



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 4 / 2020



# Indice

<b>Andamenti economici e monetari</b>	<b>2</b>
Quadro generale	2
1    Contesto esterno	8
2    Andamenti finanziari	17
3    Attività economica	24
4    Prezzi e costi	31
5    Moneta e credito	37
6    Andamenti della finanza pubblica	47
<b>Riquadri</b>	<b>51</b>
1    L'impatto delle misure di chiusura conseguenti al COVID-19 sull'interscambio dei servizi di viaggio	51
2    Coronavirus (COVID-19): i timori del mercato impliciti nei prezzi delle opzioni	57
3    Pandemia di COVID-19 e accesso al credito per le piccole e medie imprese: i risultati delle indagini	63
4    Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 29 gennaio al 5 maggio 2020	69
5    Andamento regionale del mercato del lavoro durante la grande crisi finanziaria e la successiva ripresa	76
6    Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile	82
7    La crisi COVID-19 e le sue implicazioni per le politiche di bilancio	86
<b>Articoli</b>	<b>91</b>
1    Atteggiamento dei cittadini nei confronti della BCE, dell'euro e dell'Unione economica e monetaria	91
2    Accesso al credito per le piccole e medie imprese dopo la crisi finanziaria: i risultati delle indagini	117
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nella riunione di politica monetaria del 4 giugno il Consiglio direttivo ha deciso di incrementare la dotazione e di estendere l'orizzonte del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), nonché di reinvestirne il capitale rimborsato a scadenza, proseguendo nel contempo il programma di acquisto di attività (PAA) e i relativi reinvestimenti, e mantenendo invariati i tassi di riferimento della BCE.**

Le nuove informazioni disponibili confermano che l'economia dell'area dell'euro sta subendo una contrazione senza precedenti. L'attività economica ha registrato un brusco calo per effetto della pandemia di coronavirus (COVID-19) e delle misure introdotte per il suo contenimento. Le notevoli perdite in termini di posti di lavoro e reddito e il livello di incertezza eccezionalmente elevato che circonda le prospettive economiche hanno determinato una flessione significativa della spesa per consumi e degli investimenti. Sebbene i risultati delle indagini congiunturali e gli indicatori in tempo reale dell'attività economica abbiano mostrato alcuni segnali di ripresa in concomitanza con la graduale distensione delle misure di contenimento, il miglioramento è stato finora modesto rispetto alla rapidità con cui gli indicatori sono precipitati nei due mesi precedenti. Le proiezioni macroeconomiche di giugno 2020 formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema indicano una riduzione della crescita a un ritmo senza precedenti nel secondo trimestre di quest'anno prima di un suo successivo ritorno all'espansione nel secondo semestre, grazie al determinante e considerevole sostegno fornito dalle misure di bilancio e di politica monetaria. Ciononostante, le proiezioni indicano una notevole revisione al ribasso sia del livello dell'attività economica, sia delle prospettive di inflazione nell'intero orizzonte temporale considerato, a fronte di uno scenario di base caratterizzato tuttavia da un grado di incertezza straordinariamente elevato. Se da un lato l'inflazione complessiva è compressa dal calo delle quotazioni dell'energia, dall'altro le pressioni sui prezzi dovrebbero rimanere contenute per effetto della drastica diminuzione del PIL in termini reali e del connesso significativo incremento della capacità inutilizzata nell'economia. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha adottato una serie di misure di politica monetaria volte a sostenere l'economia durante il suo graduale riavvio e a salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 4 giugno 2020

**L'epidemia di COVID-19 ha causato un drastico deterioramento delle prospettive mondiali, come indicato dalle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno dagli esperti dell'Eurosistema.** La pandemia di COVID-19 ha paralizzato l'economia mondiale e le misure adottate dai governi di tutti i paesi per contenere la diffusione del virus hanno determinato il recente brusco calo dell'attività

economica. Diversi paesi hanno da poco iniziato ad allentare le misure di contenimento, ma è probabile che tale processo si riveli molto graduale. Sull'attività economica, in particolare nelle economie emergenti, hanno inoltre inciso negativamente la marcata flessione dei prezzi delle materie prime, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e gli ingenti deflussi di capitali. I nuovi dati disponibili confermano che le ricadute economiche delle misure di contenimento saranno drastiche e profonde. Alla luce di tali gravi turbative internazionali, le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema segnalano, per quest'anno, una contrazione del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) pari al 4,0 per cento. Il ritmo di tale contrazione è più rapido e la sua entità maggiore rispetto a quanto osservato durante la Grande recessione. Dopo la forte riduzione segnata nei primi due trimestri, nel terzo trimestre del 2020 l'attività mondiale dovrebbe avviarsi verso la ripresa e crescere nel 2021 e nel 2022, rispettivamente, del 6,0 per cento e del 3,9 per cento. Il commercio mondiale subirà conseguenze più rilevanti, poiché i disservizi logistici e la chiusura delle frontiere amplificheranno l'impatto delle ricadute. Nonostante un netto deterioramento delle prospettive mondiali, implicito nelle proiezioni di giugno, i rischi che gravano su di esse permangono orientati al ribasso. È importante notare che l'impatto della pandemia potrebbe risultare più forte e duraturo di quanto attualmente previsto.

**Pur essendosi lievemente allentate dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo 2020, le condizioni finanziarie non sono tornate ai livelli osservati prima della diffusione del COVID-19 su scala mondiale.** Nel periodo in esame (tra il 12 marzo e il 3 giugno 2020), la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata verso l'alto. La sua inversione sulle scadenze a breve termine permane, sebbene in misura minore rispetto al 12 marzo, segnalando la riduzione e l'ulteriore slittamento nel tempo delle attese degli operatori relativamente a nuovi tagli dei tassi di riferimento. Nonostante l'orientamento accomodante della politica monetaria veicolato dal PEPP e dalle altre misure adottate, nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno subito un incremento. I prezzi delle attività rischiose hanno in parte recuperato le perdite registrate a febbraio e a marzo, principalmente a fronte di un miglioramento della propensione al rischio a livello internazionale e della percezione di un certo indebolimento del rischio estremo di un'imminente crisi mondiale. Nei mercati valutari l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio; la volatilità dei tassi di cambio bilaterali ha riflesso l'incertezza legata alla pandemia di COVID-19.

**Nel primo trimestre del 2020 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è sceso del 3,8 per cento sul periodo precedente e i nuovi dati segnalano un'ulteriore marcata flessione nel secondo trimestre.** I più recenti indicatori economici e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali confermano una drastica contrazione dell'economia dell'area dell'euro e un rapido deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. La pandemia di coronavirus e le necessarie misure di contenimento hanno avuto gravi ripercussioni sia sul settore manifatturiero sia su quello dei servizi, comportando pesanti ricadute per la capacità produttiva dell'economia dell'area e la domanda interna. Gli indicatori più recenti suggeriscono una lieve inversione della contrazione a maggio, in coincidenza con il graduale

riavvio di parte dell'economia. Seguendo questa linea, con l'ulteriore distensione delle misure di contenimento, nel terzo trimestre l'attività dell'area dell'euro dovrebbe segnare un recupero, sostenuta dalle condizioni finanziarie favorevoli, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e dal riavvio dell'attività mondiale, benché nel complesso la rapidità e la portata della ripresa restino molto incerte.

**Tale valutazione trova sostanziale riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche di giugno 2020 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro.** Nello scenario di base delle proiezioni il PIL annuo in termini reali si ridurrebbe dell'8,7 per cento nel 2020, risalendo del 5,2 per cento nel 2021 e del 3,3 nel 2022. Rispetto all'esercizio di marzo 2020 condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali hanno subito una netta revisione al ribasso, pari a 9,5 punti percentuali per il 2020, e al rialzo per il 2021 e il 2022, rispettivamente di 3,9 e 1,9 punti percentuali. Data l'eccezionale incertezza che attualmente caratterizza le prospettive, le proiezioni includono anche due scenari alternativi<sup>1</sup>. In generale, l'entità della contrazione e della ripresa dipenderà in modo decisivo dalla durata e dall'efficacia delle misure di contenimento, dal buon esito delle politiche tese a mitigare l'impatto avverso sui redditi e sull'occupazione e dalla misura in cui la capacità produttiva e la domanda interna subiranno effetti permanenti. Il Consiglio direttivo ritiene che, nel complesso, i rischi per lo scenario di base siano orientati al ribasso.

**Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa allo 0,1 per cento a maggio, dallo 0,3 di aprile, principalmente per effetto dell'andamento più moderato della componente energetica.** Tenuto conto dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, è probabile che l'inflazione complessiva registri un'ulteriore lieve diminuzione nei prossimi mesi, mantenendosi su livelli moderati sino alla fine dell'anno. Nel medio termine, la maggiore debolezza della domanda determinerà pressioni al ribasso sull'inflazione, solo in parte compensate da spinte al rialzo legate a vincoli dal lato dell'offerta. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati si sono mantenuti su livelli molto bassi. Benché gli indicatori delle aspettative di inflazione basati sulle indagini siano diminuiti nel breve e nel medio periodo, le attese a più lungo termine hanno mostrato un impatto più contenuto.

**Tale valutazione si riflette anche nelle proiezioni macroeconomiche di giugno formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che nello scenario di base prevedono un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC pari allo 0,3 per cento nel 2020, allo 0,8 per cento nel 2021 e all'1,3 per cento nel 2022.** Rispetto all'esercizio di marzo 2020 condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso per il 2020, il 2021 e il 2022, rispettivamente di 0,8, 0,6 e 0,3 punti percentuali. L'inflazione armonizzata

---

<sup>1</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020* pubblicate sul sito della BCE il 4 giugno 2020.

sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi allo 0,8 per cento nel 2020, allo 0,7 per cento nel 2021 e allo 0,9 per cento nel 2022.

**La pandemia di COVID-19 ha provocato una forte accelerazione delle dinamiche monetarie, trainata dall'intenso fabbisogno di liquidità delle imprese necessario a finanziare i pagamenti correnti e dalla marcata preferenza degli agenti economici per le disponibilità di consistenze monetarie a fini precauzionali.** Ad aprile 2020 la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) è salita all'8,3 per cento, dal 7,5 per cento registrato a marzo. La forte crescita della moneta riflette l'erogazione di credito bancario, in gran parte determinata dall'ingente fabbisogno di liquidità dell'economia. L'elevata incertezza economica, inoltre, sta innescando riallocazioni a favore di attività monetarie detenute a fini precauzionali. L'aggregato monetario ristretto M1, che include le componenti più liquide, continua a fornire il principale contributo all'espansione dell'aggregato monetario ampio. L'andamento dei prestiti al settore privato ha continuato a essere influenzato dall'impatto del coronavirus sull'attività economica. Ad aprile il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è ulteriormente aumentato, raggiungendo il 6,6 per cento dal 5,5 del mese precedente, di riflesso alla necessità delle imprese di finanziare la spesa corrente e il capitale circolante a fronte della rapida diminuzione delle entrate. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie, nel contempo, ad aprile si è ridotto al 3,0 per cento, rispetto al 3,4 per cento di marzo, in un contesto caratterizzato da vincoli al consumo dovuti alle misure di contenimento, dal calo della fiducia e dal deterioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. Le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo, in particolare le condizioni molto favorevoli delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), dovrebbero incoraggiare le banche a erogare prestiti a tutte le entità del settore privato. Tali misure, unitamente alle iniziative intraprese dai governi nazionali e dalle istituzioni europee, favoriscono il costante accesso al credito, anche da parte dei soggetti più colpiti dalle implicazioni della pandemia di coronavirus.

**La pandemia di COVID-19 sta esercitando un considerevole effetto sulle politiche di bilancio nell'area dell'euro.** Le misure di contenimento hanno inoltre incentivato l'elaborazione di pacchetti di stimolo fiscale senza precedenti, volti ad attenuare le ricadute economiche e preparare il terreno per una rapida ripresa. Secondo le proiezioni, di conseguenza, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in modo significativo, raggiungendo l'8,5 per cento del PIL nel 2020, a fronte dello 0,6 per cento registrato nel 2019. Anche se nel 2021 il rapporto disavanzo pubblico/PIL dovrebbe scendere al 4,9 per cento, per il 2022 si prevede comunque che si attesti al 3,8 per cento del PIL. Si stima che, nel complesso, l'orientamento delle politiche di bilancio in termini aggregati per l'area dell'euro sia fortemente espansivo nel 2020, ma restrittivo nel 2021, dato che per quel tempo la maggior parte delle misure di sostegno dovrebbe essere gradualmente venuta meno. Nonostante l'orientamento negativo delle politiche di bilancio nel 2021, il saldo di bilancio complessivo rimarrà decisamente negativo, con gli strumenti di bilancio che continueranno a sostenere la ripresa economica, non da ultimo per il tramite degli stabilizzatori automatici. Un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimane essenziale alla luce della

netta contrazione dell'economia dell'area dell'euro, anche se le misure dovrebbero essere mirate e temporanee. A tal proposito, sono accolti con grande favore sia il pacchetto sulle tre reti di sicurezza da 540 miliardi di euro approvato dal Consiglio europeo, sia la proposta della Commissione europea di un piano per la ripresa dedicato a sostenere le regioni e i settori più gravemente colpiti dalla pandemia.

## Il pacchetto di misure di politica monetaria

L'effetto congiunto di due principali fattori ha reso necessaria un'ulteriore azione di politica monetaria. In primo luogo, la revisione al ribasso delle prospettive di inflazione a causa della pandemia costituisce una minaccia per il mandato del Consiglio direttivo, ossia la salvaguardia della stabilità dei prezzi nel medio termine. In secondo luogo, se nei mercati finanziari le condizioni si sono notevolmente stabilizzate dopo l'annuncio del PEPP, per l'insieme dell'area dell'euro le condizioni finanziarie rimangono sensibilmente più rigide adesso rispetto al periodo antecedente la pandemia, laddove le prospettive per l'attività economica e l'inflazione richiedono condizioni più distese.

In tale contesto, il 4 giugno 2020 il Consiglio direttivo ha adottato un insieme di misure di politica monetaria a sostegno del notevole grado di accomodamento già in atto, necessario affinché l'inflazione continui saldamente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine, in linea con il suo mandato.

1. Il Consiglio direttivo ha deciso di incrementare la dotazione del PEPP di 600 miliardi di euro, per un totale di 1.350 miliardi di euro. In risposta alla revisione al ribasso dell'inflazione connessa alla pandemia nell'orizzonte di proiezione, l'espansione del PEPP allenterà ulteriormente l'orientamento generale della politica monetaria, sostenendo le condizioni di finanziamento nell'economia reale, soprattutto per le imprese e le famiglie. Gli acquisti continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi. Ciò consente al Consiglio direttivo di contrastare efficacemente i rischi per l'ordinata trasmissione della politica monetaria.
2. Il Consiglio direttivo ha deciso di estendere l'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP almeno sino alla fine di giugno 2021. Ciò sostanzialmente allinea l'orizzonte degli acquisti con quello delle altre misure di politica monetaria adottate in risposta alla pandemia, come le OMRLT-III e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP). In ogni caso, la BCE condurrà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus.
3. Il Consiglio direttivo ha deciso di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2022. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria. I reinvestimenti contribuiranno a evitare il rischio di un irrigidimento ingiustificato delle condizioni finanziarie, allorché l'economia procede nella ripresa dallo shock

indotto dalla pandemia. È opportuno, nel contempo, che la strategia di reinvestimento del PEPP ne rifletta il carattere temporaneo e il legame con l'emergenza pandemica.

4. Gli acquisti netti nell'ambito del PAA, inoltre, continueranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, unitamente agli acquisti nel quadro della dotazione temporanea aggiuntiva da 120 miliardi di euro sino alla fine dell'anno. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che gli acquisti mensili netti nell'ambito del PAA proseguiranno finché necessario a rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e termineranno poco prima che il Consiglio stesso comincerà a innalzare detti tassi.
5. Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
6. Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE. Questi ultimi dovrebbero mantenersi su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione e tale convergenza non si sarà coerentemente riflessa nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.

Insieme al considerevole stimolo di politica monetaria già in atto, le decisioni del Consiglio direttivo sosterranno le condizioni di liquidità e finanziamento nell'economia, contribuiranno al flusso del credito a favore di famiglie e imprese e al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli per tutti i settori e in tutti paesi, al fine di sorreggere il recupero dell'economia dalle ripercussioni del coronavirus. Allo stesso tempo, nell'attuale contesto economico in rapida evoluzione, il Consiglio direttivo ribadisce il massimo impegno a intraprendere ogni azione necessaria nell'ambito del proprio mandato per sostenere tutti i cittadini dell'area dell'euro nell'attuale fase di estrema difficoltà. Ciò attiene innanzitutto al ruolo svolto dal Consiglio direttivo nell'assicurare che la politica monetaria sia trasmessa a tutti i settori dell'economia e a tutti i paesi, nel perseguimento del mandato della BCE di preservare la stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo resta quindi pronto ad adeguare tutti i propri strumenti, nella maniera che riterrà opportuna, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito, in linea con il suo impegno alla simmetria.

*La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha paralizzato l'economia internazionale. Le implicazioni delle misure adottate dai governi di tutto il mondo per contenere la diffusione del virus comportano una forte contrazione dell'attività economica nel breve periodo. Sebbene diversi paesi abbiano recentemente iniziato ad allentare le misure di contenimento, tale processo sarà probabilmente molto graduale. Sull'attività economica, in particolare nelle economie emergenti (emerging market economies, EME), incidono negativamente anche il brusco calo dei prezzi delle materie prime, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e gli ingenti deflussi di capitali. I dati più recenti confermano che le ricadute economiche della pandemia e delle misure di contenimento saranno gravi e di ampia portata. In considerazione di queste gravi turbative a livello mondiale, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema quest'anno il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe registrare una contrazione del 4,0 per cento. Tale contrazione avanza a un ritmo più rapido ed è di portata maggiore rispetto a quanto osservato durante la Grande recessione. Dopo una forte flessione nei primi due trimestri del 2020, l'attività mondiale dovrebbe iniziare a evidenziare un recupero nel terzo trimestre: un profilo che, secondo le proiezioni, implica un aumento dell'attività mondiale rispettivamente del 6,0 e del 3,9 per cento nel 2021 e 2022. Il commercio mondiale subirà più gravi conseguenze, poiché i disservizi logistici e la chiusura delle frontiere amplificheranno l'impatto delle ricadute. Inoltre, in virtù della sua prociclicità, il commercio risponde agli andamenti dell'attività economica, in particolare nelle fasi di rallentamento. Nonostante un netto deterioramento delle prospettive mondiali, come indicato nelle proiezioni di giugno, i rischi che gravano su di esse sono ancora orientati al ribasso. Soprattutto, l'impatto della pandemia potrebbe rivelarsi più forte e più duraturo di quanto attualmente previsto. Altri rischi riguardano, ad esempio, una maggiore sensibilità dei mercati finanziari alle notizie, le modifiche strutturali subite dalle reti di approvvigionamento per la produzione e il rischio di un aumento del protezionismo commerciale.*

### Attività economica e commercio mondiale

#### **La pandemia di COVID-19 ha paralizzato l'economia internazionale.**

Le misure adottate dai governi di tutto il mondo per contenere la diffusione del virus implicano una forte contrazione dell'attività economica nel breve periodo. Tali misure, già introdotte in Cina a fine gennaio, sono state adottate da altri paesi in un secondo momento, con il diffondersi del virus a livello mondiale. Sebbene diversi paesi abbiano recentemente avviato un allentamento delle misure di contenimento, tale processo sarà probabilmente molto graduale. Sull'attività economica, in particolare nelle economie emergenti, incidono negativamente il brusco calo dei prezzi delle materie prime, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e gli ingenti deflussi di capitali. Tali gravi shock internazionali hanno colpito l'economia mondiale in un momento in cui – dopo un periodo di ristagno, lo scorso anno – cominciavano a manifestarsi segnali di stabilizzazione sempre più evidenti. In particolare, al volgere dell'anno era in atto un incipiente recupero nell'attività manifatturiera e nel

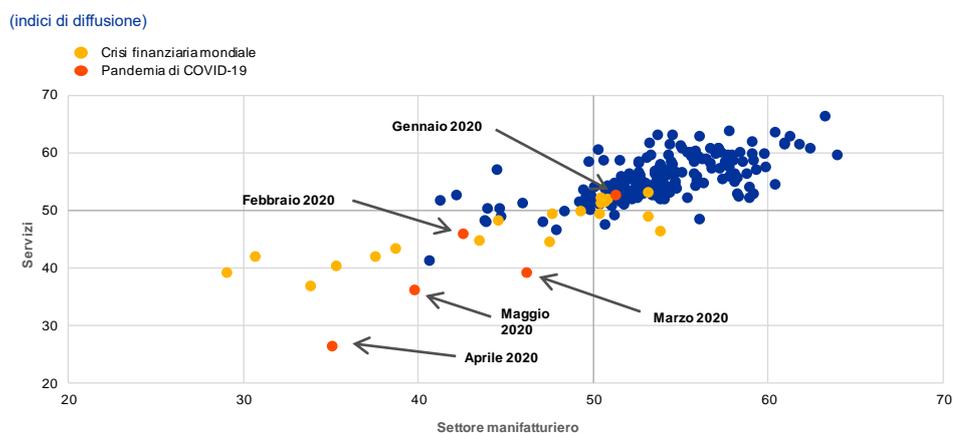
commercio, capitanato dalle grandi economie emergenti. Inoltre, le condizioni finanziarie favorevoli allora prevalenti in tutto il mondo e il parziale allentamento del conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina in seguito alla firma della “fase uno” dell’accordo commerciale avevano costituito potenziali elementi di rafforzamento della ripresa prima dell’arrivo della pandemia.

**I dati ricavati dalle indagini confermano che le conseguenze economiche della pandemia e delle misure di contenimento saranno gravi e di ampia portata.**

Analizzando i dati settoriali ricavati dall’indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers’ Index, PMI) emergono tre tipi di andamenti. In primo luogo, il prodotto ha subito un crollo in tutti i settori in seguito alle stringenti misure di contenimento messe in atto. In secondo luogo, l’impatto sul settore dei servizi è stato maggiore di quello osservato nel settore manifatturiero. Con le politiche di contenimento che hanno soppresso domanda e offerta a livello globale, la produzione nei settori manifatturiero e dei servizi ha fatto registrare un peggioramento molto più rapido rispetto a quanto avvenuto durante la Grande recessione (cfr. il grafico 1). Infine, con la ripresa dell’attività produttiva, il prodotto evidenzia un recupero rispetto ai precedenti bassi livelli, come osservato in Cina. Tuttavia, il recupero è da considerarsi soltanto parziale per varie ragioni. Esse sono correlate alle restrizioni ancora in atto per le attività che richiedono una stretta interazione sociale, alla modifica dei comportamenti dei consumatori – preoccupati di una seconda ondata di infezioni – e all’elevata incertezza che ostacola le decisioni di investimento, riducendo la domanda a breve termine e gravando sulla capacità produttiva a lungo termine. Il PMI mondiale composito relativo al prodotto (esclusa l’area dell’euro) ha registrato una lieve ripresa a maggio, grazie ai migliori risultati dei settori manifatturiero e dei servizi, pur continuando a evidenziare una profonda contrazione.

**Grafico 1**

PMI mondiale relativo al prodotto dei settori manifatturiero e dei servizi (esclusa l’area dell’euro)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.  
 Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020. I dati sono relativi al periodo compreso tra gennaio 1999 e maggio 2020. Il campione relativo alla crisi finanziaria mondiale (punti gialli) riguarda il periodo compreso tra dicembre 2007 e giugno 2009. Il campione relativo alla pandemia di COVID-19 (punti rossi) riguarda il periodo compreso tra gennaio e maggio 2020.

**Il comportamento più cauto dei consumatori si riflette in un netto calo degli indicatori del clima di fiducia a livello mondiale.** Nelle ultime settimane il clima di fiducia dei consumatori è notevolmente peggiorato, in particolare nelle economie avanzate. Il deterioramento del mercato del lavoro, inoltre, spingerà i consumatori ad adottare comportamenti più cauti, improntati a un maggiore risparmio precauzionale e consumi minori, in particolare di beni durevoli.

**Le condizioni finanziarie si sono nettamente inasprite, sebbene più di recente la stretta si sia in parte allentata.** Inizialmente l'inasprimento è stato rapido e generalizzato e ha colpito in egual modo le economie avanzate e quelle emergenti. In queste ultime economie si sono inoltre osservati considerevoli deflussi finanziari in termini sia lordi che netti, sebbene i dati più recenti sembrano indicare una moderazione di tali deflussi o persino un'inversione del processo nelle ultime settimane. Nonostante questi segnali di stabilizzazione, le tensioni finanziarie rimangono elevate, in parte a causa di un aumento dell'incidenza della mortalità e di nuovi casi confermati di COVID-19 nelle economie emergenti. In particolare, sebbene la fuga degli investitori finanziari da tali economie nella fase iniziale della crisi innescata dalla pandemia sia stata indiscriminata, le differenze tra i fondamentali macroeconomici e le vulnerabilità delle diverse economie emergenti sembrano ora assumere rilevanza crescente nelle decisioni di investimento.

**Nel complesso, le condizioni finanziarie rimangono sensibilmente più rigide rispetto al periodo antecedente la pandemia, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti.** Tuttavia, in una prospettiva di più lungo periodo, esse restano più favorevoli rispetto a precedenti fasi di rallentamento dell'economia mondiale, inclusi la Grande recessione e il rallentamento che ha fatto seguito allo scoppio della cosiddetta bolla speculativa delle dot.com, all'inizio degli anni 2000. In parte, ciò potrebbe dipendere dalla risposta rapida e aggressiva delle banche centrali di tutto il mondo. In particolare, è probabile che gli interventi di politica monetaria costituiscano il fattore chiave alla base della stabilizzazione dei rendimenti delle obbligazioni sovrane e dei premi a termine, nonostante l'emissione di titoli di Stato senza precedenti, in termini di portata, da parte dei governi di tutto il mondo in seguito alla crisi innescata dalla pandemia. L'incertezza è considerevolmente aumentata e rimane elevata. Anche se è ancora presto per valutare il ruolo svolto dall'elevata incertezza nella crisi attuale, è probabile che essa pesi sulle prospettive di ripresa.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema segnalano, per quest'anno, una contrazione del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) del 4,0 per cento.**

Il ritmo di tale contrazione è più rapido e la sua entità molto maggiore rispetto a quanto osservato durante la Grande recessione. Dopo una forte flessione nei primi due trimestri del 2020, l'attività economica dovrebbe evidenziare un recupero a partire dal terzo trimestre. Con la revoca delle misure di chiusura si prevede una iniziale risalita dell'attività; tuttavia, a causa delle misure di distanziamento sociale ancora in atto e del diverso comportamento dei consumatori, il ritmo complessivo della ripresa dovrebbe essere graduale. In una prospettiva di più lungo periodo, le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema

prevedono un aumento dell'attività mondiale del 6,0 per cento nel 2021 e del 3,9 per cento nel 2022. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 degli esperti della BCE, il dato sulla crescita a livello globale è stato rivisto significativamente al ribasso per quest'anno, mentre dovrebbe rafforzarsi lievemente su un orizzonte di medio periodo. Queste revisioni implicano altresì che il livello del prodotto mondiale si mantenga inferiore rispetto alla traiettoria prospettata a marzo 2020 nelle proiezioni degli esperti della BCE. Per le economie emergenti è attesa una ripresa economica più modesta rispetto a quanto osservato in seguito alle precedenti fasi di rallentamento. Nella fase attuale, ciò riflette una serie di shock negativi abbattutisi su tali economie, tra cui la crisi innescata dalla pandemia, le condizioni finanziarie tese, gli shock negativi sulle ragioni di scambio per gli esportatori di materie prime e i considerevoli deflussi di capitali.

**Secondo le stime, negli Stati Uniti il ritmo di contrazione dell'attività economica avrebbe accelerato nel secondo trimestre del 2020.**

In base alla seconda stima, nel primo trimestre il PIL in termini reali è sceso del 5,0 per cento su base annua. Tale contrazione è stata lievemente superiore a quella segnalata nella stima anticipata. I dati a più elevata frequenza indicano che il rallentamento economico si è acuito ulteriormente nel secondo trimestre, poiché ad aprile erano in vigore, nel paese, rigorose misure di contenimento. Da fine aprile alcuni stati USA hanno iniziato ad allentare gradualmente le misure di contenimento. Ciò dovrebbe favorire un recupero nella seconda metà del 2020, che sarà guidato da una ripresa della domanda interna, supportata dalle vigorose politiche economiche messe in campo finora. Tuttavia la ripresa dovrebbe essere graduale, poiché il clima di fiducia dei consumatori si mantiene su livelli bassi, data la riduzione di posti di lavoro senza precedenti registrata a partire da fine marzo. L'occupazione ha registrato un calo di oltre 22 milioni di posti di lavoro e il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 14,7 per cento ad aprile. L'inflazione complessiva al consumo misurata sui dodici mesi ha subito un brusco calo, portandosi allo 0,3 per cento ad aprile, dall'1,5 per cento del mese precedente. Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione sui dodici mesi è diminuita all'1,4 per cento ad aprile, dal 2,1 per cento di marzo. Nell'anno in corso l'inflazione dovrebbe scendere poiché gli effetti disinflazionistici dello shock dal lato della domanda compensano quelli inflazionistici derivanti dalle interruzioni dell'offerta; verso la fine dell'orizzonte temporale della proiezione dovrebbe poi aumentare gradualmente, avvicinandosi all'obiettivo del Federal Reserve System del 2 per cento.

**In Cina la ripresa procede in un contesto di notevoli difficoltà.**

Tra queste figurano le deboli prospettive per la domanda estera nel breve periodo, suffragate dal brusco calo degli ordinativi dall'estero, e una graduale ripresa della domanda interna. Quest'ultimo andamento riflette le misure di distanziamento sociale ancora in essere e il più cauto comportamento dei consumatori in termini generali. Gli stimoli monetari e quelli derivanti dalle politiche attuate dalle autorità contribuiranno a sostenere l'attività economica. In prospettiva, si prevede una ripresa dell'attività nell'orizzonte temporale della proiezione. Tale ripresa dovrebbe tuttavia rimanere modesta rispetto ai livelli previsti nelle proiezioni di marzo.

### **In Giappone l'economia è scivolata in una recessione tecnica.**

Nel quarto trimestre dello scorso anno si è registrato un calo dell'attività dovuto alla concomitanza di diversi shock negativi, tra cui un calo della domanda interna conseguente all'aumento della tassa sui consumi, alle interruzioni della produzione causate da potenti tifoni a ottobre e alla debolezza della domanda estera. Successivamente, con la pandemia di COVID-19, il PIL in termini reali si è ulteriormente contratto, riducendosi dello 0,9 per cento nel primo trimestre del 2020. Le misure varate dalle autorità per contenere la diffusione del virus hanno gravato sulla domanda interna, in particolare sui consumi privati di servizi e beni semidurevoli. È degna di nota la marcata flessione nelle esportazioni di servizi, che riflette la minore spesa dei turisti in arrivo a causa delle restrizioni ai viaggi imposte dalla pandemia. Le autorità giapponesi hanno affinato le politiche di sostegno all'economia in difficoltà. Ad aprile la Banca del Giappone ha innalzato i limiti all'acquisto di carta commerciale e di obbligazioni societarie, ha allentato l'accesso ai meccanismi di finanziamento alle imprese e ha acquistato titoli di Stato a breve e a più lungo termine. In occasione della riunione straordinaria di maggio ha inoltre deciso di avviare un nuovo programma di finanziamento per le banche, finalizzato ad agevolare il credito alle piccole e medie imprese. Alla fine di maggio, il governo giapponese ha approvato un secondo pacchetto di misure di stimolo fiscale, ampiamente comparabile, per dimensioni, a quello attuato ad aprile 2020. Tali misure dovrebbero fornire ulteriore impulso all'economia, che dovrebbe evidenziare un graduale recupero a partire dalla seconda metà dell'anno.

### **Nel Regno Unito la situazione economica è sensibilmente peggiorata.**

Nel primo trimestre del 2020, il PIL in termini reali è diminuito del 2 per cento, sebbene l'economia abbia subito il lockdown soltanto a partire dall'ultima decade di marzo, mentre l'inflazione al consumo su base annua è scesa allo 0,8 per cento ad aprile, segnando un brusco calo rispetto all'1,5 per cento del mese precedente. Sebbene l'occupazione sia stata sostenuta dal regime di cassa integrazione, la situazione del mercato del lavoro ha subito un netto peggioramento. I dati sperimentali raccolti dall'Office for National Statistics (ONS) sui beneficiari di prestazioni sociali – che comprendono i sussidi di disoccupazione e quelli erogati nell'ambito del rapporto di lavoro – indicano che a metà aprile oltre due milioni di cittadini avevano richiesto qualche forma di sussidio. Si tratta di circa un terzo in più rispetto al numero osservato durante la Grande recessione. I dati a elevata frequenza segnalano un ulteriore marcato deterioramento nel secondo trimestre, implicando una recessione molto più grave rispetto a quanto avvenuto all'indomani della crisi finanziaria mondiale. Il governo ha annunciato una graduale riapertura dell'economia, che dovrebbe sostenere una progressiva ripresa nei prossimi mesi.

### **Nei paesi dell'Europa centrale e orientale si prevede un sostanziale**

**indebolimento dell'attività economica.** Un elevato numero di paesi di tale regione ha registrato una crescita negativa nel primo trimestre del 2020, in un contesto caratterizzato da interruzioni dell'offerta e una domanda più debole in conseguenza delle misure di contenimento. In prospettiva, per il secondo trimestre ci si attende un rallentamento dell'economia molto più marcato. Ciò riflette l'interazione tra una domanda interna più debole (con le misure di contenimento che sono rimaste in

vigore per tutto il mese di aprile) e una altrettanto debole domanda estera, in particolare da parte dei paesi dell'area dell'euro.

**Nei grandi paesi esportatori di materie prime è atteso un calo vertiginoso dell'attività economica.**

In Russia i recenti sviluppi del mercato dell'energia e la pandemia di COVID-19 hanno frenato la domanda estera, con effetti negativi sull'economia. Allo stesso tempo, in seguito a un forte aumento dei contagi all'interno del paese, le misure di contenimento del virus sono state inasprite. I tagli alla produzione concordati dai paesi dell'OPEC+ per stabilizzare il mercato internazionale del petrolio e i più bassi prezzi delle materie prime dovrebbero frenare gli investimenti. In Brasile l'attività economica ha subito un brusco deterioramento a causa delle misure di lockdown, delle interruzioni delle catene di approvvigionamento, di una più debole domanda estera, di ingenti deflussi di capitale e di uno shock negativo sulle ragioni di scambio che ha riflesso il calo dei prezzi delle materie prime. L'aumento delle tensioni politiche e il fatto che il paese sia tra i più colpiti dalla pandemia sono fattori che potrebbero ostacolare l'attuazione di efficaci politiche di sostegno all'economia.

**In Turchia, la pandemia ha dato origine a pressioni nell'erogazione dei finanziamenti, in un contesto di forti squilibri esterni e fabbisogni finanziari.**

L'attività è rimasta solida fino alla fine di marzo. Dopodiché il clima di fiducia ha iniziato a deteriorarsi rapidamente, con l'introduzione delle misure di contenimento e la forte contrazione della domanda estera. Contemporaneamente, gli investitori esteri sono divenuti sempre più avversi al rischio nei confronti delle economie emergenti e in Turchia sono emersi segnali di pressioni nel campo dei finanziamenti. La lira turca si è indebolita e le riserve di banca centrale sono diminuite bruscamente. Nel primo semestre del 2020 si prevede una forte contrazione dell'attività, mentre la successiva ripresa, secondo le proiezioni, sarà molto graduale.

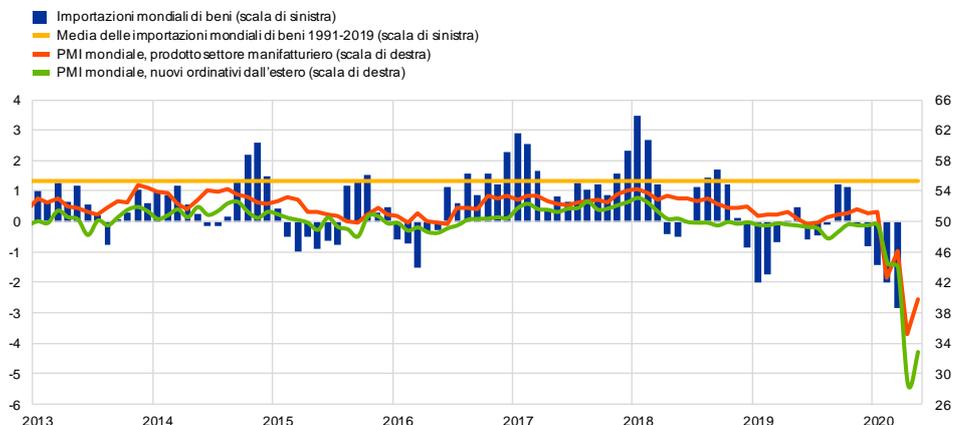
**Il commercio internazionale subirà conseguenze più gravi rispetto all'attività, poiché i disservizi logistici e la chiusura delle frontiere amplificheranno l'impatto della domanda in calo.**

La reazione prociclica del commercio agli andamenti dell'attività economica, inoltre, tende ad acuirsi nelle fasi di rallentamento dell'economia. Il crollo dell'interscambio mondiale di beni sarà probabilmente amplificato dalle interruzioni subite dalle catene del valore regionali e globali, dal momento che la significativa quota di scambi commerciali rappresentata dai beni intermedi (il 40 per cento circa del commercio mondiale) ha implicazioni importanti per la trasmissione degli shock dal lato della domanda e dell'offerta a livello internazionale. Un netto calo degli scambi è già visibile nelle importazioni mondiali di beni, che hanno subito una contrazione del 2,9 per cento nel primo trimestre del 2020 (cfr. il grafico 2): il più ingente calo trimestrale dalla Grande recessione. Al tempo stesso, il ritmo al quale sono diminuite le importazioni di beni è stato ampiamente comparabile tra economie avanzate ed economie emergenti.

## Grafico 2

### Indagini e commercio internazionale di beni (esclusa l'area dell'euro)

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



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

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020 per i dati PMI e a marzo 2020 per le importazioni mondiali di beni. Gli indici e i dati si riferiscono all'aggregato mondiale esclusa l'area dell'euro.

### Data la natura dello shock, lo scambio di servizi è stato particolarmente colpito.

I dati più recenti sui settori del turismo e dei trasporti, che insieme rappresentano la parte più consistente dello scambio internazionale di servizi, indicano un calo senza precedenti. Nel mese di marzo gli arrivi di turisti stranieri sono diminuiti di oltre il 50 per cento. Analogamente, il volume dei passeggeri dei voli internazionali si è ridotto di oltre la metà rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono, per quest'anno, un calo della crescita delle importazioni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) del 12,9 per cento; a tale calo dovrebbe far seguito un aumento dell'8,0 per cento nel 2021 e del 4,3 per cento nel 2022. La domanda estera nell'area dell'euro dovrebbe contrarsi del 15,1 per cento quest'anno, per poi crescere del 7,8 e del 4,2 per cento, rispettivamente, nel 2021 e nel 2022. La pandemia ha avuto un impatto considerevole sugli scambi commerciali: secondo le proiezioni le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbero tornare ai livelli registrati nel quarto trimestre del 2019, orientativamente, non prima della fine dell'orizzonte temporale della proiezione. La domanda estera nell'area dell'euro rimarrebbe al di sotto di tale livello per l'intero orizzonte temporale della proiezione.

### Il grado di incertezza sul futuro andamento dell'economia internazionale rimane senza precedenti.

Esso è correlato all'evoluzione della pandemia e al suo impatto sui comportamenti economici, nonché alle misure di contenimento e al successo delle politiche attuate in risposta all'emergenza. Per rappresentare la gamma di possibili impatti della pandemia di COVID-19 sull'economia mondiale, nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2020 gli esperti dell'Eurosistema affiancano allo scenario di base della proiezione altri due scenari: uno moderato e uno grave. Questi scenari aggiuntivi hanno lo scopo di illustrare una

gamma di possibili sviluppi diversi rispetto alla proiezione di riferimento<sup>2</sup>.

La pandemia di COVID-19 ha inoltre innescato una serie di fenomeni che potrebbero incidere negativamente sulla ripresa dell'economia mondiale ipotizzata nelle proiezioni. Essi comprendono, ad esempio, una maggiore sensibilità dei mercati finanziari alle notizie o le modifiche strutturali subite dalle reti di approvvigionamento per la produzione. Tali rischi, insieme ad altri rischi al ribasso collegati ai negoziati sulla Brexit e all'aumento del protezionismo commerciale, restano validi; tuttavia la loro rilevanza sarà probabilmente correlata al futuro andamento della pandemia di COVID-19 e alle misure di contrasto adottate.

## Andamenti dei prezzi a livello internazionale

**Il brusco deterioramento delle prospettive per la domanda a livello mondiale ha causato un drastico calo dei prezzi del petrolio.** I prezzi del greggio di qualità Brent sono lievemente risaliti, di recente, al di sopra dei 30 dollari al barile, dopo un crollo al di sotto dei 20 dollari al barile all'inizio di aprile. Il parziale recupero dei corsi petroliferi sembra associato alla speranza di un'inversione di tendenza rispetto all'improvviso crollo della domanda internazionale di petrolio determinato dalla pandemia, con la Cina in fase di recupero e la graduale revoca delle misure di lockdown negli altri paesi. I prezzi del petrolio sono stati sostenuti anche dalla progressiva reazione dell'offerta con l'entrata in vigore dell'accordo tra i paesi dell'OPEC+, all'inizio di maggio, e la diminuzione della produzione negli Stati Uniti e in Canada in seguito alle chiusure generalizzate. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2020, le ipotesi sui prezzi del greggio nell'esercizio di giugno 2020 degli esperti dell'Eurosistema sono del 36,0 per cento, del 33,1 per cento e del 26,6 per cento inferiori per il 2020, 2021 e 2022. Dalla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di giugno, tuttavia, il prezzo del greggio è aumentato e il petrolio Brent si è attestato a 38,3 dollari al barile il 3 giugno. Per il futuro è probabile che i prezzi del greggio restino volatili, di riflesso alle permanenti, elevate incertezze sulle prospettive economiche e al grado di utilizzo della capacità di stoccaggio eccezionalmente elevato.

**Il brusco calo dei prezzi del petrolio esercita un freno sull'inflazione a livello mondiale.** Ad aprile l'inflazione complessiva al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE è scesa bruscamente allo 0,9 per cento, dall'1,7 per cento di marzo, frenata da un repentino calo dei prezzi del petrolio e da una minore inflazione di fondo (cfr. il grafico 3). A seguito del crollo dei prezzi del greggio associato alla pandemia, l'inflazione relativa ai beni energetici misurata sui dodici mesi era già entrata in territorio negativo a marzo, e tale ritmo di diminuzione ha subito un brusco incremento fino al 10,8 per cento ad aprile, facendo registrare il più ingente calo da settembre 2015. Al contrario, l'inflazione sui dodici mesi relativa ai beni alimentari ha accelerato ulteriormente fino a raggiungere il 6,4 per cento ad aprile, dal 3,5 per cento del mese precedente. Contemporaneamente, l'inflazione sui dodici

<sup>2</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro "[Scenari alternativi per le prospettive economiche dell'area dell'euro](#)" nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020*.

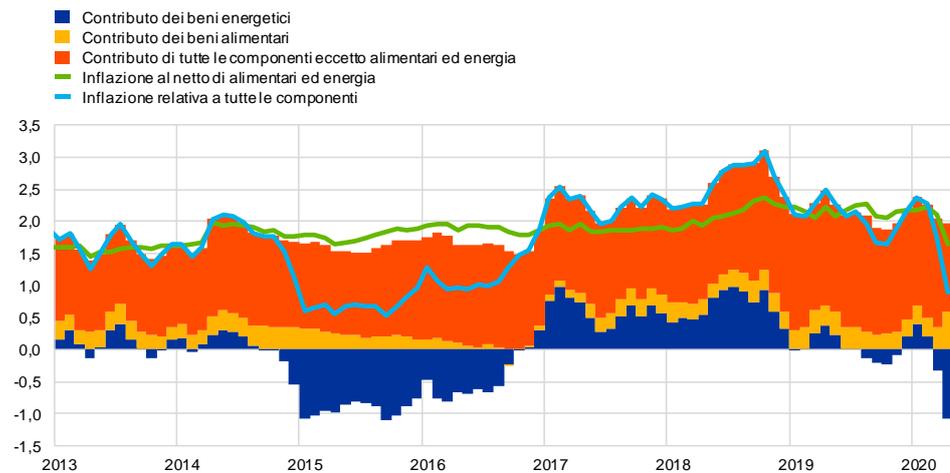
mesi misurata sull'IPC (al netto di alimentari ed energia) ad aprile è scesa all'1,6 per cento, dal 2,1 per cento del mese precedente.

**In prospettiva, si osserverà un calo dell'inflazione su scala mondiale, in un contesto caratterizzato da una riduzione dei corsi petroliferi e un indebolimento della domanda.** Tali fattori compensano il potenziale impatto inflazionistico di una riduzione dell'offerta causata da strozzature nella produzione e nella logistica. La domanda debole, il netto deterioramento dei mercati del lavoro e il più ampio margine di capacità inutilizzata toglieranno vigore alle spinte inflazionistiche di fondo a livello globale. I più bassi prezzi del petrolio spiegano, in buona parte, la revisione al ribasso dei prezzi all'esportazione applicati dai paesi concorrenti dell'area dell'euro (in valuta nazionale) nel 2020. Poiché si prevede un graduale aumento del prezzo del greggio nell'orizzonte temporale della proiezione, secondo le proiezioni tale impatto dovrebbe dissolversi e i prezzi alle esportazioni applicati dai paesi concorrenti dell'area dell'euro dovrebbero tornare sui valori medi di lungo termine verso la fine del 2021.

### Grafico 3

#### Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2020.

## 2 Andamenti finanziari

Sebbene dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo 2020 si sia verificato un certo allentamento delle condizioni finanziarie nell'area dell'euro, non si è tornati ai livelli osservati prima della diffusione del coronavirus (COVID-19) in tutto il mondo. *Nel periodo in esame (dal 12 marzo al 3 giugno 2020), la curva dei tassi a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata verso l'alto. Per le scadenze a breve si osserva ancora una leggera inversione, benché inferiore a quella registrata il 12 marzo; tale inversione indica che le aspettative degli operatori di mercato in merito a ulteriori tagli dei tassi di riferimento si sono ridotte e spostate in là nel tempo. Nonostante l'accomodamento fornito dalla politica monetaria con il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e le altre misure adottate, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati nel corso del periodo considerato, a causa dell'incremento dei tassi privi di rischio e dell'ampliamento dei differenziali di rendimento del debito sovrano. I prezzi delle attività rischiose hanno in parte recuperato le perdite registrate a febbraio e marzo, principalmente a fronte di un miglioramento della propensione al rischio a livello mondiale e della percezione di una lieve attenuazione del rischio estremo di un'imminente crisi su scala internazionale. Sul mercato dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio, con una volatilità dei tassi di cambio bilaterali che riflette l'incertezza legata alla pandemia di COVID-19.*

**Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia e il nuovo tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -45 e -54 punti base<sup>3</sup>.** Nel periodo in esame la liquidità in eccesso è aumentata di 398 miliardi di euro, a circa 2.163 miliardi<sup>4</sup>, soprattutto per effetto dell'introduzione del PEPP e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché in seguito all'aggiudicazione di somme nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e delle operazioni ponte di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO).

**Il segmento a breve della curva a termine dell'Eonia si è spostato verso l'alto nel periodo in esame, sebbene la curva continui a mostrare una leggera inversione (cfr. il grafico 4).** Il segmento a breve della curva si è appiattito a seguito della riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo, in quanto i mercati hanno rinviato le aspettative di una riduzione imminente del tasso sui depositi. Ciononostante, l'inversione nel segmento a breve della curva contrasta con la curva piatta osservata prima della diffusione del virus, il che indica che gli operatori di mercato continuano ad attendersi ulteriori riduzioni dei tassi di riferimento.

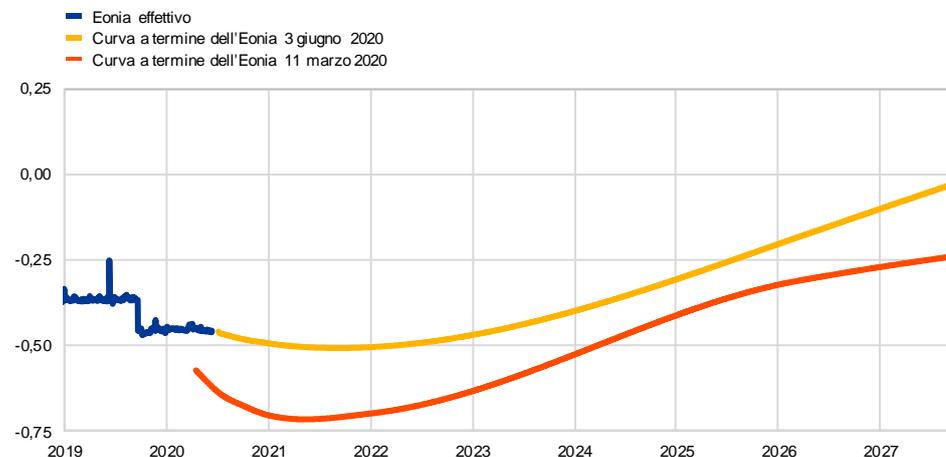
<sup>3</sup> La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro *Addio EONIA, benvenuto €STR!* nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

<sup>4</sup> Per dettagli sul periodo fino al 5 maggio 2020, cfr. il riquadro *Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 29 gennaio al 5 maggio 2020* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 4

### Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



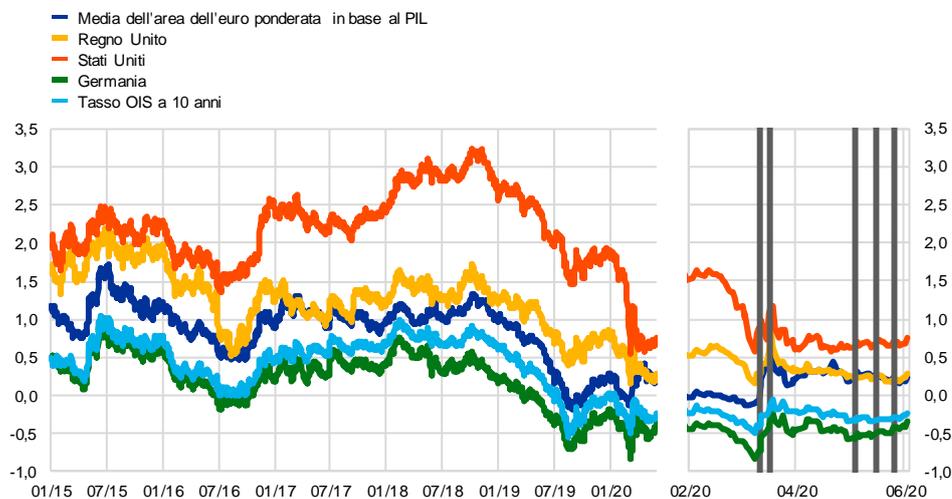
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Nonostante l'ulteriore accomodamento della politica monetaria per effetto del PEPP e delle altre misure adottate, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono aumentati nel corso del periodo in esame (cfr. il grafico 5).** Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è cresciuto di 36 punti base, collocandosi allo 0,24 per cento. I rendimenti dei titoli sovrani sono stati influenzati dall'aumento generale dei tassi privi di rischio nel periodo considerato. Inoltre, nel periodo in rassegna anche l'aumento dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani sui tassi privi di rischio ha spinto verso l'alto il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali. Contrariamente a quanto osservato nell'area dell'euro, negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi allo 0,75 per cento (di 13 punti base) e nel Regno Unito sono rimasti stabili allo 0,28 per cento (con un aumento di 1 punto base).

## Grafico 5

### Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

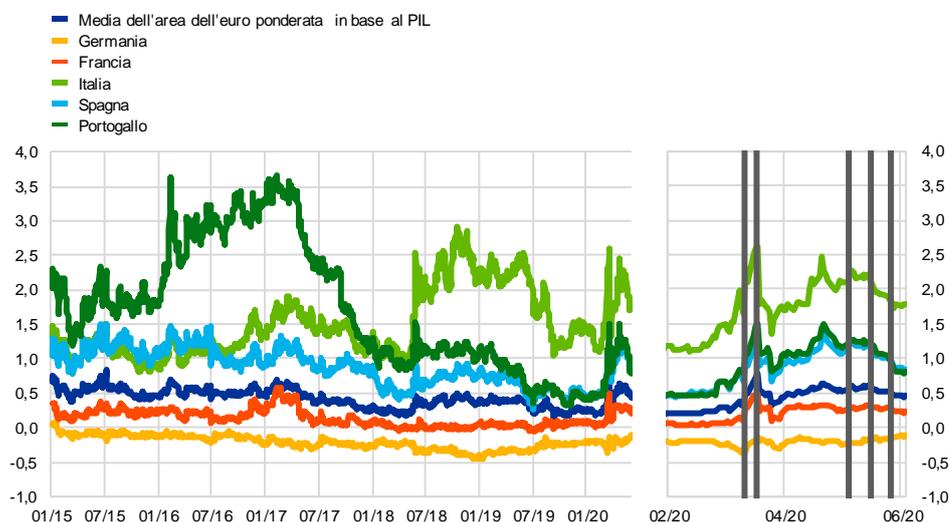
Note: dati giornalieri. Le linee verticali grigie indicano (da sinistra a destra): la riunione del Consiglio direttivo di marzo (12 marzo 2020), l'annuncio del PEPP (18 marzo 2020), la sentenza della Corte costituzionale tedesca (5 maggio 2020), la proposta franco-tedesca per un fondo europeo per la ripresa dell'Europa da 500 miliardi di euro (18 maggio 2020) e la proposta della Commissione europea per lo strumento per la ripresa, da 750 miliardi di euro, denominato "Next generation EU" (27 maggio 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 giugno 2020.

**I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS (overnight index swap) si sono ridotti a seguito dell'annuncio del PEPP, rimanendo tuttavia al di sopra dei valori osservati al momento della riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo (cfr. il grafico 6).** I differenziali sui titoli di Stato a dieci anni tedeschi, francesi, italiani, spagnoli e portoghesi sono aumentati rispettivamente di 20, 16, 14, 18 e 5 punti base, raggiungendo -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 e 0,82 punti percentuali, rispettivamente. Di conseguenza, il differenziale sul rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di 16 punti base a 0,47 punti percentuali. Tale aumento complessivo è accompagnato da una certa volatilità. Le variazioni dei rating relativi agli emittenti sovrani, come il declassamento dell'Italia da BBB a BBB- da parte di Fitch il 28 aprile, la sentenza della Corte costituzionale tedesca in merito al programma di acquisto di attività del settore pubblico e i timidi progressi in merito al finanziamento di una risposta fiscale comune al coronavirus hanno contribuito ad ampliare la maggior parte dei differenziali. Più di recente, a fronte della proposta franco-tedesca di un fondo per la ripresa e della proposta della Commissione europea per lo strumento denominato "Next Generation EU", sono diminuiti i differenziali sui titoli di Stato francesi, italiani, spagnoli e portoghesi.

## Grafico 6

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

(punti percentuali)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento dei titoli di Stato decennali. Le linee verticali grigie indicano (da sinistra a destra): la riunione del Consiglio direttivo di marzo (12 marzo 2020), l'annuncio del PEPF (18 marzo 2020), la sentenza della Corte costituzionale tedesca (5 maggio 2020), la proposta franco-tedesca per un fondo europeo per la ripresa da 500 miliardi di euro (18 maggio 2020) e la proposta della Commissione europea per lo strumento per la ripresa dell'Europa, da 750 miliardi di euro, denominato "Next generation EU" (27 maggio 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 giugno 2020.

### Gli indici dei prezzi azionari delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono aumentati, recuperando una parte significativa delle perdite registrate a febbraio e marzo (cfr. il grafico 7).

I corsi azionari delle SNF dell'area dell'euro sono aumentati del 14 per cento nel periodo di riferimento, sostenuti dalla ripresa della propensione del rischio e dalla percezione di una lieve attenuazione del rischio estremo di un'imminente crisi su scala internazionale. La ripresa osservata nella propensione al rischio ha più che compensato altri fattori che hanno inciso negativamente sui corsi azionari, quali la riduzione delle aspettative di crescita degli utili su tutti gli orizzonti temporali<sup>5</sup>. A livello mondiale, la ripresa è stata più forte per le SNF degli Stati Uniti, con un aumento del 16 per cento delle quotazioni azionarie. Per contro, i prezzi delle azioni bancarie nell'area dell'euro sono diminuiti del 5 per cento nel periodo di riferimento, mentre negli Stati Uniti sono aumentati dell'8 per cento.

<sup>5</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Coronavirus (COVID-19): i timori del mercato impliciti nei prezzi delle opzioni*, in questo numero del Bollettino.

## 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 (12 marzo 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 giugno 2020.

**I differenziali delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro sono aumentati fino a metà marzo, ma da allora hanno parzialmente invertito la tendenza a seguito dell'adozione del PEPP (cfr. il grafico 8).** I differenziali sulle obbligazioni

delle SNF di tipo investment grade e su quelle del settore finanziario rispetto ai tassi privi di rischio sono aumentati rispettivamente di 81 e 112 punti base tra l'inizio del periodo in esame e il 24 marzo, raggiungendo, in questo intervallo di tempo, un picco di 185 e 239 punti base. Da allora i differenziali delle obbligazioni societarie si sono ridotti lentamente fino a raggiungere 121 e 146 punti base. Nel complesso, l'ampliamento riflette in larga misura un aumento dei premi per il rischio obbligazionario (excess bond premia), tuttavia sono peggiorati anche i fondamentali del credito, misurati per mezzo dei rating e della probabilità attesa di insolvenza.

## Grafico 8

### Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: i differenziali sono calcolati come asset swap spread rispetto al tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (ma con almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 marzo 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 giugno 2020.

#### **Sui mercati valutari, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base**

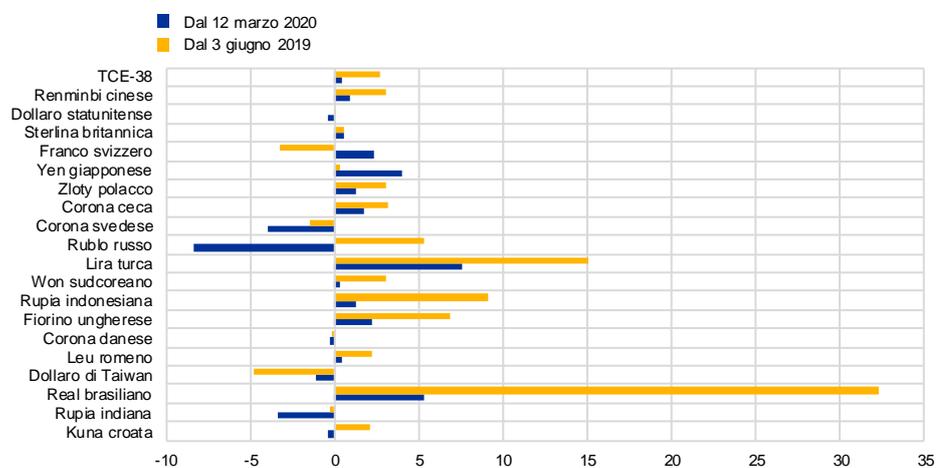
#### **ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 9).**

Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è apprezzato dello 0,4 per cento. Con riferimento all'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro si è apprezzato rispetto alla maggior parte delle principali valute, in particolare lo yen giapponese (del 4,0 per cento) e il franco svizzero (del 2,3 per cento). L'euro si è apprezzato anche rispetto alle valute del Brasile, della Turchia e alla maggior parte delle valute di Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Tali andamenti sono stati parzialmente compensati da un leggero deprezzamento rispetto al dollaro statunitense (dello 0,4 per cento). L'euro si è indebolito rispetto al rublo russo (dell'8,4 per cento) e alla corona svedese (del 4,0 per cento), dopo un forte apprezzamento a seguito dell'incertezza causata dalla pandemia di COVID-19.

## 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 divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 3 giugno 2020.

### 3 Attività economica

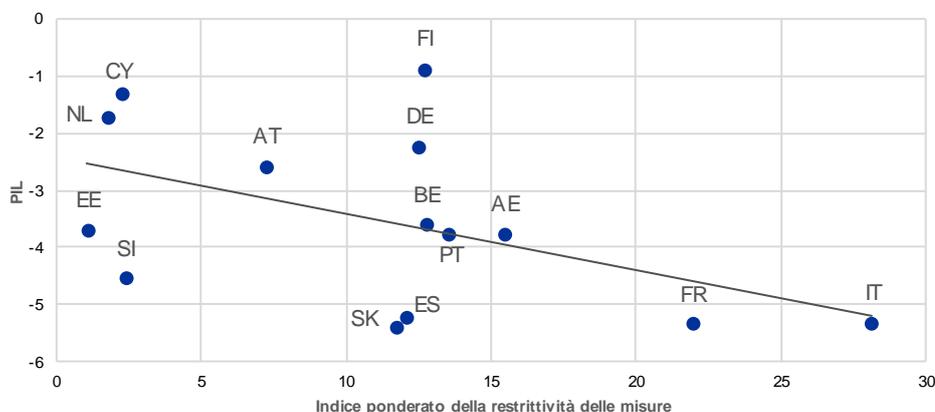
*La crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuita in una misura senza precedenti nel primo trimestre del 2020, in un contesto caratterizzato dai severi provvedimenti di chiusura (lockdown) adottati dai paesi dell'area per contenere la diffusione del coronavirus (COVID-19). Sebbene gli indicatori ad alta frequenza e i risultati delle indagini più recenti abbiano evidenziato alcuni modesti miglioramenti nei livelli dell'attività economica man mano che i paesi hanno iniziato ad allentare le misure di chiusura, il forte impatto sull'attività ad aprile e maggio indica un ulteriore calo nel secondo trimestre del 2020. In prospettiva, si attende una ripresa dell'attività economica dell'area dell'euro nella seconda metà del 2020, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, da un orientamento di bilancio espansivo e da un recupero dell'attività mondiale, sebbene permangano incertezze circa la velocità e la dimensione complessiva di tale recupero. Secondo lo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, si attende un calo del PIL in termini reali sui dodici mesi pari all'8,7 per cento nel 2020 e un suo recupero del 5,2 per cento nel 2021 e del 3,3 per cento nel 2022. Rispetto all'esercizio di marzo 2020 condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per la crescita del PIL in termini reali sono state riviste notevolmente al ribasso di 9,5 punti percentuali per il 2020 e un rialzo pari, rispettivamente, a 3,9 e 1,9 punti percentuali per il 2021 e il 2022.*

**L'attività dell'area dell'euro ha conosciuto un calo senza precedenti nel primo trimestre del 2020, in una fase caratterizzata dalle misure adottate per il contenimento del COVID-19 e da una conseguente estrema incertezza.** Il PIL in termini reali ha registrato un calo record pari al 3,8 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2020, in un contesto contraddistinto dalle rigorose misure di chiusura adottate dalla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro a partire dalla metà di marzo. La contrazione causata dal COVID-19 è stata eterogenea nei vari paesi e nei diversi settori. Fra le maggiori economie dell'area dell'euro si è registrato un calo dell'attività economica più marcato in Francia, Italia e Spagna che in Germania e nei Paesi Bassi. Nel primo trimestre del 2020 vi è stata una correlazione negativa tra la crescita economica dei paesi dell'area e la restrittività delle misure di distanziamento sociale e di chiusura adottate per contenere la diffusione del COVID-19 (cfr. il grafico 10). Nel complesso, l'impatto delle misure di chiusura si è tradotto in una marcata contrazione della produzione industriale nell'area dell'euro, che a marzo 2020 ha subito una flessione senza precedenti dell'11,3 per cento rispetto al mese precedente e del 3,3 per cento nel primo trimestre del 2020 rispetto a quello precedente. Analogamente, secondo i dati delle indagini relativi al primo trimestre del 2020, l'utilizzo della capacità produttiva ha segnato una brusca diminuzione di 11 punti percentuali toccando il 69,7 per cento nel settore manifatturiero e di circa 5 punti percentuali, attestandosi all'85,6 per cento, nel settore dei servizi.

### Grafico 10

PIL in termini reali e restrittività delle misure adottate dai governi in risposta alla diffusione del COVID-19 nel primo trimestre del 2020

(variazioni percentuali sul periodo precedente e indice ponderato della restrittività)



Fonti: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker (indice elaborato dall'Università di Oxford per monitorare le misure di contrasto alla diffusione del COVID-9 adottate dai governi) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice giornaliero relativo a ciascun paese è ponderato per il numero di giorni trascorsi a diversi livelli di restrittività delle misure nel primo trimestre del 2020. Nel grafico riportato sopra, l'area dell'euro rappresenta la media giornaliera ponderata per il PIL dei paesi per i quali sono disponibili i dati.

**I mercati del lavoro dell'area dell'euro sono stati gravemente colpiti dalle misure di contenimento del COVID-19.** Nel primo trimestre del 2020 l'occupazione è scesa dello 0,2 per cento, dopo un incremento dello 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2019. La modesta diminuzione dell'occupazione è dovuta principalmente ai provvedimenti adottati<sup>6</sup>, come l'introduzione di regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e un pacchetto complementare di misure volte a prevenire gli esuberi e a sostenere i lavoratori autonomi. I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo limitano l'aumento del numero di lavoratori disoccupati, permettendo nel contempo di accrescere la flessibilità del mercato del lavoro a fronte delle fluttuazioni cicliche. Nella congiuntura attuale, ciò comporta una riduzione sostanziosa delle ore lavorate per occupato per un periodo di tempo predeterminato<sup>7</sup>. Pertanto, il calo dell'occupazione registrato nel primo trimestre del 2020 è inferiore a quello del PIL, con una conseguente marcata flessione, pari al 3,5 per cento, della produttività del lavoro per occupato nel primo trimestre del 2020.

**Gli indicatori recenti del mercato del lavoro a breve termine mostrano un netto deterioramento di tale mercato, mentre il leggero incremento del tasso di disoccupazione riflette anche fattori di natura statistica legati ai provvedimenti di chiusura e all'effetto di attenuazione delle misure senza precedenti adottate a sostegno dell'occupazione.** Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 7,3 per cento ad aprile 2020 dal 7,1 per cento di marzo. L'aumento del tasso di disoccupazione non dà pienamente conto dell'impatto negativo della pandemia, in quanto rispecchia l'effetto delle politiche di contenimento del COVID-19 sul mercato

<sup>6</sup> Per una valutazione della risposta delle variabili del mercato del lavoro alla grande crisi finanziaria in una prospettiva regionale, cfr. il riquadro *Andamento regionale del mercato del lavoro durante la grande crisi finanziaria e la successiva ripresa* in questo numero del Bollettino.

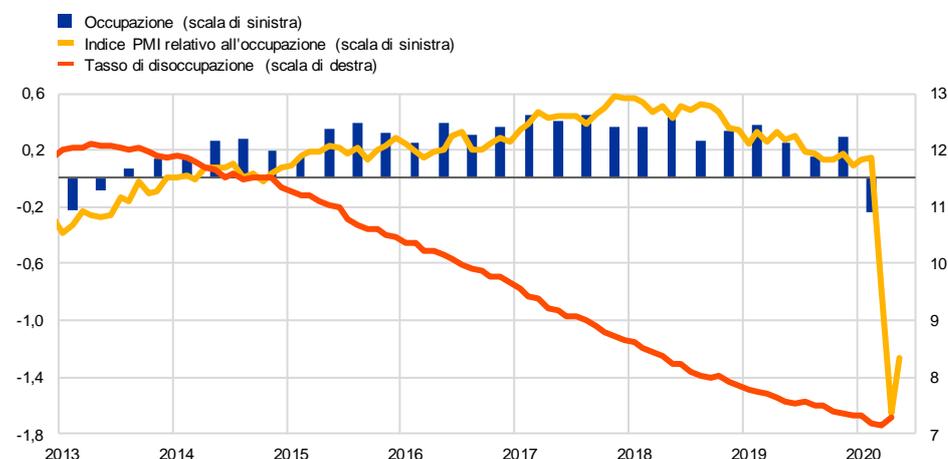
<sup>7</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* in questo numero del Bollettino.

del lavoro (i provvedimenti di chiusura sono stati adottati in vari paesi solo a metà marzo), l'adozione di politiche per il mercato del lavoro volte a sostenere l'occupazione e a prevenire il licenziamento di lavoratori assunti a tempo indeterminato nonché problemi di classificazione statistica emersi durante il periodo del blocco. Gli ultimi risultati delle indagini forniscono un'indicazione più tempestiva dell'andamento del mercato del lavoro e suggeriscono che quest'ultimo stia attualmente attraversando un periodo di profonda contrazione. A maggio 2020 si è tuttavia registrata una limitata ripresa, indotta da un primo allentamento delle misure di chiusura in tale mese (cfr. il grafico 11).

### Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice PMI (Purchasing Managers' Index) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2020 per l'occupazione, a maggio 2020 per l'indice PMI e ad aprile 2020 per il tasso di disoccupazione.

**I consumi privati sono in gran parte crollati dalla metà di marzo.** A marzo 2020 il commercio al dettaglio nell'area dell'euro è diminuito dell'11 per cento rispetto al mese precedente. Questi dati riflettono solo in parte il calo della spesa nel periodo delle misure di chiusura, introdotte soltanto a metà marzo nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Ad aprile le vendite al dettaglio mensili sono ulteriormente diminuite del 12 per cento rispetto al mese precedente, con un crollo pressoché totale in altre categorie di spesa, come automobili e vacanze. Nel mese di maggio la fiducia dei consumatori nell'area dell'euro ha iniziato a risalire man mano che le misure di chiusura venivano gradualmente allentate. Se la riduzione del reddito delle famiglie è stata limitata, è probabile che il tasso di risparmio aumenterà sensibilmente<sup>8</sup>. Ciò è riconducibile a fattori standard come il risparmio a scopo precauzionale (anticiclico) e i vincoli di credito, cui si aggiunge, secondo alcune evidenze, anche il "risparmio forzato". Le famiglie il cui reddito non è stato in alcun modo colpito hanno iniziato ad accumulare depositi bancari di entità considerevole,

<sup>8</sup> Cfr. anche il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* in questo numero del Bollettino.

in quanto non hanno avuto la possibilità di acquistare beni e servizi non essenziali<sup>9</sup>. I risparmi accumulati potrebbero finanziare una forte ripresa dei consumi non essenziali nella seconda metà del 2020. Tuttavia, ciò dipende in larga misura dal persistere dell'incertezza legata alla crisi sanitaria e alle condizioni del mercato del lavoro, che potrebbe indurre ulteriori risparmi precauzionali.

**Si prevede che nel primo trimestre del 2020 ci sia stata una contrazione degli investimenti delle imprese maggiore rispetto a quella del PIL e per il secondo trimestre si attende un ulteriore calo.** A causa delle pesanti interruzioni nella catena di approvvigionamento verificatesi da metà marzo con la diffusione del COVID-19 in Europa, nel primo trimestre del 2020 la produzione di beni di investimento nell'area dell'euro è diminuita del 6,4 per cento sul periodo precedente e anche l'utilizzo della capacità produttiva ha subito una contrazione. Gli investimenti in settori diversi dalle costruzioni sono diminuiti, rispetto al trimestre precedente, del 4,1 per cento in Germania, del 9,3 per cento in Francia (per quanto riguarda gli investimenti delle società non finanziarie), dell'8,3 per cento in Italia, del 2,4 per cento in Spagna e del 6,6 per cento nei Paesi Bassi. Inoltre, l'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro<sup>10</sup> mostra un forte aumento della domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese dell'area nel primo trimestre del 2020, in quanto esse hanno utilizzato i finanziamenti bancari per assicurarsi liquidità di emergenza al fine di coprire le spese correnti (ad esempio, affitti e retribuzioni) a fronte del crollo del fatturato. Allo stesso tempo, la domanda di prestiti a fini di investimento è fortemente diminuita. In prospettiva, il drastico calo della fiducia e delle aspettative relative alla produzione nonché quello degli ordinativi e delle vendite nel settore dei beni di investimento nel mese di aprile, unitamente all'elevato livello di incertezza prevalente, indicano una pronunciata contrazione degli investimenti fissi nel secondo trimestre.

**A seguito di un netto deterioramento osservato nel primo trimestre del 2020, gli investimenti in edilizia abitativa nell'area dell'euro potrebbero subire una contrazione ancora maggiore nel secondo trimestre.** I dati disponibili per il primo trimestre in relazione ai vari paesi mostrano che gli investimenti nelle costruzioni hanno registrato notevoli flessioni in Francia (-13,8 per cento rispetto al trimestre precedente), Italia (-7,9 per cento) e Spagna (-9,6 per cento), mentre sono sorprendentemente cresciuti in Germania (4,1 per cento) e nei Paesi Bassi (5,6 per cento). Tali evidenze indicano una forte diminuzione degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro nel primo trimestre. Poiché l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per il prodotto nel settore dell'edilizia residenziale e l'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni elaborato dalla Commissione europea hanno toccato livelli eccezionalmente bassi ad aprile, il deterioramento dei mercati dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro potrebbe addirittura intensificarsi nel secondo trimestre. Dal lato dell'offerta, l'attività di costruzione è stata limitata, dal momento che le misure di isolamento hanno portato alla chiusura dei cantieri in diversi paesi e il costo dei materiali è aumentato. Dal lato della domanda, tale peggioramento è

<sup>9</sup> Cfr. *L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises*, Banque de France, 2020.

<sup>10</sup> Cfr. anche *The euro area bank lending survey – First quarter of 2020*, BCE, aprile 2020.

stato accompagnato da un forte calo dell'indicatore della Commissione europea relativo alle intenzioni di spesa in ristrutturazioni, nonché della domanda di prestiti per l'edilizia abitativa, come emerso dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. L'indebolimento della domanda ha interessato anche i paesi che hanno attuato le misure di chiusura meno severe, come la Germania e i Paesi Bassi.

**Si prevede che la contrazione del commercio nell'area dell'euro risulterà accentuata nel secondo trimestre del 2020.**

Per via delle misure di contenimento del COVID-19 adottate dai paesi dell'area dell'euro, nel primo trimestre l'interscambio di beni nell'area ha subito una contrazione maggiore di quella registrata dal commercio diretto verso l'esterno dell'area stessa. Un calo senza precedenti è previsto per il secondo trimestre del 2020, come suggerito dal crollo dell'indice dei nuovi ordinativi dall'estero, che ad aprile è sceso a 18,9 (rispetto a 49,5 all'inizio del 2020). Dal recupero di questo stesso indicatore anticipatore, che nel mese di maggio è risalito a 28,7, emergono i primi segnali di un'espansione molto graduale a partire da tale momento. Per alcune sue caratteristiche specifiche il commercio dell'area dell'euro è particolarmente esposto allo shock causato dal COVID-19. Innanzitutto, l'Europa è un'importante destinazione turistica, cui corrisponde il 30 per cento degli introiti legati al turismo a livello mondiale. Pertanto, essa è stata particolarmente colpita dai divieti di spostamento, dalle limitazioni alla circolazione e dalle misure di chiusura. Le conseguenze sono ovviamente più gravi nei paesi dell'area dell'euro in cui il turismo rappresenta una percentuale elevata del PIL. In secondo luogo, lo straordinario livello di incertezza e il conseguente differimento delle decisioni di investimento hanno pesato in modo particolare sugli scambi di beni durevoli, che costituiscono una componente fondamentale delle esportazioni dell'area dell'euro. Infine, gli effetti di propagazione a monte e a valle delle reti di produzione regionali trasmettono e amplificano gli shock tra le economie dell'area dell'euro e possono generare una contrazione maggiore dei flussi al suo interno rispetto a quella che interessa il totale dei flussi commerciali.

**Nel breve termine, si prevede un calo più consistente della crescita dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020.**

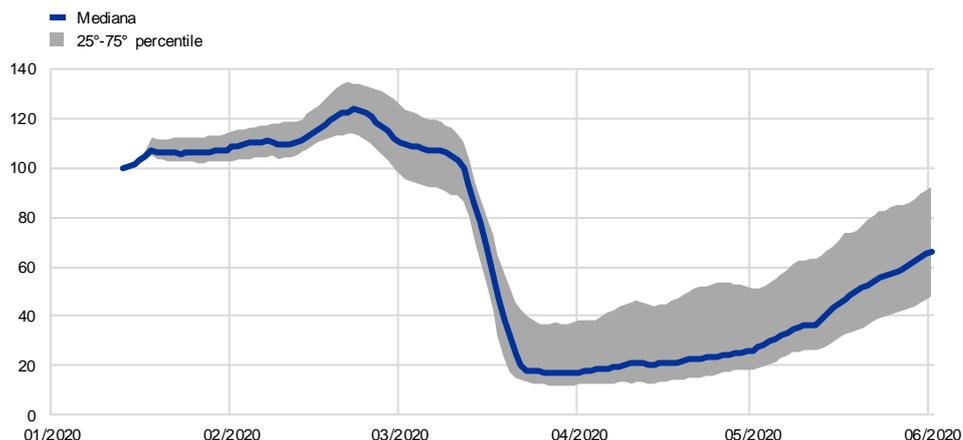
Sebbene dall'inizio di maggio la maggior parte dei paesi abbia iniziato ad allentare le rigide misure di chiusura adottate, i dati ad alta frequenza mostrano miglioramenti dell'attività di dimensione modesta. Tale è stata, ad esempio, l'entità della crescita degli indicatori del consumo di energia elettrica e della mobilità dall'inizio di maggio (cfr. il grafico 12). Anche gli indicatori più convenzionali ricavati dalle indagini evidenziano una tendenza simile. L'indicatore composito di fiducia della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è migliorato leggermente salendo a 67,5 a maggio, dal minimo storico pari a 64,9 di aprile, ma in media è rimasto a livelli nettamente inferiori al 100,6 registrato nel primo trimestre del 2020. Inoltre, malgrado il recupero rispetto al minimo storico di 13,6 toccato ad aprile, l'indice PMI composito preliminare, che a maggio si attestava a 31,9, suggerisce un proseguimento della fase di contrazione dell'attività per il secondo trimestre del 2020. Vi sono state tuttavia alcune differenze tra i vari settori, in quanto l'indice relativo al settore manifatturiero è balzato a 35,6 a maggio da 18,1 ad aprile, mentre quello relativo ai servizi è rimasto a un livello più contenuto, pari a 30,5, rispetto a 12,0 in aprile. Anche gli indicatori della Commissione europea ricavati dalle indagini presso le imprese mostrano che nei

mesi a venire l'attività continuerà a essere contenuta, sebbene con alcuni miglioramenti nei settori più colpiti dalle misure di contenimento del COVID-19, tra cui quelli della ristorazione e delle bevande, le attività ricettive e il settore automobilistico.

## Grafico 12

### Mobilità nei principali paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali rispetto ai dati di base al 13 gennaio; media mobile a sette giorni)



Fonte: Apple Mobility Trends Reports.

Note: richieste inviate a Apple Maps in merito a servizi di trasporto pubblico e privato e spostamenti a piedi in Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi. L'ultima osservazione si riferisce al 1° giugno 2020.

### In prospettiva, si prevede un recupero dell'attività economica dell'area dell'euro nel secondo semestre del 2020, a condizione che le misure di contenimento siano rese più flessibili.

Man mano che queste ultime saranno allentate, l'attività dell'area dell'euro dovrebbe registrare un rimbalzo a partire dal terzo trimestre, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e dalla ripresa dell'attività mondiale, sebbene permangano incertezze circa la velocità e la dimensione complessiva di tale ripresa. Secondo lo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema si attende una riduzione del PIL in termini reali sui dodici mesi pari all'8,7 per cento nel 2020, e un suo recupero del 5,2 per cento nel 2021 e del 3,3 per cento nel 2022 (cfr. il grafico 13). Rispetto all'esercizio di marzo 2020 condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste notevolmente al ribasso di 9,5 punti percentuali per il 2020 e al rialzo per il 2021 e il 2022, rispettivamente di 3,9 e 1,9 punti percentuali. Tuttavia, l'elevata incertezza a livello mondiale circa l'attuazione di quanto pianificato per la fase successiva a quella di chiusura e l'entità della contrazione e della successiva ripresa dipenderanno in maniera decisiva dalla durata e dall'efficacia dei provvedimenti di contenimento, dal buon esito delle politiche tese a mitigare l'impatto avverso sui redditi e sull'occupazione e dalla misura in cui la capacità produttiva e la domanda interna subiranno effetti permanenti. In tale contesto, due scenari alternativi illustrano il potenziale impatto della pandemia di COVID-19, oltre alle proiezioni macroeconomiche di base formulate dagli esperti dell'Eurosistema. In base allo scenario moderato, che presuppone un efficace contenimento del virus,

il PIL in termini reali sui dodici mesi, diminuirebbe del 5,9 per cento nel 2020, prima di segnare un rimbalzo del 6,8 per cento nel 2021 e un aumento del 2,2 per cento nel 2022. Secondo lo scenario grave, che ipotizza una forte recrudescenza della pandemia e l'adozione di ulteriori misure di contenimento, il PIL in termini reali sui dodici mesi si ridurrebbe del 12,6 per cento nel 2020, per poi registrare un recupero del 3,3 per cento nel 2021 e un aumento del 3,8 per cento nel 2022<sup>11</sup>.

### Grafico 13

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020](#), pubblicato il 4 giugno 2020 sul sito Internet della BCE.

<sup>11</sup> Cfr. il riquadro *Scenari alternativi per le prospettive economiche dell'area dell'euro* nell'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020](#).

## 4 Prezzi e costi

*Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in maggio 2020 l'inflazione nell'area dell'euro sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa allo 0,1 per cento, dallo 0,3 in aprile. Tenuto conto dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, è probabile che l'inflazione complessiva registri un'ulteriore lieve diminuzione nei prossimi mesi e si mantenga su livelli contenuti fino alla fine dell'anno. Nel medio periodo, la maggiore debolezza della domanda determinerà pressioni al ribasso sull'inflazione, solo in parte compensate da spinte al rialzo legate a vincoli dal lato dell'offerta. Questa valutazione si riflette sostanzialmente anche nelle proiezioni macroeconomiche di giugno 2020 formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dello 0,3 per cento nel 2020, dello 0,8 nel 2021 e dell'1,3 nel 2022. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE in marzo 2020, le prospettive per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al ribasso per il 2020, il 2021 e il 2022, rispettivamente di 0,8, 0,6 e 0,3 punti percentuali. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi allo 0,8 per cento nel 2020, allo 0,7 nel 2021 e allo 0,9 nel 2022.*

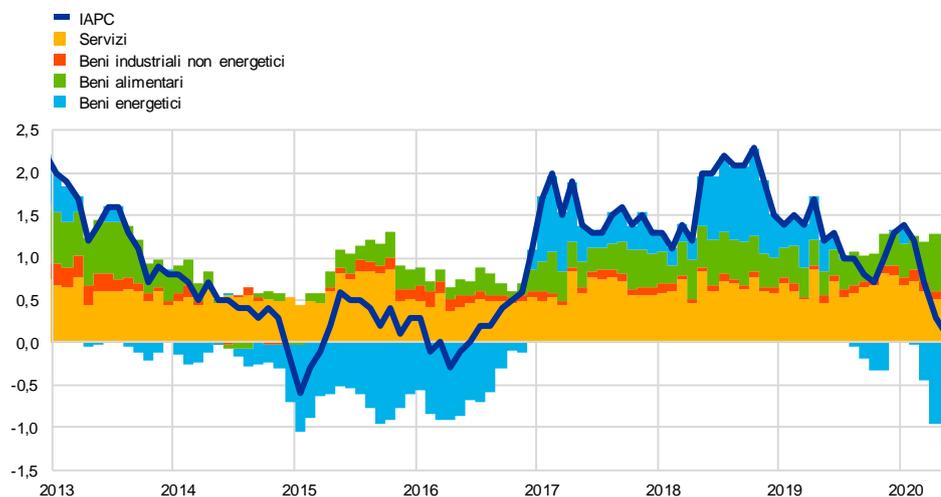
**La stima rapida dell'Eurostat indica per maggio un'ulteriore diminuzione dell'inflazione armonizzata.** Questo calo, dallo 0,3 per cento in aprile allo 0,1 in maggio, è da ricondursi principalmente a una riduzione delle componenti relative all'energia e ai beni alimentari non trasformati, mentre l'inflazione IAPC, al netto dell'energia e dei prodotti alimentari, è rimasta sostanzialmente invariata. La flessione della componente energetica ha continuato a essere la determinante principale della dinamica dell'inflazione, riflettendo ancora il forte calo dei corsi petroliferi in seguito all'insorgere della pandemia mondiale di coronavirus (COVID-19). Al contrario, l'inflazione dei prodotti alimentari, in particolare la componente relativa ai beni alimentari non trasformati, è aumentata per via delle varie misure di contenimento del COVID-19. In aprile è salita al 3,6 per cento e, nonostante la lieve flessione al 3,3 in maggio, si mantiene su un livello elevato. Secondo Eurostat sono state ancora riscontrate difficoltà nel rilevamento dei prezzi di alcuni paesi e prodotti, che hanno comportato una quota di imputazioni più elevata del solito, benché in maggio inferiore rispetto a quella di aprile: i prezzi relativi a circa un quarto del paniere sottostante la stima rapida dell'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sono stati imputati, a causa della crisi causata dal COVID-19, mentre in aprile questa quota era di circa un terzo<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Cfr. il [comunicato stampa di Eurostat](#) sulla stima rapida dello IAPC per il mese di maggio 2020 e la [metodologia Eurostat per lo IAPC](#).

## Grafico 14

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020 (stime rapide). I tassi di crescita per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

#### Le misure dell'inflazione di fondo hanno finora mostrato maggiore resilienza.

L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari in maggio è rimasta allo 0,9 per cento, invariata rispetto ad aprile, dopo essere scesa dall'1,0 per cento in marzo e dall'1,2 in febbraio. Le altre misure dell'inflazione di fondo hanno mostrato segnali contrastanti (i dati sono disponibili solo fino ad aprile; cfr. il grafico 15).

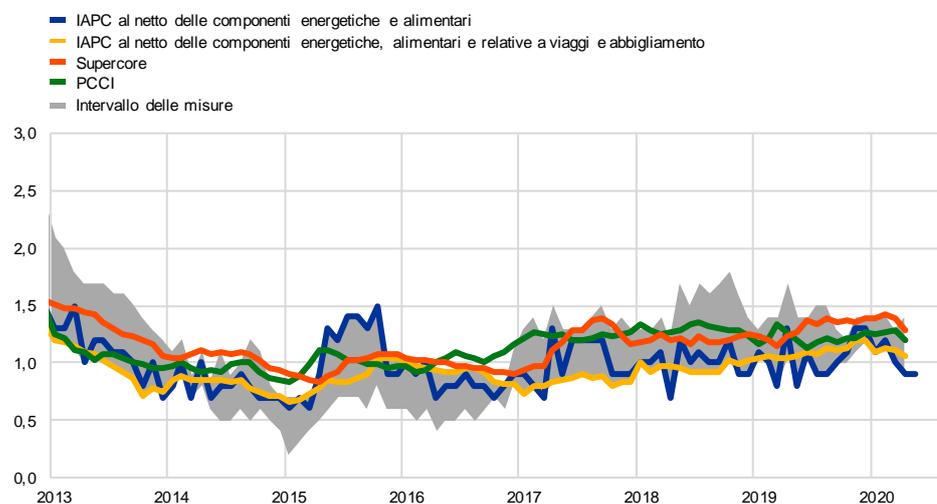
Mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e relative a viaggi e abbigliamento è rimasta sostanzialmente invariata, l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore<sup>13</sup> hanno registrato una lieve flessione. Tuttavia, come indicato in precedenza, tutte le misure derivate dell'inflazione di fondo attualmente sono caratterizzate da una maggiore incertezza, perché i dati alla fonte potrebbero essere influenzati da problematiche relative alla raccolta e alla misurazione dei dati dello IAPC.

<sup>13</sup> Per ulteriori informazioni su tali misure dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

## Grafico 15

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020 (stima preliminare) per lo IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari e ad aprile 2020 per tutte le altre misure. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento dello IAPC, media troncata del 30 per cento dello IAPC e mediana ponderata dello IAPC. I tassi di crescita dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

#### **Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica del paniere IAPC indicano un certo indebolimento negli ultimi stadi della catena produttiva.**

La variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per il mercato interno dei beni non alimentari destinati al consumo, che rappresenta un indicatore delle pressioni sui prezzi negli stadi successivi della filiera produttiva, è ulteriormente diminuita in aprile, allo 0,5 per cento, dallo 0,6 in marzo e 0,7 in febbraio. In marzo il corrispondente tasso sui dodici mesi dell'inflazione dei prezzi all'importazione è sceso allo 0,1 per cento, dallo 0,5 del mese precedente, riflettendo in parte una certa pressione al ribasso legata al recente apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, la trasmissione degli effetti collegati alla flessione dei corsi petroliferi e l'apprezzamento dell'euro si sono riflessi sull'inflazione dei prezzi per i beni intermedi, che è diminuita bruscamente. Per quanto riguarda i beni intermedi, l'inflazione dei prezzi alla produzione è scesa al -2,7 per cento in aprile, rispetto al -1,8 in marzo e al -1,2 in febbraio, mentre l'inflazione sui prezzi all'importazione è scesa drasticamente fino a raggiungere il -1,3 per cento in marzo dopo il -0,1 in febbraio.

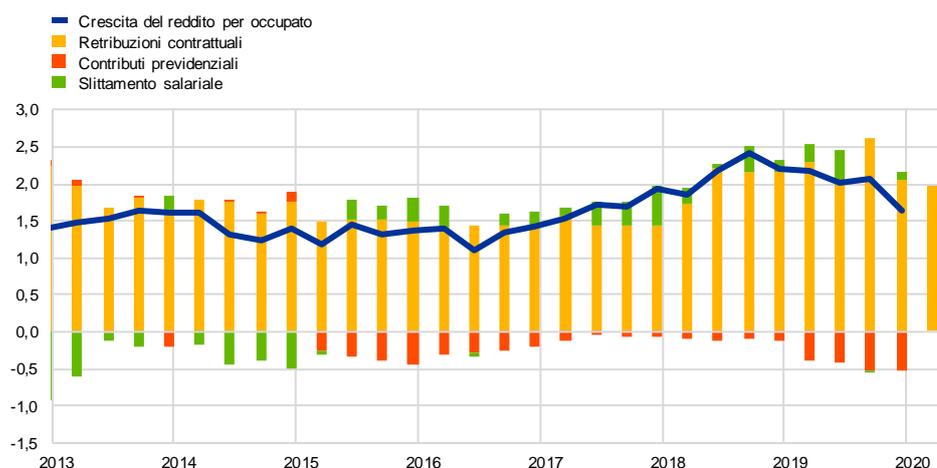
**La crescita dei salari è diminuita.** La crescita tendenziale del reddito per occupato è scesa all'1,7 per cento nel quarto trimestre del 2019, dal 2,1 per cento del periodo precedente (cfr. il grafico 16). In prospettiva, l'impatto sulle misure di crescita salariale delle politiche relative al mercato del lavoro attivate in risposta alla pandemia, come ad esempio i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo, dipenderà dalle modalità di trattamento di tali regimi nelle statistiche

ufficiali<sup>14</sup>. La crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro si è attestata al 2,0 per cento nel primo trimestre del 2020, leggermente in calo rispetto al 2,1 per cento registrato nel quarto trimestre del 2019. La tenuta mostrata finora è probabilmente riconducibile ad accordi conclusi in passato, mentre le eventuali variazioni della crescita dei salari effettivi si rifletteranno in uno slittamento salariale corrispondente.

### Grafico 16

#### Contributi delle componenti del 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 2020 per le retribuzioni contrattuali e al quarto trimestre 2019 per le altre componenti.

**Dopo essere diminuiti fino a raggiungere i minimi storici verso la metà di marzo, gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati hanno registrato una ripresa, attestandosi leggermente al di sopra del livello osservato all'inizio del periodo in esame e restando quindi molto modesti (cfr. il grafico 17).** Il 23 marzo 2020 il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale raggiungeva il minimo storico di 0,72 per cento, per poi evidenziare un lieve recupero, attestandosi all'1,02 per cento il 3 giugno 2020. In marzo 2020 la probabilità neutrale al rischio di deflazione nei prossimi cinque anni, implicita nelle opzioni, ha raggiunto un picco senza precedenti. Nonostante alcuni recenti miglioramenti, tale indicatore rimane intorno ai picchi osservati nel periodo tra il 2015 e il 2016; ciò è parzialmente riconducibile ai recenti forti decrementi nei corsi petroliferi. Al tempo stesso, il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione basate sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione. Secondo la Survey of Professional Forecasters della BCE per il secondo trimestre del 2020, condotta nella prima settimana di aprile, nonché gli ultimi dati censiti da Consensus Economics e Euro Zone Barometer, nel mese di aprile, le aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini sono rimaste su livelli storicamente bassi.

<sup>14</sup> Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 17

### Indicatori delle aspettative di inflazione basati sul mercato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 3 giugno 2020.

### Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema prefigurano prospettive decisamente meno favorevoli per l'inflazione nell'orizzonte temporale della proiezione.

Lo scenario di base prevede che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media su 0,3 per cento nel 2020, 0,8 nel 2021 e 1,3 nel 2022. Si tratta di revisioni al ribasso dello 0,8, 0,6 e 0,3 per cento, rispettivamente, rispetto alle proiezioni macroeconomiche di marzo 2020 degli esperti della BCE (cfr. il grafico 18). Nel breve termine, il recente crollo dei prezzi del petrolio comporterà un forte calo dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, su livelli intorno allo zero, per i prossimi trimestri, prima che gli effetti base della componente energetica provochino un rimbalzo meccanico all'inizio del 2021. Anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari dovrebbe diminuire nel breve periodo, ma in misura inferiore rispetto all'inflazione complessiva. Poiché la domanda resterà debole, si prevede che gli effetti disinflazionistici si ripercuoteranno sui prezzi dei servizi e dei beni in modo trasversale, ma dovrebbero essere compensati, in parte, da pressioni sui costi legate a turbative e scarsità di approvvigionamento dal lato dell'offerta. Nel medio periodo si presume che ci sarà un aumento dell'inflazione, grazie al previsto incremento dei corsi petroliferi e al recupero della domanda. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe scendere allo 0,8 per cento in media nel 2020 e ulteriormente allo 0,7 nel 2021, prima di salire allo 0,9 nel 2022. Infine, in considerazione dell'elevato livello di incertezza, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato due scenari alternativi per l'inflazione<sup>15</sup>. Nello scenario moderato, l'inflazione complessiva raggiungerebbe l'1,7 per cento entro il 2022, mentre, nello

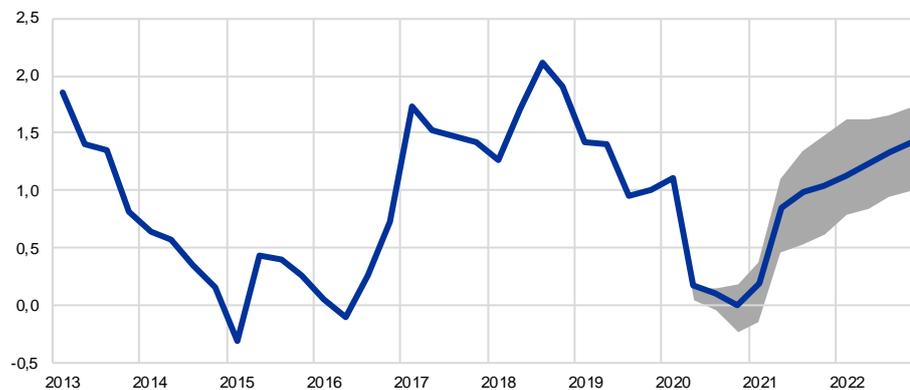
<sup>15</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro "Scenari alternativi per le prospettive economiche dell'area dell'euro" nell'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 4 giugno 2020.

scenario grave corrispondente sarebbe pari allo 0,9 alla fine dell'orizzonte delle proiezioni.

### 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 2020](#) pubblicato sul sito Internet della BCE il 4 giugno 2020.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2020 (dati reali) e al quarto trimestre del 2022 (proiezioni). Gli intervalli di valori attorno alle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i dati effettivi e le proiezioni elaborate nel corso degli anni precedenti. L'ampiezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di tali differenze. La metodologia adottata per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata nel documento [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#), BCE, dicembre 2009. I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 25 maggio 2020.

## 5 Moneta e credito

*La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha provocato una forte accelerazione delle dinamiche monetarie, dovuta al grave fabbisogno di liquidità delle imprese per finanziare i pagamenti correnti e a una forte preferenza per l'accumulo di liquidità a fini precauzionali tra gli operatori economici a causa della elevata incertezza che circonda la pandemia. Il credito interno è stato la principale fonte di creazione di moneta, alimentato dai prestiti alle società non finanziarie (SNF) e dagli acquisti netti di titoli di Stato da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Le misure tempestive e significative adottate dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza hanno sostenuto l'estensione del credito bancario a condizioni favorevoli all'economia dell'area dell'euro. Ciò ha supportato anche il finanziamento esterno totale delle imprese dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2020, mentre quello basato sul ricorso al mercato è stato più modesto, dato che, nello stesso periodo, il costo del debito sul mercato ha registrato un aumento considerevole. Il costo complessivo del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle imprese si è mantenuto vantaggioso, poiché i tassi sui prestiti bancari hanno raggiunto i minimi storici.*

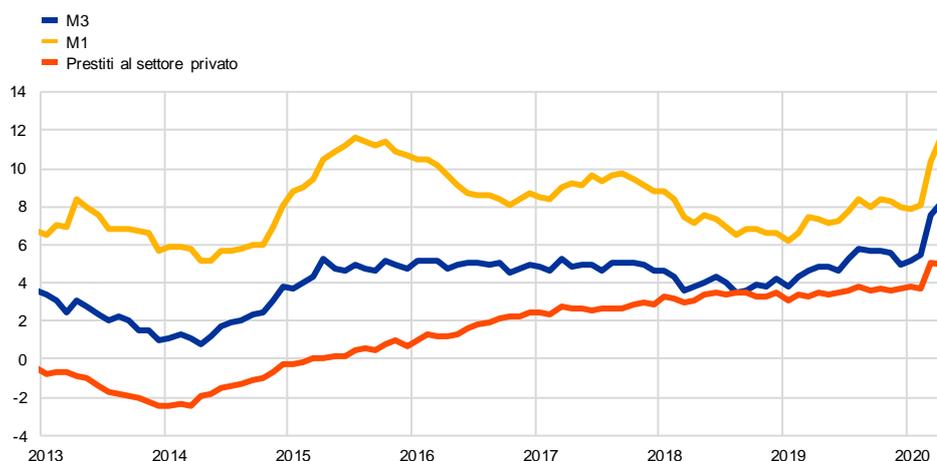
**Le riserve precauzionali e il grave fabbisogno di liquidità hanno determinato una forte accelerazione delle dinamiche monetarie.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è ulteriormente aumentato, fino all'8,3 per cento ad aprile, dal 7,5 per cento di marzo, più elevato di circa 3 punti percentuali rispetto al tasso di crescita di febbraio, ovvero prima della più ampia diffusione della pandemia di COVID-19 nell'area dell'euro (cfr. il grafico 19). Tale aumento è dovuto agli ingenti flussi mensili di marzo, mese in cui sono stati registrati i flussi più elevati dall'inizio della terza fase dell'Unione economica e monetaria, e di aprile. Le dinamiche monetarie sono state determinate da una combinazione di fattori, tra i quali il fabbisogno finanziario delle imprese, la preferenza per la detenzione di strumenti liquidi a fini precauzionali in un periodo di grande incertezza e la necessità, tra gli investitori istituzionali, di riserve di liquidità per far fronte a eventuali rimborsi. La forte crescita dell'aggregato monetario è stata anche il risultato di consistenti misure di sostegno da parte dei responsabili delle politiche monetarie e di bilancio e delle autorità di regolamentazione e di vigilanza, al fine di garantire una sufficiente liquidità nell'economia per fronteggiare la pandemia di COVID-19. In tale contesto, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario più liquido, M1, che comprende depositi a vista e banconote e monete in circolazione, ha raggiunto l'11,9 per cento in aprile, dopo il 10,4 per cento di marzo, ed è risultato superiore di quasi 4 punti percentuali rispetto a febbraio.

**I depositi a vista hanno continuato a fornire il principale contributo alla crescita dell'aggregato monetario.** La crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è salita al 12,5 per cento ad aprile, dal 10,9 per cento di marzo, trainata principalmente da quelli detenuti dalle imprese. L'accumulo di depositi, che riflette un aumento precauzionale di riserve di liquidità a fronte della elevata incertezza che circonda la pandemia, deriva dal considerevole ricorso ai prestiti bancari, dall'emissione di obbligazioni societarie e, in una certa misura, dal diretto sostegno di liquidità da parte dei governi. Nel contempo l'eterogeneità nei depositi detenuti dalle imprese

nelle diverse giurisdizioni può offrire segnali in merito alle differenze nella misura in cui il fabbisogno di liquidità delle imprese si sia già manifestato, in parte in relazione alle differenti tempistiche di diffusione della pandemia nei vari paesi. Sia gli intermediari finanziari diversi dalle IFM (che comprendono i fondi di investimento) sia le famiglie hanno inoltre aumentato i depositi detenuti: i primi per accumulare riserve di liquidità in caso di rimborsi e le seconde principalmente a scopo precauzionale, ma anche a causa delle limitate occasioni di consumo durante il periodo di lockdown. Il tasso di crescita sui dodici mesi di banconote e monete in circolazione è aumentato ulteriormente fino a raggiungere l'8,0 per cento ad aprile, rispetto al 7,0 per cento di marzo, riflettendo la tendenza all'accumulo di contante in un periodo di grande incertezza. Ad aprile gli strumenti negoziabili (ovvero M3 meno M2) hanno nel complesso contribuito negativamente alla dinamica mensile di M3. In seguito ai deflussi dai fondi di mercato monetario e a un aumento, da parte delle istituzioni finanziarie non monetarie, delle posizioni in titoli di debito a breve termine emessi dalle banche a marzo, queste riallocazioni di portafoglio sono state in parte rovesciate ad aprile.

### 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.

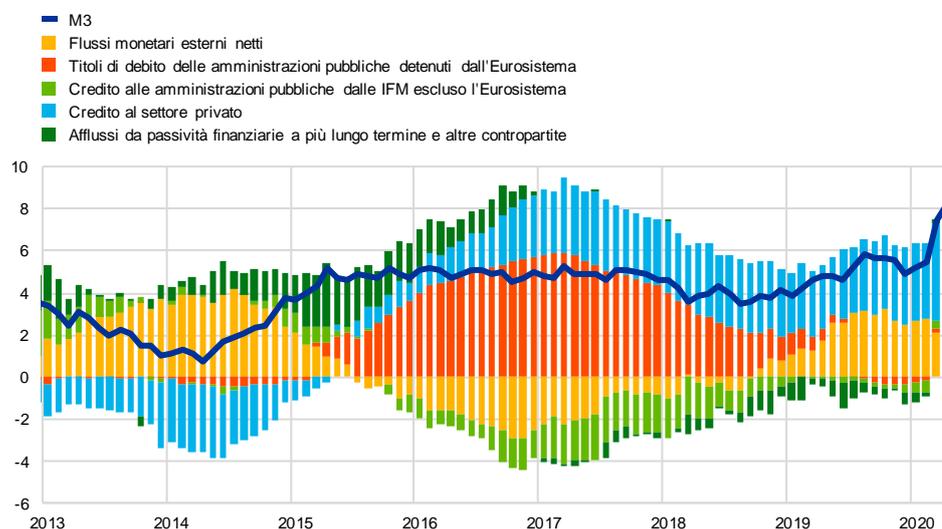
Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2020.

**Il credito interno sia al settore privato sia al pubblico ha alimentato la creazione di moneta.** In seguito a un notevole aumento nel mese di marzo, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al settore privato ha segnato un ulteriore lieve incremento ad aprile (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 20) per effetto di una consistente crescita dei prestiti alle imprese e di una maggiore acquisizione di obbligazioni societarie, mentre i flussi negativi di prestiti a istituzioni diverse dalle IFM hanno in parte compensato l'ampio flusso di prestiti alle imprese. Oltre al credito al settore privato, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito bancario (escluso l'Eurosistema) al settore pubblico è aumentato notevolmente nel mese di aprile (cfr. l'area verde degli istogrammi nel grafico 20). Nonostante il potenziamento dei programmi di acquisto di attività dell'Eurosistema, in termini netti le banche dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno acquisito grandi quantità di titoli di Stato,

principalmente di origine nazionale, riflettendo in parte il notevole aumento dell'emissione netta di debito pubblico per far fronte alla pandemia. Inoltre, i deflussi monetari dall'area dell'euro sono aumentati ad aprile, a causa delle vendite di titoli di Stato dell'area effettuate da non residenti. I flussi monetari esterni netti relativamente moderati sono coerenti con una combinazione di deflussi di rimpatrio per i non residenti dell'area dell'euro e di afflussi di rimpatrio per i residenti dell'area, in linea con la tipica tendenza degli investitori a favorire titoli emessi da residenti del proprio paese ("home bias") durante i periodi di grande incertezza (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 20). Oltre all'aumento del credito ai governi dell'area dell'euro da parte delle IFM (escluso l'Eurosistema), gli acquisti netti da parte dell'Eurosistema di titoli di Stato nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) della BCE e, in particolare, del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno contribuito fortemente alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 20), rispecchiando l'ampio sostegno offerto dalla politica monetaria al fine di stabilizzare i mercati finanziari e attenuare i rischi per la trasmissione della politica monetaria e per le prospettive macroeconomiche dell'area dell'euro durante la pandemia. Le passività finanziarie a più lungo termine hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro sulla crescita dell'aggregato monetario (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi nel grafico 20).

## Grafico 20 M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Come tale, comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2020.

**Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è aumentato notevolmente tra febbraio e aprile 2020, a causa del calo delle entrate delle imprese e dei prestiti contratti a fini precauzionali nel contesto della pandemia di COVID-19.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto sostanzialmente stabile al 4,9 per cento ad aprile, dopo un netto

aumento al 5,0 per cento a marzo dal 3,7 per cento di febbraio (cfr. il grafico 19). La crescita è stata interamente trainata da prestiti alle imprese, per i quali il tasso di crescita sui dodici mesi è salito al 6,6 per cento ad aprile, rispetto al 5,5 per cento di marzo e al 3,0 per cento di febbraio (cfr. il grafico 21). Il deciso rafforzamento della crescita dei prestiti alle imprese nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha riflesso l'utilizzo di linee di credito e una notevole domanda di nuovi prestiti per coprire i pagamenti già in corso, in un periodo di diminuzione delle entrate durante le misure di lockdown per il COVID-19, oltre ai prestiti contratti a fini precauzionali per colmare le potenziali carenze di liquidità. Sulla crescita dei prestiti hanno inoltre inciso le notevoli misure pubbliche, come le garanzie sui prestiti, per sostenere la liquidità e la solvibilità delle imprese nei prossimi mesi. A seguito di una forte domanda di prestiti a breve termine a marzo, le imprese hanno aumentato considerevolmente la loro domanda di finanziamenti a medio e lungo termine ad aprile, una volta risultato evidente che la pandemia sarebbe durata più a lungo e che i programmi di sostegno pubblico avrebbero coperto principalmente prestiti fino a una scadenza a medio termine. L'impennata della domanda di prestiti da parte delle imprese è stata segnalata anche dalle banche nell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) (Bank Lending Survey, BLS) di aprile 2020, in cui essa è stata principalmente attribuita alle esigenze di finanziamento per capitale circolante, mentre il fabbisogno a fini di investimenti fissi è diminuito. Le tempestive e complete misure di politica monetaria hanno sostenuto la concessione di prestiti a condizioni favorevoli nel primo trimestre del 2020. Ciò è confermato dai risultati della BLS, secondo i quali l'inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito alle imprese è stato contenuto nel primo trimestre del 2020 e ridotto rispetto a quello registrato durante le crisi finanziaria e del debito sovrano.

**Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è attenuato, riflettendo la grande incertezza che circonda l'impatto della pandemia.**

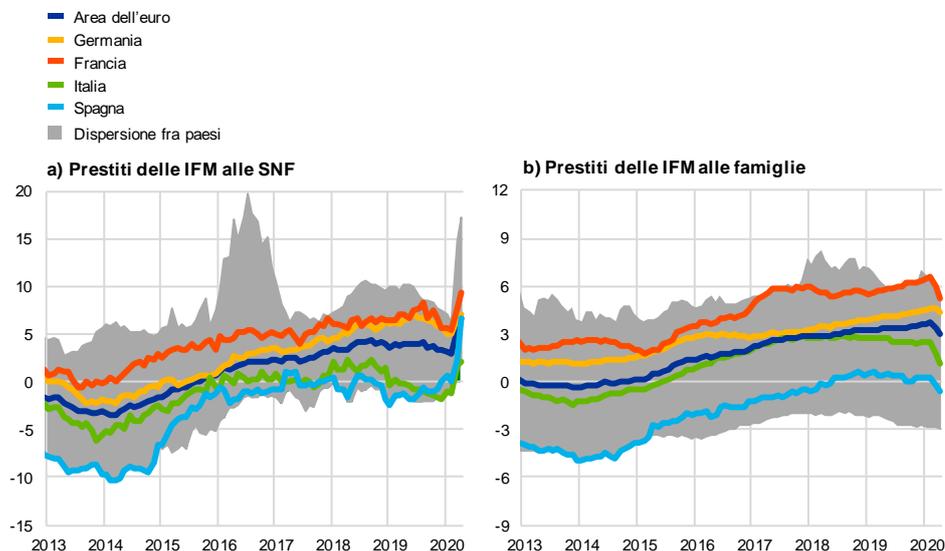
A differenza dei prestiti alle imprese, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha registrato un ulteriore lieve calo, al 3,0 per cento di aprile dal 3,4 per cento di marzo. La più contenuta crescita dei prestiti alle famiglie è indice di incertezza tra di esse circa l'impatto della pandemia sulle prospettive di reddito disponibile e di occupazione. Mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente stabile ad aprile, al 3,9 per cento, dopo il 4,0 per cento di marzo, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al consumo è crollato, attestandosi all'1,3 per cento ad aprile, dopo il 3,8 per cento di marzo e il 6,2 per cento di febbraio. Ciò è in linea con il calo senza precedenti della fiducia dei consumatori e della vendita al dettaglio durante il periodo di lockdown dovuto al COVID-19. L'indebolimento della domanda di prestiti alle famiglie è confermato anche dai risultati della BLS di aprile 2020.

Sebbene l'andamento sia stato generalmente simile nei paesi maggiori dell'area, si è inoltre osservata una notevole eterogeneità nella crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie nei vari paesi dell'area dell'euro, anche in connessione con le differenze tra paese e paese per quanto riguarda la crescita economica, la disponibilità di altre fonti di finanziamento e i livelli di indebitamento delle famiglie e delle imprese.

## Grafico 21

### Prestiti delle IFM in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle SNF, il dato sui prestiti è corretto anche per il 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. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2020.

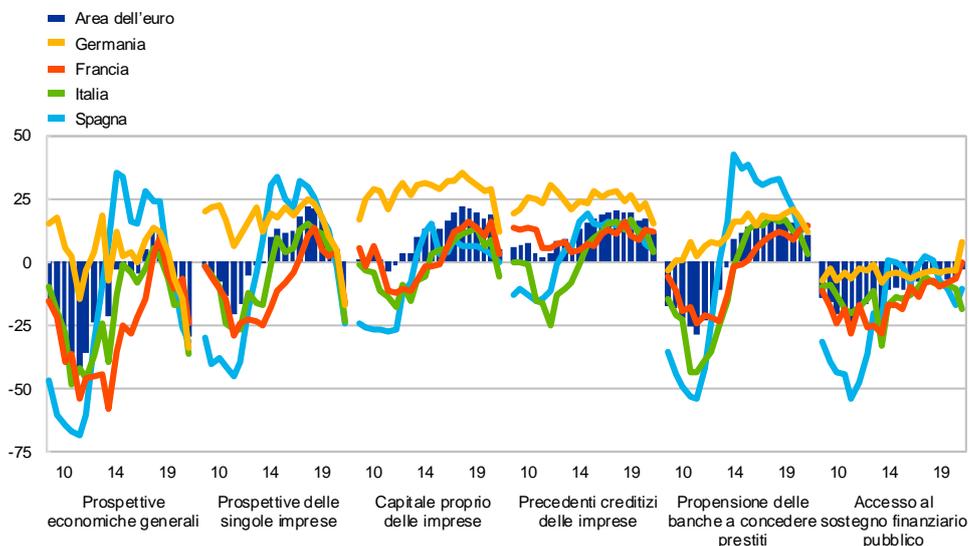
**Secondo l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) di maggio 2020, le piccole e medie imprese (PMI), che dipendono in modo cruciale dalle banche per finanziarsi, hanno segnalato un deterioramento della disponibilità di prestiti, che rispecchia in gran parte il peggioramento delle prospettive economiche nei sei mesi che hanno preceduto marzo 2020 (cfr. il grafico 22).**

Il peggioramento è stato diffuso in tutti i paesi. Sono stati osservati andamenti negativi per le PMI in tutti i principali settori, ma in particolare nell'industria, nei servizi e nel commercio, mentre le costruzioni sono state meno colpite. Per la prima volta da settembre 2014, le PMI hanno indicato che la debolezza delle loro prospettive in termini di vendite e profitti ha pesato negativamente anche sulla disponibilità di fondi esterni, nonostante la maggiore disponibilità delle banche a concedere crediti e i cali netti dei tassi di interesse bancari (cfr. il riquadro *Pandemia di COVID-19 e accesso al credito per le piccole e medie imprese: i risultati delle indagini* e l'articolo *Accesso al credito per le piccole e medie imprese dopo la crisi finanziaria: i risultati delle indagini* in questo numero del Bollettino). La costante disponibilità a concedere prestiti è coerente con le evidenze fornite dalla BLS e dai nuovi flussi di prestito, che indicano che i prestiti alle PMI sono rimasti sostenuti e nel primo trimestre del 2020 non sono state osservate differenze significative per i prestiti alle grandi imprese.

## Grafico 22

### Fattori che influenzano la disponibilità di prestiti bancari alle PMI

(percentuali nette)



Fonte: BCE (SAFE).

Nota: i dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine SAFE dalla 3ª (marzo-settembre 2010) alla 22ª (ottobre 2019-marzo 2020).

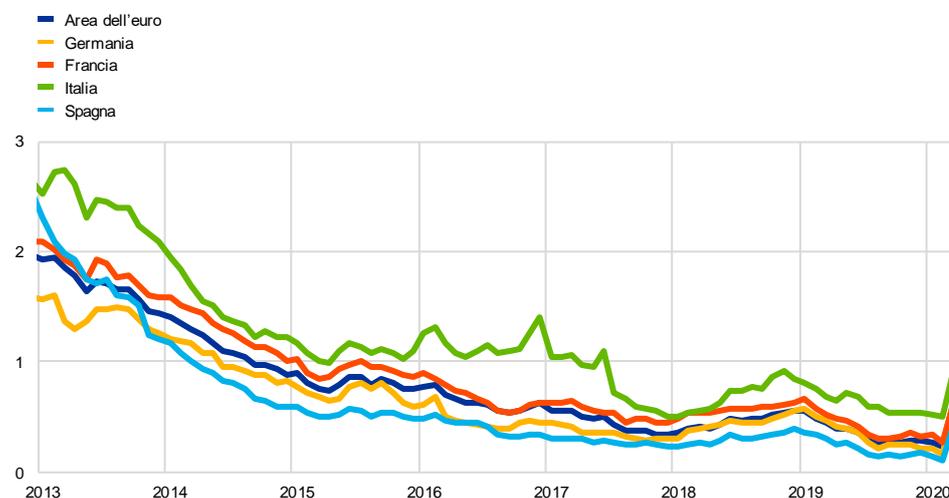
**L'aumento dei costi di finanziamento bancario è rimasto contenuto, beneficiando delle misure di politica monetaria.** L'indicatore composito del costo del finanziamento mediante debito per le banche dell'area dell'euro, sceso a livelli molto bassi a febbraio 2020, è aumentato nel mese di marzo nel contesto della diffusione della pandemia di COVID-19 (cfr. il grafico 23). L'aumento è stato determinato dalla pressione al rialzo sui rendimenti delle obbligazioni bancarie in risposta all'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e si è differenziato notevolmente tra i diversi paesi. Inoltre, le preoccupazioni circa un impatto negativo della pandemia sulle posizioni patrimoniali delle banche gravano sui costi del loro finanziamento sul mercato. Mentre le banche hanno rafforzato in modo sostanziale la loro capacità di tenuta dopo la crisi finanziaria mondiale, la pandemia di coronavirus graverà sulla posizione patrimoniale degli intermediari attraverso valutazioni degli attivi più basse e necessità di maggiori accantonamenti per perdite su crediti<sup>16</sup>. Allo stesso tempo, il deterioramento complessivo dei costi della raccolta bancaria è rimasto contenuto. I tassi sui depositi delle banche dell'area dell'euro, che rappresentano la maggior parte della raccolta, si sono mantenuti su livelli storicamente bassi a marzo 2020, contribuendo in tal modo a condizioni favorevoli per il finanziamento del debito bancario. Le condizioni del finanziamento bancario beneficiano anche dell'offerta di liquidità a condizioni molto favorevoli attraverso la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) nonché dell'impatto positivo del PAA e del PEPP sui rendimenti delle obbligazioni, compresa una diminuzione dei rendimenti dei titoli dopo l'annuncio del PEPP il 18 marzo. Ciò riduce il rischio di un'amplificazione sfavorevole tra il settore reale e quello finanziario durante la pandemia.

<sup>16</sup> Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2020.

### Grafico 23

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

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



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

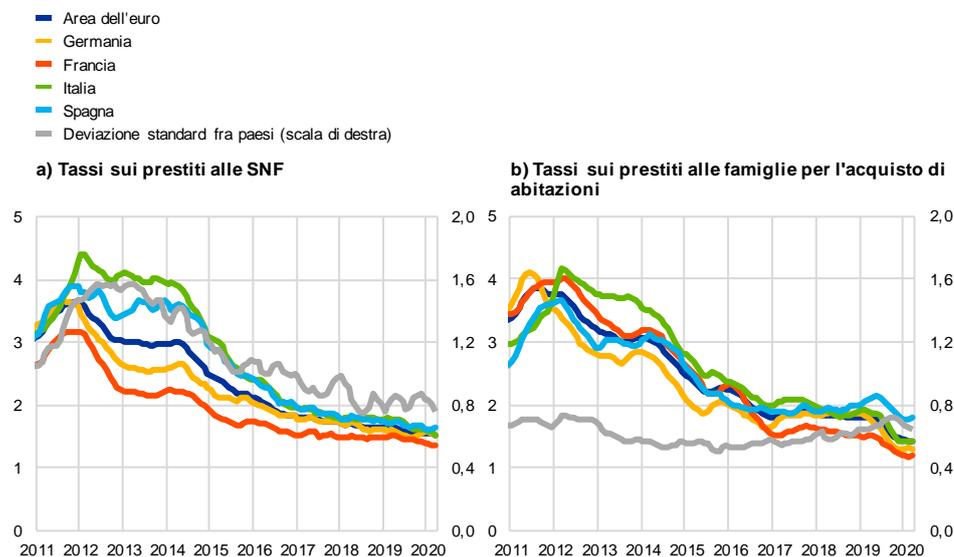
Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, su depositi con scadenza prestabilita e su depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2020.

**I tassi sui prestiti bancari per le imprese hanno raggiunto nuovi minimi storici ma, in prospettiva, è probabile un loro aumento.** I tassi compositi sui prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno toccato nuovi minimi storici a marzo, pari rispettivamente all'1,46 per cento e all'1,39 per cento (cfr. il grafico 24). Tale andamento è stato comune tra i paesi dell'area dell'euro e riflette la trasmissione ritardata delle oscillazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Allo stesso tempo, tenuto conto dell'aumento dei costi della provvista bancaria e del ricorso ai tassi di riferimento del mercato per i prezzi dei prestiti bancari, come ad esempio il tasso interbancario riferito all'area dell'euro (Euribor), che è aumentato nel corso del periodo di riferimento, è probabile una certa pressione al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari nei prossimi mesi. Inoltre, il forte impatto economico della pandemia sulle entrate delle imprese, sulle prospettive di occupazione delle famiglie e sul merito di credito complessivo dei prenditori rischia di esercitare una pressione al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari. L'effetto restrittivo delle percezioni dei rischi su condizioni e modalità di concessione del credito da parte delle banche, come riferito nella BLS di aprile 2020, fornisce già indicazioni in tal senso. Al tempo stesso il sostegno alla liquidità, ad esempio mediante differimento di imposte e moratorie sul debito, garanzie sui prestiti e programmi di sostegno al mercato del lavoro, attenuerà in parte il deterioramento del merito di credito dei prenditori durante la crisi ed eserciterà un effetto frenante sui tassi dei prestiti bancari. Il differenziale tra i tassi applicati ai prestiti di dimensioni più limitate e quelli sulle erogazioni di importo elevato è rimasto contenuto a marzo 2020. Ciò corrobora le suddette evidenze sui nuovi prestiti, che finora indicano un impatto sostanzialmente analogo della pandemia di COVID-19 sui prestiti alle PMI e alle grandi imprese, così come è stato rilevato dai dati sui prestiti di piccole e grandi dimensioni.

## Grafico 24

### Tassi compositi sui prestiti bancari in alcuni paesi dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2020.

### Si stima che il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle SNF dell'area dell'euro sia aumentato significativamente nel primo trimestre del 2020 (cfr. il pannello a) del grafico 25).

La crescita è dovuta in gran parte all'eccezionale aumento dei prestiti bancari alle imprese nel mese di marzo, supportato dall'utilizzo di linee di credito e programmi di sostegno pubblico. La domanda di prestiti bancari è stata sostenuta anche da tassi più favorevoli rispetto al costo del debito sul mercato. L'emissione netta di titoli di debito da parte delle imprese è rimasta sostenuta nel primo trimestre del 2020, nonostante l'aumento dei differenziali verso la fine del trimestre, beneficiando dei programmi di acquisto di attività della BCE (PAA e PEPP), che includono gli acquisti netti di obbligazioni societarie. Per contro, l'emissione netta di azioni quotate è rimasta debole, frenata dal costante livello moderato di fusioni e acquisizioni e da un aumento del costo del capitale di rischio a partire da livelli già elevati. I prestiti concessi da operatori non bancari (intermediari diversi dalle IFM) si sono mantenuti negativi nel quarto trimestre del 2019 e nel primo trimestre del 2020, il che indica un calo in ragione d'anno delle emissioni di obbligazioni societarie tramite i canali di finanziamento delle imprese in altri paesi dell'area dell'euro (ovvero controllate appartenenti al settore delle società diverse dalle IFM che concedono prestiti alle loro imprese madri). Nel complesso, i flussi totali di finanziamenti esterni sono stati più elevati nel primo trimestre del 2020 rispetto al periodo delle crisi finanziaria e del debito sovrano. Ciò è coerente con le più favorevoli condizioni del credito bancario e del mercato obbligazionario, che beneficiano delle misure tempestive e consistenti varate da parte delle autorità monetarie, di vigilanza e di bilancio.

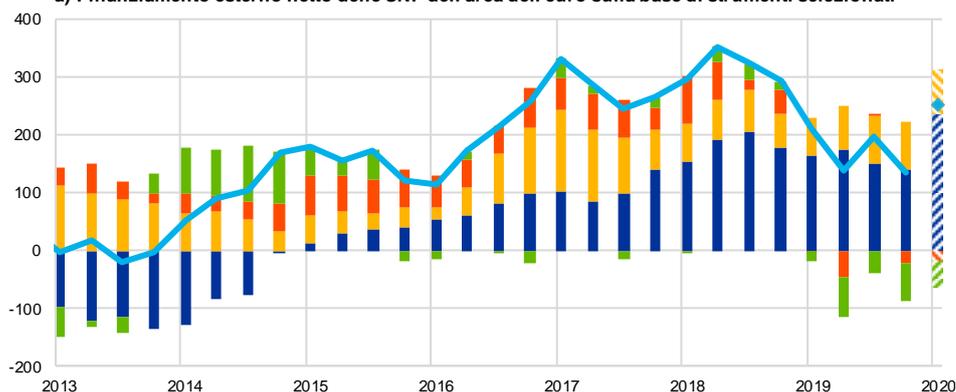
## Grafico 25

### Finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro

(flussi annuali in miliardi di euro: pannello a); valori percentuali in ragione d'anno: pannello b))

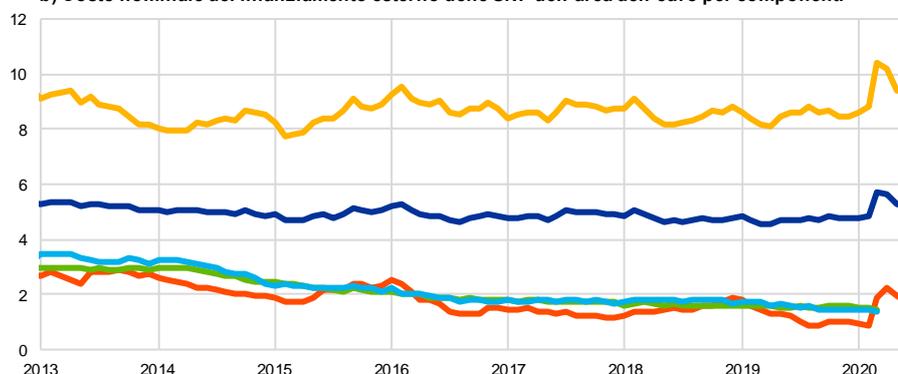
- Prestiti delle IFM alle SNF (corretti)
- Emissioni nette di titoli di debito da parte delle SNF
- Emissioni nette di azioni quotate da parte delle SNF
- Prestiti erogati da soggetti diversi da IFM a SNF (eccetto cartolarizzazioni)
- Totale

a) Finanziamento esterno netto delle SNF dell'area dell'euro sulla base di strumenti selezionati



- Costo totale del finanziamento
- Costo del capitale di rischio
- Costo dei titoli di debito emessi sul mercato
- Indicatore del costo dei prestiti a breve termine
- Indicatore del costo dei prestiti a lungo termine

b) Costo nominale del finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro per componenti



Fonti: Eurostat, Dealogic, BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters e stime della BCE.

Note: pannello a) il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti erogati dalle IFM, emissione netta di titoli di debito, emissione netta di azioni quotate e prestiti erogati dalle società diverse dalle IFM. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. I prestiti erogati dalle società diverse dalle IFM comprendono prestiti da altre istituzioni finanziarie e da società di assicurazione e fondi pensione al netto dei prestiti cartolarizzati. L'istogramma con motivo a righe e l'indicatore a rombo celeste mostrano la stima per il periodo in corso per il primo trimestre del 2020. Pannello b) costo complessivo del finanziamento delle SNF calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello dei debiti emessi sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. L'indicatore a rombo blu si riferisce alla previsione a brevissimo termine per giugno 2020 per il costo complessivo del finanziamento, nell'ipotesi che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati sui livelli di marzo 2020. Le ultime osservazioni per il pannello a) si riferiscono al quarto trimestre del 2019 per i dati finanziari dell'area dell'euro; le stime per il primo trimestre del 2020 sono basate su voci di bilancio ((balance sheet items, BSI) della BCE, dati sui titoli (securities, SEC) e Dealogic. Le ultime osservazioni per il pannello b) si riferiscono al 2 giugno 2020 per il costo del debito sul mercato (dati giornalieri), al 29 maggio per il costo delle azioni (dati settimanali) e a marzo 2020 per il costo dei prestiti (dati mensili).

**Il costo del finanziamento per le SNF è aumentato nel primo trimestre del 2020, ma si stima che sia diminuito a partire da allora (cfr. il pannello b) del grafico 25).** A marzo 2020, a causa dell'elevata volatilità dei mercati finanziari, il costo nominale complessivo del finanziamento esterno alle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissione di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 5,7 per cento, 95 punti base al di sopra del livello di dicembre 2019 e circa 120 punti

base più elevato rispetto ad aprile 2019, quando ha toccato il suo minimo storico. Tuttavia tra marzo e la fine del periodo di riferimento (2 giugno 2020), si stima che il costo totale del finanziamento sia diminuito di 50 punti base, fino al 5,2 per cento. Ciò riflette un notevole calo del costo del capitale di rischio, a causa di premi di rischio più bassi, e una lieve diminuzione del costo del debito sul mercato.

*La pandemia di coronavirus (COVID-19) sta avendo effetti considerevoli sulle politiche di bilancio nell'area dell'euro. L'insorgere della crisi ha portato a un aumento immediato dei costi diretti, nel tentativo di affrontare le ricadute sulla salute pubblica. Tuttavia, dal punto di vista macroeconomico, gran parte dell'impatto è riconducibile alle misure di contenimento, che in termini economici gravano pesantemente su imprese, lavoratori e famiglie. Tali misure hanno anche comportato l'elaborazione di pacchetti di stimolo fiscale senza precedenti, mirati ad attenuarne le ricadute economiche e a preparare il terreno per una rapida ripresa. Di conseguenza, secondo le proiezioni il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in modo significativo, raggiungendo l'8,5 per cento del PIL nel 2020, a fronte dello 0,6 per cento del 2019. Anche se nel 2021 il rapporto disavanzo pubblico/PIL dovrebbe scendere al 4,9 per cento, per il 2022 si prevede comunque che si attesti al 3,8 per cento del PIL, dato che occorrerà un periodo più lungo prima che gli effetti avversi svaniscano completamente. Le misure di bilancio di ampia portata adottate nel 2020 hanno condotto a un corrispondente peggioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, il quale si aggiunge a una componente ciclica negativa che rispecchia il deterioramento della situazione macroeconomica. Ci si attende che il successivo miglioramento sia trainato dalla graduale revoca delle misure di emergenza e dal corrispondente rafforzamento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, a fronte di un miglioramento del ciclo economico caratterizzato invece da tempi più lenti. Nell'ottica di rafforzare la liquidità delle imprese, i paesi dell'area dell'euro hanno inoltre messo a disposizione una dotazione di garanzie sui prestiti di ammontare pari a quasi il 20 per cento del PIL. Anche se queste garanzie non incideranno necessariamente sui disavanzi ex ante, esse costituiscono una passività potenziale considerevole che, se escussa, potrebbe influire negativamente sui disavanzi. Il rapporto debito/PIL per l'insieme dell'area dell'euro dovrebbe aumentare marcatamente nel 2020 e rimanere su un livello elevato fino al 2022, di riflesso alle misure di bilancio e alla situazione economica in deterioramento. Un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimane essenziale alla luce della forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro, anche se le misure adottate dovrebbero essere mirate e temporanee. A tal proposito, sia il pacchetto sulle tre reti di sicurezza da 540 miliardi di euro approvato dal Consiglio europeo, sia la proposta della Commissione europea di un piano per la ripresa dedicato a sostenere le regioni e i settori maggiormente colpiti dalla pandemia sono accolti con grande favore.*

**Secondo le proiezioni formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe peggiorare notevolmente nel 2020, per poi registrare una parziale ripresa nel 2021 e nel 2022<sup>17</sup>.** Sulla base di tali proiezioni, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL per l'area dell'euro dovrebbe passare dallo 0,6 per cento del PIL nel 2019 all'8,5 per cento del PIL nel 2020, per poi scendere al 4,9 per cento nel 2021 e al 3,8 per cento nel 2022 (cfr. il grafico 26). La diminuzione del saldo di bilancio nel

<sup>17</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020](#) pubblicate sul sito della BCE il 4 giugno 2020.

2020 è principalmente riconducibile a un deterioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo connesso con misure di sostegno economico pari a circa il 3,5 per cento del PIL, la cui quota più rilevante è rappresentata dalla spesa aggiuntiva, in particolare costituita da regimi di aiuti all'occupazione, da misure di sostegno alle imprese e alle famiglie e da una spesa sanitaria più cospicua. Tale diminuzione discende anche da una vasta componente ciclica avversa, concomitante con l'entrata in recessione dell'economia dell'area dell'euro<sup>18</sup>. Ci si attende che il successivo miglioramento sia trainato da una ripresa del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, dato che la maggior parte delle misure di sostegno dovrebbe gradualmente cessare entro la fine del 2020, mentre il contributo fornito dal ciclo economico dovrebbe far registrare un miglioramento più graduale.

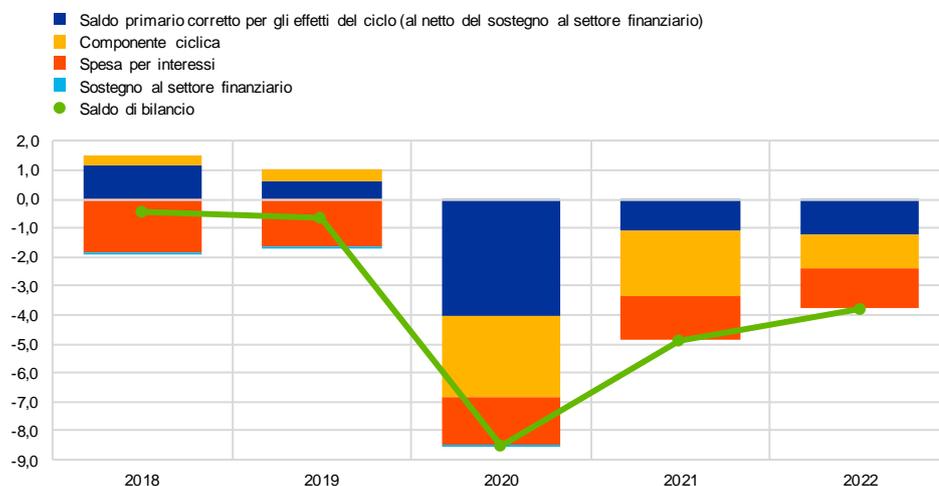
**Oltre al sostegno di bilancio concesso alle loro economie, i paesi dell'area dell'euro hanno messo a disposizione consistenti dotazioni di garanzie sui prestiti per rafforzare la liquidità delle imprese.** In totale queste garanzie

ammontano a circa il 20 per cento del PIL per l'area dell'euro nel suo insieme, ma la portata delle dotazioni differisce notevolmente da un paese all'altro. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi e porteranno a ulteriore spesa pubblica per l'importo che verrà escusso. Tuttavia, nella congiuntura attuale è molto difficile dire con precisione quale sarà questo importo nel medio e nel lungo periodo.

## Grafico 26

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2020.  
Nota: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche nel complesso dell'area dell'euro.

**Secondo le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2020 le prospettive di bilancio dell'area dell'euro per il periodo 2020-2022 dovrebbero risultare molto più negative rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti della BCE a marzo 2020.** Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al ribasso di 7,4 punti percentuali nel 2020 e rispettivamente di 3,3 e 2,3 punti percentuali per il 2021 e il 2022.

<sup>18</sup> Va osservato che nella congiuntura attuale il grado di incertezza che circonda la scomposizione del ciclo e della tendenza è insolitamente elevato.

Tali revisioni sono principalmente ascrivibili a un saldo primario più contenuto e a una componente ciclica più debole del previsto; la componente della spesa per interessi è stata invece rivista al rialzo, sebbene in misura molto minore.

**Si stima che l'orientamento di bilancio per l'area dell'euro nel suo insieme sia molto accomodante nel 2020, ma mostri una contrazione nel 2021, dato che per quel tempo la maggior parte delle misure di sostegno dovrebbe essere gradualmente venuta meno**<sup>19</sup>. Si stima che l'orientamento di bilancio sia stato moderatamente espansivo nel 2019, mentre ci si aspetta che sia molto accomodante, al 4,8 per cento del PIL, nel 2020. Per contro, per il 2021 le stime indicano un orientamento restrittivo pari al 2,9 per cento del PIL, in ragione del fatto che per quel tempo la maggior parte delle misure di sostegno messe in atto durante la pandemia sarà gradualmente venuta meno. Nonostante l'orientamento negativo delle politiche di bilancio nel 2021, va osservato che il saldo di bilancio complessivo rimarrà decisamente negativo, con gli strumenti di bilancio che continueranno a sostenere la ripresa economica, non da ultimo per il tramite degli stabilizzatori automatici. Nel 2022 si prevede che l'orientamento della politica di bilancio raggiunga una posizione di sostanziale equilibrio.

**Secondo le proiezioni, a seguito della pandemia di COVID-19 nel 2020 il rapporto tra debito pubblico e PIL per il complesso dell'area dell'euro dovrebbe salire al 101,3 per cento del PIL, per poi diminuire molto gradualmente.**

L'incremento previsto per il 2020, pari a 17,2 punti percentuali rispetto al 2019, è dovuto principalmente a una combinazione di elevati disavanzi primari e a un differenziale molto sfavorevole fra interessi e crescita, ma anche a considerevoli raccordi disavanzo-debito, che riflettono in larga parte le misure connesse con la pandemia. Nel 2021 e nel 2022 i disavanzi primari in calo, seppur ancora cospicui, saranno più che compensati dai contributi positivi forniti dal miglioramento dei differenziali fra interessi e crescita, in relazione alla prevista ripresa dell'attività economica (cfr. il grafico 27). Di conseguenza, alla fine del 2022 il rapporto debito/PIL dovrebbe attestarsi su un valore molto prossimo al 100 per cento, che corrisponde a una revisione al rialzo di 17,3 punti percentuali rispetto alle proiezioni di marzo 2020.

**Quanto alle politiche di bilancio, alla luce della netta contrazione dell'economia dell'area dell'euro un orientamento ambizioso e coordinato rimane di cruciale importanza.** Gli interventi adottati in risposta all'emergenza pandemica dovrebbero avere carattere quanto più possibile mirato e temporaneo. In questo contesto, le tre reti di sicurezza approvate dal Consiglio europeo e destinate a lavoratori, imprese ed emittenti sovrani, per una dotazione pari a 540 miliardi di euro, forniscono un importante supporto al finanziamento. Nel contempo, occorrono ulteriori sforzi incisivi e tempestivi per preparare e sostenere la ripresa. La proposta della Commissione europea di un piano per la ripresa destinato a

---

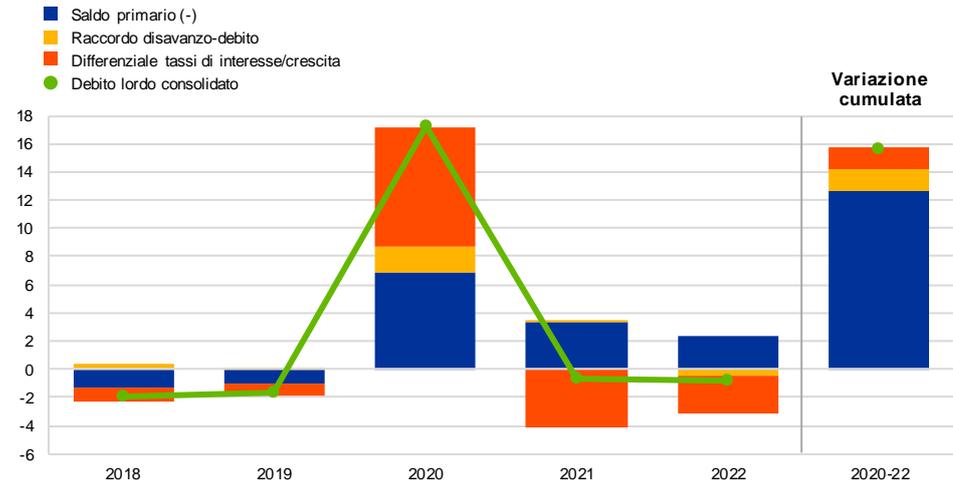
<sup>19</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito da tali politiche all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Per ulteriori dettagli sull'intonazione 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.

sostenere le regioni e i settori maggiormente colpiti dalla pandemia, a rafforzare il mercato unico e a generare una ripresa prospera e duratura è pertanto accolta con grande favore.

### Grafico 27

#### Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2020.  
 Nota: i dati si riferiscono al settore aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

# Riquadri

## 1 L'impatto delle misure di chiusura conseguenti al COVID-19 sull'interscambio dei servizi di viaggio

a cura di Tobias Schuler

**Le misure di chiusura (lockdown) adottate per contenere la pandemia di coronavirus (COVID-19) stanno avendo un impatto significativo sugli scambi di servizi nell'area dell'euro, in particolare sui viaggi e sul trasporto passeggeri.** In base agli ultimi dati disponibili di bilancia dei pagamenti, a marzo 2020 le esportazioni e le importazioni di servizi sono diminuite, rispettivamente, del 10,6 e del 3,3 per cento in confronto all'anno precedente. Tra diversi settori eterogenei, sono stati gravemente colpiti quelli che comportano il contatto fisico. Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per l'Europa<sup>20</sup> i servizi riguardanti turismo e tempo libero e quelli relativi ai trasporti sono i settori che ad aprile 2020 hanno registrato il calo dell'attività più marcato.

**Il settore dei viaggi ha subito gravi turbative a livello globale, ad esempio in seguito alle restrizioni agli spostamenti e alla chiusura delle attrazioni turistiche.** Più di 110 paesi hanno bloccato il flusso dei viaggiatori in arrivo e quasi tutti hanno introdotto restrizioni di qualche tipo. Alcuni paesi hanno vietato ogni tipo di spostamento, mentre altri hanno impedito l'ingresso solo ai viaggiatori provenienti da zone con un elevato numero di contagi. Il turismo è pesantemente colpito, in particolar modo i viaggi internazionali. Anche dopo la revoca delle stringenti misure di lockdown, la pandemia in sé sta innescando effetti duraturi nel settore, che si manifestano attraverso l'avversione al rischio e la modifica delle preferenze.

### Viaggi e turismo nel contesto dell'interscambio di servizi nell'area dell'euro

**Il turismo comprende i viaggi di piacere e di lavoro e consta di varie fasi e componenti, come ad esempio la progettazione del viaggio, i trasporti, i servizi di alloggio e ristorazione, gli acquisti nei negozi, il trasporto locale e i siti turistici<sup>21</sup>.** Del turismo internazionale si tiene conto nella bilancia dei pagamenti di un paese alle voci relative alle esportazioni e alle importazioni di servizi di viaggio e

<sup>20</sup> Cfr. il [comunicato stampa](#) pubblicato da Markit l'8 maggio 2020.

<sup>21</sup> Per le definizioni dei concetti di viaggio e turismo, cfr. la sesta edizione del [manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero \(MBP6\)](#) e le [raccomandazioni internazionali per le statistiche sul turismo dell'Organizzazione mondiale del turismo \(OMT\) presso le Nazioni Unite](#). Se le definizioni di viaggio (secondo l'MBP6) e turismo (secondo l'OMT) sono ampiamente sovrapposte, i relativi concetti statistici differiscono sotto due profili. In primo luogo, la definizione "viaggi" comprende gli acquisti da parte di lavoratori transfrontalieri a breve termine, che non sono considerati spesa turistica. In secondo luogo, il turismo include gli acquisti di servizi (internazionali) di trasporto passeggeri, che rientrano nel settore dei trasporti, anziché in quello dei servizi di viaggio, secondo l'MBP6.

trasporto. Secondo il manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero (MBP6), la voce relativa ai viaggi comprende principalmente i beni e i servizi acquistati in un determinato paese dai viaggiatori nel corso di visite di durata inferiore a un anno ed esclude il trasporto internazionale di persone, che è invece compreso nei servizi per i passeggeri alla voce relativa ai trasporti.

**L'interscambio netto relativo ai viaggi ha contribuito per 42 miliardi di euro all'avanzo di 68 miliardi di euro nel saldo commerciale per i servizi del 2019.**

Le esportazioni di servizi all'esterno dell'area dell'euro ammontavano a 988 miliardi di euro, di cui 124 miliardi provenienti dall'interscambio di servizi di viaggio, pari al 17 per cento dell'importo complessivo. Il settore dei trasporti rappresenta il 16 per cento e comprende sia il trasporto di merci che il trasporto di passeggeri; nel 2019 quest'ultimo ha rappresentato il 23 per cento delle esportazioni e il 15 per cento delle importazioni. Le importazioni sono state pari a 920 miliardi di euro, e le due categorie che hanno fornito il maggiore apporto sono state i trasporti (16 per cento) e i viaggi (13 per cento).

**L'area dell'euro è esposta al commercio in settori dei servizi fortemente colpiti, in cui nel 2019 aveva registrato un avanzo.**

La scomposizione geografica dei saldi relativi all'interscambio di servizi (cfr. il grafico A) illustra le categorie di servizi dell'area dell'euro in base ai principali partner commerciali. L'area dell'euro ha registrato un avanzo complessivo nel settore dei servizi di viaggio, particolarmente esposto perché tra i più colpiti. Nel 2019 il Regno Unito, la Svizzera e gli Stati Uniti hanno fornito i maggiori contributi a tale avanzo. Altri settori, come le assicurazioni, le pensioni e i servizi finanziari, nonché le telecomunicazioni, i servizi informatici e d'informazione<sup>22</sup>, sono meno interessati.

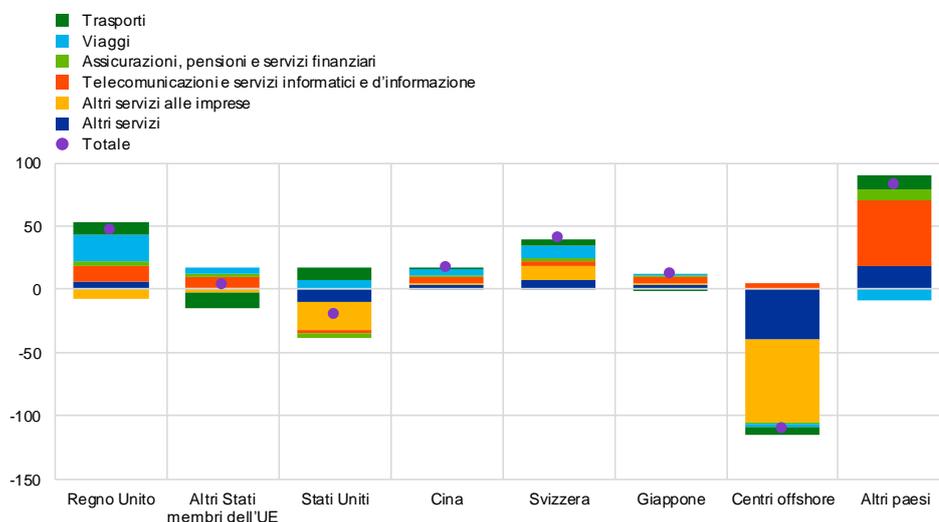
---

<sup>22</sup> In questi tre settori l'avanzo si è registrato soprattutto nei confronti del Regno Unito, di altri Stati membri dell'UE e di altri paesi. Per contro, l'area dell'euro ha segnato un disavanzo nell'interscambio di altri servizi alle imprese, soprattutto nei confronti dei centri offshore e degli Stati Uniti. L'area dell'euro è un importatore netto di "altri servizi", una categoria che comprende le spese per l'utilizzo della proprietà intellettuale e che è influenzata in larga misura dalle transazioni interne delle imprese multinazionali. Per maggiori dettagli cfr. l'articolo [Le imprese multinazionali, i centri finanziari e le loro ripercussioni per gli squilibri esterni: una prospettiva dal punto di vista dell'area dell'euro](#), nel numero 2/2020 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Scomposizione geografica dei saldi relativi all'interscambio di servizi nell'area dell'euro nel 2019

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: la voce "Altri servizi alle imprese" comprende i servizi di ricerca e sviluppo, di consulenza professionale e gestionale e i servizi tecnici, commerciali e di altro tipo che non rientrano nelle categorie precedenti. La voce "Altri servizi" include i servizi manifatturieri in cui i fattori produttivi sono di proprietà altrui, i servizi di manutenzione e riparazione, le costruzioni, le spese per l'utilizzo della proprietà intellettuale, i beni e servizi pubblici, i servizi personali, culturali e ricreativi e la categoria "servizi non allocati".

## La crisi nel settore del trasporto passeggeri

**Il settore aereo deve far fronte a notevoli difficoltà, in quanto i viaggi internazionali sono fortemente limitati dalle misure di contenimento associate al COVID-19.** È particolarmente colpito il trasporto aereo, che rappresenta di gran lunga la quota più consistente dei valori delle importazioni e delle esportazioni del trasporto passeggeri<sup>23</sup>. Importanti aeroporti dell'area dell'euro (in particolare Parigi, Amsterdam e Francoforte) fungono da hub aeroportuali per le coincidenze internazionali. Il trasporto su vie d'acqua, su strada e su rotaia è interessato in misura minore<sup>24</sup>.

**La capacità di volo è stata ridotta significativamente dall'inizio della pandemia di COVID-19 (cfr. il grafico B).** A livello mondiale, la capacità dei voli di linea<sup>25</sup> è diminuita del 65 per cento. Negli Stati Uniti e in Giappone la capacità di volo è diminuita, rispettivamente, del 72 e del 48 per cento, mentre in Cina è scesa del 71 per cento per poi risalire al 20 per cento in meno rispetto ai livelli del 2019. In Italia, Spagna, Francia e Germania, la capacità di volo ha subito un forte calo,

<sup>23</sup> Dati basati sulle statistiche di International Trade in Services (ITS).

<sup>24</sup> I servizi crocieristici, pesantemente colpiti dalle misure di contenimento, sono compresi nella categoria "viaggi" delle statistiche ITS.

<sup>25</sup> La capacità dei voli di linea a livello mondiale si riferisce sia ai voli internazionali sia a quelli interni. A causa delle restrizioni applicate agli spostamenti, i voli internazionali hanno subito effetti più pesanti rispetto ai voli interni.

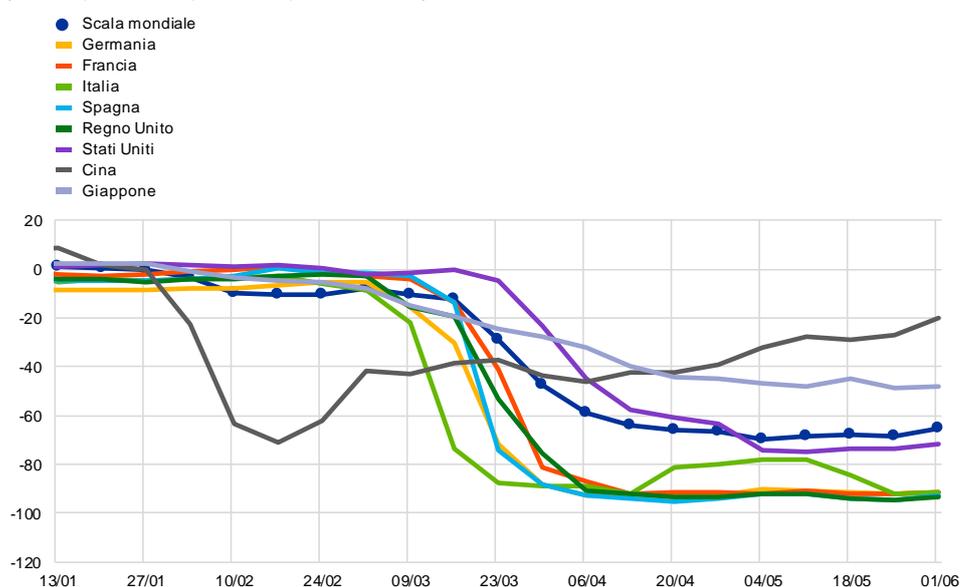
pari a oltre il 90 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2019 (secondo i dati pubblicati il 1° giugno 2020).

**Il crollo della capacità di volo in tutte le regioni non ha precedenti nella storia dell'aviazione.** I ricavi del trasporto aereo passeggeri sono diminuiti del 15 per cento circa in seguito agli attentati terroristici di settembre 2001 e il loro totale recupero, negli Stati Uniti e in Europa, ha richiesto un periodo che ha oscillato fra i due e i tre anni<sup>26</sup>. L'epidemia di SARS del 2002-2003 ha ridotto i ricavi del trasporto passeggeri di circa due terzi, con un recupero intervenuto solo un anno dopo<sup>27</sup>. Il calo dell'attività aerea internazionale dovuto al COVID-19 è, tuttavia, molto più ampio e pronunciato e genererà probabilmente effetti più duraturi per il settore rispetto a questi eventi del passato.

## Grafico B

### Capacità dei voli di linea a livello mondiale nel 2020

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente del 2019)



Fonte: OAG Schedules Analyser.

Note: i dati di ciascuna settimana sono confrontati con quelli della stessa settimana del 2019. L'ultima osservazione si riferisce al 1° giugno 2020.

## Impatto sul settore dei viaggi nei singoli paesi dell'area dell'euro

**Le esportazioni nel settore dei viaggi svolgono un ruolo importante per diversi paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico C).** Queste esportazioni consistono, principalmente, nei servizi di alloggio e ospitalità erogati ai viaggiatori. In termini di introiti i maggiori esportatori sono Spagna, Francia, Italia e Germania, le cui

<sup>26</sup> Valutazione basata, rispettivamente, sui ricavi passeggeri-miglia e passeggeri-chilometri diffusi dall'US Department of Transportation e dall'Association of European Airlines. I ricavi passeggeri-miglia e passeggeri-chilometri sono calcolati moltiplicando il numero di passeggeri paganti per la distanza percorsa.

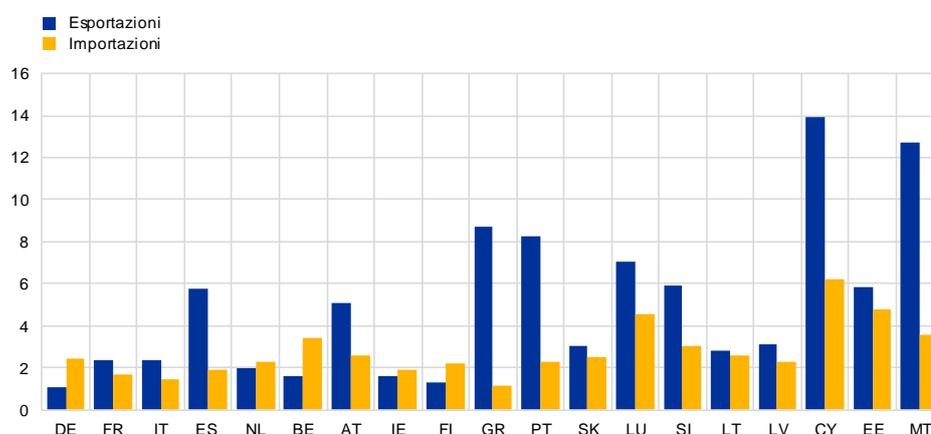
<sup>27</sup> Valutazione basata sui dati forniti dalla International Air Transport Association e dalla International Civil Aviation Organization.

esportazioni nel settore dei viaggi sono destinate, per oltre la metà, a paesi non appartenenti all'area dell'euro. Anche Austria, Paesi Bassi, Grecia e Portogallo sono tra le principali destinazioni turistiche dell'area dell'euro, con l'Austria e i Paesi Bassi che registrano, in tale settore, le più elevate quote di esportazioni interne all'area dell'euro. In termini relativi, le esportazioni nel settore dei viaggi sono significative anche per Cipro, Malta, Grecia e Portogallo.

### Grafico C

#### Esportazioni e importazioni nel settore dei viaggi nei paesi dell'area dell'euro come quota del PIL nel 2018

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le esportazioni e le importazioni includono gli scambi all'interno e all'esterno dell'area dell'euro.

**La maggior parte dei paesi dell'area dell'euro spende una quota del PIL compresa tra il 2 e il 4 per cento all'estero; tali spese sono registrate come importazioni di servizi di viaggio.** La Germania è di gran lunga il maggior paese importatore di servizi di viaggio, in termini assoluti. Belgio, Lussemburgo e Cipro sono anch'essi importatori che assumono relativa importanza in tale settore, rispetto al proprio PIL, data la loro interconnessione con altre economie vicine.

**Secondo le stime, i paesi dell'area dell'euro più esposti all'impatto della pandemia in termini di esportazioni nette di servizi di viaggio sono Cipro, Malta, Grecia e Portogallo.** Ci si attende inoltre che anche Spagna, Austria, Lussemburgo e Slovenia si trovino in prospettiva a dover far fronte a un significativo impatto in termini di esportazioni nette di servizi di viaggio. Per contro, Germania e Belgio dovrebbero trarre un lieve beneficio dalla situazione attuale, in termini di esportazioni nette, in quanto principali importatori di servizi di viaggio.

**Nei paesi che dipendono da viaggi e turismo la pandemia di COVID-19 sta esercitando un impatto grave e duraturo sull'economia nel suo complesso.**

I viaggi generano benefici sia diretti, attraverso le attività commerciali lungo la relativa catena del valore (come la pianificazione del viaggio, il trasporto, l'alloggio, il cibo e gli acquisti, gli spostamenti a livello locale e i siti turistici), sia indiretti, grazie alla domanda e alla crescita che determinano in molti altri settori. Le misure di lockdown messe in atto per contenere la diffusione della pandemia e gli effetti sulla

fiducia stanno producendo impatti significativi su imprese e lavoratori nel settore dei viaggi, che è un settore ad alta intensità di lavoro.

## Coronavirus (COVID-19): i timori del mercato impliciti nei prezzi delle opzioni

a cura di Miguel Ampudia, Ursel Baumann e Fabio Fornari

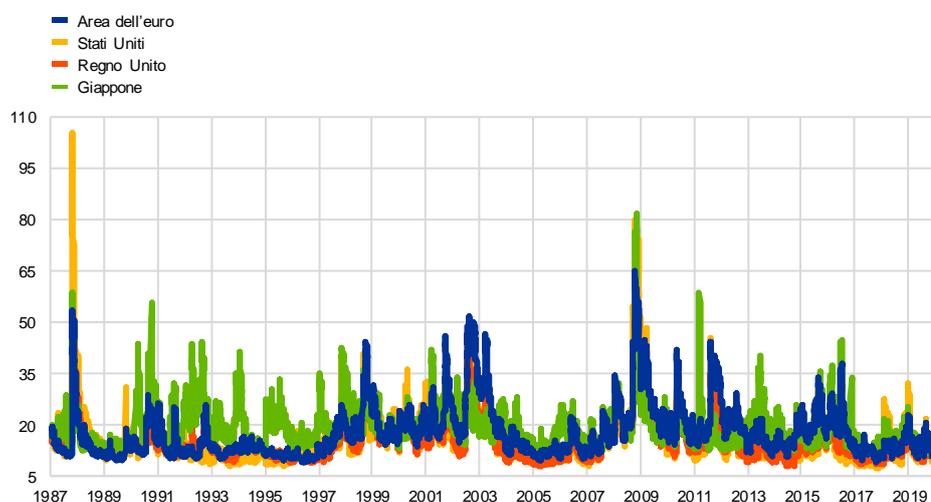
### Introduzione

**I mercati azionari di tutto il mondo sono crollati a partire dalla fine di febbraio, quando gli investitori internazionali hanno iniziato a preoccuparsi della diffusione del coronavirus al di fuori della Cina e del suo impatto sull'economia mondiale.** Sebbene i mercati azionari abbiano in parte recuperato da allora, l'indice Euro Stoxx 50 ha perso il 12,3 per cento nella settimana terminata il 28 febbraio, segnando la perdita settimanale in punti percentuali più significativa dalla crisi finanziaria mondiale del 2008. L'indice S&P 500 ha registrato un calo di oltre l'11 per cento in una settimana altrettanto catastrofica. Nel complesso, i mercati azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno perso circa il 35 per cento del proprio valore tra il loro picco, raggiunto il 19 febbraio, e il loro minimo del 23 marzo.

### Grafico A

#### Deviazione standard dei rendimenti azionari

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: elaborazioni degli autori e Refinitiv.

Note: stime basate sui modelli della deviazione standard dei rendimenti azionari giornalieri per quattro indici: l'Euro Stoxx 50, lo S&P 500, il FTSE 100 e il Nikkei 225. Dati giornalieri. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2020.

**Il calo delle quotazioni azionarie ha determinato un rialzo marcato della varianza dei rendimenti.** La deviazione standard dei rendimenti azionari giornalieri dei principali indici nell'area dell'euro, negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone si attesta su livelli paragonabili ai picchi associati al crollo dei mercati azionari dell'ottobre 1987 e al fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 (cfr. il grafico A). Le recenti turbolenze hanno evidentemente avuto carattere mondiale, come dimostra il notevole innalzamento della deviazione standard comune agli indici. Ciò si riflette anche in un netto aumento, fino a valori prossimi

all'unità, nelle correlazioni bilaterali dei rendimenti azionari per i quattro principali indici, che evidenzia la presenza di un fattore comune tra i suddetti rendimenti. La mancanza di opportunità di diversificazione che ne deriva amplifica inoltre le potenziali perdite a cui sono esposti gli investitori internazionali.

**La maggiore avversione al rischio, che si è aggiunta all'intensificarsi dei rischi, può aver amplificato l'ondata di vendite nei mercati azionari e, più in generale, di un'ampia gamma di attività.** In seguito alle ingenti vendite iniziali sui mercati finanziari, una questione importante per le autorità nel valutare la risposta alla crisi riguarda la persistenza dell'impatto delle restrizioni legate al coronavirus sul rischio finanziario, sulle condizioni finanziarie e, in ultima istanza, sull'attività economica reale. Uno dei principali canali attraverso cui questo shock si è diffuso è quello dei collegamenti tra mercati finanziari e, in particolare, attraverso il crollo sincronizzato dei mercati azionari internazionali. L'ondata di vendite può essere stata determinata da un aumento dell'entità del rischio percepito presente sui mercati, da un aumento della riluttanza degli investitori ad assumere rischi, o da una combinazione di entrambi. Conoscere la principale origine del calo dei corsi azionari (e delle attività finanziarie in generale) può aiutare i responsabili delle politiche a comprenderne la persistenza e a valutare le misure di risposta. Lo scopo del presente riquadro è esaminare le variazioni dell'ammontare e del prezzo dei rischi di eventi estremi utilizzando una stima dell'avversione al rischio di eventi estremi desunta dal prezzo delle opzioni sulle azioni.

## Densità neutrali al rischio

**La densità neutrale al rischio di un prezzo azionario è la stima di mercato della distribuzione di probabilità del livello futuro di tale prezzo, corretta per tener conto dell'avversione al rischio degli investitori.** La densità neutrale al rischio riflette quindi sia l'attitudine verso il rischio sia le aspettative sui prezzi degli investitori. Le densità neutrali al rischio possono essere considerate densità fisiche la cui forma è stata modificata per dare maggiore rilevanza agli stati del mondo associati con esiti particolarmente negativi e che, in quanto tali, comportano una minore utilità marginale per gli investitori<sup>28</sup>. La densità neutrale al rischio dei rendimenti futuri è derivata dai prezzi giornalieri delle opzioni call e put scambiate sull'Euro Stoxx 50<sup>29</sup>. In qualsiasi giorno tali opzioni sono disponibili per più di una scadenza, il che consente di stimare la densità neutrale al rischio per la gamma di scadenze a disposizione.

**I timori di un crollo del mercato sono emersi nelle prime fasi di diffusione del virus in Europa ma, dopo l'annuncio di significative misure di stimolo,**

<sup>28</sup> Tale modifica determina la neutralità al rischio degli investitori, nel senso che tutti i flussi di cassa futuri da qualsiasi attività possono essere attualizzati utilizzando tassi privi di rischio.

<sup>29</sup> Cfr. Breeden, D. e Litzenberger, R., "Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices", *The Journal of Business*, vol. 51, n. 4, 1978, pagg. 621-651, in cui gli autori dimostrano che la derivata seconda di una funzione di prezzo di call/put rispetto al prezzo di esercizio corrisponde alla funzione di densità neutrale al rischio. Per un'esposizione dettagliata del metodo seguito nelle elaborazioni, cfr. Figlewski, S., "Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio", in Bollerslev, T., Russell, J. e Watson, M. (a cura di), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, Regno Unito, 2010.

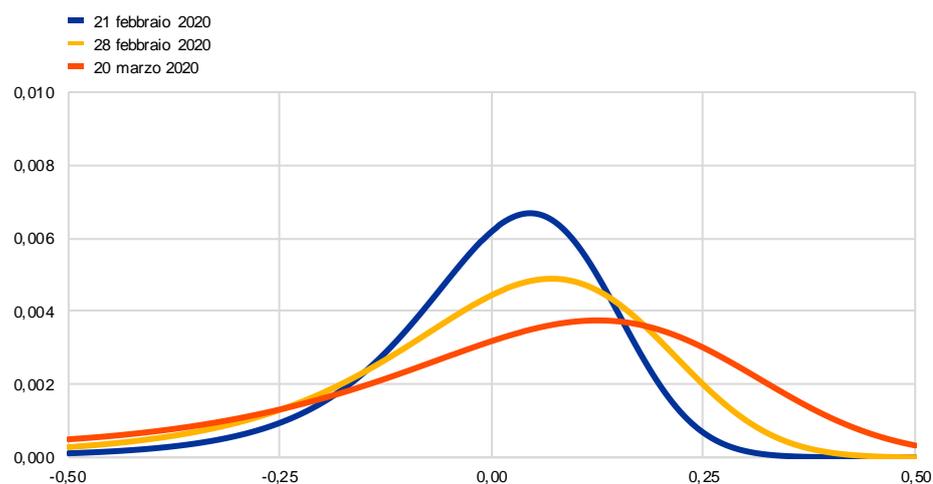
**il potenziale di rialzo previsto per i prezzi azionari è aumentato, anche se i rischi di mercato si sono mantenuti elevati.** Il grafico B mostra la densità neutrale al rischio dell'Euro Stoxx 50 per i rendimenti azionari, desunti dalle opzioni e in un orizzonte temporale esteso fino a un anno, per tre date: a) il 21 febbraio, poco prima che il virus si diffondesse in tutta Europa; b) una settimana dopo (il 28 febbraio) e c) il 20 marzo, dopo l'annuncio di significative misure di stimolo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Nella settimana che termina il 28 febbraio si può già osservare un forte aumento della varianza, nonché un ispessimento della coda sinistra, della distribuzione che segnala pertanto l'aumento dei timori di un crollo del mercato<sup>30</sup>. Entro il 20 marzo, a seguito dell'annuncio di importanti misure di politica monetaria e fiscale e del brusco calo già avvenuto nei mercati azionari, l'estremità inferiore della coda della densità neutrale al rischio è rimasta sostanzialmente invariata, ma la distribuzione ha sviluppato un'asimmetria verso l'alto, suggerendo un aumento del recupero atteso dei rendimenti azionari<sup>31</sup>.

### Grafico B

#### Densità neutrali al rischio implicite nelle opzioni dell'Euro Stoxx 50

Per le opzioni con un orizzonte temporale a circa un anno

(densità)



Fonti: elaborazioni degli autori e Refinitiv.

Nota: densità neutrali al rischio dei rendimenti futuri desunti dai prezzi giornalieri delle opzioni call e put scambiate sull'Euro Stoxx 50.

### Un indicatore di avversione al rischio di eventi estremi

**Un indicatore delle preferenze o dell'avversione al rischio degli investitori può essere estrapolato dal confronto fra la densità neutrale al rischio e una stima della densità fisica dei rendimenti azionari.** Le densità neutrali al rischio e quelle fisiche sono legate tra loro attraverso il fattore di sconto stocastico (o pricing kernel), che incorpora le preferenze di rischio degli investitori. La densità fisica rappresenta il miglior giudizio degli investitori sulle probabilità degli andamenti futuri dei prezzi.

<sup>30</sup> Il forte aumento della varianza, a fronte di un maggiore peso attribuito dagli investitori a entrambe le code, ha messo in ombra l'aumento dell'asimmetria.

<sup>31</sup> Un quadro analogo è emerso per i rendimenti azionari desunti da opzioni in scadenza su orizzonti a breve termine, vale a dire con una durata residua dai 10 ai 20 giorni.

Le aspettative circa le densità fisiche non possono essere determinate dai prezzi di mercato, in quanto tali prezzi integrano anche le preferenze di rischio degli investitori. I ricercatori hanno fatto ricorso a metodi statistici per stimare tali densità<sup>32</sup>. A tal fine si utilizza un modello generalizzato autoregressivo a eteroschedasticità condizionata (Generalised autoregressive Conditional Heteroscedasticity, GARCH) giornaliero multivariato<sup>33</sup>.

**L'indicatore di avversione al rischio di eventi estremi si basa su un confronto tra la coda sinistra della distribuzione neutrale al rischio e quella della distribuzione fisica.**

Gli investitori sono avversi al rischio se attribuiscono una probabilità neutrale al rischio più elevata agli eventi negativi rispetto alla densità fisica. Dato che gli investitori avversi al rischio di eventi estremi sono disposti a pagare un premio per tutelarsi dalle perdite associate ad andamenti negativi, le probabilità neutrali al rischio sovrastimeranno le corrispondenti probabilità fisiche per gli eventi negativi estremi. Viene preso in considerazione il comportamento della coda sinistra sia della densità neutrale al rischio sia della densità fisica dei rendimenti azionari su un orizzonte a tre mesi. L'indice di avversione al rischio negativo di eventi estremi degli investitori è calcolato come l'area a sinistra del punto della densità neutrale al rischio che corrisponde al decimo percentile più basso della distribuzione fisica dei rendimenti (normalizzato a 0,1, che denota l'area corrispondente nella densità fisica)<sup>34</sup>. Un indice di avversione al rischio di eventi estremi superiore a uno indica che gli investitori temono il realizzarsi di eventi estremi negativi e sono quindi disposti a tutelarsi rispetto a tale fenomeno pagando più di quanto sarebbe giustificato dalla sua probabilità storica<sup>35</sup>. Per contro, un valore dell'indice tra zero e uno può essere considerato coerente con una situazione in cui la propensione al rischio è elevata.

<sup>32</sup> Cfr., ad esempio, Barone-Adesi, G., Engle, R.F. e Mancini, L., "A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation", *The Review of Financial Studies*, vol. 21, n 3, 2008, pagg. 1223-1258.

<sup>33</sup> I modelli GARCH tengono conto del raggruppamento di volatilità comunemente osservato nelle serie di rendimenti delle attività finanziarie, in particolare nei periodi di turbolenza. Ad ogni data viene simulato un certo numero di percorsi futuri dei rendimenti azionari utilizzando tale modello, fino alla scadenza dell'opzione più lunga scambiata quel giorno sul mercato. A partire da tali rendimenti, per una determinata scadenza, viene costruita la loro futura densità fisica attraverso la stima kernel. La densità fisica attesa dei rendimenti azionari viene stimata simulando il loro momento primo e secondo, utilizzando l'intera serie storica degli errori dei residui standardizzati ottenuti dividendo i tassi di variazione di un indice azionario per la loro deviazione standard condizionata basata sul modello GARCH. Poiché ciò potrebbe sovrastimare la varianza degli errori in presenza di misure di stimolo, un'alternativa sarebbe quella di attribuire un peso maggiore agli errori registrati nella fase iniziale del programma di acquisto di attività nel 2015 o di ridurre la varianza degli errori per riprodurre un calo dei rischi attesi.

<sup>34</sup> La procedura è la seguente: a) determinare il rendimento associato al decimo percentile più basso della distribuzione fisica, b) rintracciare tale rendimento nella distribuzione neutrale al rischio e calcolare l'area alla sua sinistra e c) dividere tale area per 0,1 (che rappresenta l'area a sinistra del decimo percentile nella distribuzione fisica).

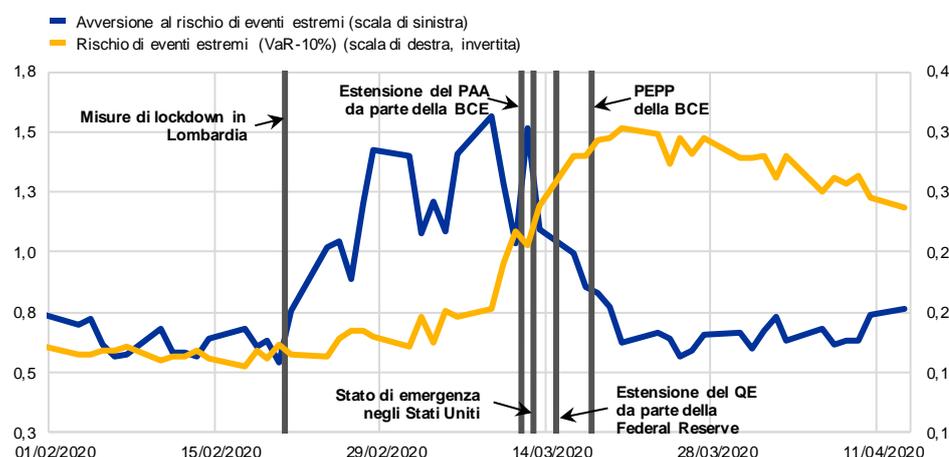
<sup>35</sup> Quando l'indicatore è inferiore a uno, gli investitori sono ancora disposti ad assicurarsi contro il verificarsi di eventi negativi estremi, ma a un prezzo inferiore rispetto a quello desunto dalla probabilità storica. Un indicatore pari a uno corrisponde a un investitore neutrale al rischio.

## Grafico C

Indicatore di avversione al rischio di eventi estremi dell'Euro Stoxx 50 e rischio di eventi estremi

Per le opzioni con un orizzonte da 10 a 20 giorni

(indice)



Fonti: elaborazioni degli autori e Refinitiv.

Note: "PAA" indica il programma di acquisto di attività (Asset Purchase Program) e la "proroga del PAA" fa riferimento alle misure annunciate dalla BCE il 12 marzo 2020; "PEPP" indica il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme) annunciato il 18 marzo 2020; "QE" indica l'allentamento quantitativo (quantitative easing) e "VaR" indica il valore a rischio (Value at Risk) (decimo percentile). Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2020.

**La stima dell'avversione al rischio di eventi estremi è aumentata sensibilmente dalla seconda metà di febbraio. A metà marzo, in coincidenza con l'introduzione di misure di politica monetaria su entrambe le sponde dell'Atlantico, essa ha subito un'inversione di rotta, tornando sui livelli di inizio febbraio.** Il grafico C mostra l'indicatore stimato del rischio di eventi estremi, insieme a una misura di tale rischio, definita come il decimo percentile (invertito) della distribuzione fisica dei rendimenti dell'Euro Stoxx 50. Inizialmente, quando il coronavirus era in gran parte circoscritto a talune regioni della Cina, i mercati sembravano essere piuttosto accomodanti, nel senso che non vi è stato praticamente alcun aumento dell'avversione al rischio di eventi estremi. All'insorgere della pandemia in Europa, tuttavia, la volontà degli investitori di assumersi il rischio è diminuita in modo sensibile, come dimostra l'aumento dell'indice di avversione al rischio di eventi estremi a partire dal 21 febbraio (data di avvio delle misure di lockdown in alcune zone della regione Lombardia, in Italia). Intorno alla metà di marzo, il prezzo del rischio di eventi estremi sulla coda sinistra ha iniziato nuovamente a diminuire, con l'annuncio di un'ampia serie di misure di politica monetaria e di bilancio su entrambe le sponde dell'Atlantico. Per contro, lo stesso rischio di eventi estremi è rimasto sostanzialmente stabile fino all'inizio di marzo, successivamente ha iniziato ad aumentare in modo significativo ed è rimasto elevato anche dopo l'introduzione delle misure di stimolo. Un'interpretazione di questi andamenti è che le misure messe in atto dalle banche centrali e dai governi sono state in grado di sostenere la propensione al rischio degli investitori, riducendo in tal modo l'aumento iniziale del prezzo del rischio e riportandolo al valore prevalente a metà febbraio. Tale riduzione del prezzo del rischio si è verificata nonostante

l'aumento dell'ammontare del rischio e ha pertanto contribuito in misura significativa a ridurre al minimo l'impatto dello shock sui mercati finanziari.

### 3 **Pandemia di COVID-19 e accesso al credito per le piccole e medie imprese: i risultati delle indagini**

a cura di Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando e Juan Angel García

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha inciso in misura significativa sull'attività economica mondiale.** Nel tentativo di rallentare la diffusione dei contagi da COVID-19, i governi di numerosi paesi hanno introdotto misure di distanziamento sociale, provvedimenti di chiusura (lockdown) e decretato la cancellazione delle manifestazioni pubbliche. Le frontiere sono state chiuse, perfino tra i paesi europei. L'incertezza relativa al futuro andamento della pandemia e l'interruzione delle catene di approvvigionamento, inoltre, potrebbero aver contribuito ad amplificare gli effetti dello shock combinato di domanda e offerta. L'attività di molte imprese è stata gravemente compromessa e ciò ha determinato un impatto negativo senza precedenti sulla crescita economica globale.

**L'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) documenta un deterioramento dell'attività delle piccole e medie imprese (PMI) nel periodo di rilevazione compreso tra ottobre 2019 e marzo 2020<sup>36</sup>.** L'indagine è stata condotta tra il 2 marzo e l'8 aprile, consentendo pertanto alle imprese di dar conto, in una certa misura, dell'impatto della crisi in corso. I risultati dell'indagine relativi ai quesiti rivolti al passato, tuttavia, potrebbero riflettere soltanto alcuni effetti parziali della crisi, poiché il periodo di rilevazione era pressoché terminato prima del suo aggravarsi.

**Se si considerano i dati storici, le PMI dell'area dell'euro hanno segnalato una contrazione del fatturato per la prima volta dall'inizio del 2014.** In termini di percentuali nette<sup>37</sup>, la variazione del fatturato riportata dalle imprese è stata pari al -2 per cento (in calo dal 20 per cento della precedente edizione) per l'insieme dell'area dell'euro (cfr. il grafico A). Il deterioramento è stato diffuso, nonostante alcune differenze tra paesi. La flessione più brusca si è registrata in Italia, seguita da Slovacchia, Grecia e Spagna, mentre in Germania e Francia una percentuale netta molto più esigua di PMI ha indicato un aumento del fatturato.

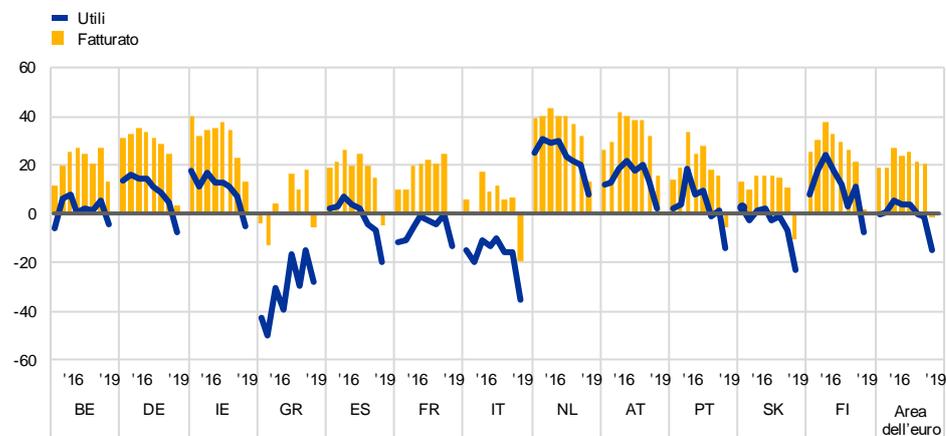
<sup>36</sup> La 22ª edizione dell'indagine SAFE è stata condotta tra il 2 marzo e l'8 aprile 2020 e ha riguardato il periodo che va da ottobre 2019 a marzo 2020. Il campione per l'area dell'euro contava complessivamente 11.236 imprese, di cui 10.287 (il 92 per cento) con meno di 250 dipendenti. Per una rassegna più esaustiva dei risultati più recenti, cfr. [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#), BCE, maggio 2020. Inoltre, l'articolo collegato *Accesso al credito per le piccole e medie imprese dopo la crisi finanziaria: i risultati delle indagini* in questo numero del Bollettino offre ulteriori evidenze relative ai risultati delle indagini degli ultimi dieci anni.

<sup>37</sup> Le espressioni "in termini netti" o "percentuali nette" si riferiscono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano l'aumento di un dato fattore e la percentuale di quelle che ne segnalano la diminuzione.

## Grafico A

### Variazione di fatturato e utili delle PMI nei paesi dell'area dell'euro

(nei sei mesi precedenti; percentuali nette di intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: la base per le elaborazioni è costituita da tutte le PMI. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine dalla 15ª (aprile-settembre 2016) alla 22ª (ottobre 2019-marzo 2020). La percentuale netta corrisponde alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano l'aumento di un dato fattore e la percentuale di quelle che ne segnalano la diminuzione.

### Anche la redditività delle PMI si è indebolita nei vari paesi e settori economici.

In un contesto di contrazione del fatturato, gli elevati costi del lavoro (segnalati dal 46 per cento delle imprese in termini netti) e degli altri fattori di produzione (45 per cento) hanno gravato sugli utili delle PMI in tutta l'area dell'euro (-15 per cento, rispetto al precedente -1 per cento), nonostante le condizioni di finanziamento accomodanti. Le PMI greche, spagnole, italiane e slovacche hanno registrato una riduzione degli utili particolarmente forte. A livello settoriale, l'industria sembra essere stata la più colpita dal deterioramento degli utili (-20 per cento, rispetto al precedente -7 per cento), soprattutto in Italia. Anche nel settore del commercio il 19 per cento netto delle PMI dell'area dell'euro ha registrato un calo degli utili; tale quota raggiunge il 37 per cento in Italia e il 30 in Spagna.

### L'indebolimento della posizione finanziaria e il peggioramento del contesto macroeconomico hanno suscitato timori tra le PMI sulla capacità di accesso ai finanziamenti.

Per la prima volta da settembre 2014 il deterioramento del fatturato e degli utili delle PMI nell'area dell'euro è stato considerato un ostacolo all'ottenimento di finanziamenti esterni (-18 per cento, rispetto al precedente 5 per cento), in particolare tra le PMI spagnole, italiane e portoghesi. Le PMI hanno altresì segnalato che l'andamento delle prospettive economiche generali ha avuto effetti negativi sull'accesso ai finanziamenti, con una percentuale netta che non si registrava da marzo 2013 (-30 per cento, rispetto al precedente -13 per cento). Il deterioramento è stato diffuso tra paesi, in particolare in Germania, Italia e Finlandia, e tra settori, con percentuali nette pari al -31 per cento nell'industria, al -21 nelle costruzioni, al -31 nei servizi e al -30 nel commercio. Rispetto alle imprese più grandi, inoltre, le PMI, e in particolare le microimprese, sono sembrate maggiormente preoccupate delle ripercussioni negative che le proprie prospettive di vendite e di utili avrebbero sull'accesso al credito.

**Le aspettative delle imprese relative all'accesso ai finanziamenti nel futuro prossimo hanno fornito maggiori indicazioni sulla gravità della crisi indotta dal COVID-19.** La dichiarazione di pandemia annunciata l'11 marzo dall'Organizzazione mondiale della sanità (OMS) e la successiva intensificazione delle misure di isolamento nell'area dell'euro hanno in gran parte coinciso con il periodo di raccolta dei dati dell'ultima edizione dell'indagine SAFE. Le risposte alle domande rivolte al passato, di conseguenza, potrebbero riflettere solo parzialmente l'interruzione dell'attività delle imprese. Tuttavia, la componente prospettica dell'indagine ha colto il peggioramento in atto delle condizioni economiche e quello previsto per i prossimi mesi.

**Analizzando le risposte in base alla data in cui le imprese hanno partecipato all'indagine, emerge che nell'area dell'euro le aspettative hanno iniziato a deteriorarsi rapidamente poco dopo la dichiarazione di pandemia da parte dell'OMS cui sono seguiti provvedimenti di chiusura e controlli alle frontiere in gran parte dell'Europa.** Le date di rilevazione delle imprese intervistate durante la raccolta dei dati sono state utilizzate per analizzare la variazione delle loro aspettative a partire dall'insorgere della pandemia<sup>38</sup>. Il giorno dell'annuncio dell'OMS, il 17 per cento delle imprese, in media, si attendeva un deterioramento della disponibilità di prestiti bancari e linee di credito e il 20 per cento prefigurava il medesimo scenario per i crediti commerciali (cfr. il grafico B). Quando il 18 marzo la BCE ha annunciato il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), tali percentuali erano già al 41 per cento per i prestiti bancari, al 43 per le linee di credito e al 46 per i crediti commerciali.

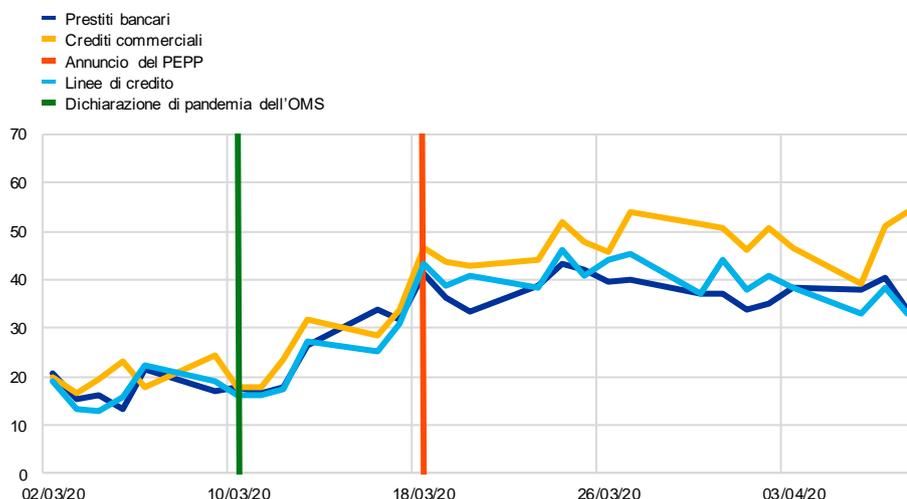
---

<sup>38</sup> Le percentuali riportate nel grafico sono condizionate alla nazionalità delle imprese per tenere conto del diverso livello di emergenza tra i vari paesi.

## Grafico B

Imprese che prevedono un deterioramento della disponibilità di finanziamenti esterni nei sei mesi successivi al periodo di raccolta dei dati

(percentuali stimate)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: le percentuali stimate si riferiscono agli effetti fissi temporali di una regressione logistica stimata con il metodo dei minimi quadrati ponderati che include effetti fissi di tempo e di paese. Le ultime tre osservazioni (6-8 aprile) si riferiscono a un sottoinsieme di paesi (Germania, Grecia, Spagna, Francia e Slovacchia), poiché nei restanti paesi le interviste si sono concluse entro il 3 aprile.

**Il deterioramento delle aspettative sull'accesso ai finanziamenti è sembrato stabilizzarsi dopo l'annuncio del PEPP, almeno in relazione ai prestiti bancari e alle linee di credito.** Sebbene non sia possibile isolare l'impatto diretto dell'annuncio del PEPP sulle aspettative delle imprese, sembra che il pessimismo relativo alla capacità di ottenere finanziamenti bancari si sia attenuato a partire dal giorno in cui il programma è stato presentato. Per contro, il deterioramento delle aspettative riguardo alla disponibilità di crediti commerciali si è protratto un po' più a lungo, riflettendo soprattutto le tensioni nelle relazioni di fornitura determinate dalla previsione di ritardi nel pagamento dei crediti a causa della crisi.

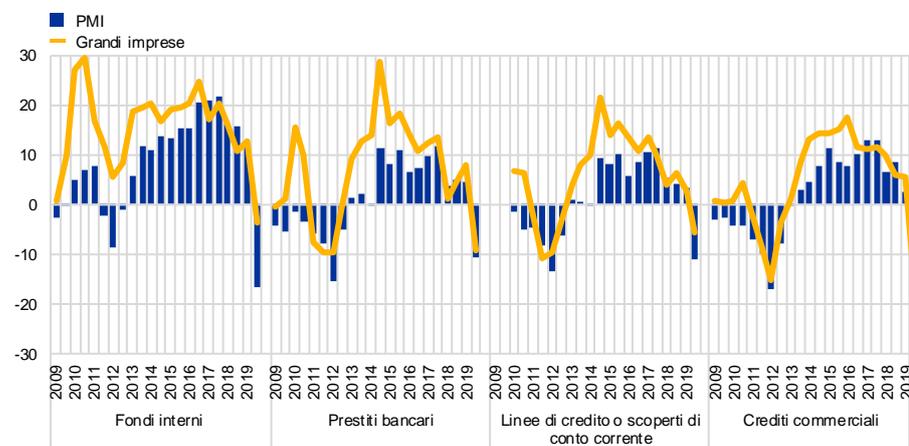
**Le aspettative delle imprese circa la disponibilità di finanziamenti nei sei mesi successivi hanno registrato un deterioramento molto forte rispetto alla tendenza positiva osservata dalla fine della crisi del debito sovrano (cfr. il grafico C).** Sebbene il peggioramento sia evidente sia per le fonti interne di finanziamento sia per quelle esterne, tra le due si ravvisano differenze<sup>39</sup>.

<sup>39</sup> Le imprese del settore dei servizi sembrano essere le più pessimiste, forse per effetto delle ripercussioni particolarmente negative che i provvedimenti di chiusura hanno avuto su di esse. Per quanto riguarda le dimensioni aziendali, secondo l'indagine le microimprese sono le più colpite, mentre le grandi imprese segnalano un minor grado di deterioramento.

## Grafico C

### Variazione della disponibilità attesa dei finanziamenti per le imprese dell'area dell'euro

(nei sei mesi successivi; percentuali nette di intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: la base per le elaborazioni è costituita dalle imprese che dichiarano rilevante l'utilizzo dei singoli strumenti di finanziamento. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine dalla 1ª (aprile-settembre 2009) alla 22ª (ottobre 2019-marzo 2020).

#### **Per quanto riguarda le fonti interne di finanziamento, le PMI hanno segnalato un consistente calo in termini netti della disponibilità attesa dei fondi (-17 per cento, rispetto al precedente 12 per cento).**

È probabile che ciò rifletta gli andamenti sfavorevoli previsti per l'attività economica: un fattore che influisce in modo determinante sulla redditività delle imprese. Il deterioramento è diffuso in tutti i paesi, con l'eccezione dei Paesi Bassi, e le percentuali più elevate si registrano in Portogallo (-26 per cento), Francia (-23 per cento) e Italia (-21 per cento). Il peggioramento della disponibilità di fondi interni è, nel complesso, più marcato rispetto al punto di minimo osservato durante la crisi del debito sovrano (aprile-settembre 2012), quando a segnalare un calo era stato il 9 per cento delle PMI.

#### **Anche la disponibilità attesa di fonti esterne di finanziamento ha registrato un deterioramento, sebbene più contenuto rispetto a quello relativo al finanziamento interno.**

Le PMI dell'area dell'euro hanno segnalato una flessione netta (-11 per cento) per i prodotti bancari, ossia prestiti, linee di credito e scoperti di conto corrente. Il peggioramento relativamente inferiore rispetto a quello rilevato per i fondi interni può riflettere gli effetti positivi delle misure accomodanti di politica monetaria e dei vari programmi governativi annunciati dall'inizio della pandemia. Quanto al credito commerciale, complessivamente le PMI prevedono una significativa riduzione della disponibilità (-20 per cento); ciò potrebbe dipendere dalle attese di interruzione della regolare operatività, che a sua volta inciderebbe sulle relazioni tra le imprese. Il calo più marcato nella disponibilità attesa dei finanziamenti esterni è stato segnalato dalle PMI in Spagna, Italia, Portogallo e Slovacchia. La riduzione della futura capacità di accesso ai prestiti bancari è stata finora più limitata rispetto al 2012, quando il 15 per cento netto delle PMI segnalava una flessione della disponibilità attesa. Per i crediti commerciali, tuttavia, il deterioramento è già lievemente più intenso rispetto alla precedente crisi del 2012, quando a prevederne

una riduzione della disponibilità era stato, in termini netti, il 17 per cento delle imprese.

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 29 gennaio al 5 maggio 2020

a cura di Svetla Daskalova e Marco Weißler

**Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria della BCE durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2020, ossia dal 29 gennaio al 5 maggio.** In risposta alla crisi causata dal coronavirus (COVID-19) e alla luce di un'accentuata volatilità dei mercati finanziari, l'Eurosistema ha deciso di adottare una serie di misure volte ad allentare le condizioni di finanziamento e ad aumentare la liquidità disponibile in tutti i settori e in tutti i paesi durante i due citati periodi di mantenimento.

**Nell'ambito delle misure di politica monetaria adottate in relazione al COVID-19 per l'immissione di liquidità, l'Eurosistema ha annunciato modifiche alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) in essere e ha introdotto una serie di operazioni d'asta supplementari nonché un'ampia gamma di misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie per le controparti dell'Eurosistema.** Il 12 marzo sono stati introdotti l'allentamento delle condizioni relative alle OMRLT-III e una nuova serie di operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT aggiuntive) allo scopo di fornire liquidità immediata alle banche e di preservare le condizioni del mercato monetario. L'obiettivo di tali misure era di fungere da meccanismo di sostegno durante le recenti turbolenze. Le ORLT aggiuntive sono condotte con frequenza settimanale e scadranno il 24 giugno 2020, arrivando in tal modo a coprire l'intero periodo fino al regolamento della quarta operazione OMRLT-III<sup>40</sup>.

**Dal lato dell'acquisto di attività, oltre alla dotazione temporanea di 120 miliardi di euro di acquisti netti nell'ambito del PAA concordata il 12 marzo, il 18 marzo la BCE ha annunciato un nuovo programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) da 750 miliardi di euro che si protrarrà almeno fino alla fine del 2020.** Gli acquisti aggiuntivi mirano a contrastare i rischi a cui è esposto il meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro in conseguenza della crisi causata dal COVID-19. Tali acquisti saranno effettuati in modo flessibile e potranno essere ampliati se la fase di crisi si prolungherà oltre la fine dell'anno<sup>41</sup>.

**Al fine di migliorare ulteriormente le condizioni di finanziamento nel mercato internazionale dei finanziamenti in dollari statunitensi, l'Eurosistema, in coordinamento con Federal Reserve, Bank of England, Banca del Giappone, Bank of Canada e Banca nazionale svizzera, ha accresciuto l'immissione di liquidità in dollari statunitensi attraverso le linee di swap esistenti.** Inoltre, la BCE ha istituito linee di swap per l'offerta di liquidità in euro con diverse banche

<sup>40</sup> Successivamente, il 30 aprile, sono state nuovamente ricalibrate le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e sono state introdotte nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) al fine di sostenere ulteriormente l'economia reale e mantenere condizioni ordinate del mercato monetario. Entrambe le misure incideranno sull'offerta di liquidità solo a partire dal terzo periodo di mantenimento del 2020.

<sup>41</sup> In effetti, il 4 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ampliare la dimensione del PEPP di 600 miliardi di euro e di estenderne l'orizzonte almeno fino alla fine di giugno 2021.

centrali dell'UE. L'effetto dell'azione coordinata, volta a rafforzare l'immissione di liquidità in dollari statunitensi, che è stata annunciata il 15 marzo, è stato di ridurre il prezzo della liquidità in dollari e introdurre un'operazione supplementare in dollari con una scadenza a 84 giorni. Inoltre, a partire dal 20 marzo, la frequenza delle operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi a sette giorni è stata aumentata da settimanale a quotidiana. Tali misure hanno contribuito ad allentare in modo significativo le condizioni di finanziamento sui mercati dei finanziamenti in dollari.

## Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie, si è collocato a 1.613,4 miliardi di euro nel periodo di riferimento (cfr. la sezione della tavola A "Altre informazioni basate sulla liquidità").** Si tratta di un importo superiore di 107,7 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente (ossia gli ultimi due periodi di mantenimento del 2019). I fattori autonomi netti sono saliti a 1.477,8 miliardi di euro, con un aumento di 106,3 miliardi, mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 1,4 miliardi, raggiungendo i 135,7 miliardi di euro.

**Le principali determinanti della liquidità nei primi due periodi di mantenimento del 2020 sono state l'aumento dei depositi delle amministrazioni pubbliche, la domanda di banconote, l'acquisto di attività e la nuova serie di ORLT aggiuntive.** L'assorbimento di liquidità determinato da fattori autonomi è aumentato in media di 106,3 miliardi di euro, principalmente a causa di un aumento eccezionale dei depositi delle amministrazioni pubbliche, pari a 101,7 miliardi di euro, dovuto alla gestione prudente della liquidità da parte dei governi, in considerazione del COVID-19. In questo contesto, una domanda più elevata di banconote ha contribuito a un ulteriore assorbimento di liquidità pari a 27,7 miliardi di euro, in quanto la diminuzione stagionale della disponibilità in banconote successiva alla fine dell'esercizio durante il primo periodo di mantenimento è stata compensata da un aumento nel secondo periodo. L'andamento dei fattori autonomi dal lato delle attività, tuttavia, con un aumento netto di 23,7 miliardi di euro, ha avuto un lieve effetto di compensazione. Le attività nette denominate in euro sono diminuite di 51,9 miliardi di euro, mentre le attività nette sull'estero sono aumentate di 75,6 miliardi, compensando in parte l'assorbimento di liquidità da parte dei depositi detenuti dalle amministrazioni pubbliche e delle banconote in circolazione. Le dinamiche dal lato delle attività durante il secondo periodo di mantenimento sono state in gran parte dovute alla maggiore richiesta di operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi, per un ammontare complessivo di 142 miliardi di euro alla fine del secondo periodo di mantenimento del 2020.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 29 gennaio al 17 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 18 marzo al 5 maggio		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>2.510,3</b>	<b>(+130,0)</b>	<b>2.421,8</b>	<b>(+46,9)</b>	<b>2.598,7</b>	<b>(+176,9)</b>	<b>2.380,2</b>	<b>(-0,4)</b>
Banconote in circolazione	1.299,5	(+27,7)	1.277,1	(-5,1)	1.321,9	(+44,7)	1.271,8	(+20,0)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	321,5	(+101,7)	268,6	(+56,7)	374,4	(+105,8)	219,8	(-62,7)
Altri fattori autonomi <sup>1</sup>	889,3	(+0,6)	876,1	(-4,8)	902,5	(+26,3)	888,7	(+42,3)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	<b>1.595,6</b>	<b>(+85,5)</b>	<b>1.506,7</b>	<b>(+17,5)</b>	<b>1.684,5</b>	<b>(+177,8)</b>	<b>1.510,1</b>	<b>(+284,9)</b>
Riserve obbligatorie minime	135,7	(+1,4)	135,7	(+1,2)	135,7	(+0,1)	134,3	(+1,7)
Depositi presso la banca centrale	258,2	(+1,8)	244,6	(-10,0)	271,8	(+27,2)	256,4	(-253,6)
Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

1) Calcolati come somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 29 gennaio al 17 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 18 marzo al 5 maggio		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>1.032,8</b>	<b>(+23,7)</b>	<b>1.025,1</b>	<b>(+29,7)</b>	<b>1.040,5</b>	<b>(+15,5)</b>	<b>1.009,1</b>	<b>(+55,1)</b>
Attività nette sull'estero	846,7	(+75,6)	767,1	(-1,4)	926,3	(+159,2)	771,1	(+33,2)
Attività nette denominate in euro	186,1	(-51,9)	257,9	(+31,1)	114,2	(-143,7)	238,0	(+21,9)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>3.467,2</b>	<b>(+195,0)</b>	<b>3.284,0</b>	<b>(+25,9)</b>	<b>3.650,5</b>	<b>(+366,5)</b>	<b>3.272,2</b>	<b>(-22,4)</b>
Operazioni di mercato aperto	3.467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3.650,5	(+366,5)	3.272,2	(-22,4)
Operazioni d'asta	741,8	(+97,7)	617,3	(-1,8)	866,3	(+249,0)	644,0	(-39,9)
ORP	1,0	(-1,3)	1,4	(-1,5)	0,6	(-0,8)	2,3	(-0,2)
ORLT a tre mesi	3,1	(-0,3)	4,0	(-0,3)	2,3	(-1,7)	3,4	(+0,5)
OMRLT-II	471,1	(-118,8)	510,8	(-0,0)	431,4	(-79,4)	589,8	(-87,3)
OMRLT-III	150,4	(+101,9)	101,1	(+0,0)	199,7	(+98,6)	48,5	(+47,2)
ORLT aggiuntive	116,2	(+116,2)	0,0	(+0,0)	232,4	(+232,4)	0,0	(+0,0)
Portafogli definitivi	2.725,4	(+97,3)	2.666,7	(+27,6)	2.784,2	(+117,6)	2.628,2	(+17,5)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	1,1	(-0,9)	1,3	(-0,4)	0,9	(-0,5)	2,0	(-0,8)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,9	(-0,0)	2,9	(+0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,3)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	273,0	(+9,2)	269,9	(+5,1)	276,1	(+6,3)	263,8	(+2,8)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	42,2	(-5,6)	43,9	(-4,0)	40,6	(-3,3)	47,9	(-4,9)
Programma di acquisto di attività cartolarizzate	29,9	(+1,7)	28,5	(-0,0)	31,2	(+2,7)	28,2	(+2,1)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.150,7	(+50,8)	2.126,5	(+18,9)	2.174,9	(+48,4)	2.099,9	(+12,3)
Programma di acquisto di attività del settore societario	199,0	(+15,6)	193,7	(+8,0)	204,4	(+10,7)	183,5	(+6,2)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	26,6	(+26,6)	0,0	(+0,0)	53,2	(+53,2)	0,0	(+0,0)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020			Periodo di riferimento precedente: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020
	Primo e secondo periodo di mantenimento	Primo periodo di mantenimento: dal 29 gennaio al 17 marzo	Secondo periodo di mantenimento: dal 18 marzo al 5 maggio	Settimo e ottavo periodo di mantenimento
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1</sup>	1.613,4 (+107,7)	1.532,6 (+18,3)	1.694,2 (+161,6)	1.505,7 (-53,7)
Fattori autonomi netti <sup>2</sup>	1.477,8 (+106,3)	1.397,0 (+17,2)	1.558,5 (+161,6)	1.371,4 (-55,4)
Liquidità in eccesso <sup>3</sup>	1.853,8 (+87,3)	1.751,3 (+7,5)	1.956,3 (+205,0)	1.766,5 (+31,3)

Fonte: BCE.

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

1) Calcolato come somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie minime.

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività. In questa tavola, anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

3) Calcolata come somma fra la disponibilità dei conti correnti in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale.

## Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020			Periodo di riferimento precedente: dal 30 ottobre 2019 al 28 gennaio 2020
	Primo e secondo periodo di mantenimento	Primo periodo di mantenimento: dal 29 gennaio al 17 marzo	Secondo periodo di mantenimento: dal 18 marzo al 5 maggio	Settimo e ottavo periodo di mantenimento
ORP	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (-0,05)
Eonia <sup>1</sup>	-0,451 (+0,00)	-0,454 (-0,00)	-0,449 (+0,01)	-0,454 (-0,05)
€STR	-0,536 (+0,00)	-0,539 (+0,00)	-0,533 (+0,01)	-0,539 (-0,04)

Fonte: BCE.

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

1) Calcolato come €STR (euro short-term rate) aumentato di 8,5 punti base a partire dal 1° ottobre 2019. Le differenze nelle variazioni riportate per l'Eonia (euro overnight index average) e l'€STR sono dovute ad arrotondamenti.

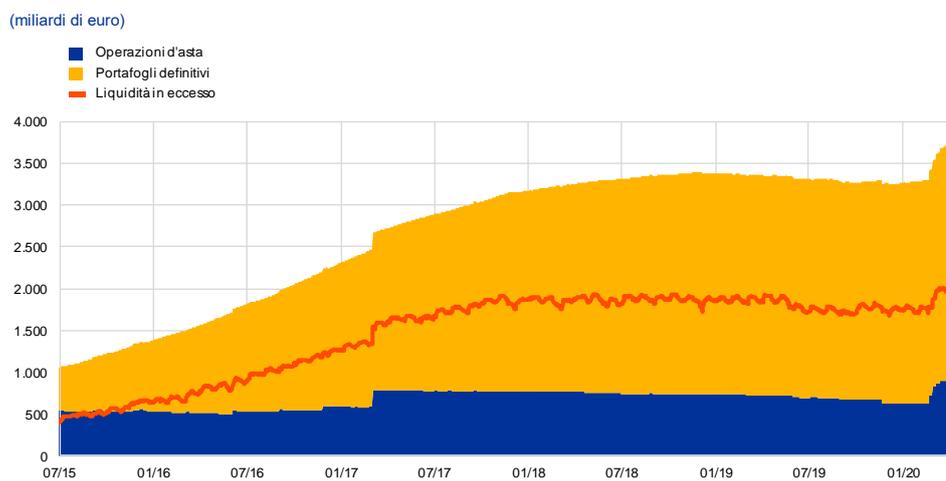
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio di liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto, incluse le operazioni d'asta e i portafogli di politica monetaria, è aumentato di 195 miliardi di euro, toccando i 3.467,2 miliardi (cfr. il grafico A).** La generale espansione della liquidità in eccesso segnalata nei primi due periodi di mantenimento del 2020 è stata determinata, per importi simili, dalle operazioni d'asta e dagli acquisti definitivi dell'Eurosistema. Le principali fonti di tale incremento sono state le ORLT aggiuntive e gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di

attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del nuovo PEPP.

### Grafico A

Andamento della liquidità offerta nell'ambito delle operazioni di mercato aperto e liquidità in eccesso



Fonte: BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 5 maggio 2020.

### L'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni d'asta è aumentato di 97,7 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente.

Pur rimanendo pressoché invariato nel primo periodo di mantenimento del 2020 (-1,8 miliardi di euro), esso è aumentato di 249,0 miliardi nel secondo periodo. Ciò è riconducibile in larga misura all'assorbimento di 232,4 miliardi di euro nelle ORLT di recente introduzione. Inoltre, i rimborsi nell'ambito delle OMRLT-II, pari a 93 miliardi di euro, e la raccolta delle OMRLT-III, pari a 115 miliardi di euro sono stati regolati il 25 marzo e hanno portato a un'immissione netta di liquidità pari, in media, a 19,2 miliardi di euro nel secondo periodo di mantenimento. La liquidità immessa tramite le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è diminuita di 1,3 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente. Ciò è dovuto principalmente agli elevati volumi di ORP durante il precedente periodo di mantenimento di fine anno ed è sostanzialmente in linea con i cambiamenti verificatisi lo scorso anno. L'ammontare in essere delle ORLT a tre mesi ha registrato una lieve diminuzione, pari a 0,3 miliardi di euro.

### Al tempo stesso, i portafogli definitivi sono aumentati di 97,3 miliardi di euro, passando da 2.628,2 a 2.725,4 miliardi di euro, per effetto della ripresa degli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA, in seguito alla decisione di stabilire una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi di euro fino alla fine del 2020 e all'avvio degli acquisti di attività nel quadro del nuovo PEPP.

L'ammontare medio delle riserve detenute nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) è aumentato di 50,8 miliardi, raggiungendo i 2.150,7 miliardi di euro, e l'ammontare medio delle riserve detenute nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) è cresciuto di 15,6 miliardi, per

attestarsi a 199,0 miliardi di euro, in linea con gli importi di acquisto annunciati. Il 26 marzo l'Eurosistema ha inoltre avviato gli acquisti di attività nell'ambito del nuovo PEPP. Alla fine del secondo periodo di mantenimento, l'offerta di liquidità nel quadro del PEPP ammontava in media a 53,2 miliardi di euro nel periodo di mantenimento, pari a quasi 18 miliardi di acquisti settimanali.

## Eccesso di liquidità

**La liquidità media in eccesso è aumentata di 87,3 miliardi di euro, passando da 1.766,5 a 1.853,8 miliardi di euro (cfr. il grafico A).** Ciò è dovuto all'aumento dell'offerta di liquidità mediante le operazioni di politica monetaria, compresi i portafogli definitivi (195,0 miliardi di euro), solo in parte compensato dall'assorbimento di liquidità dei fattori autonomi (106,3 miliardi) nell'area dell'euro.

**Inoltre, sebbene si sia registrato un aumento della liquidità in eccesso detenuta nei depositi presso l'Eurosistema, la sua quota relativa è ulteriormente diminuita per effetto del sistema a due livelli per la remunerazione della liquidità in eccesso.** Dal momento che solo i saldi detenuti nei conti correnti degli istituti di credito fino alla rispettiva quota massima sono esenti dalla remunerazione negativa al tasso applicato alle operazioni di deposito presso la banca centrale, tali istituti continuano a detenere i fondi nei propri conti correnti, che sono aumentati di 85,5 miliardi di euro, diversamente dai depositi presso la banca centrale, che sono aumentati solo marginalmente, di 1,8 miliardi di euro.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Durante i primi due periodi di mantenimento, l'€STR è rimasto sostanzialmente stabile.** I tassi sui depositi presso la BCE, sulle operazioni di rifinanziamento principali e su quelle di rifinanziamento marginale sono stati lasciati invariati dal Consiglio direttivo durante tale periodo. Di conseguenza, l'€STR è rimasto stabile attestandosi al livello di -53,6 punti base (+0,3 punti base rispetto al precedente periodo di riferimento). L'Eonia, che da ottobre 2019 è calcolato come l'€STR più un differenziale fisso, si è mosso in parallelo con l'€STR.

## 5 Andamento regionale del mercato del lavoro durante la grande crisi finanziaria e la successiva ripresa

a cura di Vasco Botelho, Claudia Foroni e Lara Vivian

**Il presente riquadro esamina l'andamento regionale del fattore lavoro nell'area dell'euro dal 2007, anno che ha segnato il picco dell'attività economica prima della crisi finanziaria mondiale, fino al 2018.** Nel testo vengono utilizzati gli indicatori regionali del mercato del lavoro elaborati dalla banca dati regionale annuale della Commissione europea (Annual Regional Database of the European Commission, ARDECO)<sup>42</sup>. Ai fini del confronto, si dividono le regioni in quattro gruppi distinti (o quartili) in funzione della distribuzione del PIL pro capite nel 2007 in ciascun paese (cfr. la figura A). Tali gruppi sono definiti nel corso del tempo.

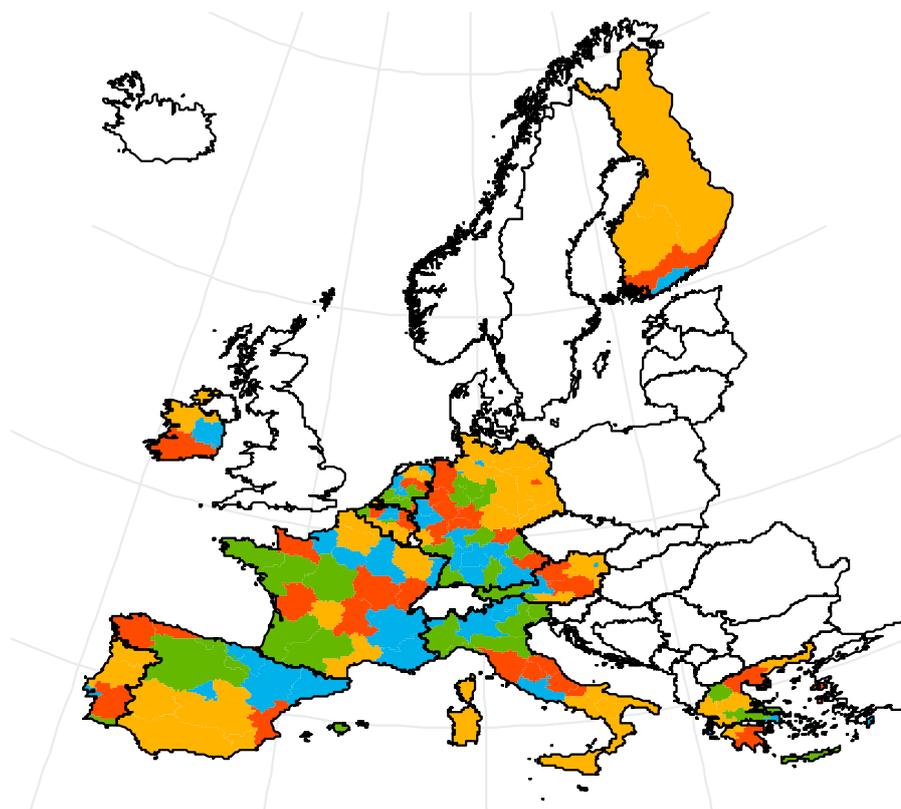
---

<sup>42</sup> La banca dati **ARDECO** è stata creata dalla Direzione Generale per la Politica regionale e urbana della Commissione europea ed è attualmente mantenuta e aggiornata dal Centro comune di ricerca. Nel presente riquadro vengono utilizzati dati aggiornati al 7 aprile 2020 concentrando l'attenzione sulle regioni non ultraperiferiche quali definite dal livello 2 della nomenclatura delle unità territoriali per la statistica del 2016 (European Nomenclature of Territorial Units for Statistics, NUTS2). I paesi presi in considerazione nell'analisi sono: Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Le cifre riportate relative all'area dell'euro nel suo complesso si riferiscono all'insieme delle regioni esistenti in questi 11 paesi (area dell'euro a 11), che corrispondono all'estensione dell'area stessa nel 2007, ad eccezione del Lussemburgo e della Slovenia.

**Figura A**

Area dell'euro: distribuzione regionale del PIL pro capite nel 2007

- Quartile inferiore
- Dal 25% al 50%
- Dal 50% al 75%
- Quartile superiore



Fonti: ARDECO ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le regioni sono raggruppate in base alla distribuzione del PIL pro capite nel 2007 in ciascun paese.

**Nel 2018 il totale delle ore lavorate era tornato ai livelli precedenti la crisi solo nelle regioni in cui si collocava nel quartile superiore della distribuzione del PIL pro capite, mentre nelle restanti regioni esso si attestava ancora al di sotto dei livelli registrati nel 2007<sup>43</sup>. L'andamento delle ore lavorate totali è stato asimmetrico nel periodo compreso tra il 2007 e il 2018, con l'occupazione nelle regioni corrispondenti al quartile inferiore che ha registrato perdite di entità maggiore durante la recessione rispetto agli incrementi rilevati nella successiva ripresa (cfr. il grafico A)<sup>44</sup>. Tra il 2007 e il 2018 il totale delle ore lavorate è diminuito del 5,6 per cento nelle regioni del quartile inferiore, mentre è aumentato del 3,2 per cento nelle regioni del quartile superiore. Nei due quartili centrali, il totale delle ore**

<sup>43</sup> I risultati dell'analisi descritta nel presente riquadro non sono determinati dall'abbinamento delle regioni ai diversi quartili della distribuzione pro capite del PIL all'interno del paese di riferimento nel 2007, in quanto tali risultati restano validi sia se le regioni sono raggruppate in base alla distribuzione pro capite del PIL dell'area dell'euro nel 2007, sia se viene rimosso dall'analisi un singolo paese.

<sup>44</sup> Durante la fase di contrazione (2007-2013), il tasso di crescita medio sui dodici mesi delle ore lavorate totali ha raggiunto il -0,5 per cento nelle regioni del quartile superiore, il -0,8 per cento nelle regioni che si collocavano nel gruppo al di sopra della mediana, il -1,1 per cento nelle regioni che si collocavano al di sotto della mediana e il -1,8 per cento nelle regioni appartenenti al quartile inferiore. Per l'insieme dell'area dell'euro, il calo medio sui dodici mesi delle ore totali lavorate tra il 2007 e il 2013 è stato pari al -0,97 per cento. Il ritmo di crescita delle ore lavorate totali durante la ripresa è stato più rapido nelle regioni del quartile superiore (1,2 per cento) rispetto alle restanti regioni (circa 1 per cento l'anno).

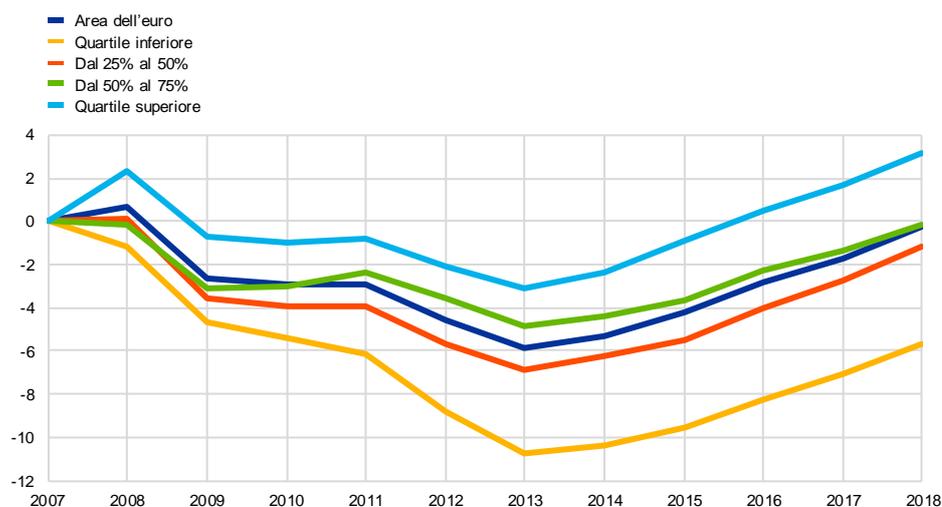
lavorate mostra un andamento simile a quello dell'aggregato dell'area dell'euro ed entro il 2018 era tornato a livelli prossimi a quelli osservati nel 2007.

Di conseguenza, la quota delle ore lavorate totali nelle regioni del quartile superiore è cresciuta di 1,4 punti percentuali (dal 38,7 per cento nel 2007 al 40,1 per cento nel 2018), mentre la quota delle regioni del quartile inferiore è diminuita di 1,2 punti percentuali (dal 23,2 per cento nel 2007 al 22 per cento nel 2018).

### Grafico A

#### Andamento regionale delle ore totali lavorate tra il 2007 e il 2018

(asse delle ordinate: tasso di crescita logaritmico rispetto ai livelli osservati nel 2007)



Fonti: ARDECO ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le regioni sono raggruppate in base alla distribuzione pro capite del PIL nel 2007 in ciascun paese. Le cifre relative all'area dell'euro sono aggregate utilizzando i dati degli 11 paesi elencati alla nota 1.

**Il calo più contenuto delle ore totali lavorate nelle regioni più ricche durante il rallentamento dell'economia, nonché gli andamenti relativamente omogenei tra le varie regioni durante la ripresa, possono essere attribuiti alle variazioni del tasso di occupazione, alla diminuzione della media delle ore lavorate durante la fase recessiva e alle differenze regionali nella crescita demografica in entrambi i periodi, coerenti con lo spostamento della manodopera dalle regioni più povere a quelle più ricche.** Il grafico B mostra il contributo dei vari fattori alla dinamica delle ore totali lavorate nei quattro gruppi di regioni<sup>45</sup>. Dal punto di vista quantitativo il tasso di occupazione è la determinante di maggiore importanza ai fini delle variazioni nelle ore lavorate complessive e, in tutti i gruppi di regioni, rappresenta oltre il 50 per cento sia del calo delle ore totali lavorate nella fase recessiva, sia del loro aumento durante il periodo della ripresa. Il contributo di entità maggiore è stato fornito in quest'ultimo lasso di tempo nelle regioni del quartile inferiore. Anche il calo della media delle ore lavorate ha costituito una determinante di rilievo della diminuzione delle ore totali lavorate durante la fase recessiva in tutte le regioni, mentre la sua stabilizzazione a livello di regione dopo il 2013 ne ha limitato l'impatto nel periodo della ripresa. Il tasso di occupazione e la media delle

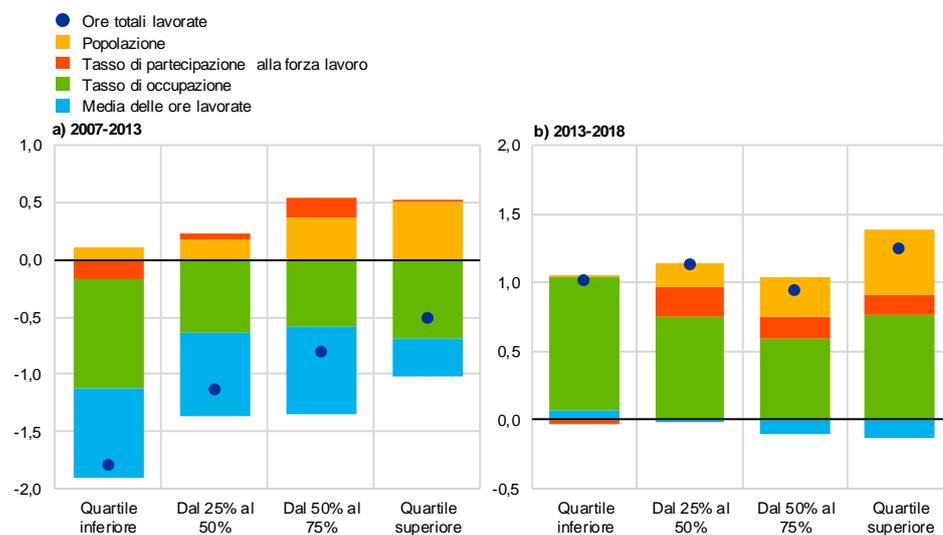
<sup>45</sup> Le variazioni di lungo periodo del totale delle ore lavorate durante un periodo specifico possono essere ridefinite come la somma del tasso di crescita della popolazione nel periodo in questione, delle variazioni nel tasso di partecipazione alla forza lavoro, delle variazioni nel tasso di occupazione e del tasso di crescita della media delle ore lavorate per occupato.

ore lavorate hanno mostrato un andamento qualitativamente simile in tutti i gruppi di regioni. La partecipazione alla forza lavoro e la crescita demografica hanno contribuito in misura maggiore alla crescita del totale delle ore lavorate nelle regioni più ricche rispetto alle regioni più povere. L'incremento della crescita demografica è stato parallelo a quello della distribuzione del PIL pro capite, con tassi medi di crescita media annualizzata compresi tra lo 0,1 per cento nelle regioni del quartile inferiore e lo 0,5 per cento delle regioni del quartile superiore, mentre le differenze nella crescita della popolazione tra le regioni si sono acuite durante la fase della ripresa. Infine, le variazioni del tasso di partecipazione alla forza lavoro hanno rispecchiato quelle della crescita demografica, sebbene il loro contributo sia stato quantitativamente inferiore in entrambi i periodi. Tali andamenti sono coerenti con l'esistenza di flussi migratori dalle regioni più povere verso quelle più ricche e con l'incremento demografico e della partecipazione alla forza lavoro nelle regioni più ricche a scapito di quelle più povere. D'altro canto, i flussi migratori contribuiscono a un'iniziale ripresa del tasso di occupazione e della media delle ore lavorate nelle regioni più povere, mentre il loro impatto sull'occupazione e sulle ore lavorate nelle regioni più ricche può essere attenuato o rafforzato da fattori legati al lato della domanda.

### Grafico B

#### Determinanti delle variazioni di lungo periodo delle ore lavorate totali a livello regionale

(asse delle ordinate: contributo al tasso di crescita delle ore totali lavorate, in percentuale; asse delle ascisse: gruppi di regioni)



Fonti: ARDECO ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le regioni sono raggruppate in base alla distribuzione pro capite del PIL nel 2007 in ciascun paese. Le cifre relative all'area dell'euro sono aggregate utilizzando i dati degli 11 paesi elencati alla nota 1.

**Il crescente divario nel reddito da lavoro dipendente tra le regioni è dovuto principalmente alla dispersione regionale delle variazioni di lungo periodo delle ore totali lavorate, mentre i tassi di crescita del reddito per ora lavorata sono ampiamente comparabili tra le varie regioni (cfr. la tavola A).** La quota del reddito da lavoro dipendente nelle regioni appartenenti al quartile superiore è aumentata di 0,7 punti percentuali tra il 2007 e il 2018, passando dal 45,2 per cento nel 2007 al 45,9 per cento nel 2018. Nelle regioni del quartile inferiore tale quota è

diminuita di circa 0,9 punti percentuali nello stesso periodo, passando dal 18,1 per cento nel 2007 al 17,2 per cento nel 2018. Tuttavia, il crescente divario nel reddito da lavoro dipendente tra le varie regioni è in gran parte riconducibile all'andamento regionale del fattore lavoro. Il tasso di crescita del reddito per ora lavorata è di fatto comparabile tra le diverse regioni e, durante la fase di contrazione, è stato addirittura inferiore nelle regioni del quartile più ricco rispetto alle restanti regioni. Tale andamento può essere spiegato dal fatto che l'offerta di lavoro è aumentata nelle regioni ricche a causa dei flussi migratori provenienti sia dalle regioni più povere a quelle più prospere, sia dall'esterno dell'area dell'euro. L'omogeneità del tasso di incremento del reddito per ora lavorata nelle varie regioni può essere legata al forte aumento dell'offerta di lavoro nelle regioni più ricche e all'attenuazione del calo della media delle ore lavorate nelle restanti regioni durante la fase di contrazione economica. L'andamento del reddito per ora lavorata può essere anche legato al paese e alla composizione industriale dei raggruppamenti di regioni e, di conseguenza, all'impatto delle politiche per il mercato del lavoro adottate durante la grande crisi finanziaria e la successiva ripresa, come i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e gli accordi di contrattazione salariale<sup>46</sup>.

## Tavola A

Crescita delle ore totali lavorate e del reddito da lavoro dipendente nell'area dell'euro

	2007-2013 (tasso di crescita logaritmico annuale, in percentuale)			2013-2018 (tasso di crescita logaritmico annuale, in percentuale)		
	Reddito da lavoro dipendente (totale)	Ore totali lavorate	Reddito per ora lavorata (media)	Reddito da lavoro dipendente (totale)	Ore totali lavorate	Reddito per ora lavorata (media)
<b>Totale</b>	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
<b>Quartile superiore</b>	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
<b>Quartile superiore alla mediana</b>	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
<b>Quartile inferiore alla mediana</b>	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
<b>Quartile inferiore</b>	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Fonti: ARDECO ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le regioni sono raggruppate in base alla distribuzione pro capite del PIL nel 2007 in ciascun paese. Le cifre relative all'area dell'euro sono aggregate utilizzando i dati degli 11 paesi elencati alla nota 1.

**Nel complesso, l'evoluzione del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro tra il 2007 e il 2018 è stata molto eterogenea tra le varie regioni, poiché quelle più ricche sono state maggiormente preservate dagli effetti della fase recessiva, mentre quelle più povere non hanno recuperato pienamente terreno durante il periodo della ripresa.** Tali differenze nell'andamento tra le varie regioni possono essere attribuite alle variazioni del tasso di occupazione, al calo della media delle

<sup>46</sup> I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro possono aver influito sull'incremento del reddito per ora lavorata, consentendo una maggiore flessibilità nella riduzione della media delle ore lavorate dai dipendenti durante la fase di contrazione dell'economia e tutelando nel contempo la retribuzione dei lavoratori in tale periodo. Anche gli accordi nazionali di contrattazione salariale possono in parte aver contribuito all'incremento della crescita della retribuzione oraria osservato nei due quartili inferiori rispetto alle regioni dei due quartili superiori.

ore lavorate durante la fase recessiva e alla stabilità delle differenze regionali nella crescita demografica sia durante la recessione, sia nel periodo della ripresa. È probabile che i flussi migratori dalle regioni più povere verso quelle più ricche all'interno dell'area dell'euro costituiscano uno dei fattori trainanti alla base di tali tendenze e possano, a loro volta, aver contribuito all'aumento delle differenze regionali nel reddito da lavoro dipendente tra il 2007 e il 2018. Oltre alla generale eterogeneità negli andamenti del mercato del lavoro tra i vari paesi, in tale arco di tempo, il divario tra le regioni più ricche e quelle più povere in termini di crescita cumulata delle ore totali lavorate, di occupazione e di reddito da lavoro dipendente si è ampliato in diversi paesi dell'area dell'euro. Il diverso impatto sulle ore lavorate totali, sull'occupazione e sul reddito potrebbe anche essere riconducibile alle differenze osservate nella composizione per settori dei diversi gruppi di regioni, con i settori in cui si registra il più forte calo dell'occupazione e delle retribuzioni cumulate che tendono a essere collocati in regioni con un tasso di PIL pro capite inferiore, mentre i settori più prosperi sono situati prevalentemente nelle regioni più ricche.

## 6 Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile

a cura di António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni e Gerrit Koester

### **Il lavoro a orario ridotto e i licenziamenti temporanei sono strumenti fondamentali per attenuare l'impatto economico della pandemia di coronavirus (COVID-19).**

Vari paesi dell'area dell'euro hanno applicato o rivisto dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo o per licenziamenti temporanei<sup>47</sup>, al fine di limitare la perdita di reddito da parte delle famiglie e i costi salariali a carico delle imprese<sup>48</sup>. Tali regimi sostengono anche la ripresa economica: preservano i rapporti di lavoro in modo tale che i lavoratori saranno disponibili e le imprese pronte a riprendere l'attività una volta che le misure di lockdown saranno revocate. Vi sono prove sostanziali del fatto che tali regimi di sostegno mitigano notevolmente i cali dell'occupazione nell'area dell'euro, rispetto a paesi in cui essi sono poco frequenti (ad esempio gli Stati Uniti) o inesistenti<sup>49</sup>. Tali strumenti sono concepiti in modo da colmare le carenze temporanee di attività e di domanda e devono essere bilanciati con l'esigenza di una ristrutturazione economica e di una riallocazione dell'occupazione, sia nell'ambito degli stessi settori, sia tra settori diversi.

### **Il presente riquadro stima le percentuali di utilizzo e calcola i tassi di sostituzione delle retribuzioni per i programmi adottati nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro.**

Le economie considerate rappresentano più dell'80 per cento dei redditi da lavoro dipendente dell'intera area. Combinando i tassi di sostituzione retributiva con il numero di partecipanti è possibile calcolare l'impatto della riduzione dell'orario di lavoro sul reddito disponibile delle famiglie durante la pandemia. La comprensione degli effetti dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e per licenziamenti temporanei, adottati e pianificati, è importante per lo sviluppo delle proiezioni macroeconomiche. Occorre pertanto monitorarne l'impatto man mano che saranno disponibili maggiori informazioni sulle effettive adozioni di tali accordi.

### **Gli effetti dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo sulle perdite di reddito variano a seconda della percentuale di riduzione delle ore.**

Come mostrato nel grafico A, si prevede che un dipendente medio interessato da un regime di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo, ad esempio in

<sup>47</sup> Le modifiche apportate ai regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo già in essere si sono generalmente incentrate sul trattamento più rapido delle domande, sull'ampliamento della platea di idonei, sul versamento dei contributi previdenziali, sull'estensione ai lavoratori tramite agenzia interinale o sulla modifica della durata di validità del regime adottato.

<sup>48</sup> A seguito della diffusione della pandemia di coronavirus in Europa, la Commissione europea ha inoltre presentato una proposta di regolamento del Consiglio che istituisce uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency, SURE).

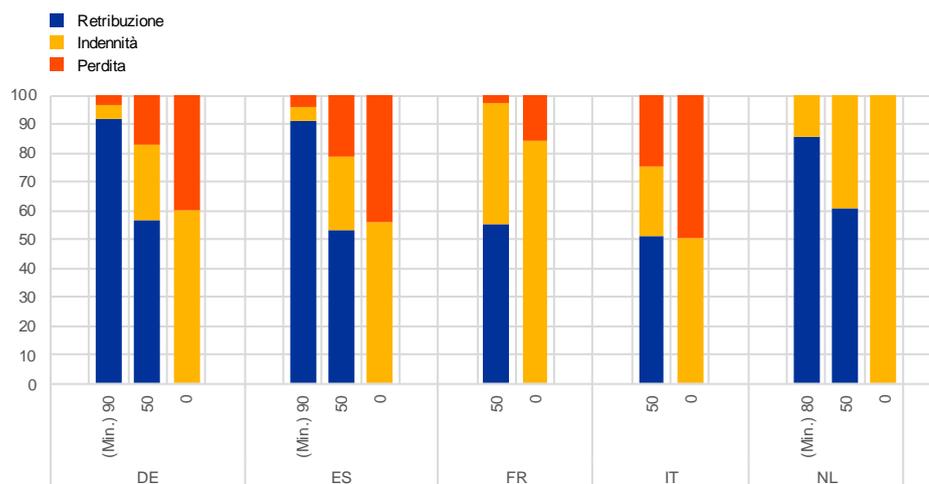
<sup>49</sup> Per un approfondimento sulla riduzione dell'orario di lavoro durante la crisi attuale, cfr., per esempio, Giupponi, G. e Landais, C. "Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis", *VOX-EU*, 1° aprile 2020; o Adams-Prassl, A., Boneva T., Golin M., e Rauh, C. "Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys", *IZA Discussion Paper Series*, n. 13183, 2020.

Germania<sup>50</sup>, Italia o Spagna, sia soggetto a una perdita della retribuzione reale netta del 25 per cento circa in caso di una riduzione oraria del 50 per cento e del 50 per cento in caso di sospensione totale della prestazione oraria (in assenza di altre norme specifiche di un settore o di un'azienda). La durata massima dei programmi varia considerevolmente da un paese all'altro.

### Grafico A

#### Tassi di sostituzione delle retribuzioni per lavoratori con salari medi

(percentuale dei salari e degli stipendi netti per dipendente per quota di ore lavorate rispetto al normale tempo pieno)



Fonti: stime formulate dagli esperti della BCE sulla base di regolamenti nazionali e contributi dalle banche centrali nazionali.  
 Note: i calcoli indicano la retribuzione netta dei singoli nuclei familiari senza figli nei primi mesi di erogazione dell'indennità. "Min." mostra la riduzione minima dell'orario di lavoro richiesta per ricevere l'indennità.

#### A seconda dell'impostazione dei regimi nazionali, i loro effetti sulle misure di compensazione per dipendente e sulle indennità orarie possono variare notevolmente da un paese all'altro dell'area dell'euro.

Mentre in Germania e in Spagna le indennità sono versate direttamente ai dipendenti, nei Paesi Bassi, in Francia e in Italia i datori di lavoro ricevono una sovvenzione per finanziare i loro pagamenti ai dipendenti. In base al paese tali regimi emergono in modo diverso nelle statistiche, a seconda della classificazione stabilita da Eurostat. Se le indennità sono pagate direttamente ai dipendenti e registrate come trasferimenti sociali, mentre salari e stipendi sono diminuiti in funzione del numero di ore lavorate, tali regimi potrebbero mostrare un forte calo del reddito per occupato. Per contro, nei paesi in cui gli accordi prevedono che la sovvenzione venga erogata ai datori di lavoro, che continuano a pagare integralmente i salari per un numero ridotto di ore lavorate, i regimi possono comportare una retribuzione oraria più elevata.

#### In tutti i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro le riduzioni dell'orario di lavoro o i licenziamenti temporanei riguardano probabilmente una quota significativa di lavoratori dipendenti.

Stime preliminari (cfr. il grafico B) basate su diverse fonti suggeriscono che tali regimi potrebbero interessare circa 10 milioni di lavoratori dipendenti in Germania (il 24 per cento del totale dei dipendenti) e circa

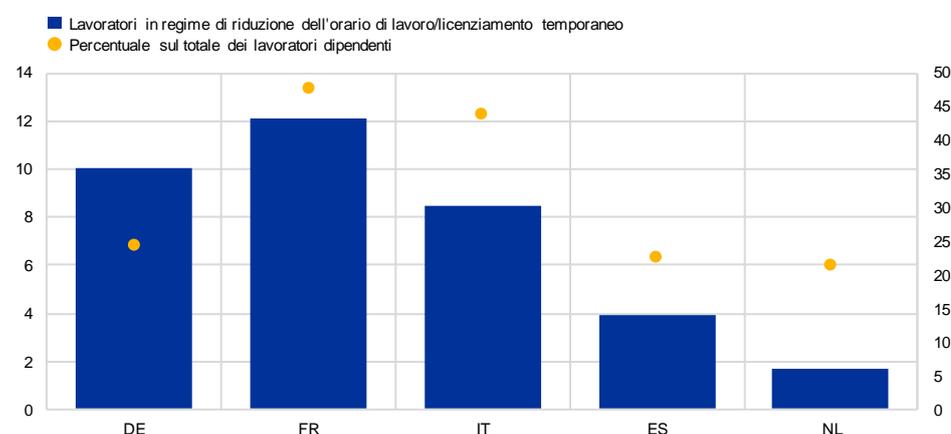
<sup>50</sup> In Germania è previsto un regolamento specifico per il 2020: a partire dal quarto mese di lavoro con orario ridotto, la percentuale di reddito perso compensato in applicazione del regime sale al 70 per cento per gli aventi diritto senza figli che hanno subito una riduzione delle ore lavorate pari almeno al 50 per cento.

12 milioni in Francia (47 per cento del totale). Le stime corrispondenti sono di 8,5 milioni in Italia (44 per cento dei dipendenti totali), 3,9 milioni in Spagna (23 per cento) e 1,7 milioni nei Paesi Bassi (21 per cento). Si raccomanda cautela nel considerare le cifre riportate, in quanto i dati ufficiali per alcuni di questi paesi non sono ancora stati comunicati, ed esse sono impiegate in questa sede a fini illustrativi per misurare gli effetti sul reddito delle misure adottate. Inoltre, è probabile che le cifre costituiscano un limite superiore, perché riflettono le percentuali di utilizzo nel periodo in cui erano in atto le misure di lockdown. Il presente riquadro non prende in esame ulteriori misure adottate dai governi a sostegno dei lavoratori autonomi.

### Grafico B

#### Stime del numero di dipendenti in regime di riduzione dell'orario di lavoro/licenziamento temporaneo

(scala di sinistra: milioni di impiegati; scala di destra: valori percentuali riferiti agli impiegati)



Fonti: stime effettuate dagli esperti della BCE sulla base delle informazioni fornite da IAB (per la Germania), Dares (per la Francia), INPS (per l'Italia), Factiva (per la Spagna) e UWV (per i Paesi Bassi).  
Nota: sulla base dei dati raccolti fino a metà maggio 2020.

**L'impatto preciso della riduzione dell'orario di lavoro sul reddito disponibile delle famiglie non è ancora certo.** Non solo il numero dei beneficiari è cambiato rapidamente, ma anche la riduzione precisa del numero di ore lavorate per beneficiario resta ignota. Per valutare la portata degli effetti dei regimi di sostegno alla riduzione del orario lavorativo sul reddito disponibile delle famiglie, il grafico C mostra due istogrammi relativi l'uno a un periodo ad alto impatto (applicabile *durante* il lockdown) e l'altro a un periodo a basso impatto (con misure di contenimento relativamente meno severe, applicabile *dopo* il lockdown). Essi si basano sui calcoli riferiti ai cinque maggiori paesi dell'area dell'euro. Nel complesso, le caratteristiche di questi due periodi sono in linea con lo scenario *medio* per l'attività dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020, considerando che le misure più rigide di lockdown hanno smesso di essere valide nel corso di maggio 2020<sup>51</sup>.

**Le indennità relative alla riduzione dell'orario di lavoro stanno attenuando in modo significativo l'impatto del COVID-19 sul reddito disponibile delle famiglie.** Senza di esse la riduzione del reddito da lavoro delle famiglie in seguito al

<sup>51</sup> Cfr. lo scenario medio descritto nel riquadro *Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro* nel numero 3/2020 di questo Bollettino.

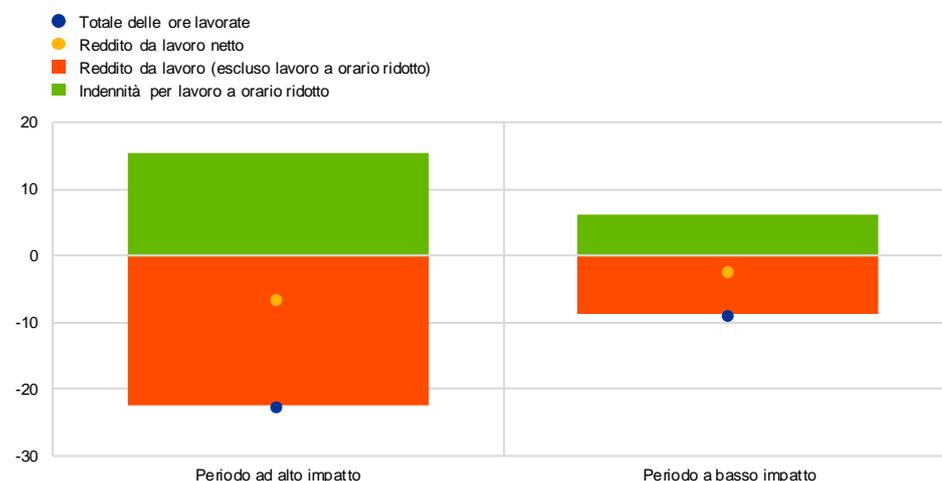
minor numero di ore lavorate nell'area dell'euro sarebbe potuta ammontare al -22 per cento durante il lockdown (cfr., il grafico C, periodo ad alto impatto)<sup>52</sup>. Grazie ad esse, comunque, il calo del reddito netto da lavoro dovrebbe essere pari solo al -7 per cento, sebbene sia necessario riconoscere l'esistenza di significative differenze in base ai soggetti e ai vari paesi. I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo potrebbero fornire una riserva pari a circa il 10 per cento del reddito disponibile delle famiglie (escludendo cioè il reddito misto e i redditi da capitale) perché il reddito da lavoro ne rappresenta circa i due terzi. Dopo la fine del lockdown il periodo a basso impatto mostra che la perdita di reddito netto da lavoro potrebbe ridursi al -3 per cento, contemporaneamente alla rapida diminuzione delle indennità per lavoro a orario ridotto.

**Poiché i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo contribuiscono a preservare posti di lavoro durante la crisi, essi attenuano anche l'aumento di incertezza legata al reddito.** Tali regimi non si limitano ad aiutare le famiglie a conservare il loro reddito, ma aiutano anche le imprese a mantenere il flusso di cassa. Di conseguenza, meno posti di lavoro dovrebbero essere a rischio fino all'inizio della ripresa economica. La riduzione dell'incertezza legata al reddito delle famiglie è un altro canale attraverso il quale le politiche pubbliche possono contribuire ad attenuare gli effetti negativi della pandemia di coronavirus sulla spesa delle famiglie.

### Grafico C

#### Lavoro a orario ridotto e redditi da lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali, contributi in punti percentuali)



Fonti: stime formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro (cinque maggiori paesi) sulla base di informazioni preliminari sul numero di lavoratori a orario ridotto fornite da IAB (per la Germania), Dares (per la Francia), INPS (per l'Italia), Factiva (per la Spagna) e UWV (per i Paesi Bassi).

Note: per il periodo ad alto impatto si utilizza il numero di dipendenti a orario di lavoro ridotto stimato nel grafico B e si ipotizza una riduzione media del 75 per cento delle ore di lavoro per beneficiario. Per il periodo a basso impatto si presuppone solo la metà del numero di dipendenti considerati nello scenario ad alto impatto e si ipotizza una minore riduzione delle ore lavorate per beneficiario, in media del 60 per cento.

<sup>52</sup> Si presume che le ore di lavoro per ciascun beneficiario siano ridotte in media del 75 per cento. Questa presunta riduzione delle ore lavorate è, ad esempio, superiore a quella effettivamente osservata in Germania durante la crisi finanziaria per i beneficiari di indennità relative alla riduzione dell'orario di lavoro. Ciò tuttavia sembra ragionevole, considerato che durante il lockdown in molti settori le ore di prestazione lavorativa sono diminuite notevolmente.

## La crisi COVID-19 e le sue implicazioni per le politiche di bilancio

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

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha comportato un carico senza precedenti per le economie e le finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro. Ciò richiederà una vigorosa risposta da parte dell'UE, che si aggiunga agli interventi a livello di singolo paese.** Nell'ambito del Semestre europeo 2020, il 20 maggio scorso la Commissione europea ha pubblicato le raccomandazioni specifiche per paese in materia di politica economica e di bilancio<sup>53</sup>. Il 27 maggio ha presentato delle proposte per un fondo per la ripresa destinato a sostenere il rilancio tramite investimenti futuri e riforme strutturali<sup>54</sup>. Il presente riquadro esamina come vengono coordinate le politiche di bilancio nell'ambito del Semestre europeo di quest'anno e spiega che, al fine di garantire una ripresa equa tra i paesi dell'area dell'euro ed evitare fenomeni di frammentazione, sarà necessario un sostegno consistente che vada oltre quello già fornito a livello nazionale.

**In risposta al profondo shock generato dal COVID-19, tutti i paesi dell'area dell'euro hanno introdotto pacchetti di misure di bilancio.** Tali pacchetti consistono in misure di stimolo fiscale di carattere discrezionale, garanzie statali sui prestiti alle imprese e altre misure di sostegno alla liquidità. Una componente importante delle misure discrezionali riguarda il sostegno alle imprese, finalizzato in particolare a tutelare l'occupazione<sup>55</sup>. I paesi si sono inoltre concentrati sulla spesa sanitaria e sulle misure volte a sostenere le persone disoccupate e altre categorie vulnerabili attraverso vari tipi di trasferimenti sociali. Sul versante delle entrate, il differimento di imposte e obblighi contributivi previdenziali mira principalmente a fornire un sostegno di liquidità a famiglie e imprese. Secondo le [previsioni economiche della primavera 2020](#) elaborate dalla Commissione europea, le misure discrezionali in materia di bilancio ammontano al 3,25 per cento del PIL a livello di intera area dell'euro. Inoltre, secondo i documenti programmatici di bilancio elaborati dai governi nazionali nell'ambito dei programmi di stabilità presentati alla fine di aprile, le garanzie statali sui prestiti alle imprese e le altre misure di sostegno alla liquidità ammontano a circa il 20 per cento del PIL dell'area dell'euro<sup>56</sup>. Tali documenti, tuttavia, evidenziano differenze notevoli nella portata dei pacchetti adottati nei vari paesi, in particolare per quanto riguarda l'entità delle garanzie statali. Tali differenze aumentano il rischio di una ripresa disomogenea all'interno dell'area dell'euro e di una frammentazione tra le economie della stessa.

<sup>53</sup> Per maggiori dettagli, cfr. [Semestre europeo 2020: Raccomandazioni specifiche per paese / Raccomandazioni della Commissione](#). Le raccomandazioni sono state approvate dal Consiglio Ecofin il 9 giugno.

<sup>54</sup> Per maggiori dettagli, cfr. ["Il momento dell'Europa: riparare e preparare per la prossima generazione"](#).

<sup>55</sup> Cfr. anche il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* in questo numero del Bollettino.

<sup>56</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. [Semestre europeo 2020: Programmi nazionali di riforma e di stabilità / Programmi di convergenza](#).

**Per agevolare una risposta sufficiente e immediata a questa eccezionale crisi, il 23 marzo il Consiglio Ecofin ha attivato la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita.** In caso di grave rallentamento economico nell'area dell'euro o nell'UE nel suo complesso, e posto che la sostenibilità del debito non venga messa a repentaglio, l'attivazione di tale clausola consente ai paesi di discostarsi dal requisito di aggiustamento di bilancio che normalmente verrebbe applicato nel quadro delle regole dell'UE sui conti pubblici<sup>57</sup>. Il Consiglio Ecofin ha sottolineato che le azioni di sostegno che da ciò discendono dovrebbero essere "concepite per essere tempestive, temporanee e mirate, come più opportuno".

**La profondità dello shock generato dal COVID-19 e l'entità della risposta di bilancio hanno portato a un netto deterioramento e a una marcata eterogeneità nelle posizioni di bilancio.** Secondo le previsioni economiche della primavera 2020 elaborate dalla Commissione europea il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe salire all'8,5 per cento del PIL nel 2020, dallo 0,6 per cento del PIL dell'anno scorso. Se nel 2019 undici paesi avevano registrato avanzi di bilancio, nel 2020 tutti i paesi dell'area dell'euro dovrebbero evidenziare disavanzi superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. I disavanzi più consistenti sono previsti per Belgio, Spagna, Francia e Italia, che erano nel novero dei paesi che all'insorgere della crisi presentavano un elevato rapporto debito pubblico/PIL (cfr. i grafici A e B). Il rapporto fra debito pubblico e PIL per il complesso dell'area dell'euro dovrebbe aumentare marcatamente, di 16,7 punti percentuali, raggiungendo il 102,7 per cento del PIL nel 2020, con grande eterogeneità fra i vari paesi. I paesi che al momento dell'insorgere della crisi avevano un rapporto debito/PIL pari a circa il 100 per cento faranno registrare gli aumenti di indebitamento più consistenti. Nel 2020 solo sei paesi dell'area dell'euro (Estonia, Lussemburgo, Lettonia, Lituania, Malta e Slovacchia) dovrebbero mantenere un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al valore di riferimento del 60 per cento del PIL. Nel 2021, a fronte di politiche invariate, il disavanzo pubblico e il rapporto debito/PIL dovrebbero diminuire, pur restando nettamente al di sopra dei livelli antecedenti la crisi.

**Secondo la Commissione allo stato attuale nessun paese dell'area dell'euro è conforme al criterio del disavanzo stabilito dal Trattato e alcuni non sono conformi neanche al criterio del debito**<sup>58</sup>. Tuttavia, data l'eccezionale incertezza sugli andamenti economici, "anche per quanto riguarda la definizione di un percorso credibile per la politica di bilancio"<sup>59</sup>, la Commissione attualmente non sta raccomandando l'avvio di procedure per disavanzo eccessivo. Nel prosieguo

<sup>57</sup> Per maggiori dettagli, cfr. la [Dichiarazione dei ministri delle Finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19](#) del 23 marzo 2020.

<sup>58</sup> La Commissione europea ha adottato le relazioni conformemente all'articolo 126, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea per tutti gli Stati membri tranne la Romania (cfr. [Excessive deficit procedures – overview](#)). Tali relazioni valutano la conformità degli Stati membri al criterio del disavanzo per il 2020 sulla base dei loro documenti programmatici o delle previsioni economiche della primavera 2020 della Commissione europea. In tutti i casi, ad eccezione della Bulgaria, la Commissione europea conclude che il criterio del disavanzo non è rispettato. Inoltre, nelle relazioni su Belgio, Cipro, Francia, Grecia, Italia e Spagna viene valutata anche la conformità al criterio del debito nel 2019 sulla base dei dati effettivi di consuntivo. Per Belgio, Francia e Spagna la Commissione conclude che il criterio del debito non è rispettato, mentre per Cipro e Grecia viene espresso un giudizio di conformità. Per quanto riguarda l'Italia la Commissione europea conclude che "non vi sono elementi sufficienti per concludere che sia o non sia rispettato il criterio del debito".

<sup>59</sup> Cfr. la [Comunicazione della Commissione: Semestre europeo 2020: raccomandazioni specifiche per paese](#).

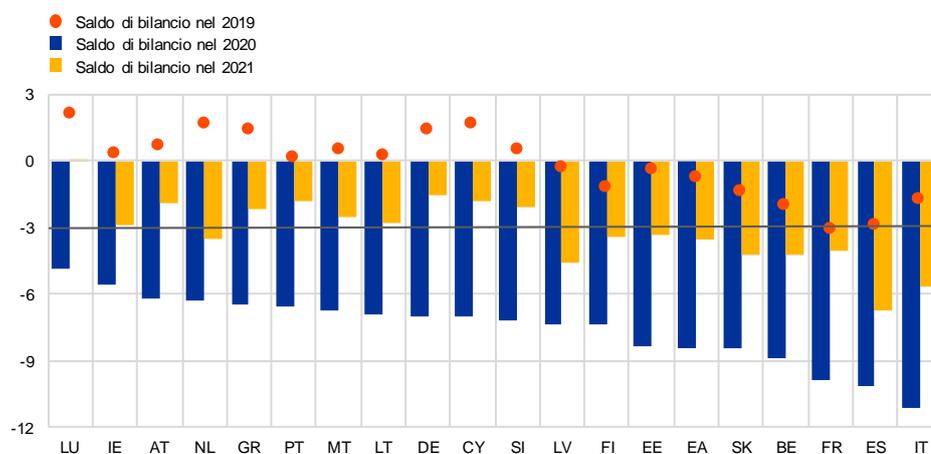
dell'anno la Commissione riesaminerà le situazioni di bilancio degli Stati membri sulla base delle previsioni economiche dell'autunno 2020 e dei documenti programmatici di bilancio dei paesi dell'area dell'euro per il 2021.

**Tutti i paesi dovranno continuare a sostenere le proprie economie per riprendersi da questo grave shock, preservando nel contempo la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio periodo.** Le raccomandazioni della Commissione in materia di politiche di bilancio per il 2020-2021 indicano che i paesi dovrebbero “attuare, in linea con la clausola di salvaguardia generale, tutte le misure necessarie per affrontare efficacemente la pandemia e sostenere l'economia e la successiva ripresa”. Successivamente, “quando le condizioni economiche lo consentano”, si raccomanda ai paesi di “perseguire politiche di bilancio volte a conseguire posizioni di bilancio a medio termine prudenti e ad assicurare la sostenibilità del debito, incrementando nel contempo gli investimenti”. Quando il grave rallentamento economico sarà venuto meno e prima che emergano dubbi sulla sostenibilità del debito nel medio periodo, occorrerà porre termine al ricorso alla clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto. In seguito dovranno essere ripresi gli adeguamenti previsti dal Patto in materia di politiche di bilancio.

### Grafico A

#### Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, 2019-2021

(in percentuale del PIL)

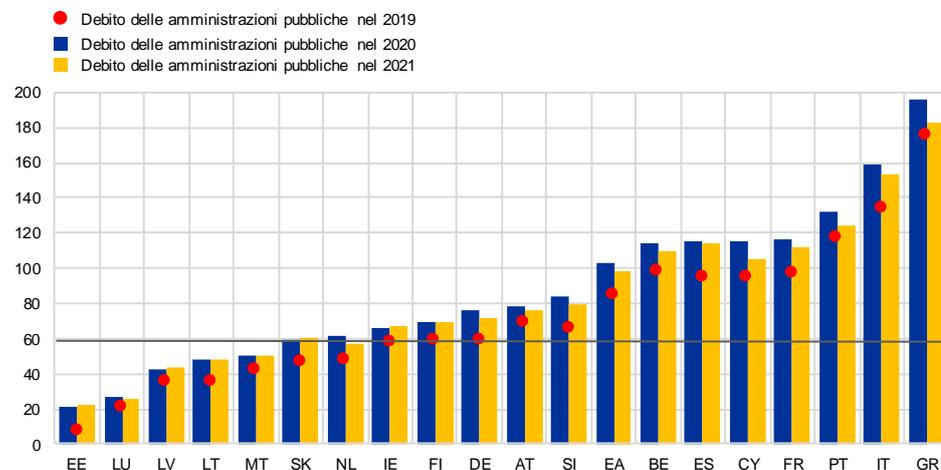


Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

## Grafico B

### Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, 2019-2021

(in percentuale del PIL)



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

**Per sostenere la ripresa ed evitare la frammentazione economica all'interno dell'area dell'euro è necessaria una risposta vigorosa a livello europeo. I primi passi in tal senso sono stati compiuti.** Sono state poste in essere reti di sicurezza per i lavoratori, le imprese e gli emittenti sovrani, per una dotazione pari a 540 miliardi di euro. In primo luogo, per la durata dell'emergenza uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE) fornirà prestiti a emittenti sovrani e dovrebbe sbloccare fondi per i regimi nazionali di riduzione dell'orario di lavoro e per alcune spese di natura sanitaria. Agli Stati membri saranno concessi a condizioni favorevoli prestiti per un importo fino a 100 miliardi di euro, a valere il più possibile sul bilancio dell'UE e assistiti da garanzie fornite dagli Stati membri<sup>60</sup>. In secondo luogo, sarà creato un fondo di garanzia paneuropeo da 25 miliardi di euro per rafforzare gli interventi della Banca europea per gli investimenti (BEI), che potrebbe andare a sostegno di finanziamenti per 200 miliardi di euro a beneficio delle imprese, anche attraverso banche di sviluppo nazionali<sup>61</sup>. In terzo luogo è stato istituito, come tutela per gli emittenti sovrani dell'area dell'euro, uno strumento di sostegno per la gestione della crisi pandemica basato sulla linea di credito precauzionale già esistente nell'ambito del Meccanismo europeo di stabilità (MES): la linea di credito soggetta a condizioni rafforzate (Enhanced Conditions Credit Line, ECCL). Si potrà accedere alla linea di credito per un importo pari al 2 per cento del PIL relativo al 2019 dello Stato membro richiedente, per una dotazione complessiva di 240 miliardi di euro. L'unico requisito per accedere alla linea di credito è che gli Stati membri che richiedono assistenza "si impegnino a utilizzare questa linea di credito per sostenere il finanziamento

<sup>60</sup> Cfr. il [Regolamento \(UE\) 2020/672 del Consiglio del 19 maggio 2020 che istituisce uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza \(SURE\) a seguito dell'epidemia di Covid-19 \(GU L 159, del 20.5.2020, pag. 1\)](#).

<sup>61</sup> Cfr. "Il Consiglio di amministrazione della BEI approva il Fondo di garanzia paneuropeo da 25 miliardi di € in risposta alla crisi COVID-19".

interno dell'assistenza sanitaria diretta e indiretta, i costi relativi alla cura e alla prevenzione dovuti alla crisi COVID-19<sup>62</sup>.

**Occorrono tuttavia ulteriori sforzi per preparare e sostenere la ripresa a livello dell'intera UE.** Il 27 maggio la Commissione europea ha presentato le proprie proposte di un piano per la ripresa che include un nuovo strumento da 750 miliardi di euro denominato "Next Generation EU", che si inserisce in un quadro finanziario pluriennale (Multiannual financial framework, MFF) rafforzato: tale strumento prevedrebbe 500 miliardi di euro in sovvenzioni e 250 miliardi di euro in prestiti agli Stati membri, in particolare a sostegno di investimenti e riforme strutturali. Sarà data priorità agli investimenti strategici di lungo periodo volti a sostenere la transizione ecologica e digitale. In prospettiva è importante che gli Stati membri dell'UE raggiungano un accordo tempestivo sull'energico impegno necessario per dare sostegno alle proprie economie.

---

<sup>62</sup> Cfr. "ESM Pandemic Crisis Support".

# Articoli

## 1 Atteggiamento dei cittadini nei confronti della BCE, dell'euro e dell'Unione economica e monetaria

a cura di **Stephanie Bergbauer, Nils Hernborg, Jean-François Jamet, Eric Persson e Hanni Schölermann**

*Sulla base della letteratura esistente in tema di fiducia nelle istituzioni, l'articolo esamina lo stato, l'evoluzione e la scomposizione sociodemografica delle opinioni dei cittadini in termini di fiducia nella BCE e di sostegno all'euro. Partendo da una nuova tipologia dell'atteggiamento del pubblico riguardo all'Unione economica e monetaria (UEM) e dall'utilizzo di microdati raccolti nel corso delle indagini Eurobarometro svolte da quando è stata introdotta la moneta unica, l'analisi dà conto della prevalenza dei sostenitori e degli scettici riguardo all'UEM nel tempo e nei vari paesi dell'area dell'euro. Essa esamina inoltre le caratteristiche sociodemografiche, la percezione della situazione economica e, più in generale, il sentimento di fiducia dei vari gruppi identificati nei confronti dell'Europa. In tal modo, l'articolo fornisce informazioni sui fattori che influenzano l'atteggiamento dei cittadini nei confronti della BCE, dell'euro e dell'UEM e contribuisce a individuare possibili soluzioni per rafforzarne la fiducia. L'analisi indica che il sostegno popolare a favore dell'UEM e, in particolare, la fiducia nella BCE, dipende in larga misura dalla percezione che i cittadini hanno della propria situazione personale e del contesto economico complessivo nonché dal loro atteggiamento generale nei confronti dell'Unione europea, mentre altri indicatori sociodemografici sembrano essere meno rilevanti.*

### 1 Introduzione

**La crisi finanziaria e quella del debito sovrano hanno portato i temi legati all'integrazione economica e monetaria alla ribalta nel dibattito politico europeo e nazionale.** Il presente articolo analizza l'impatto di tali eventi sull'opinione pubblica. A tal fine, esso percorre l'andamento della percezione dell'Unione economica e monetaria (UEM) in base a due temi centrali: il sostegno dei cittadini a favore dell'euro quale risultato più tangibile dell'integrazione economica e monetaria a livello europeo e la loro fiducia nella Banca centrale europea (BCE) in quanto istituzione incaricata di definire e attuare la politica monetaria per l'area dell'euro e di salvaguardare la stabilità della moneta unica europea.

**Anche se l'euro e la BCE sono strettamente collegati a livello istituzionale, l'opinione pubblica riguardo all'uno e all'altra ha mostrato tendenze divergenti dopo la crisi.** Il sostegno dei cittadini all'euro è rimasto stabile a livelli elevati anche al culmine della crisi. La fiducia dell'opinione pubblica nella BCE, invece, è significativamente diminuita durante la crisi e da allora ha segnato una lenta ripresa. Nell'autunno 2019, il sostegno alla moneta unica tra i cittadini dell'area dell'euro si è

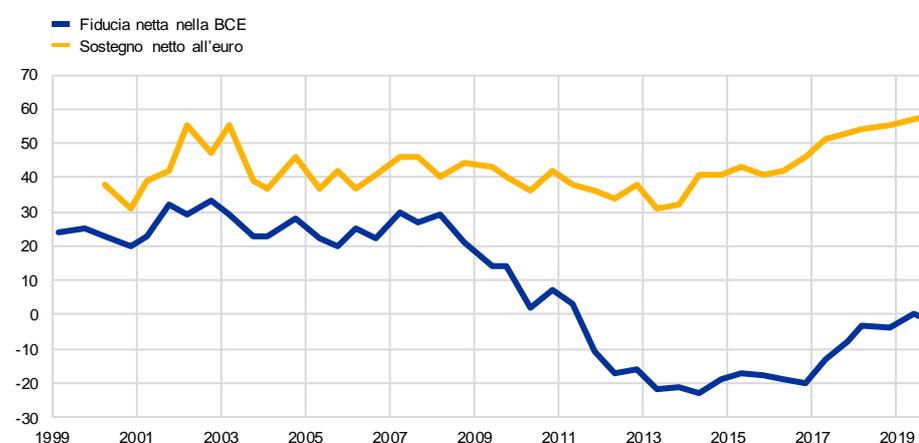
attestato al 76 per cento, a seguito di un incremento pressoché ininterrotto dalla primavera del 2016, mentre il 18 per cento degli intervistati nell'area era contrario all'euro. Per contro, il 42 per cento degli intervistati ha espresso fiducia nella BCE, rispetto al 44 per cento che ha dichiarato di non averne<sup>63</sup>. Pertanto, la fiducia netta nella BCE rimane in territorio negativo, mentre il sostegno netto all'euro è aumentato costantemente dal 2013 raggiungendo un massimo storico nell'autunno 2019 (cfr. il grafico 1).

## Grafico 1

### Fiducia netta nella BCE e sostegno netto all'euro

Area dell'euro, autunno 1999 – autunno 2019

(punti percentuali)



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: il sostegno netto all'euro è calcolato come la percentuale di persone che hanno risposto "favorevole" meno la percentuale di coloro che hanno risposto "contrario/a" alla domanda "La prego di dirmi se è favorevole o contrario/a a un'unione economica e monetaria con una moneta unica, l'euro". La fiducia netta è calcolata come la percentuale di persone che hanno risposto "Tendo ad avere fiducia" meno la percentuale di persone che hanno risposto "Tendo a non avere fiducia" alla domanda "La prego di dirmi se tende ad avere o a non avere fiducia nella Banca centrale europea". Coloro che hanno risposto "non so" sono esclusi in entrambi i casi.

### Il presente articolo analizza in modo più dettagliato tale differenza tra il sostegno dei cittadini all'euro e la fiducia nella BCE, cercando di capire quali

siano i cittadini favorevoli alla moneta comune, ma che non hanno fiducia nella BCE e come si differenzino da quelli che sostengono l'euro e hanno fiducia anche nella Banca centrale. Per rispondere a tali interrogativi viene presentata una classificazione basata su quattro tipologie di atteggiamento nei confronti dell'UEM, a loro volta elaborate sulla scorta di diverse combinazioni di opinioni espresse dai cittadini in relazione all'euro e alla BCE. Sulla base dei dati raccolti nelle indagini Eurobarometro, si analizza la prevalenza dei differenti gruppi nell'opinione pubblica dell'area dell'euro dall'introduzione della moneta comune nel 1999 fino al 2019<sup>64</sup>. Vengono esaminate le variazioni tra le differenti categorie sociodemografiche sulla base della percezione della situazione economica e dell'orientamento sociopolitico dei cittadini, sia a livello regionale, che a livello degli Stati membri dell'UE.

<sup>63</sup> Commissione europea, *Autumn 2019 Standard Eurobarometer (EB 92) – Public opinion in the European Union, First results* (lavoro sul campo svolto a ottobre 2019), novembre 2019.

<sup>64</sup> Per ragioni di disponibilità dei dati, tale analisi non può valutare le possibili variazioni dell'opinione pubblica nei confronti dell'euro e della BCE nel periodo della pandemia di coronavirus (COVID-19) che si è diffusa all'inizio del 2020.

## 2 L'importanza della fiducia del pubblico nella Banca centrale europea e del sostegno all'euro

**La fiducia del pubblico è importante per le banche centrali.** Per adempiere al loro mandato le banche centrali cercano di orientare le aspettative in materia di inflazione e ciò rende necessari una comprensione di base delle questioni economiche e finanziarie e un elevato livello di fiducia da parte del pubblico. Tale elevato livello di fiducia nella capacità della banca centrale di adempiere al proprio mandato agevola il compito che ha quest'ultima di ancorare le aspettative di inflazione, accrescendo l'efficacia delle misure di politica monetaria da essa adottate. Al contrario, la mancanza di fiducia da parte del pubblico rende la banca centrale più vulnerabile alle pressioni politiche, in quanto in tal caso gli esponenti politici sono maggiormente incentivati a muovere critiche, compromettendo potenzialmente la sua indipendenza<sup>65</sup>.

**La fiducia nella BCE è correlata alla comprensione del suo mandato da parte dei cittadini e incide sulla formazione delle aspettative di inflazione delle famiglie.** Secondo alcune evidenze le aspettative di inflazione dei singoli sono legate alla loro conoscenza dell'obiettivo della politica monetaria della BCE e delle modalità in base alle quali essa fornisce informazioni sul processo di elaborazione di tale politica<sup>66</sup>. Alcune ricerche suggeriscono inoltre che la fiducia nella BCE incide sulla formazione delle aspettative di inflazione delle famiglie<sup>67</sup>, anche tenendo conto della conoscenza degli obiettivi della BCE da parte degli intervistati e del loro livello di alfabetizzazione finanziaria<sup>68</sup>.

### **Il sostegno dei cittadini conferisce legittimazione al progetto dell'UEM.**

Il sostegno dei cittadini fornisce la necessaria legittimazione ai fini della governance sovranazionale in un ambito che tradizionalmente costituisce una competenza centrale dello Stato nazione, ossia la conduzione della politica monetaria. È importante che il pubblico comprenda e accetti le politiche adottate dalla BCE al fine di rafforzarne la già solida indipendenza politica. Inoltre, mentre la sostenibilità di una moneta è in genere data per scontata in un contesto nazionale, secondo alcune tesi l'UEM, in quanto unione di Stati sovrani, deve in ultima analisi basarsi su un "senso di finalità comune"<sup>69</sup> che crei un legame politico tra gli appartenenti all'unione

<sup>65</sup> Cfr. Ehrmann, M. e Fratzscher, M., "Politics and Monetary Policy", *Review of Economics and Statistics*, vol. 93, 2011, pagg. 941-960; Ehrmann, M., Soudan, M. e Stracca, L., "Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, 2013, pagg. 781-807.

<sup>66</sup> Cfr., ad esempio, van der Cruysen, C., Jansen, D.-J. e de Haan, J., "How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households", *International Journal of Central Banking*, vol. 11, 2015, pagg. 169-218; van der Cruysen, C.A.B. e Eijffinger, S.C.W., "From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank", *Journal of Economic Psychology*, vol. 31, 2010, pagg. 388-399.

<sup>67</sup> Cfr., ad esempio, Mellina, S. e Schmidt, T., "The Role of Central Bank Knowledge and Trust for the Public's Inflation Expectations", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, n. 32, 2018 o Baerg, N., Duell, D. e Lowe, W., "Central Bank Communication as Public Opinion: Experimental Evidence", 2018, in corso di stesura.

<sup>68</sup> Cfr. Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. e van Rooij, M., "Trust in the Central Bank and Inflation Expectation", *Working Paper Series*, n. 2375, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2020.

<sup>69</sup> Cfr. De Grauwe, P., *Economics of Monetary Union*, 11ª edizione, Oxford University Press, 2016.

monetaria al di là delle consuete argomentazioni economiche<sup>70</sup>. Tale legame politico è stato ancora più importante nel corso della crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2008, quando l'appartenenza all'area dell'euro è stata descritta in termini di vincitori e vinti e gli interrogativi circa l'auspicabilità dell'integrazione economica europea hanno acquisito salienza nei dibattiti politici e nelle campagne elettorali nazionali<sup>71</sup>.

### 3 Un puzzle a quattro pezzi: tipologia delle categorie di atteggiamento del pubblico riguardo all'UEM

**Il sostegno all'euro può essere concettualizzato come un riflesso sia della soddisfazione legata al risultato tangibile dell'adozione di una moneta comune, sia del sostegno al valore dell'integrazione economica.** La percezione dell'euro da parte dei cittadini corrisponde probabilmente sia alla loro esperienza concreta con tale moneta nella vita quotidiana, sia a un più diffuso sostegno all'idea di un'unione valutaria e al valore dell'integrazione economica e monetaria che sottende il progetto dell'UEM. L'euro è in effetti considerato uno dei simboli più evidenti dell'UE<sup>72</sup> e il sostegno dei cittadini al valore dell'integrazione europea mostra una correlazione positiva con il sostegno all'euro<sup>73</sup>.

**La fiducia nella BCE rappresenta una forma di fiducia istituzionale, che riflette una percezione positiva della banca centrale e delle sue politiche specifiche.**

La manifestazione più tangibile nonché il più evidente criterio di valutazione dei risultati della BCE è il tasso di inflazione in quanto misura della stabilità dei prezzi, che costituisce l'obiettivo principale della BCE ai sensi del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Tuttavia, nel corso della crisi finanziaria mondiale, la BCE è stata rappresentata dai mezzi di comunicazione di massa come uno dei principali attori incaricati di far fronte alla crisi economica<sup>74</sup>. In effetti, durante la crisi, i cittadini hanno acquisito una maggiore consapevolezza del ruolo della BCE sviluppando una maggiore propensione a esprimersi in merito alla loro fiducia in essa<sup>75</sup>. Allo stesso tempo, trattandosi di un'istituzione dell'UE, è probabile che i cittadini la valutino nell'ambito dell'assetto generale dell'UE, insieme ad altre istituzioni, come la Commissione europea o il Parlamento europeo. Pertanto,

<sup>70</sup> Cfr. Bergbauer, S., Jamet, J.-F., Schölermann, H., Stracca, L. e Stubenrauch, C., "Global Lessons from Euroscepticism", *VoxEU*, settembre 2019.

<sup>71</sup> Cfr. Cramme, O. e Hobolt, S.B., *Democratic Politics in a European Union under stress*, Oxford University Press, 2014.

<sup>72</sup> In effetti, nella primavera del 2019 l'euro era il secondo concetto, dopo la libertà di circolazione, più frequentemente menzionato e associato all'UE da parte degli intervistati nei sondaggi. Cfr. Commissione europea, *Spring 2019 Standard Eurobarometer (EB 91) – Public opinion in the European Union* (lavoro sul campo svolto a giugno 2019).

<sup>73</sup> Cfr. Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.F. e Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?" *Journal of European Public Policy*, gennaio 2020.

<sup>74</sup> Cfr. ad esempio, i risultati evidenziati in Picard, R.G. (a cura di), *The euro crisis in the media: Journalistic coverage of economic crisis and European institutions*, London-New York: I.B. Tauris, 2015.

<sup>75</sup> In effetti, i dati delle indagini Eurobarometro mostrano un notevole incremento della consapevolezza del ruolo della BCE da parte del pubblico durante la crisi finanziaria mondiale. La percentuale degli intervistati che ha dichiarato di aver "sentito parlare" della BCE è passata dal 70 per cento nel 1999 all'85 per cento nel 2015 e gran parte di tale aumento si è verificato durante gli anni della crisi. Analogamente, la percentuale di intervistati che ha risposto "non so" al quesito sulla fiducia nella BCE è diminuita dal 31 per cento nel 1999 al 17 per cento nel 2015.

intervistati in merito alla loro fiducia nella Banca centrale europea, essi potrebbero tenere conto non solo dell'andamento dell'inflazione, ma anche dell'evoluzione di altri fattori macroeconomici e della propria percezione complessiva dell'UE.

**Considerate nel loro insieme, le opinioni dei cittadini riguardo all'euro da un lato e alla BCE dall'altro fanno luce sul loro atteggiamento nei confronti dell'UEM.** I cittadini possono infatti mostrare coerenza nell'avere un punto di vista positivo o negativo sia sull'euro che sulla BCE, ma possono anche avere opinioni differenti su di essi. La figura 1 mostra una classificazione del sostegno all'euro e della fiducia nella BCE, in base alla quale vengono identificate quattro categorie di sostenitori e scettici riguardo all'UEM: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo gruppo sostiene l'euro, ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l'euro, ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto gruppo sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM)<sup>76</sup>.

**Figura 1**

Tipologia delle categorie di atteggiamento riguardo all'UEM

		Sostegno all'UEM e all'euro	
		Favorevoli	Contrari
Fiducia nella BCE	Tendono ad avere fiducia	Sostenitori dell'UEM	Scettici sull'euro
	Tendono a non avere fiducia	Scettici sulla BCE	Scettici sull'UEM

Nota: il quinto gruppo, che comprende gli intervistati che hanno risposto "non so" a una o a entrambe le domande, non è incluso nella classificazione.

**Combinazioni differenti dei vari tipi di atteggiamento riguardo all'UEM presentano implicazioni differenti ai fini dell'integrazione economica e monetaria.** Fra le quattro categorie identificate, il primo gruppo, definito come quello degli "scettici sull'UEM", sembra essere quello più difficile da capire in quanto composto da cittadini che, non essendo sostenitori dell'euro né della BCE, possono essere aperti all'eventualità di un'inversione del processo di integrazione economica e monetaria o sostenerla attivamente, compromettendo potenzialmente il buon funzionamento dell'UEM. Una significativa prevalenza, fra i cittadini dell'area dell'euro, del secondo gruppo, costituito dagli "scettici sulla BCE", potrebbe ridurre l'accettazione degli interventi della BCE; al tempo stesso, il continuo sostegno alla

<sup>76</sup> Tale tipologia attinge da Bergbauer, S., Hemberg, N., Jamet, J.-F. e Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, gennaio 2020.

moneta unica da parte di questo gruppo indica uno scenario che in linea di principio può essere definito pro-europeo. Il terzo gruppo, quello degli scettici sull'euro, suscita perplessità in quanto si tratta di cittadini che hanno fiducia nella BCE, ma sono contrari a una moneta unica. Ciò può essere spiegato dallo scetticismo generale nei confronti dell'adozione di politiche comuni a livello dell'UE o dall'attaccamento alle valute nazionali che sono state sostituite dall'euro, accompagnati però da elevati livelli di fiducia nel funzionamento delle istituzioni. Il quarto gruppo, quello dei "sostenitori dell'UEM", sostiene pienamente il progetto dell'integrazione economica e monetaria in quanto è composto da persone che sono favorevoli alla moneta unica ed esprimono fiducia nella BCE.

## 4 Definizione ed evoluzione delle differenti categorie di atteggiamento nei confronti dell'UEM

### 4.1 Misurazione della fiducia nella BCE e del sostegno all'euro

**L'analisi empirica della prevalenza dei differenti gruppi di sostenitori dell'UEM si basa su dati raccolti nel corso delle indagini Eurobarometro.** Vengono utilizzati dati individuali ricavati dalle 40 edizioni standard semestrali dell'Eurobarometro svolte dal 1999<sup>77</sup> al 2019. L'analisi è limitata agli intervistati degli Stati membri dell'area dell'euro. Trattandosi di indagini (ripetute) cross-section, i sondaggi Eurobarometro non permettono di effettuare un'analisi panel e non possono dar conto delle variazioni nelle opinioni dei singoli individui nel corso del tempo. Tuttavia, essi forniscono informazioni in merito all'atteggiamento riguardo all'euro e alla BCE tra i cittadini dell'area nel corso del tempo e in circostanze politiche e macroeconomiche mutevoli. Sebbene l'Eurobarometro sia stato criticato per una serie di ragioni metodologiche, esso resta una delle indagini transnazionali più utilizzate ed è diventato la principale fonte di dati per la ricerca empirica comparata sull'opinione pubblica nell'UE, come pure sugli aspetti politici e sociologici dell'unificazione europea.

**Il sostegno all'euro e la fiducia nella BCE vengono valutati attraverso misure standard utilizzate in letteratura.** Per valutare il sostegno degli intervistati alla moneta unica, si ricorre alla domanda "Cosa pensa di ciascuna delle seguenti affermazioni? Per ogni affermazione La prego di dirmi se è favorevole o contrario/a: un'unione economica e monetaria con una moneta unica, l'euro". La domanda "La prego di dirmi se tende ad avere o a non avere fiducia in queste istituzioni europee: la Banca centrale europea" è invece utilizzata per valutare il sostegno degli intervistati alla BCE. Le persone che hanno risposto "non so" a una o a entrambe le domande sono riunite in un quinto gruppo indicato come "Altro (non so)",

---

<sup>77</sup> Oppure dall'anno in cui un determinato paese è entrato a far parte dell'area dell'euro.

mentre coloro che rifiutano di rispondere sono omessi dall'analisi<sup>78</sup>. A seconda dell'edizione dell'indagine, rientra in questa quinta categoria un numero di persone compreso tra il 20 e il 35 per cento degli intervistati (cfr. il grafico 2) e, di questi, circa due terzi rispondono "non so" alla domanda sulla fiducia nella BCE.

### **L'impostazione dei questionari Eurobarometro può influire sui comportamenti di risposta alle domande relative al sostegno all'euro e alla fiducia nella BCE.**

In particolare, l'indicatore della fiducia nella BCE fa parte di una serie di domande che valutano la fiducia degli intervistati in diverse istituzioni dell'UE, in particolare nella Commissione europea e nel Parlamento europeo. Tale impostazione può indurre tra gli intervistati comportamenti tali da non fornire risposte sufficientemente differenziate alle varie serie di domande in quanto non hanno opinioni chiare sulle singole istituzioni e/o possono tendere a essere coerenti nelle risposte, sostenendo o rifiutando tutte le affermazioni di una determinata serie di domande<sup>79</sup>. Anche l'ordine delle domande all'interno del questionario può influire sulle risposte, in quanto i quesiti formulati all'inizio possono influenzare le risposte a quelli posti successivamente.

### **Un confronto fra i risultati dell'Eurobarometro e altre banche dati conferisce validità derivante da fonti esterne a tali risultati.**

Se non si può escludere che l'impostazione del questionario incida sui risultati, una validazione incrociata dei livelli di fiducia nella BCE e del sostegno all'euro emersi dall'Eurobarometro con evidenze relative all'atteggiamento dei cittadini nei confronti della moneta unica e della BCE derivanti da altre banche dati nazionali e dell'UE mostra che i risultati sono ampiamente comparabili. Ad esempio, l'indagine Eurobarometro standard dell'autunno 2019<sup>80</sup>, il cui lavoro sul campo è stato realizzato nel novembre 2019, ha rilevato che il 76 per cento degli intervistati nell'area dell'euro era favorevole alla moneta unica. In un sondaggio Flash Eurobarometro<sup>81</sup> realizzato all'incirca nello stesso periodo (lavoro sul campo svolto a ottobre 2019), il 65 per cento degli intervistati ha dichiarato che l'euro era positivo per il proprio paese e il 76 per cento riteneva che fosse positivo per l'UE. Sia le edizioni Standard sia le edizioni Flash dell'indagine Eurobarometro hanno registrato dal 2016 una tendenza crescente del sostegno all'euro. Indagini nazionali che talvolta contengono domande sulla fiducia nella BCE mostrano livelli di fiducia simili a quelli emersi dai dati di Eurobarometro<sup>82</sup>.

<sup>78</sup> La percentuale di intervistati nelle indagini Eurobarometro che rifiutano di rispondere a una delle due domande è molto bassa. Non sono disponibili dati sugli intervistati che hanno rifiutato di rispondere alla domanda sulla fiducia nella BCE, mentre meno dell'1 per cento degli intervistati ha rifiutato di rispondere alla domanda sul sostegno all'euro nelle edizioni dell'Eurobarometro svolte dal 2018 in poi. Pertanto tali soggetti sono esclusi dalla nostra analisi.

<sup>79</sup> In Ehrmann, M., Soudan, M. e Stracca, L., "Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, 2013, pagg. 781-807, due terzi degli intervistati forniscono la stessa risposta a tutta la serie di domande relative alla fiducia nelle istituzioni dell'UE.

<sup>80</sup> Commissione europea, *Autumn 2019 Standard Eurobarometer survey (EB 92) – Public opinion in the European Union, First results* (lavoro sul campo svolto a ottobre 2019), novembre 2019.

<sup>81</sup> Commissione europea, *Flash Eurobarometer survey (EB 481) on the views and attitudes related to the euro in the 19 euro area countries*, (lavoro sul campo svolto a ottobre 2019), novembre 2019.

<sup>82</sup> Cfr., ad esempio, in riferimento alla Germania, quanto riscontrato in Hayo, B. e Neuenkirch, E., "The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search", *Journal of International Money and Finance*, vol. 47, 2014, pagg. 286-303; relativamente ai Paesi Bassi cfr. van der Crujssen, C.A.B. ed Eijffinger, S.C.W., "From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank", *Journal of Economic Psychology*, vol. 31, 2010, pagg. 388-399.

**Nelle sezioni successive viene effettuata una valutazione del sostegno all'UEM per mezzo di un'analisi univariata.** Le variazioni nella composizione delle varie categorie identificate nella classificazione sono illustrate in base a diversi indicatori sociodemografici. I dati aggregati per l'area dell'euro sono ponderati per tenere conto delle differenze nelle dimensioni della popolazione tra i paesi dell'area applicando i pesi standard di post-stratificazione previsti dai dati dell'indagine Eurobarometro. Tale analisi può misurare le semplici correlazioni tra il tipo di sostegno all'UEM e i singoli indicatori sociodemografici in questione e, attraverso la dimensione temporale, individuare i punti di svolta e le possibili cause delle variazioni nel sostegno all'UEM. Tuttavia, l'analisi non tiene conto delle variabili confondenti, non fornisce stime quantitative della solidità delle correlazioni osservate, né consente di stabilire il nesso di causalità<sup>83</sup>.

## 4.2 Sostegno all'UEM dopo la crisi finanziaria mondiale

**Nell'insieme dell'area dell'euro, il gruppo più numeroso è costituito dai sostenitori dell'UEM, il cui numero ha fatto registrare una ripresa dopo il minimo storico toccato durante la crisi finanziaria mondiale.** Il grafico 2 mostra la percentuale degli intervistati riconducibile a ciascuno dei quattro gruppi dal 1999<sup>84</sup> al 2019 per l'insieme dell'area dell'euro. Prima della crisi, una maggioranza relativa pari a circa il 40 per cento dei cittadini dell'area dell'euro era rappresentata da sostenitori dell'UEM (cfr. la linea blu scuro nel grafico 2). Le dimensioni di questo gruppo si sono ridotte dall'inizio della crisi economico-finanziaria nel 2008-2009, raggiungendo il livello minimo nel biennio 2013-2014. Negli anni successivi esse si sono stabilizzate e nel 2017-2018 sono tornate a livelli appena inferiori a quelli osservati prima della crisi. All'indomani della crisi, i cittadini sembravano aver perso fiducia nella BCE, ma non per questo avevano fatto venir meno il loro sostegno al progetto di una moneta unica, come dimostrato dal numero crescente di persone che continuano a essere favorevoli all'euro, pur non avendo fiducia nella BCE. Quest'ultimo è diventato il gruppo più numeroso negli anni 2013-2016 (cfr. la linea gialla del grafico 2). Parallelamente si è verificato un aumento del numero di scettici nei confronti dell'UEM (cfr. la linea rossa nel grafico 2), che ha raggiunto un picco nel 2014, quando quasi il 25 per cento dei cittadini dell'area dell'euro non era favorevole alla moneta unica né alla BCE. Entro la primavera 2018 le dimensioni di questo gruppo si erano ridotte e rappresentavano meno del 15 per cento degli intervistati. Le dimensioni del quarto gruppo, composto da cittadini che sostengono la BCE ma non l'euro (cfr. la linea verde del grafico 2), sono diminuite ulteriormente rispetto ai livelli già contenuti registrati in precedenza diventando trascurabili (meno del 5 per cento degli intervistati) in tutta l'area dell'euro negli ultimi anni. Infine, la diminuzione

<sup>83</sup> In merito a recenti analisi multivariate del sostegno all'euro e della fiducia nella BCE, cfr. ad esempio, Bergbauer, S., Hemberg, N., Jamet, J.-F. e Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, gennaio 2020; Hobolt, S. B. e Wratil, C., "Public opinion and the crisis: The dynamics of support for the euro", *Journal of European Public Policy*, vol. 22(2), 2015, pagg. 238-256; Kaltenthaler, K., Anderson, C.J. e Miller, W.J., "Accountability and independent central banks: Europeans and distrust of the European Central Bank", *JCMS: Journal of Common Market Studies*, vol. 48, 2010, pagg. 1261-1281; Kuhn, T. e Stoeckel, F., "When European integration becomes costly: The euro crisis and public support for European economic governance", *Journal of European Public Policy*, 21(4), pagg. 624-641.

<sup>84</sup> Oppure dall'anno in cui un determinato paese è entrato a far parte dell'area dell'euro.

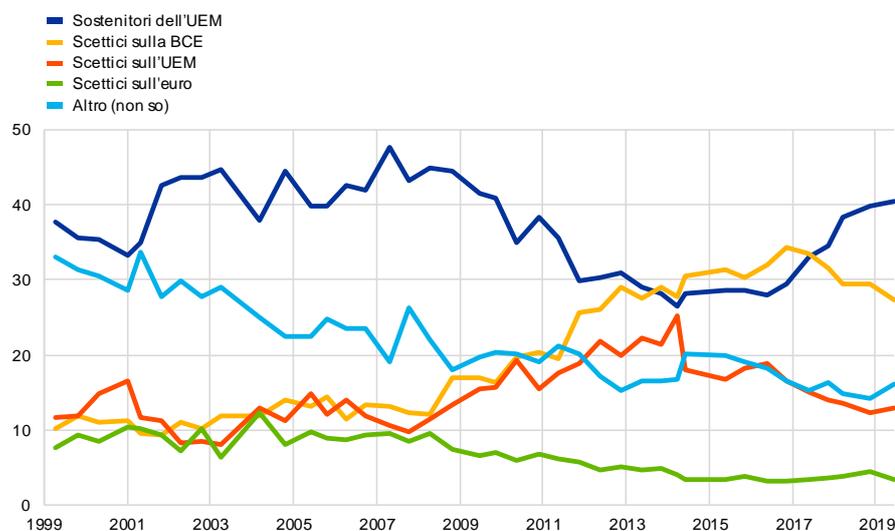
del numero di intervistati che hanno risposto “non so” a una o a entrambe le domande (cfr. la linea celeste del grafico 2) indica che la crescente familiarità e consapevolezza riguardo alla moneta unica e alla BCE, legate all’utilizzo quotidiano dell’euro come mezzo di pagamento o a una maggiore attenzione alla BCE da parte dei media nel periodo della crisi, hanno contribuito ad accrescere la sicurezza dei cittadini nell’esprimere un’opinione in merito.

## Grafico 2

### Tipologia delle categorie di atteggiamento riguardo all’UEM nel tempo

Area dell’euro, primavera 1999 – primavera 2019

(valori percentuali)



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l’euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull’UEM); il secondo sostiene l’euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l’euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull’euro); e il quarto sostiene l’euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell’UEM). Un quinto gruppo (indicato con la dicitura “Altro”) comprende coloro che hanno risposto “non so” a una delle due domande.

### L’evoluzione del sostegno all’UEM e dello scetticismo nei suoi confronti a livello dell’area dell’euro, quali misurati dalle indagini Eurobarometro, mostra che la fiducia nella BCE è più volatile rispetto al sostegno all’euro.

La relativa riduzione delle dimensioni del gruppo composto dai sostenitori dell’UEM nel periodo 2008-2013 è principalmente dovuta al contestuale calo della fiducia nella BCE, come indicato dal numero crescente di scettici sulla BCE durante lo stesso periodo (cfr. il grafico 2). Tali risultati suggeriscono che il sostegno all’euro mostra una maggiore resistenza a esperienze negative, come la crisi, mentre il calo della fiducia nella BCE durante il rallentamento economico indica un orientamento più mirato ai risultati, in linea con quanto emerso recentemente da altri studi<sup>85</sup>. Al tempo stesso, l’aumento della percentuale di cittadini dell’area dell’euro che non avevano fiducia nella BCE né sostenevano l’euro (gli scettici nei confronti dell’UEM) nel corso della crisi suggerisce che le esperienze negative vissute durante tale periodo hanno inciso negativamente anche sul sostegno al progetto dell’UEM in generale, probabilmente per via dell’insoddisfazione nei confronti dei risultati ottenuti con la governance

<sup>85</sup> Cfr. Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.F. e Persson, E., “The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?” *Journal of European Public Policy*, gennaio 2020.

economica europea. Tuttavia, questa tendenza sembra essersi arrestata e poi aver subito un'inversione con la graduale ripresa dell'economia. In ragione della disponibilità dei dati, le tendenze qui rilevate non riflettono il potenziale impatto della pandemia di coronavirus (COVID-19) diffusasi all'inizio del 2020.

### **Il calo della fiducia nella BCE si inserisce in una più ampia diminuzione della fiducia nelle istituzioni pubbliche a seguito della crisi finanziaria mondiale.**

In effetti non solo la BCE, ma la maggior parte delle istituzioni pubbliche nazionali e sovranazionali in Europa hanno visto scemare la fiducia dei cittadini nell'ultimo decennio, per cui tale diminuzione anche nel caso della Banca centrale è riconducibile a una tendenza più generalizzata. Attualmente la fiducia nella BCE sembra attestarsi a un livello neutro, con percentuali pressoché uguali di intervistati che dichiarano di averne o non averne. Il riquadro 1 riassume l'andamento della fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE e in quelle nazionali dopo la crisi finanziaria mondiale.

## **Riquadro 1**

### **Andamenti della fiducia nelle istituzioni pubbliche dalla crisi finanziaria mondiale**

---

a cura di Nils Hernborg e Hanni Schölermann

Il calo della fiducia del pubblico nella BCE nel corso dell'ultimo decennio si è verificato nel contesto di un più ampio logoramento della fiducia nelle istituzioni. Dall'inizio della crisi finanziaria mondiale si è registrato un calo della fiducia nelle istituzioni in Europa, a livello sia nazionale sia sovranazionale. Di fatto, questa tendenza si può osservare nella maggior parte delle economie avanzate. Il calo della fiducia nei confronti della BCE osservato nell'ultimo decennio non è pertanto un fenomeno circoscritto alla sola BCE. Al tempo stesso, le indagini di clima indicano che la fiducia del pubblico nella BCE è diminuita in misura maggiore rispetto alla fiducia nelle istituzioni nazionali o nelle altre istituzioni dell'UE. Il presente riquadro analizza gli andamenti della fiducia riposta nella BCE rispetto ad altre istituzioni, al fine di individuare le caratteristiche del calo registrato in comune con le altre istituzioni e quelle distintive, nonché i recenti miglioramenti della fiducia dell'opinione pubblica nella BCE.

#### **La fiducia nelle istituzioni nazionali e dell'UE**

Nel decennio culminato nella crisi finanziaria mondiale, la fiducia netta dei cittadini dell'area dell'euro nei confronti della Commissione europea, del Parlamento europeo e della BCE si è attestata a livelli saldamente positivi e più o meno comparabili, con il Parlamento europeo in lieve vantaggio (cfr. il grafico A). La fiducia netta in tali istituzioni dell'UE era notevolmente più elevata rispetto a quella nei governi o nei parlamenti nazionali, con uno scarto compreso tra i 20 e i 40 punti percentuali. Già prima della crisi, la fiducia netta nei governi o nei parlamenti nazionali tendeva a essere negativa (vale a dire che un maggior numero di intervistati dichiarava di non avere tendenzialmente fiducia nelle istituzioni nazionali rispetto a coloro che tendenzialmente ne avevano). Con l'insorgere della crisi, la fiducia nelle istituzioni nazionali è ulteriormente venuta meno, mentre è scivolata in territorio negativo anche la fiducia netta nelle istituzioni dell'UE sopra menzionate e nell'UE nel suo complesso.

Sebbene il calo della fiducia sia stato inizialmente generalizzato tra le istituzioni pubbliche, la perdita di fiducia è stata più pronunciata per le istituzioni dell'UE, che si sono contraddistinte anche

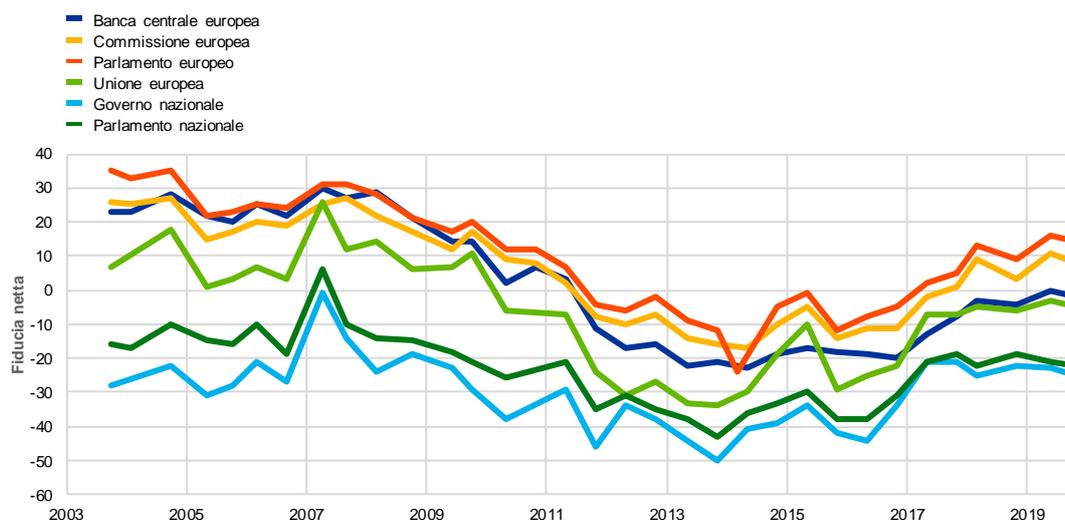
per una ripresa disomogenea. Di fatto, rispetto alle istituzioni sia dell'UE sia nazionali, la fiducia nella BCE sembra essere stata colpita in modo sproporzionato dalla crisi, registrando un calo più netto e una ripresa più lenta. Il risultato è che, attualmente, la fiducia netta nella BCE permane in territorio lievemente negativo, attestandosi a -2 punti percentuali nell'autunno 2019, mentre la fiducia netta nella Commissione europea e nel Parlamento europeo è positiva dal 2017.

## Grafico A

Fiducia nelle istituzioni europee e nazionali

Area dell'euro, autunno 2003 — autunno 2019

(punti percentuali)



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la fiducia netta è calcolata come la percentuale di risposte "Tendo ad avere fiducia" meno la percentuale di risposte "Tendo a non avere fiducia" alla domanda "Per favore indicate se tendete ad avere o non avere fiducia in: NOME DELL'ISTITUZIONE". Coloro che hanno risposto "non so" sono esclusi in entrambi i casi.

### La fiducia nella BCE rispetto alla fiducia nelle istituzioni nazionali

Dopo il valore minimo registrato nella primavera del 2014, la fiducia netta nella BCE ha evidenziato una parziale ripresa e il divario rispetto ai governi nazionali si è ancora una volta lievemente ampliato. A livello aggregato dell'area dell'euro, la fiducia netta nella BCE alla fine del 2019 era superiore di 23 punti percentuali rispetto alla fiducia netta nei governi nazionali. Tuttavia, da un esame più attento emerge che l'aumento del divario cela andamenti eterogenei a livello nazionale. Nel complesso, anche se ancora lievemente negativa a livello dell'area dell'euro in termini aggregati, alla fine del 2019 la fiducia netta nella BCE era superiore a quella nei governi nazionali di tutti i paesi dell'area dell'euro, a eccezione di Austria, Germania e Lussemburgo (cfr. la figura A).

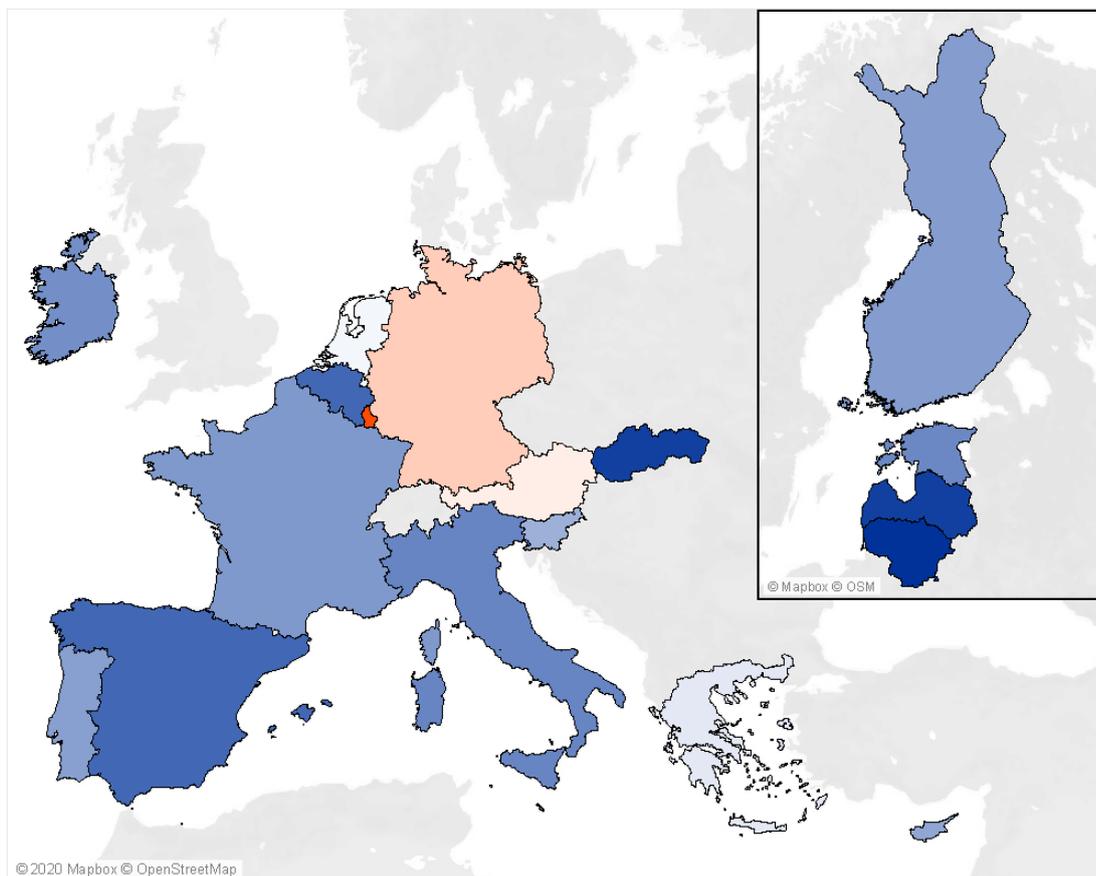
In generale, sembrerebbe che il divario in termini di fiducia si sia ridotto maggiormente nei paesi in cui era più pronunciato prima della crisi e che la fiducia nella BCE rispetto a quella nei confronti del governo nazionale ne abbia risentito in particolar modo nei paesi più colpiti dalla crisi, nonché in Germania e nei Paesi Bassi. La Spagna e Cipro rappresentano le principali eccezioni tra i paesi fortemente colpiti dalla crisi. Questo quadro corrobora la conclusione più ampia del presente articolo circa la convinzione, da parte dei cittadini, che la BCE sia responsabile, o quanto meno coinvolta nella situazione economica generale che si è venuta a creare a livello nazionale ed europeo, e che determini anche la loro specifica situazione finanziaria più di quanto non facciano i governi nazionali.

## Figura A

### Divario tra fiducia netta nella BCE e fiducia netta nel governo nazionale

Paesi dell'area dell'euro, autunno 2019

(punti percentuali)



	LT	LV	SK	BE	ES	IT	EE	IE	MT	FR	FI	PT	CY	SI	GR	NL	AT	DE	LU
<b>Divario in termini di fiducia (punti percentuali)</b>	62	58	58	46	46	37	36	34	32	31	30	29	27	24	7	3	-1	-3	-11
<b>Variazione in 5 anni (autunno 2014)</b>	+4	+12	+5	+20	+18	+2	+27	+5	+12	-11	-6	-21	+18	-28	-18	-17	-4	+19	-17
<b>Variazione in 10 anni (autunno 2009)</b>	-24	-18	-12	-1	-3	-18	-7	-54	-18	-17	-26	-32	+10	-25	-9	-37	-17	-33	-5

Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la fiducia netta è calcolata come la differenza tra la quota di intervistati che hanno risposto "Tendo ad avere fiducia" e la quota di quelli che hanno risposto "Tendo a non avere fiducia" alla domanda "Per favore indicate se tendete ad avere o non avere fiducia in: NOME DELL'ISTITUZIONE". Coloro che hanno risposto "non so" sono esclusi in entrambi i casi. Il divario in termini di fiducia varia tra -200 e 200, in quanto la fiducia netta per ciascuna istituzione oscilla tra -100 e 100.

### 4.3 Le correlazioni geografiche del sostegno all'UEM

**Negli Stati membri dell'area dell'euro il sostegno all'UEM è cresciuto dall'inizio della crisi.** Se si considera l'andamento del sostegno all'UEM per paese, si osserva che i paesi dell'area sono divisi grosso modo in due gruppi: quelli in cui il sostegno all'UEM è diminuito durante la crisi, per poi segnare una notevole ripresa, e quelli

che hanno registrato un forte sostegno all'UEM nell'intero arco della crisi (cfr. il grafico 3).

**I paesi gravemente colpiti dalla crisi economica hanno evidenziato un calo del sostegno all'UEM.** Non sorprende che la prima tendenza venga riscontrata quasi esclusivamente nei paesi gravemente colpiti dalla crisi economica dopo il 2008 e il 2009 e che sia particolarmente marcata in Irlanda, Grecia, Spagna, Cipro, Portogallo e Slovenia. Tutti questi paesi, a eccezione della Slovenia, hanno aderito a programmi di assistenza finanziaria durante la crisi, e hanno visto crescere la percentuale degli scettici nei confronti della BCE soprattutto in quel periodo. Anche la percentuale degli scettici sull'euro ha registrato un picco temporaneo, ma da allora è tornata ai livelli pre-crisi.

**I paesi meno colpiti dalla crisi tendono a mostrare un sostegno relativamente stabile all'UEM.** Per contro, la seconda tendenza, caratterizzata da un sostegno all'UEM forte e relativamente stabile, si osserva nei paesi meno colpiti dalla crisi, quali Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi, Malta, Austria, Slovacchia e Finlandia. In tali paesi, dopo la crisi, la quota degli scettici nei confronti della BCE è cresciuta a un ritmo moderato ma costante, partendo da un livello molto basso, ed evidenziando una tendenza leggermente superiore a quella degli scettici sull'euro. Tuttavia, nel corso della crisi e nel periodo successivo, lo scetticismo sia nei confronti della BCE che dell'euro è rimasto un atteggiamento minoritario.

**Germania, Francia e Italia presentano tendenze idiosincratice nel sostegno all'UEM.** I tre maggiori paesi dell'area dell'euro – Germania, Francia e Italia – rappresentano eccezioni importanti alle due tendenze sopra descritte, in quanto seguono un andamento comune ma distinto dagli altri, caratterizzato da un sostegno all'UEM che è anche piuttosto stabile ma moderato. Durante la crisi, quando si è assistito a un lieve calo del sostegno all'UEM, gli scettici riguardo alla BCE (nel caso di Francia e Germania) e gli scettici nei confronti dell'UEM (nel caso dell'Italia) costituivano temporaneamente i gruppi più ampi. Da allora le dimensioni relative di tali gruppi si sono invertite, ma la quota degli scettici nei confronti della BCE in tali paesi è rimasta al di sopra dei livelli antecedenti alla crisi (e in Francia è pari a quella dei sostenitori dell'UEM).

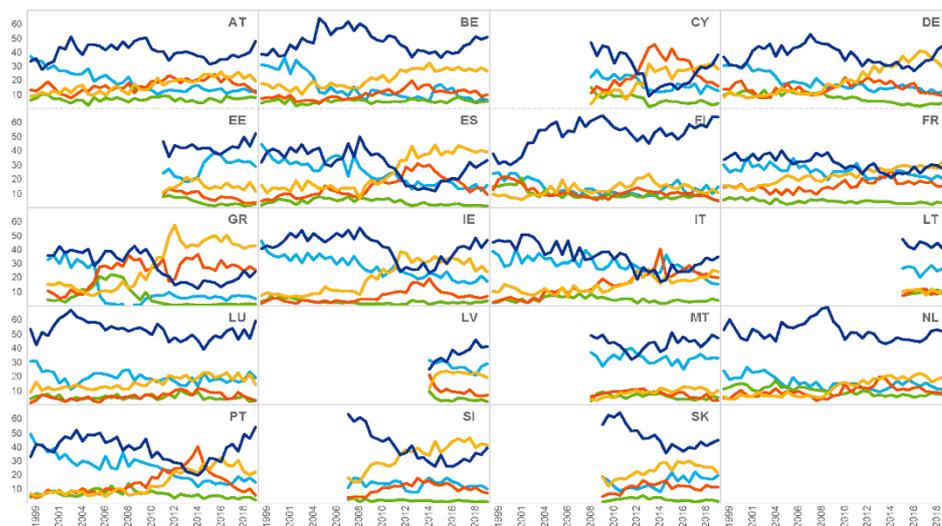
### Grafico 3

#### Tipologia delle categorie di atteggiamento riguardo all'UEM per paese

Paesi dell'area dell'euro, primavera 1999 – primavera 2019

(valori percentuali)

■ Sostenitori dell'UEM  
■ Scettici sulla BCE  
■ Scettici sull'UEM  
■ Scettici sull'euro  
■ Altro ("non so")



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo sostiene l'euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l'euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM). Un quinto gruppo (indicato con la dicitura "Altro") comprende coloro che hanno risposto "non so" a una delle due domande.

#### Esistono inoltre differenze notevoli nell'andamento del sostegno all'UEM all'interno dei paesi.

Applicando a livello regionale le summenzionate tipologie di atteggiamento riguardo all'UEM al fine di individuare il gruppo prevalente per regione<sup>86</sup>, si ottiene una geografia del sostegno all'UEM che varia significativamente per ciascun paese (cfr. la figura 2).<sup>87</sup> Una mappatura che mostrasse per ciascuna regione solo il gruppo dominante, che in alcuni casi supera solo di poco gli altri gruppi, tenderebbe a sopravvalutare le differenze tra regioni. Tuttavia, essa è utile a illustrare come, in alcuni paesi, uno dei gruppi della tipologia sia prevalente in tutte le regioni, mentre altri paesi evidenziano forti differenze a livello regionale. Tra i paesi in cui gli atteggiamenti dei cittadini su scala regionale sono straordinariamente omogenei si annoverano Irlanda, Paesi Bassi, Estonia, Lettonia, Lituania, Slovacchia e Finlandia, dove i sostenitori dell'UEM sono il gruppo maggioritario in tutto il paese.

<sup>86</sup> La definizione di regioni segue la nomenclatura europea delle unità territoriali per la statistica (European Nomenclature of Territorial Units for Statistics, NUTS), e utilizza il livello 1 per i maggiori Stati membri dell'UE (Germania, Francia e Italia) e NUTS2 per gli altri paesi dell'area dell'euro.

<sup>87</sup> Al fine di garantire un numero sufficiente di osservazioni per regione, i dati relativi alle osservazioni a livello regionale per ciascuna categoria di atteggiamento sull'UEM identificata dalla tipologia sono aggregati nel periodo tra l'autunno del 2016 e la primavera del 2019. Ciò garantisce almeno 100 osservazioni per la maggior parte delle regioni NUTS2. Tuttavia, in linea con l'andamento del sostegno all'UEM dopo la crisi, contraddistinto da una percentuale crescente di sostenitori, ciò probabilmente porta a sopravvalutare il numero di regioni in cui prevale lo scetticismo nei confronti dell'UEM o della BCE.

Anche in Slovenia emerge un'analoga omogeneità, associata però al prevalente scetticismo nei confronti della BCE.

**I paesi in cui il sostegno all'UEM mostra andamenti eterogenei a livello locale tendono a evidenziare due gruppi predominanti.** Nei casi di Belgio, Germania, Spagna, Francia e Portogallo, vi è una suddivisione piuttosto equa tra le regioni in cui i sostenitori dell'UEM sono in maggioranza e quelle in cui lo sono gli scettici nei confronti della BCE. Nelle regioni italiane si osserva una maggioranza di sostenitori o di scettici riguardo all'UEM, mentre in Grecia a livello regionale prevalgono gli scettici nei confronti dell'UEM o della BCE. L'Austria si pone più o meno a metà strada tra queste tendenze, poiché evidenzia una relativa omogeneità: i sostenitori dell'UEM rappresentano la maggioranza nella gran parte delle regioni, ad eccezione di due di esse, una prevalentemente scettica riguardo all'UEM e una riguardo alla BCE.

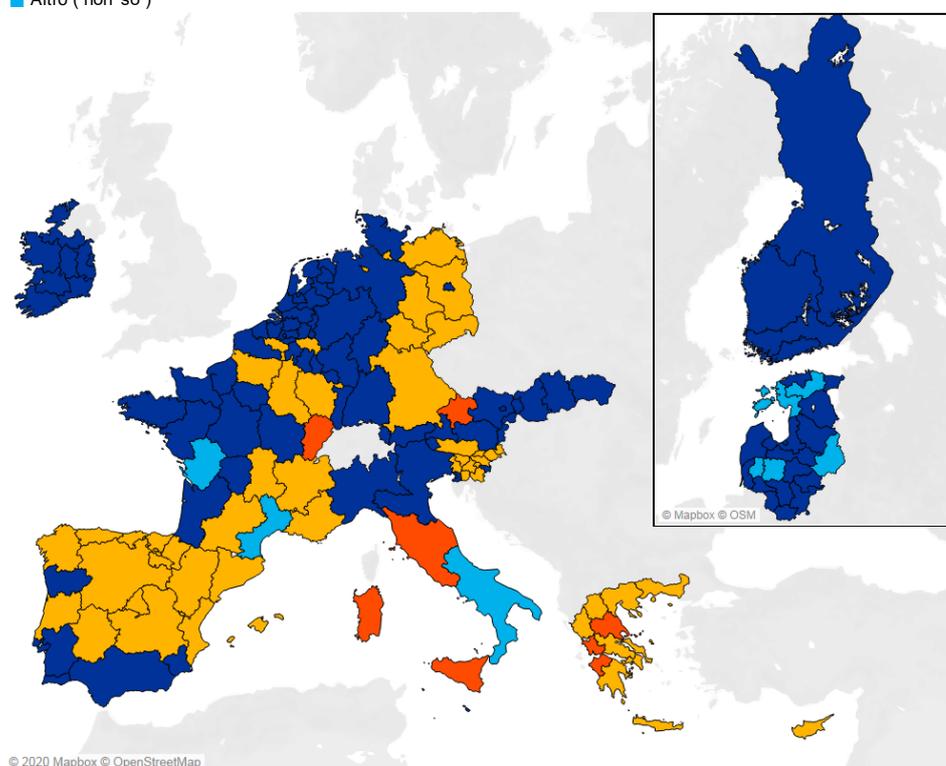
## Figura 2

### Mappatura geografica delle tipologie di atteggiamento riguardo all'UEM

Regioni NUTS dell'area dell'euro, autunno 2016 – primavera 2019

(gruppo con la maggior percentuale di intervistati in ciascuna regione NUTS)

- Sostenitori dell'UEM
- Scettici sulla BCE
- Scettici sull'UEM
- Scettici sull'euro
- Altro ("non so")



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo sostiene l'euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l'euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM). Un quinto gruppo comprende coloro che hanno risposto "non so" a una delle due domande. La classificazione NUTS varia tra i livelli NUTS1 e NUTS2 nei vari Stati membri e dipende dalla granularità codificata nell'indagine Eurobarometro.

#### 4.4 Le correlazioni sociodemografiche del sostegno all'UEM

**Generazioni diverse hanno atteggiamenti notevolmente simili riguardo all'euro e alla BCE.** Una valutazione del sostegno all'UEM tra varie generazioni evidenzia atteggiamenti notevolmente simili riguardo all'euro e alla BCE (cfr. il grafico 4).

All'interno delle diverse coorti – la generazione bellica, che comprende i nati prima del 1946, la generazione del “baby boom”, ossia i nati fino al 1964, la generazione X, che comprende i nati fino al 1980 e i “millennial”, ossia i nati dopo il 1980 – le dimensioni relative dei gruppi corrispondenti alle diverse opinioni in termini di sostegno all'UEM sono state costantemente prossime a quelle che essi hanno avuto rispetto all'intera popolazione dell'area dell'euro negli ultimi due decenni.

**La generazione bellica, ossia la coorte più anziana, presenta la percentuale più elevata di intervistati che hanno risposto “non so” rispetto alle altre tre coorti.**

Prima della crisi, in tale generazione si è anche registrata una quota di sostenitori dell'UEM leggermente, ma costantemente, inferiore. Negli ultimi anni, tuttavia, in questa coorte il numero di scettici sull'UEM e sulla BCE è stato leggermente inferiore a quello rilevato nelle generazioni più giovani. L'elevata percentuale di intervistati che ha risposto “non so” sembra indicare che, rispetto ai più giovani, per gli anziani potrebbe essere più difficile farsi un'opinione sulle recenti fasi dell'integrazione europea, che si tratti di istituzioni relativamente nuove, come la BCE, o della moneta unica. Un'analisi più approfondita dei dati sottostanti rivela che la generazione bellica, in particolare, tende a rispondere più spesso “non so” alla domanda sulla fiducia nella BCE, e che un comportamento analogo è riscontrabile anche nelle risposte da essa fornite alle domande sulla fiducia nelle altre istituzioni dell'UE. Pertanto, piuttosto che essere specificamente legato alle recenti fasi dell'integrazione europea o alla BCE, l'atteggiamento delle persone più anziane riguardo alle istituzioni dell'UE sembra essere meno definito rispetto a quello delle altre generazioni.

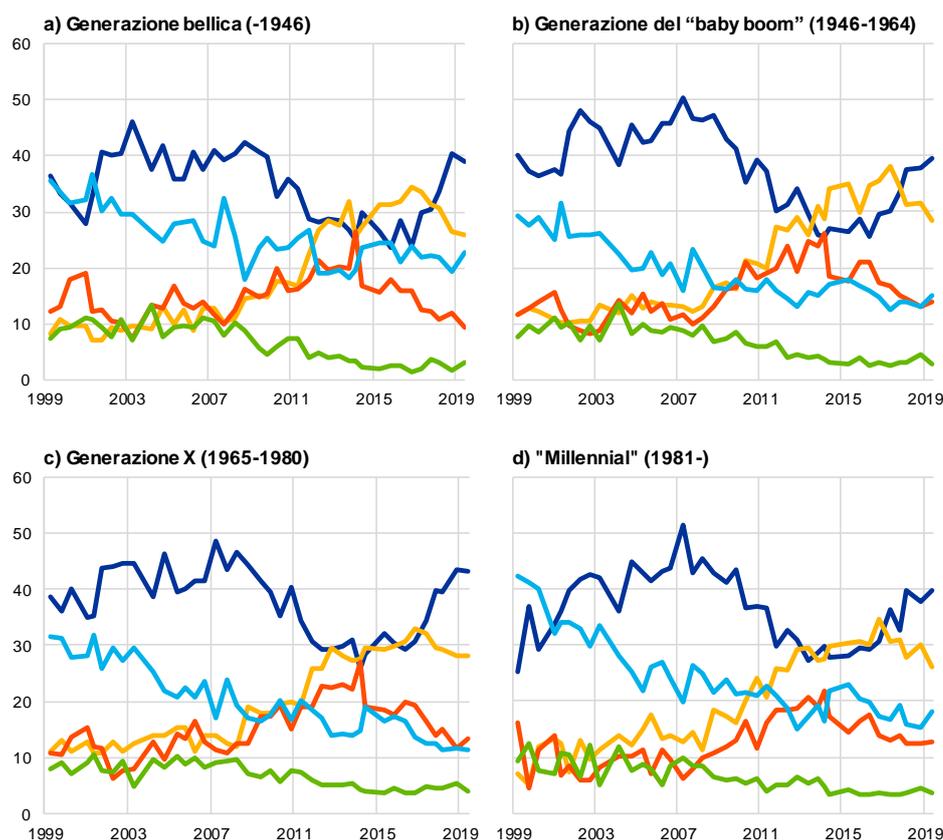
## Grafico 4

### Tipologia delle categorie di atteggiamento riguardo all'UEM per coorte

Coorti dell'area dell'euro, primavera 1999 – primavera 2019

(valori percentuali)

- Sostenitori dell'UEM
- Scettici sulla BCE
- Scettici sull'UEM
- Scettici sull'euro
- Altro (non so)



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo sostiene l'euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l'euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM). Un quinto gruppo (indicato con la dicitura "Altro") comprende coloro che hanno risposto "non so" a una delle due domande. L'anno di nascita è approssimato per l'anno del sondaggio meno l'età esatta dell'intervistato.

### L'appartenenza degli intervistati al gruppo dei sostenitori dell'UEM è correlata al livello di istruzione e al tipo di occupazione, ma è scarsamente dipendente dal genere.

Il sostegno all'UEM tende ad aumentare con il numero di anni di scolarizzazione (cfr. il grafico 5): i sostenitori dell'UEM rappresentano il 30 per cento circa delle persone che hanno concluso l'istruzione a tempo pieno all'età di 15 anni o meno, rispetto al 40 per cento circa di coloro che hanno concluso gli studi tra i 16 e i 19 anni e al 50 per cento delle persone che avevano 20 anni o più al termine del loro percorso di istruzione. Coloro che non hanno beneficiato di un'istruzione a tempo pieno mostrano posizioni simili ma più volatili rispetto al primo gruppo. In tutti questi gruppi divisi in base alla durata del percorso di istruzione, la percentuale degli scettici riguardo alla BCE ha registrato nel tempo una tendenza al rialzo.

Tale andamento si riflette anche nel sostegno all'UEM per tipo di occupazione: dirigenti, studenti, impiegati e lavoratori autonomi rientrano prevalentemente nel gruppo dei sostenitori dell'UEM, seguiti dai pensionati, mentre per lavoratori manuali, lavoratori domestici e disoccupati la probabilità di essere sostenitori dell'UEM è inferiore di circa 10-20 punti percentuali; quest'ultima categoria comprende inoltre un numero pressoché uguale di scettici sulla BCE.

Uomini e donne mostrano un atteggiamento molto simile riguardo alla BCE e all'euro; la principale differenza è costituita da una percentuale leggermente inferiore di donne nel gruppo dei sostenitori dell'UEM. Le donne hanno anche risposto più spesso "non so" nell'indagine Eurobarometro (risultati non riportati; tra coloro che hanno risposto "non so", il divario tra uomini e donne è di circa 5 punti percentuali).

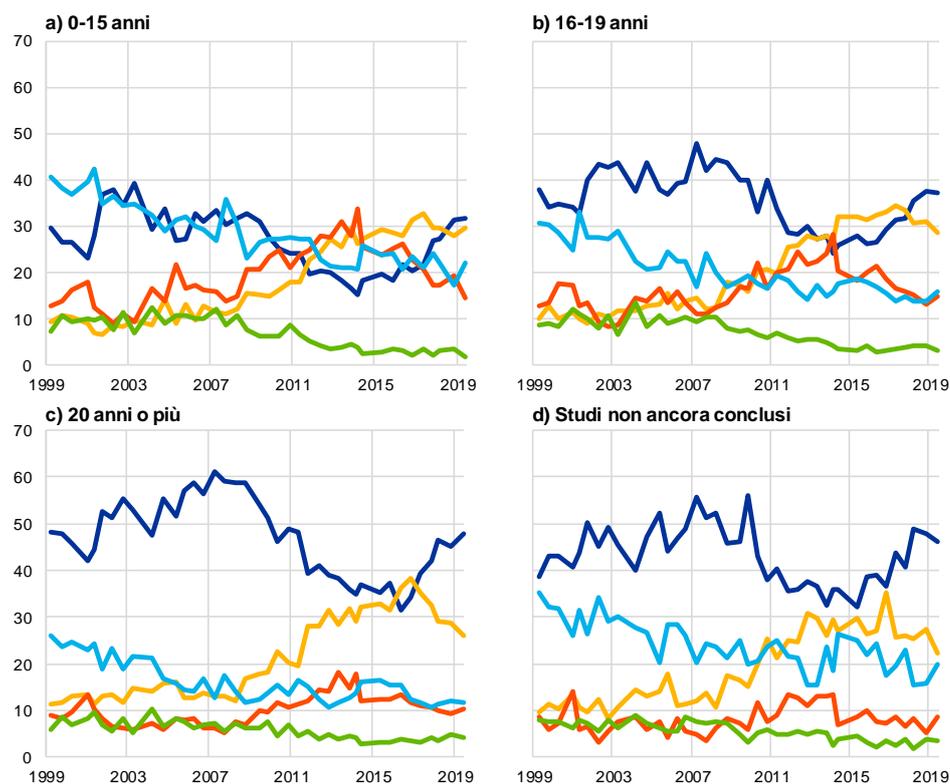
### Grafico 5

#### Tipologia del sostegno all'UEM per livello di istruzione

Area dell'euro, primavera 1999 – primavera 2019

(valori percentuali)

- Sostenitori dell'UEM
- Scettici sulla BCE
- Scettici sull'UEM
- Scettici sull'euro
- Altro ("non so")



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo sostiene l'euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l'euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM). Un quinto gruppo (indicato con la dicitura "Altro") comprende coloro che hanno risposto "non so" a una delle due domande. Le varie categorie sono identificate in base alla risposta fornita alla domanda "A che età ha concluso l'istruzione a tempo pieno?"

#### 4.5 Percezione della situazione economica e sostegno all'UEM

**Il sostegno all'euro e alla BCE è più elevato tra i cittadini che valutano più positivamente la situazione economica europea o nazionale.** Sebbene molti cittadini possano avere una conoscenza limitata dei precisi compiti e del mandato della BCE,<sup>88</sup> ci si può comunque aspettare che siano consapevoli del ruolo generale della BCE nel contesto macroeconomico e che possano partire dalla propria valutazione della situazione economica per farsi un'opinione su questioni relative all'Unione economica e monetaria. In effetti, in tutti gli anni in esame, i sostenitori dell'UEM sono il gruppo dominante tra coloro che considerano positiva o molto positiva la situazione dell'economia europea (cfr. il grafico 6). Tuttavia, a prescindere dal giudizio sull'economia europea da parte degli intervistati, il gruppo dei sostenitori dell'UEM si è ridotto in seguito alla crisi e il calo più marcato è stato osservato tra coloro che hanno espresso un parere negativo sullo stato dell'economia europea. Effettivamente, alla fine del 2019 gli scettici sull'UEM erano il gruppo dominante tra le persone che considerano molto negativo lo stato dell'economia europea. Coloro che ritengono che l'economia europea si trovi in una situazione piuttosto negativa sembrano per lo più avere scarsa fiducia nella banca centrale: gli scettici riguardo alla BCE rappresentano il gruppo più ampio a partire dal 2011. Andamenti molto simili possono essere osservati anche nella scomposizione del sostegno all'UEM in base alla percezione della situazione economica interna da parte degli intervistati (risultati non riportati).

---

<sup>88</sup> Cfr. ad esempio, Carvalho, C. e Nechio, F., "Do people understand monetary policy?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 66, 2014, pagg. 108-123 o van der Cruysen, C., Jansen, D.-J. e de Haan, J., "How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households", *International Journal of Central Banking*, vol. 11, 2014, pagg. 169-218.

## Grafico 6

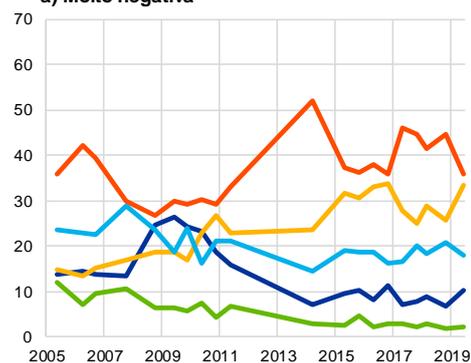
### Tipologia del sostegno all'UEM secondo la percezione dell'attuale situazione dell'economia europea

Area dell'euro, primavera 2005 – primavera 2019

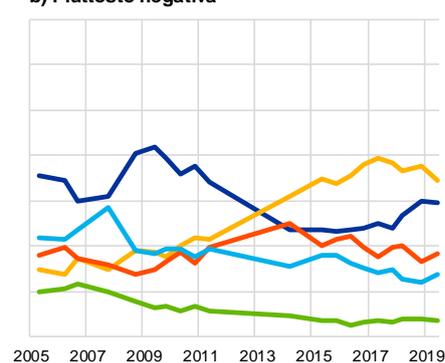
(valori percentuali)

- Sostenitori dell'UEM
- Scettici sulla BCE
- Scettici sull'UEM
- Scettici sull'euro
- Altro ("non so")

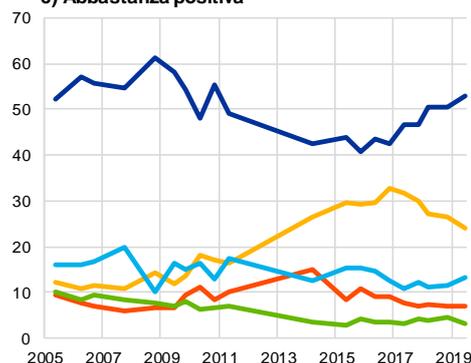
a) Molto negativa



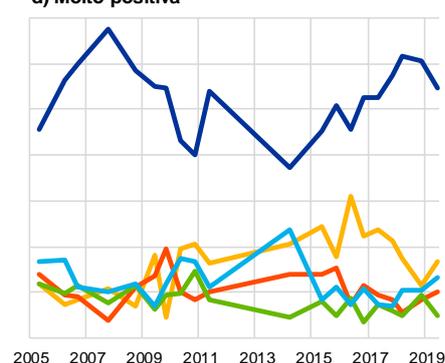
b) Piuttosto negativa



c) Abbastanza positiva



d) Molto positiva



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo sostiene l'euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo non sostiene l'euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM). Un quinto gruppo (indicato con la dicitura "Altro") comprende coloro che hanno risposto "non so" a una delle due domande. Le varie categorie sono identificate in base alla risposta fornita alla domanda "Come giudica la situazione attuale in ciascuno dei seguenti casi? La situazione dell'economia europea." Osservazioni mancanti per il periodo compreso tra l'autunno 2011 e l'autunno 2013.

**I cittadini che sono soddisfatti della propria situazione finanziaria tendono a esprimere maggiore sostegno all'euro e alla BCE.** Per quasi tutti gli anni in esame, i sostenitori dell'UEM sono stati il gruppo più numeroso tra gli intervistati che giudicano positiva o molto positiva l'attuale situazione finanziaria della propria famiglia. Va osservato, tuttavia, che la percentuale degli scettici riguardo alla BCE si è avvicinata a quella dei sostenitori dell'UEM nel periodo 2015-2016 (cfr. il grafico 7). Un quadro inverso emerge tra gli intervistati che sono molto insoddisfatti della propria situazione finanziaria: alla fine del 2019 i sostenitori dell'UEM rappresentavano poco più del 10 per cento degli intervistati di questo gruppo, in ulteriore calo rispetto ai già bassi livelli precedenti la crisi. Tra questi ultimi, gli scettici sull'UEM erano in maggioranza fino a poco tempo fa, quando gli scettici riguardo alla BCE sono diventati la categoria più numerosa, con poco più del 35 per cento degli intervistati. Lo spostamento più consistente da un gruppo all'altro si è osservato tra

gli intervistati che considerano le finanze del proprio nucleo familiare in una situazione “piuttosto negativa”. Mentre i sostenitori dell’UEM erano in maggioranza prima della crisi, la loro percentuale è scesa a un minimo del 20 per cento nel 2011 e nel 2015, mentre il numero di coloro che non hanno fiducia nella BCE e che hanno perso fiducia sia nella BCE che nell’euro è aumentato parallelamente. Dal 2014 l’euro ha riguadagnato sostegno, mentre la BCE deve ancora recuperare terreno. Nel 2019 gli scettici sulla BCE si sono quindi mantenuti in maggioranza, rappresentando poco più del 30 per cento degli intervistati.

Emerge un quadro analogo se si valuta la prevalenza dei diversi gruppi di scettici e sostenitori dell’UEM in base alla capacità degli intervistati di far fronte alle proprie spese (risultati non riportati). Sebbene i sostenitori dell’UEM siano di gran lunga in maggioranza tra gli intervistati che non incontrano nessuna difficoltà a sostenere le spese necessarie, essi restano la minoranza tra coloro che in genere hanno problemi a far fronte alle proprie spese. Oltre il 30 per cento degli intervistati di questo gruppo rientra attualmente nella categoria degli scettici riguardo alla BCE.

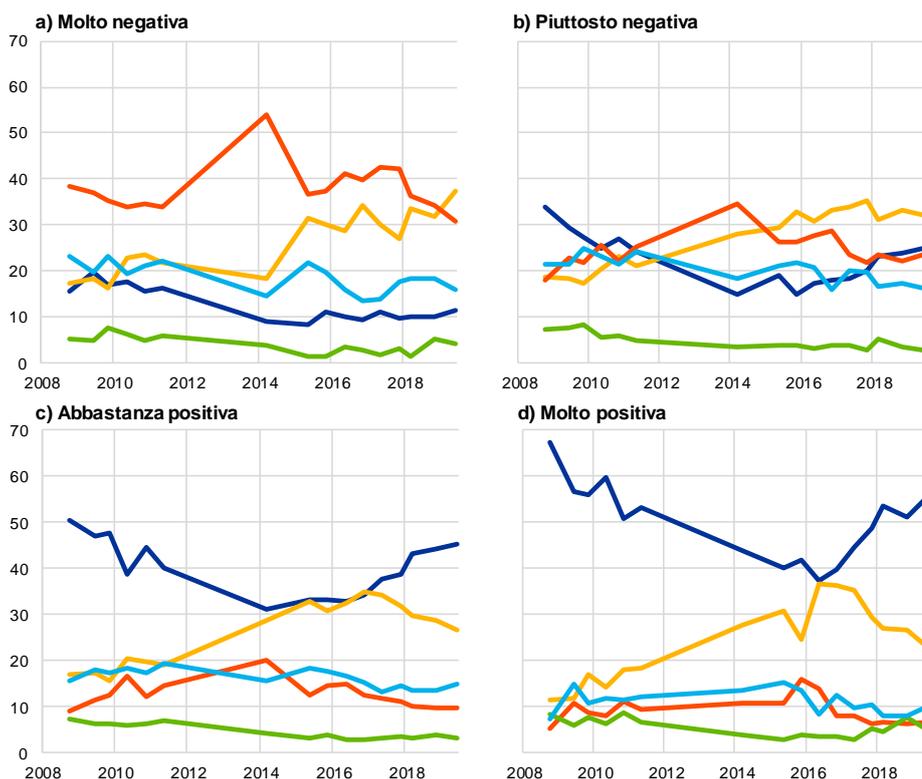
## Grafico 7

Tipologia del sostegno all'UEM secondo la percezione della situazione economica del nucleo familiare

Area dell'euro, primavera 2008 – primavera 2019

(valori percentuali)

- Sostenitori dell'UEM
- Scettici sulla BCE
- Scettici sull'UEM
- Scettici sull'euro
- Altro ("non so")



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo sostiene l'euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l'euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM). Un quinto gruppo (indicato con la dicitura "Altro") comprende coloro che hanno risposto "non so" a una delle due domande. Le varie categorie sono identificate in base alla risposta fornita alla domanda "Come giudica la situazione attuale in ciascuna delle seguenti opzioni? La situazione finanziaria della sua famiglia." Osservazioni mancanti per il periodo compreso tra l'autunno 2011 e l'autunno 2013.

### 4.6 Atteggiamento nei confronti dell'Europa e orientamento politico

**L'atteggiamento dei cittadini nei confronti dell'UE è fortemente correlato con la loro opinione sull'euro e sulla BCE.** L'euro e la BCE sono parte del quadro istituzionale e dell'elaborazione delle politiche dell'UE a livello europeo, per cui ci si attenderebbe che gli atteggiamenti in tal senso siano influenzati dall'atteggiamento generale dei cittadini nei confronti del progetto europeo. In effetti, ciò è confermato dai dati. Se si considera l'idea che i cittadini hanno dell'Unione europea quale indicatore del loro atteggiamento generale riguardo all'Unione stessa, e la si confronta con la tipologia delle opinioni sull'UEM, si rileva che la gran parte dei cittadini che hanno una concezione negativa dell'Unione europea tende anche a essere scettica nei confronti dell'UEM, mentre la stragrande maggioranza di coloro

che hanno una concezione positiva dell'Unione europea tende a sostenere l'UEM (risultati non riportati).

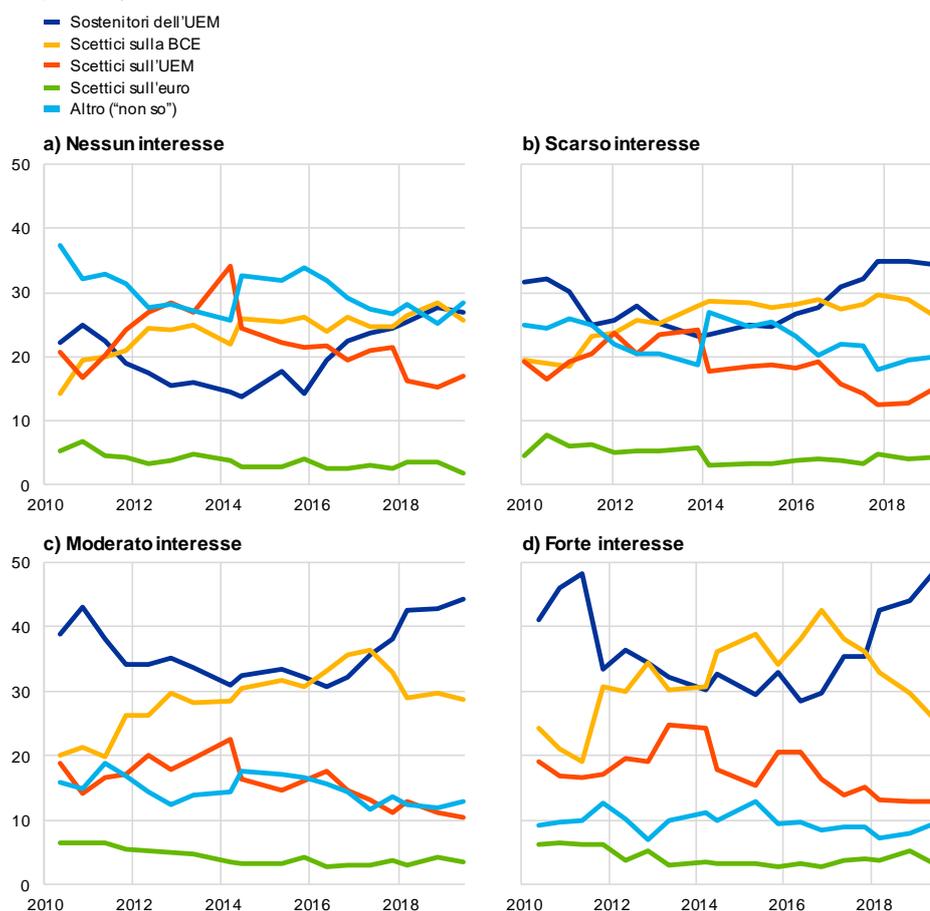
**Inoltre, l'interesse per la politica sembra mostrare una moderata correlazione con il sostegno all'UEM.** I sostenitori dell'UEM corrispondono in gran parte agli intervistati che mostrano almeno un leggero interesse per le questioni politiche, e la quota dei sostenitori dell'UEM aumenta in maniera più o meno analoga all'incremento del livello di interesse per la politica (cfr. il grafico 8). Di contro, la percentuale degli scettici riguardo all'UEM si riduce con l'aumentare dell'interesse per la politica. In particolare, lo scetticismo nei confronti della BCE sembra essere altrettanto forte in tutti gli intervistati, indipendentemente dal loro grado di interesse per la politica.

### Grafico 8

#### Tipologia del sostegno all'UEM in base all'interesse per la politica dichiarato

Area dell'euro, primavera 2010 – primavera 2019

(valori percentuali)



Fonti: Eurobarometro ed elaborazioni degli autori.

Note: la tipologia è costituita da quattro categorie: il primo gruppo non sostiene l'euro né ha fiducia nella BCE (scettici sull'UEM); il secondo sostiene l'euro ma non ha fiducia nella BCE (scettici sulla BCE); il terzo gruppo non sostiene l'euro ma ha fiducia nella BCE (scettici sull'euro); e il quarto sostiene l'euro e ha fiducia nella BCE (sostenitori dell'UEM). Un quinto gruppo (indicato con la dicitura "Altro") comprende coloro che hanno risposto "non so" a una delle due domande. Le varie categorie sono identificate in funzione di un indice di interesse per la politica costruito in base alle risposte alla domanda "Quando si riunisce con amici o parenti, discute frequentemente, occasionalmente o mai di...? 1) questioni politiche nazionali; 2) questioni politiche europee; 3) questioni politiche locali."

## 5 Osservazioni conclusive

**Negli ultimi anni la fiducia nella BCE e il sostegno all'euro hanno mostrato andamenti divergenti.** La percentuale della popolazione dell'area dell'euro che sostiene la moneta unica è rimasta relativamente stabile durante tutto il periodo della crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008-2009 e alla fine del 2019 ha registrato una tendenza al rialzo raggiungendo un massimo storico. Per contro, la quota di cittadini che hanno fiducia nella BCE è diminuita con l'inizio della crisi finanziaria e ha poi segnato una parziale ripresa fino a raggiungere un livello neutrale.

**Questo scollamento può essere ulteriormente analizzato alla luce delle tipologie di atteggiamento dei cittadini riguardo all'UEM.** Mentre si riscontra che i sostenitori dell'UEM rappresentano la percentuale maggiore della popolazione dell'area dell'euro e tale tendenza è rimasta invariata durante la crisi, la percentuale degli scettici riguardo alla BCE è aumentata in modo significativo durante la crisi, ed è anche cresciuta la quota degli scettici sull'UEM. Per contro, la percentuale degli scettici sull'euro è rimasta relativamente bassa. Ciò dimostra piuttosto chiaramente che i cittadini operano una distinzione tra l'euro e la BCE e hanno aspettative diverse su di essi, oltre al fatto che le determinanti del sostegno alla BCE sono diverse da quelle del sostegno all'euro. Al tempo stesso, il calo della fiducia nella BCE da livelli pre-crisi molto favorevoli deve essere considerato parte di una più ampia tendenza che riguarda il calo di fiducia nelle istituzioni pubbliche in Europa a seguito della crisi finanziaria internazionale.

**La scomposizione del sostegno all'UEM in base a fattori sociodemografici fa luce su quali siano le categorie di cittadini che tendono a sostenere o non sostenere l'UEM.** L'analisi delle varie categorie di sostegno all'UEM secondo differenti linee di tendenza sociodemografiche – in particolare in base a fattori geografici, legati all'età e all'istruzione, nonché alla percezione da parte degli intervistati della situazione economica e finanziaria e al loro più generale atteggiamento riguardo all'UE – rivela quali fasce della popolazione dell'area dell'euro sono più o meno inclini a sostenere l'UEM. Anche se tale analisi univariata non stima la solidità delle correlazioni né tiene conto dei fattori confondenti, gli andamenti da essa evidenziati nel tempo consentono di individuare i possibili motivi alla base dello scollamento tra la fiducia nella BCE e il sostegno all'euro.

**L'analisi suggerisce che il sostegno del pubblico all'UEM, in particolare la fiducia nella BCE, dipende in larga misura dalla percezione che i cittadini hanno della propria situazione finanziaria personale e della situazione economica generale.** La percezione dello stato dell'economia nazionale ed europea e quella della situazione finanziaria dei singoli sono strettamente correlate al sostegno all'UEM e, in particolare, alla fiducia nella BCE. Tale conclusione è ulteriormente confermata dalla distribuzione geografica del sostegno all'UEM, che mostra una quota notevolmente maggiore di scettici nei confronti dell'UEM e della BCE nei paesi dell'area dell'euro che sono stati maggiormente colpiti dalla crisi. Analogamente, il sostegno all'UEM varia notevolmente in funzione dell'istruzione e dell'occupazione; a tale riguardo, un maggior numero di anni di istruzione e occupazioni più qualificate – fattori importanti per determinare la condizione

economica personale dei singoli – sono associati a un maggiore sostegno all’UEM, nonostante un recente incremento della percentuale di scettici sulla BCE tra i differenti livelli di istruzione.

**Altri indicatori sociodemografici sembrano invece essere meno rilevanti per il sostegno all’UEM.** Non risulta una netta differenza nelle tendenze di sostegno all’UEM tra generi o generazioni, forse con l’eccezione poco rilevante della generazione bellica, che rappresenta una quota minore dei sostenitori dell’UEM in generale, ma che mostra una percentuale più elevata di persone che hanno risposto “non so”. Tra gli indicatori sociodemografici considerati sembra più pertinente l’interesse per le questioni politiche, dato che il sostegno all’UEM appare leggermente più ampio tra gli intervistati più interessati alla politica.

**Sebbene l’elevato e costante livello di sostegno all’euro sia positivo per la moneta unica, la sensibilità del sostegno alla BCE offre indicazioni importanti sul modo in cui i cittadini considerano e valutano l’operato della banca centrale.** I risultati avvalorano le ipotesi secondo cui il sostegno alla BCE è strettamente collegato alla percezione dei risultati economici, ma anche ai fattori cognitivi e agli interessi materiali connessi all’istruzione e all’occupazione. L’analisi dimostra che la fiducia nella BCE è vulnerabile ai risultati economici, potenzialmente anche a quelli che esulano dal controllo della banca centrale, ma suggerisce anche che la fiducia nella BCE può essere accresciuta se quest’ultima fornisce informazioni sui suoi compiti e obiettivi e continua a perseguire il suo mandato, volto a garantire la stabilità dei prezzi, salvaguardando così il potere d’acquisto dei cittadini.

**Una comunicazione più inclusiva e iniziative intese a migliorare la comprensione generale del mandato e dei compiti della BCE possono contribuire a rafforzare la fiducia nella banca centrale.** In particolare, vista l’eterogeneità del sostegno all’UEM e dello scetticismo nei confronti della BCE osservata tra i vari paesi e al loro interno, nonché tra le diverse fasce della popolazione, rendere la comunicazione più accessibile a persone con differenti livelli di istruzione e di conoscenze pregresse e anche rispondere alle preoccupazioni concrete dei cittadini in diverse zone dell’area dell’euro – come ad esempio quelle legate al ruolo della BCE nell’influire sui risultati economici – può rafforzare la fiducia nella banca centrale. L’eterogeneità all’interno dei paesi evidenzia la necessità di raggiungere non solo la capitale di ciascun paese, ma anche le altre aree. Inoltre, gli interventi volti a migliorare le conoscenze dei cittadini in relazione non solo alle loro finanze personali, ma anche al funzionamento dei mercati finanziari e delle banche centrali, compresi i servizi che essi forniscono alla popolazione nel quotidiano, ad esempio in materia di pagamenti o di disponibilità di contante, possono migliorare ulteriormente la comprensione e la fiducia del pubblico nella BCE e nelle sue politiche.

**Il rafforzamento dell’attività di comunicazione al fine di promuovere la fiducia nella BCE rappresenta un interesse della stessa banca centrale.** Livelli più elevati di fiducia nella banca centrale non solo contribuiscono a orientare le aspettative di inflazione e a promuovere la fiducia nella moneta, sostenendo in tal modo l’efficacia della politica monetaria, ma preservano anche l’indipendenza della banca centrale, proteggendola dalle pressioni politiche. Nel contesto dell’UEM, una

banca centrale più affidabile e quindi più efficace incoraggia inoltre i cittadini a percepire l'integrazione economica europea come un successo e promuove in tal modo un più ampio sostegno del pubblico a favore di ulteriori progressi verso una maggiore integrazione economica, finanziaria e politica. A loro volta, tali progressi potrebbero incrementare ulteriormente l'efficacia delle politiche della BCE e migliorare il benessere complessivo dei cittadini dell'area dell'euro.

## 2 Accesso al credito per le piccole e medie imprese dopo la crisi finanziaria: i risultati delle indagini

a cura di Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando e Juan Angel Garcia<sup>89</sup>

### 1 Introduzione

**L'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovuto alla crisi finanziaria mondiale e alla successiva crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha comportato gravi difficoltà di accesso al credito per le piccole e medie imprese (PMI).** L'indagine condotta dal 2009 dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) rivela cambiamenti significativi nelle condizioni di finanziamento delle imprese dall'inizio della crisi finanziaria mondiale<sup>90</sup>. Durante quest'ultima e la successiva crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, una buona parte delle PMI ha segnalato l'accesso ai finanziamenti come uno dei problemi più urgenti che gravavano sulla propria attività imprenditoriale. Il medesimo problema riguardava inoltre imprese di paesi e settori diversi.

**Le misure di politica monetaria, comprese quelle non convenzionali, hanno contribuito a migliorare l'accesso ai finanziamenti per le società non finanziarie dell'area dell'euro dopo la crisi.** Il presente articolo esamina le evidenze disponibili relative all'impatto di alcune misure non convenzionali. Tali interventi, in particolare quelli concernenti il credito bancario, ma anche quelli relativi ad alcune fonti aggiuntive di finanziamento per le PMI, sono fondamentali per comprendere l'evoluzione delle condizioni di finanziamento di queste imprese negli ultimi dieci anni.

**Sebbene le condizioni di finanziamento delle PMI siano notevolmente migliorate negli ultimi anni, alcune considerevoli difficoltà permanevano anche prima dell'inizio della diffusione della pandemia di coronavirus (COVID-19), alla fine del 2019.** Ad esempio, i risultati dell'indagine SAFE indicano che il deficit di finanziamento, cioè lo scarto tra le esigenze finanziarie e le risorse esterne disponibili, continuava a evidenziarsi per specifici strumenti, in particolare quelli di mercato. La diversificazione tra diversi strumenti di finanziamento può contribuire in modo importante alla capacità di tenuta nei confronti degli shock avversi finanziari e di natura reale. Pertanto, il presente articolo fornisce sia una tassonomia dei modelli di finanziamento delle PMI basata su un'analisi per gruppi (cluster analysis), precedente all'inizio della crisi pandemica, sia una serie di evidenze delle implicazioni per le decisioni di investimento delle imprese. Ad esempio, le PMI

<sup>89</sup> Con il supporto di Gianmarco Rimoldi per la raccolta dei dati.

<sup>90</sup> Si consideri come riferimento l'indagine condotta tra il 16 settembre e il 25 ottobre 2019, in cui la dimensione del campione per l'area dell'euro era di 11.204 imprese, di cui 10.241 (91 per cento) con meno di 250 dipendenti. Per maggiori dettagli sull'indagine, cfr.: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html). L'indagine comprende anche un campione di grandi imprese, al fine di valutare meglio possibili condizioni/vincoli di finanziamento che riguardano soltanto le PMI.

tendono a trovarsi nei gruppi in cui i principali strumenti di finanziamento sono rappresentati dalla componente flessibile del debito a breve termine o da prestiti bancari a lungo termine. Per esse, inoltre, la combinazione di leasing/factoring e prestiti a breve termine è stata particolarmente importante, in confronto alle imprese più grandi.

Nel contesto della crisi causata dal coronavirus, i dati attualmente disponibili dovrebbero evidenziare l'affermarsi di nuove difficoltà finanziarie per le PMI in tutta l'area dell'euro a fronte delle opzioni di finanziamento preesistenti. Un riquadro collegato in questo numero del Bollettino riassume i risultati dell'ultima edizione dell'indagine SAFE condotta nel corso di marzo e aprile 2020 e approfondisce le sfide che le PMI si sono trovate ad affrontare in seguito alla crisi causata dal coronavirus.

## 2 Accesso ai finanziamenti e razionamento del credito nel tempo

**A partire dal 2009 la percezione delle condizioni di finanziamento da parte delle imprese è stata contraddistinta da tre fasi importanti.** Tali fasi hanno coinciso con periodi in cui il meccanismo di trasmissione monetaria è stato compromesso a vari livelli, incidendo negativamente sulle condizioni di finanziamento delle PMI. Pertanto, in quei periodi, le misure adottate dalla BCE per ripristinare il meccanismo di trasmissione hanno avuto un impatto positivo anche sull'accesso delle PMI ai finanziamenti. La prima fase ha riguardato l'intervallo di tempo compreso tra il lancio dell'indagine nel 2009 e settembre 2012, quando è stato annunciato il programma di operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions, OMT). In questa fase le PMI hanno riferito che l'accesso ai finanziamenti è stato uno dei principali ostacoli alla conduzione della loro attività, preceduto solo dalla ricerca di nuovi clienti (cfr. il grafico 1)<sup>91</sup>. La seconda fase, dall'ultimo trimestre del 2012 a marzo 2016, è stata caratterizzata da varie misure non convenzionali di politica monetaria, tra cui l'introduzione di tassi negativi nel giugno 2014, l'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) nel settembre 2014 e il programma di acquisto di attività (PAA) della BCE nel marzo 2015. In questo periodo, secondo l'indagine, le difficoltà di accesso ai finanziamenti, pur rimanendo una preoccupazione importante per le imprese, hanno iniziato ad attenuarsi gradualmente e sono state superate dalle difficoltà nel reperire personale qualificato e dirigenti esperti. L'ultima fase va dalla primavera del 2016 fino a settembre 2019, prima della pandemia di coronavirus, e ha coinciso con l'avvio delle OMRLT-II e delle OMRLT-III, nonché del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Dalla primavera del 2016 solo l'8 per cento circa delle PMI ha menzionato l'accesso al finanziamento esterno come difficoltà principale, rispetto a quasi il 20 per cento nel 2009.

<sup>91</sup> L'indagine SAFE contiene un quesito ampio mirato a fare luce sulle valutazioni delle imprese, in particolare delle PMI, in merito ai problemi che impattano sulla rispettiva operatività. Tali preoccupazioni possono riguardare sia la domanda, come la ricerca dei clienti, la concorrenza, la regolamentazione e la disponibilità di manodopera qualificata, sia l'offerta, come l'accesso ai finanziamenti e i costi di produzione o di manodopera.

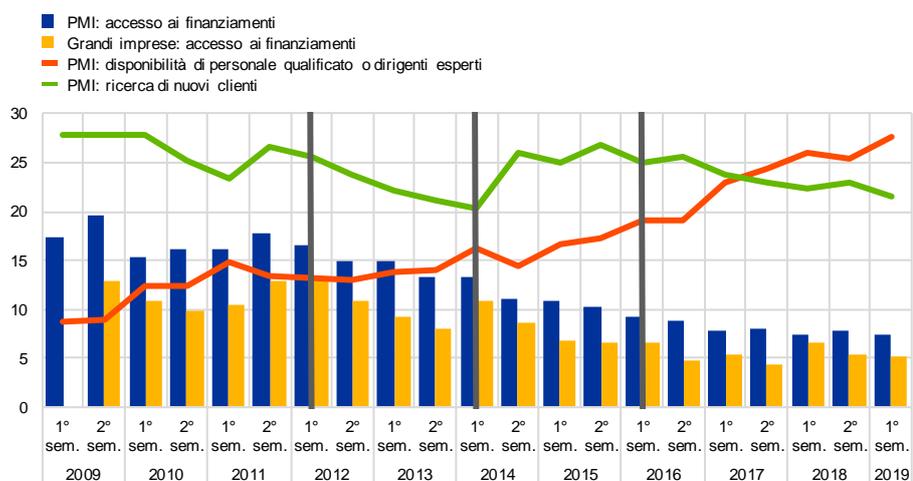
### Le condizioni di finanziamento delle imprese dell'area dell'euro sono state particolarmente difficili per le PMI, con una certa eterogeneità tra i settori.

Nel corso di tutto il periodo in esame, la percentuale di imprese che consideravano l'accesso ai finanziamenti il loro problema principale è stata costantemente più elevata per le PMI rispetto alle grandi imprese (cfr. il grafico 1). Quanto ai settori, fino a settembre 2012 l'accesso ai finanziamenti è stata la maggiore preoccupazione in particolare per le costruzioni, come riferito dal 22 per cento delle PMI del settore, rispetto al 15 per cento delle PMI dei servizi (cfr. il grafico 2). Ciò può essere ricondotto, per esempio, a un atteggiamento più scrupoloso da parte degli istituti finanziari nella concessione di prestiti al settore delle costruzioni a seguito della crisi finanziaria mondiale. Nell'ultima fase, tuttavia, in questo ambito non si sono riscontrate grandi differenze tra i settori. Al tempo stesso, la disponibilità di personale qualificato è diventato il problema più urgente per il settore delle costruzioni (29 per cento), spesso ascrivibile all'introduzione di nuove tecnologie associata all'invecchiamento della forza lavoro. Tale comparto è stato colpito in misura maggiore rispetto, per esempio, a quello del commercio (18 per cento), che ne ha risentito meno di tutti gli altri.

#### Grafico 1

##### Principali problemi che hanno interessato le imprese dell'area dell'euro

(percentuali ponderate degli intervistati)



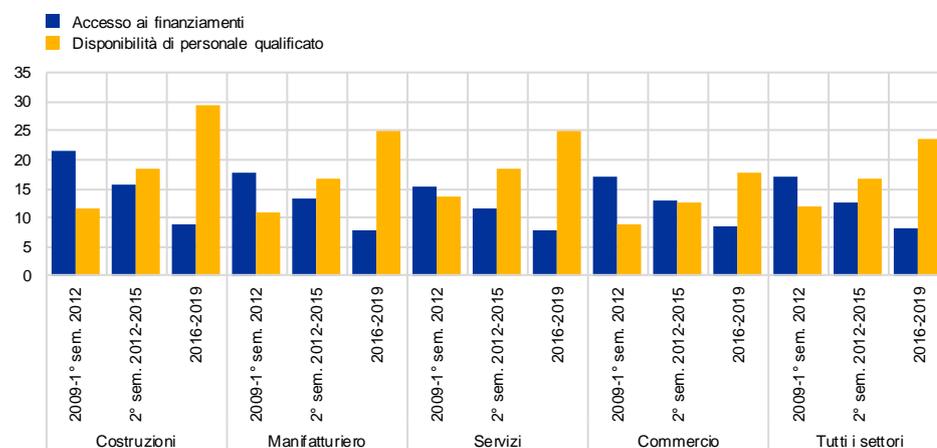
Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: la prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle OMT, la seconda linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-I e della politica dei tassi negativi e la terza linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-II e del CSPP. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

## Grafico 2

### Principali problemi che hanno interessato le PMI dell'area dell'euro per settore

(percentuali ponderate degli intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

### Nel tempo si sono attenuati i vincoli che interessavano le imprese attivamente impegnate nella ricerca di finanziamenti esterni.

Sulla base dei risultati dell'indagine SAFE, le imprese sono considerate finanziariamente razionate se risulta soddisfatta una delle tre condizioni seguenti: a) hanno presentato una richiesta di prestito bancario ricevendo un diniego; b) hanno rifiutato il prestito a causa degli eccessivi costi associati o dell'importo accordato troppo ridotto; oppure c) sono state scoraggiate dal richiedere un prestito bancario per timore di un diniego<sup>92</sup>. Nella fase compresa tra il 2009 e il 2012, circa il 15 per cento delle PMI dell'area dell'euro che consideravano i prestiti bancari un'importante fonte di finanziamento si sono trovate in una condizione di restrizione del credito. Nella seconda fase (approssimativamente fino a marzo 2016) tale percentuale è diminuita a circa il 12 per cento, stabilizzandosi negli ultimi anni attorno all'8 per cento (cfr. il grafico 3).

### La quota di imprese finanziariamente razionate varia per dimensione, categoria e paese.

Le PMI tendono a riferire più spesso di essere soggette a vincoli finanziari rispetto alle grandi imprese, anche se le percentuali sono diminuite nel corso del tempo (cfr. il grafico 3). Altre caratteristiche che determinano l'eterogeneità tra le PMI sono età e grado di innovazione delle imprese: quelle piccole e giovani incontrano particolari difficoltà di accesso ai finanziamenti esterni<sup>93</sup>. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che è più probabile che debbano confrontarsi con maggiori asimmetrie

<sup>92</sup> La definizione di imprese finanziariamente razionate è disponibile nel grafico 20 del [rapporto sull'indagine SAFE](#).

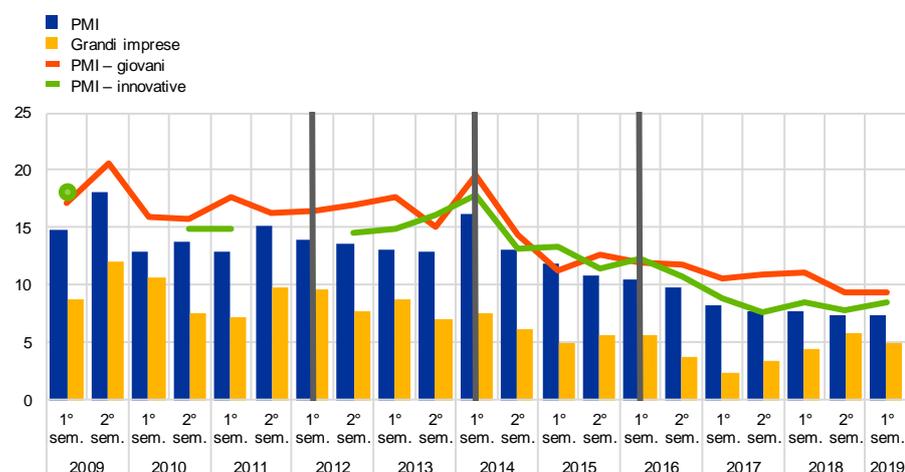
<sup>93</sup> Cfr. Ferrando, A. e Mulier, K., "Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?", *Economic and Social Review*, vol. 46, n. 1, Francoforte sul Meno, 2015, pagg. 87-117.

informative e difficoltà contrattuali<sup>94</sup>. La quota di PMI mature (in attività da dieci o più anni) soggette a restrizioni è molto inferiore rispetto a quella delle imprese giovani (in attività da meno di dieci anni). Le PMI che svolgono attività innovative hanno incontrato maggiori ostacoli per ottenere un prestito bancario rispetto alle imprese che forniscono prodotti e servizi prevalentemente tradizionali. In generale, il finanziamento delle attività innovative è spesso difficile per le imprese, data l'ulteriore incertezza che esse comportano<sup>95</sup>. Il grafico 3 dimostra che le PMI innovative sono state maggiormente soggette a vincoli di credito.

### Grafico 3

#### Imprese finanziariamente razionate per età e dimensioni

(percentuali ponderate degli intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: la prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle OMT, la seconda linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-I e della politica dei tassi negativi e la terza linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-II e del CSPP. Le informazioni sulle imprese innovative non sono disponibili per ogni edizione. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

#### Nel confronto con le PMI, le grandi imprese risentono di restrizioni del credito meno gravi non solo per grado, ma anche per tipologia.

Le grandi imprese hanno riferito di essere soggette a restrizioni creditizie di tipo quantitativo (vale a dire che le banche accordano prestiti di importo ridotto rispetto a quanto richiesto) più frequentemente rispetto alle PMI, che però hanno ricevuto totali dinieghi decisamente più spesso delle grandi imprese (cfr. il grafico 4). Inoltre, le PMI, in particolare le imprese giovani e/o innovative, sono state scoraggiate con maggiore frequenza dal richiedere prestiti. La percentuale delle imprese scoraggiate è rimasta relativamente stabile durante tutto il periodo in esame, mentre la quota di quelle che hanno ricevuto un diniego è diminuita sensibilmente, raggiungendo nel 2019 i livelli minimi del 2 per cento per le PMI e dell'1 per cento per le grandi imprese. Per tutte,

<sup>94</sup> Cfr., ad es., Berger, A. N. e Udell, G. F., "A more complete conceptual framework for financing of small and medium enterprises", *Policy Research Working Paper Series*, n. 3795, Banca mondiale, 2005; Rauh, J., "Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans", *Journal of Finance*, vol. 61, n. 1, 2006, pagg. 33-71; Fee, C. E., Hadlock, C. J. e Pierce, J. R., "Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n. 6, giugno 2009, pagg. 2361-2392; e Hadlock, C. J. e Pierce, J. R., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", *The Review of Financial Studies*, vol. 23, n. 5, maggio 2010, pagg. 1909-1940.

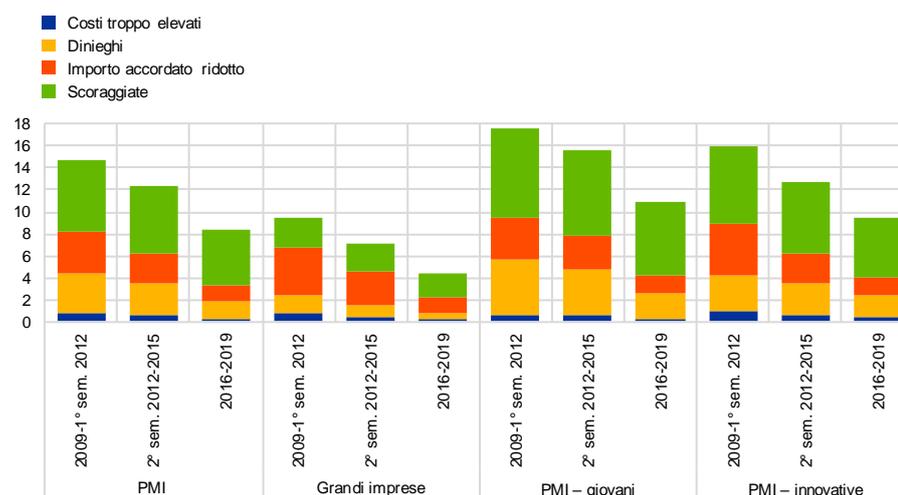
<sup>95</sup> Cfr. Acharya, V. e Xu, Z., "Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms", *Journal of Financial Economics*, vol. 124, n. 2, 2017, pagg. 223-243.

i costi associati ai crediti bancari hanno rappresentato un fattore trascurabile nella creazione di vincoli finanziari, per effetto del livello considerevole di accomodamento della politica monetaria osservato dal 2009.

#### Grafico 4

##### Scomposizione delle imprese finanziariamente razionate per età e dimensioni

(percentuali ponderate degli intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

### 3 Effetti della politica monetaria non convenzionale

#### In risposta alle deboli condizioni economiche diffuse nell'area dell'euro, negli ultimi anni sono state adottate diverse misure di stimolo monetario.

Tali provvedimenti hanno incluso una serie di misure non convenzionali mirate a ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e a riportare stabilmente l'inflazione a livelli coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. Queste misure hanno agito attraverso diversi canali e alcune di esse si sono dimostrate particolarmente utili per attenuare i problemi del settore bancario, ripristinando la dinamica del credito e supportando le condizioni di finanziamento<sup>96</sup>. In particolare<sup>97</sup>:

- Il programma di OMT è stato annunciato nell'estate del 2012. Nell'ambito di un programma definito dal Meccanismo europeo di stabilità (MES), le OMT consentono l'acquisto di titoli di Stato idonei emessi dai governi dei paesi

<sup>96</sup> Per una valutazione esaustiva dei canali di trasmissione delle misure non convenzionali adottate dalla BCE, cfr. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint-Guilhem, A. e Yiangou, J., "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", *Working Paper Series*, n. 2346, BCE, 2019. Cfr. anche il riquadro *L'impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle condizioni di finanziamento: il punto delle evidenze recenti* nel numero 2/2017 di questo Bollettino.

<sup>97</sup> In questo articolo, l'accento è posto sulle analisi delle decisioni non convenzionali di politica monetaria, basate sulle valutazioni delle imprese emerse dalle risposte all'indagine SAFE. Pertanto, in questa sede non sono prese in considerazione tutte le misure non convenzionali attuate, come, ad esempio, i programmi per l'acquisto di attività cartolarizzate (asset-backed securities, ABS) o di titoli del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP), nonostante l'impatto che hanno avuto sulle condizioni di finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro.

dell'area dell'euro al fine di far fronte a gravi distorsioni nei mercati delle obbligazioni sovrane. Sebbene non sia stato effettuato ancora alcun acquisto tramite il programma OMT, il suo annuncio ha contribuito a ridurre in modo immediato, drastico e permanente i rendimenti delle obbligazioni sovrane emesse da paesi sottoposti a particolari tensioni in materia di bilancio<sup>98</sup>. Inoltre, alleviando la pressione sulle banche dell'area dell'euro che detengono tali titoli, l'annuncio del programma OMT ha contribuito a sostenere l'erogazione dei prestiti.

- Nell'estate del 2014 i tassi di interesse sono stati ridotti fino ad arrivare in territorio negativo, fornendo così un ulteriore stimolo monetario<sup>99</sup>. Inoltre, la BCE ha più volte comunicato la propria intenzione di mantenere bassi i tassi di interesse a breve termine per un periodo di tempo prolungato e tali indicazioni prospettiche (forward guidance) hanno rafforzato l'effetto segnaletico (signalling channel) dei tagli ai tassi di riferimento.
- Il CSPP è stato annunciato per la prima volta a marzo 2016, come parte di una più ampia gamma di misure nell'ambito del PAA ampliato. È stato avviato a giugno 2016 per consentire ingenti acquisti diretti di obbligazioni idonee (cioè di tipo investment grade) emesse da società aventi sede nell'area dell'euro<sup>100</sup>. Il programma era volto a ridurre i costi di finanziamento del debito delle grandi imprese in grado di emettere tali obbligazioni come fonte di finanziamento alternativa ai prestiti bancari, rendendo possibile una maggiore offerta di questi ultimi a favore delle imprese più piccole<sup>101</sup>.
- Al fine di promuovere ulteriormente i prestiti alle imprese sono state avviate diverse serie di OMRLT. Gli importi che gli enti creditizi potevano prendere in prestito nell'ambito di queste operazioni erano collegati al credito idoneo concesso a società non finanziarie e famiglie residenti nell'area dell'euro, esclusi i prestiti per l'acquisto di immobili residenziali, in tutte le valute. La prima serie di OMRLT (OMRLT-I) è stata annunciata a giugno 2014 e attuata a settembre dello stesso anno. La seconda serie (OMRLT-II) è stata annunciata a marzo 2016 e attuata nel giugno successivo. Infine, una terza serie di OMRLT (OMRLT-III) è stata annunciata a marzo 2019 e attuata a partire da settembre<sup>102</sup>.

**Tutte le misure menzionate hanno influenzato la percezione che le imprese dell'area dell'euro hanno della disponibilità di finanziamenti esterni (cfr. i grafici 5 e 6).**

<sup>98</sup> Cfr. Altavilla, C., Giannone, D. e Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements", *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n. 2001, pagg. 29-57.

<sup>99</sup> Per una valutazione esaustiva dell'impatto dei tassi negativi, cfr. l'articolo *Tassi negativi e trasmissione della politica monetaria* nel numero 3/2020 di questo Bollettino e Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., e Holton, S., "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", *Working Paper Series*, n. 2289, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2019.

<sup>100</sup> Per una valutazione dell'impatto del CSPP, cfr. il riquadro *Il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario: attuazione ed effetti* nel numero 4/2017 di questo Bollettino.

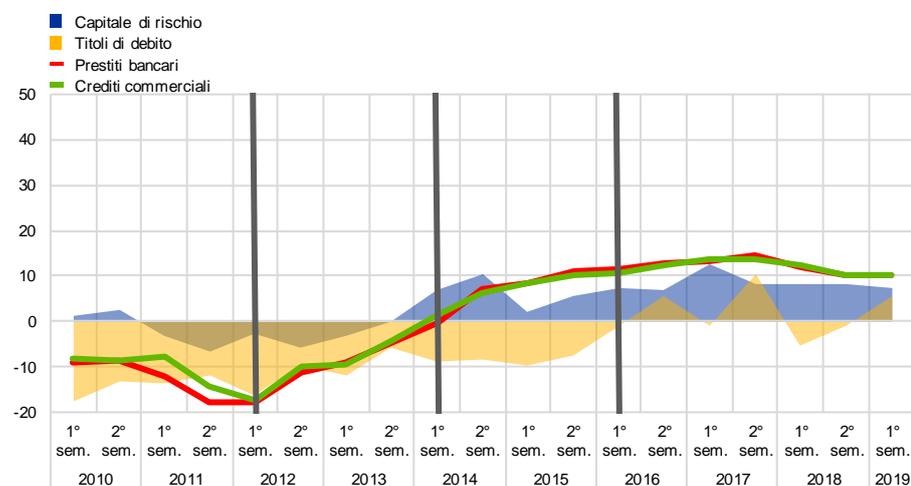
<sup>101</sup> Cfr. Grosse-Rueschkamp, B., Steffen, S. e Streitz, D., "A Capital Structure Channel of Monetary Policy", *Journal of Financial Economics*, vol. 133, n. 2, 2019, pagg. 357-378.

<sup>102</sup> Cfr. Rostagno, M. et al., op. cit.

## Grafico 5

### Disponibilità di strumenti di finanziamento esterno per le PMI

(percentuali nette degli intervistati che dichiarano lo strumento rilevante)



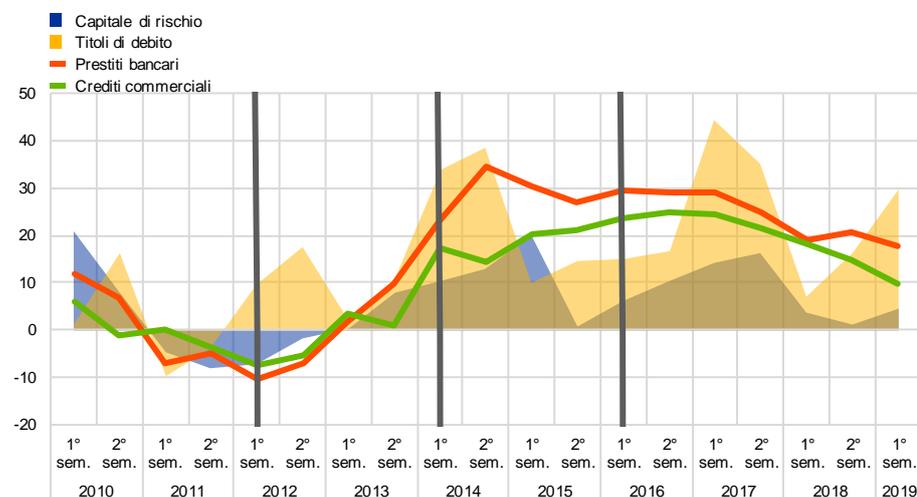
Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: la prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle OMT, la seconda linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-I e della politica dei tassi negativi e la terza linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-II e del CSPP. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

## Grafico 6

### Disponibilità di strumenti di finanziamento esterno per le grandi imprese

(percentuali nette degli intervistati che dichiarano lo strumento rilevante)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano l'aumento di un dato fattore e la percentuale di quelle che ne segnalano la diminuzione. La prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle OMT, la seconda linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-I e della politica dei tassi negativi e la terza linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-II e del CSPP. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

**Alla crisi finanziaria mondiale in alcuni paesi dell'area dell'euro è seguita quella del debito sovrano, creando ulteriori difficoltà per l'accesso delle PMI ai finanziamenti.** Poiché le banche tendono a detenere ingenti quantitativi di titoli di Stato nazionali, anche i settori bancari dei paesi soggetti a tensioni hanno subito pressioni sui mercati finanziari e i loro costi di raccolta sono aumentati. Si è inoltre accentuato il razionamento del credito per le PMI. In tale contesto, l'annuncio delle OMT era specificamente volto ad allentare le condizioni dei mercati finanziari nei

paesi in difficoltà e, in tal modo, a migliorare indirettamente l'accesso ai finanziamenti.

**L'annuncio del programma OMT ha migliorato l'accesso al credito.** Poco prima dell'annuncio del programma OMT, il 18 per cento delle PMI dell'area dell'euro e il 10 per cento delle grandi imprese segnalavano un deterioramento della disponibilità dei prestiti bancari in termini netti (cfr. i grafici 6 e 7)<sup>103</sup>. Il programma ha rappresentato un punto di svolta nella percezione delle imprese, conclusione confermata dall'analisi econometrica. Secondo Ferrando et al., le PMI dei paesi vulnerabili hanno dichiarato di essere state meno soggette a razionamento del credito o scoraggiate dal domandare prestiti nei sei mesi successivi all'annuncio del programma<sup>104</sup>.

**Nonostante l'impatto positivo delle OMT e delle altre misure non convenzionali, all'interno dell'area dell'euro l'offerta di credito alle società non finanziarie ha avuto andamenti divergenti a partire dalla crisi europea del debito sovrano (cfr. il grafico 7).** Corbisiero e Faccia trovano che le domande di prestito delle società non finanziarie siano state rifiutate più frequentemente nei paesi più colpiti dalla crisi europea del debito sovrano<sup>105</sup>. Tali rifiuti sono stati influenzati dalle condizioni dei bilanci delle banche, in particolare dalla presenza dei crediti deteriorati (non-performing loans, NPL). Ciò suggerisce che in questi paesi i fattori dell'offerta di fatto hanno svolto un ruolo importante nella dinamica debole del credito. In presenza di livelli relativamente elevati di crediti deteriorati le banche tendono a concedere meno prestiti, anche alle imprese meritevoli di credito<sup>106</sup>. Durante la crisi europea del debito sovrano, livelli sostenuti di crediti deteriorati si sono registrati principalmente nei paesi vulnerabili; in essi, pertanto, la debolezza dei bilanci delle singole banche potrebbe aver contribuito alle modeste dinamiche del credito osservate. Nel complesso, le evidenze empiriche descritte avvalorano il successo delle misure non convenzionali della BCE nel migliorare i termini e le condizioni del credito concesso dalle banche alle PMI, coerentemente con la visione della trasmissione della politica monetaria legata al canale bancario<sup>107</sup>.

---

<sup>103</sup> Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano l'aumento di un dato fattore e la percentuale di quelle che ne segnalano la diminuzione.

<sup>104</sup> Cfr. Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G.F., "Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Microevidence from the Eurozone", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 51, n. 4, 2019, pagg. 896-928.

<sup>105</sup> Cfr. Corbisiero, G. e Faccia, D., "Firm or bank weakness? Access to finance since the European sovereign debt crisis", *Working Paper Series*, n. 2361, BCE, Francoforte sul Meno, 2020.

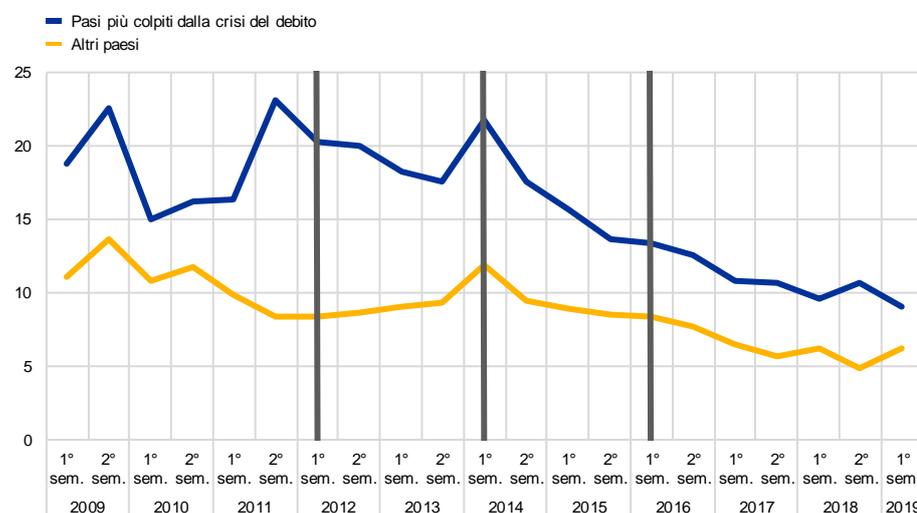
<sup>106</sup> Lo studio mostra che le principali conclusioni sono valide per definizioni alternative di rifiuto del credito e per criteri alternativi di abbinamento tra imprese e banche nel caso di relazioni bancarie multiple: abbinare le imprese con la prima banca citata o con la banca più solida tra quelle indicate. Inoltre, i risultati non sono influenzati da una maggiore concentrazione di imprese in difficoltà nei paesi periferici. Cfr. anche l'edizione di luglio 2018 del rapporto sull'indagine sul credito bancario.

<sup>107</sup> Per ulteriori evidenze cfr. l'articolo a cura di Burlon, L., Dimou, M., Drahonsky, A.-C e Köhler-Ulbrich, P., *Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

## Grafico 7

### PMI finanziariamente razionate nei paesi più colpiti dalla crisi del debito

(percentuali ponderate degli intervistati)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: per "paesi più colpiti dalla crisi del debito" si intendono: Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Cipro e Portogallo.

La prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle OMT, la seconda linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-I e della politica dei tassi negativi e la terza linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-II e del CSPP. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

**Diversi studi dimostrano che le OMRLT hanno migliorato significativamente vari aspetti delle condizioni di finanziamento delle imprese, ad esempio incrementando la disponibilità effettiva e attesa dei prestiti o riducendo gli oneri per interessi<sup>108</sup>.** È importante sottolineare che è stato osservato un

incremento della disponibilità di crediti bancari a favore di imprese con sede nei paesi più colpiti dalla crisi europea del debito sovrano, ma anche, e in misura maggiore, a favore di imprese con sede nel resto dell'area. Inoltre, i miglioramenti si sono differenziati in base ai diversi tipi di imprese: quelle di dimensioni medie/grandi e le imprese mature ne hanno beneficiato maggiormente, essendoci evidenze del maggior impatto esercitato dalle restrizioni creditizie sugli investimenti di tali imprese<sup>109</sup>.

**Anche l'accesso a fonti di finanziamento diverse dai prestiti bancari è importante per le PMI.** Benché i prestiti bancari continuino a rappresentare la principale fonte di finanziamento per le PMI dell'area dell'euro, i mutamenti delle condizioni dei mercati finanziari e le difficoltà incontrate dal settore bancario a seguito della crisi finanziaria mondiale hanno messo in luce il ruolo chiave rivestito dalla diversificazione dei finanziamenti esterni nel determinare la capacità di ripresa a seguito di shock avversi finanziari e di natura reale<sup>110</sup>.

<sup>108</sup> Cfr. Afonso, A. e Sousa-Leite, J., "The Transmission of Unconventional Monetary Policy to Bank Credit Supply: Evidence from the TLTRO", *REM Working Paper*, n. 65, 2019.

<sup>109</sup> Cfr. García-Posada Gómez, M., "Credit constraints, firm investment and employment: Evidence from survey data", *Journal of Banking and Finance*, vol. 99, 2019, pagg. 121-141.

<sup>110</sup> Cfr. De Fiore, F. e Uhlig, H., "Corporate Debt Structure and the Financial Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n. 8, 2015, pagg. 1571-1598.

**A migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti hanno inoltre contribuito gli acquisti di obbligazioni societarie attraverso il CSPP.** Betz e De Santis hanno dimostrato che il CSPP ha fortemente contribuito ad aumentare le dimensioni del mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, incoraggiando le banche a incrementare la quota di prestiti accordati alle imprese più piccole<sup>111</sup>. Secondo le risposte fornite nell'indagine SAFE, la maggiore disponibilità di prestiti bancari alle PMI durante questo periodo è stata accompagnata da miglioramenti nell'emissione di titoli di debito da parte delle grandi imprese (cfr. i grafici 5 e 6).

**Oltre ai canali di trasmissione già esaminati, le misure non convenzionali possono avere un impatto sull'accesso delle PMI al credito attraverso le aspettative di queste ultime riguardo alla futura disponibilità di finanziamenti.**

Secondo Ferrando et al., l'influenza esercitata sulle decisioni delle PMI dalle loro aspettative sull'accesso al credito suggerisce l'esistenza di un "canale delle aspettative di finanziamento" nell'ambito della politica monetaria<sup>112</sup>. Tale "canale delle aspettative di finanziamento" ha integrato il "canale del credito bancario" tradizionale attraverso cui la politica monetaria viene trasmessa all'economia reale modificando il livello e la composizione dei prestiti bancari. Gli autori forniscono evidenze del fatto che tre delle misure non convenzionali citate, ossia l'annuncio delle OMT, i tassi negativi e il CSPP, hanno avuto un effetto significativo sulle attese relative alla disponibilità futura di credito (cfr. il grafico 8). In particolare, subito dopo gli annunci di politica monetaria, le aspettative sull'accesso al credito sono migliorate in misura relativamente maggiore per le PMI contraenti prestiti da banche che, in seguito alla misura annunciata, si prevedeva aumentassero i finanziamenti alle PMI<sup>113</sup>. Gli autori dimostrano inoltre che gli investimenti e l'occupazione delle PMI sono aumentati in misura maggiore nel caso di imprese che si aspettavano un futuro miglioramento del credito bancario.

---

<sup>111</sup> Cfr. Betz, F. e De Santis, R., "ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms", *Working Paper Series*, n. 2314, BCE, Francoforte sul Meno, 2019.

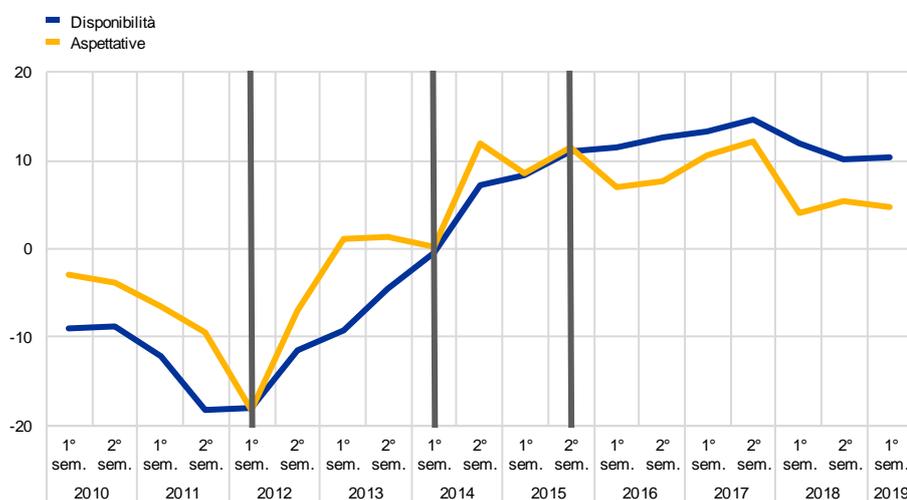
<sup>112</sup> Cfr. Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G. F. (2020), "A Funding Expectations Channel of Monetary Policy", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione. In un altro studio dal titolo "Firms' expectations on the availability of credit after the financial crisis", *Review of Behavioural Finance*, 2020, Ferrando, A., Ganoulis, I. e Preuss, C. esaminano la formazione delle aspettative sulla disponibilità di finanziamenti bancari tra le PMI dell'area dell'euro. Le imprese mostrano di avvalersi di una gamma più ampia di informazioni a loro disposizione, ad esempio di dati sulle proprie vendite e sui propri utili, nonché sul contesto economico generale. È rilevante che le PMI sembrano combinare elementi sia retrospettivi sia prospettici, in alcuni casi includendo annunci importanti di politica monetaria, come ad esempio quello delle OMT.

<sup>113</sup> Ciò potrebbe certamente essere il risultato di molteplici fattori aggiuntivi derivanti dall'annuncio delle misure: ad esempio, nel caso della politica dei tassi di interesse negativi, Altavilla et al. richiamano l'attenzione su un altro canale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, attraverso il quale le banche solide possono trasferire i tassi negativi ai depositi delle imprese senza subire una contrazione nella raccolta. Dimostrano inoltre che la politica dei tassi di interesse negativi fornisce un ulteriore stimolo all'economia attraverso la ricomposizione degli attivi delle imprese.

## Grafico 8

### Annunci di misure non convenzionali di politica monetaria e aspettative delle PMI circa la disponibilità di prestiti bancari

(percentuali nette degli intervistati interessati ai prestiti bancari)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano l'aumento di un dato fattore e la percentuale di quelle che ne segnalano la diminuzione. La prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle OMT, la seconda linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-I e della politica dei tassi negativi e la terza linea verticale grigia indica l'avvio delle OMRLT-II e del CSPP. L'ultima osservazione si riferisce al periodo da aprile a settembre 2019.

**Nel complesso, le evidenze empiriche disponibili sostengono fortemente l'ipotesi che le misure non convenzionali di politica monetaria avviate negli ultimi anni dalla BCE abbiano avuto un effetto positivo a supporto delle condizioni di finanziamento delle imprese dell'area dell'euro, comprese le PMI.**

È importante sottolineare che le evidenze rilevate indicano che le misure non convenzionali hanno funzionato attraverso diversi canali e che il loro impatto è stato in qualche misura eterogeneo nei vari paesi. Nell'interpretare i risultati occorre tenere presente che isolare gli effetti della politica monetaria è sempre difficile. Inoltre, nel caso dell'analisi presentata in questa sezione, la natura non convenzionale delle misure, per le quali esiste un numero molto limitato di precedenti, complica ulteriormente il processo di identificazione di tali effetti.

## 4 Modelli di finanziamento e comportamento finanziario

**Nonostante le migliori condizioni di finanziamento e le misure di politica monetaria finora attuate, l'accesso delle PMI al credito continua a presentare alcune sfide strutturali.** Esse sono principalmente legate al fatto che le imprese dell'area dell'euro utilizzano ancora un numero limitato degli strumenti di finanziamento disponibili. Al fine di analizzare tale caratteristica strutturale,

la presente sezione considera il periodo da aprile a settembre 2019 e fornisce un'istantanea delle opzioni di finanziamento scelte dalle imprese dell'area dopo gli andamenti descritti nella precedente sezione.

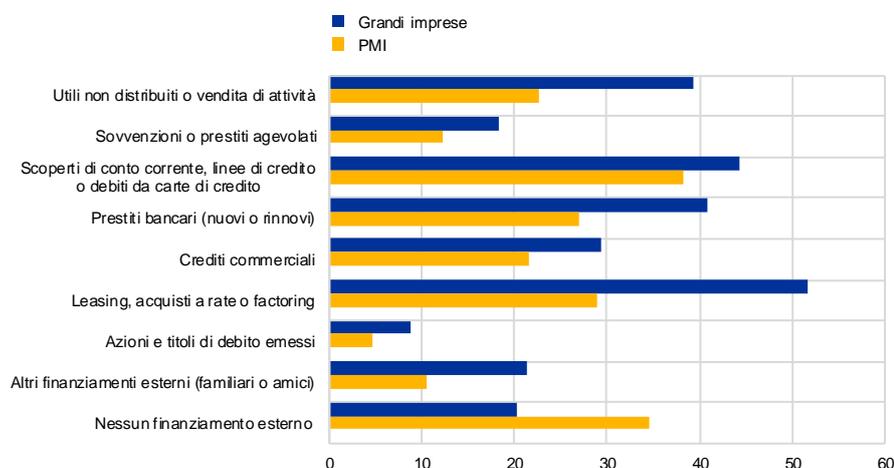
**Le scelte di finanziamento delle imprese dell'area dell'euro sono limitate a pochi strumenti, per lo più connessi al settore bancario.** Il leasing e il factoring

per le grandi imprese e il credito commerciale per le PMI svolgono altresì un ruolo importante (cfr. il grafico 9). Vi sono differenze in funzione delle dimensioni dell'impresa, sebbene l'importanza relativa delle fonti di finanziamento rimanga nel complesso identica. In particolare, le PMI tendono a utilizzare fondi esterni in misura minore: almeno un terzo di esse segnala di non aver fatto ricorso a fonti esterne di finanziamento; per le grandi imprese tale quota è pari al 20 per cento. Indipendentemente dalle dimensioni dell'impresa, il finanziamento mediante ricorso al mercato (ossia debito o capitale di rischio) rimane limitato.

### Grafico 9

#### Utilizzo delle fonti di finanziamento da parte delle imprese dell'area dell'euro

(percentuali ponderate nel periodo 2009-2019)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.  
Nota: fonti di finanziamento rilevanti utilizzate negli ultimi sei mesi.

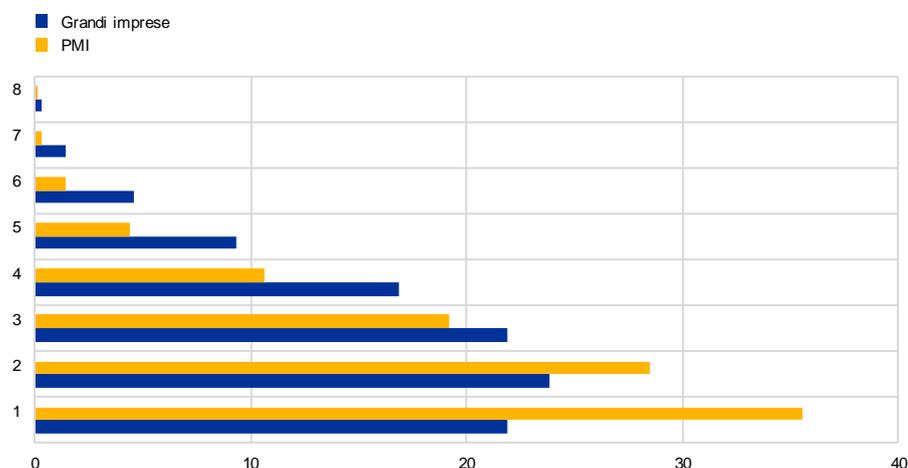
**Le PMI utilizzano un numero limitato di fonti di finanziamento.** Il grafico 10 mostra la distribuzione del numero di fonti di finanziamento utilizzate dalle PMI e dalle grandi imprese. In linea con la letteratura<sup>114</sup>, dai dati emerge che le PMI presentano un grado di diversificazione delle fonti di finanziamento ridotto rispetto alle grandi imprese. Molte PMI hanno utilizzato soltanto una tipologia di finanziamento (36 per cento), mentre per le grandi imprese tale percentuale risulta inferiore (22 per cento). Se si considerano le imprese che utilizzano quattro o più fonti di finanziamento, quelle di grandi dimensioni sono in percentuale quasi doppia rispetto alle PMI.

<sup>114</sup> Cfr. Berger, A. e Udell, G., "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, nn. 6-8, 1998, pagg. 613-673; Cressy, R. e Olafsson, C., "European SME Financing: An Overview", *Small Business Economics*, vol. 9, n. 2, 1997, pagg. 87-96; Lawless, M., O'Connell, B. e O'Toole, C., "Financial structure and diversification of European firms", *Applied Economics*, vol. 47, n. 23, 2015, pagg. 2379-2398.

## Grafico 10

### Numero di fonti di finanziamento utilizzate (per dimensione dell'azienda)

(percentuali ponderate nel periodo 2009-2019)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Nota: la cifra indica la frequenza del numero di fonti di finanziamento diverse utilizzate dalle imprese per le loro operazioni.

### Imprese di dimensioni diverse utilizzano combinazioni diverse di strumenti finanziari.

Al fine di stabilire una tassonomia dei modelli di finanziamento, le imprese del campione considerato nell'indagine SAFE sono raggruppate sulla base delle loro fonti di finanziamento mediante un'analisi per gruppi". Il riquadro 1 espone i risultati di tale analisi, basata sull'edizione dell'indagine relativa al periodo aprile-settembre 2019. La tassonomia fornisce un'istantanea del comportamento finanziario delle imprese dell'area dell'euro fino al periodo immediatamente precedente la crisi causata dal coronavirus. Sebbene l'impostazione sia per sua natura legata a un periodo specifico, l'analisi delle risposte fornite considerando periodi diversi dell'indagine, ad esempio tra aprile e settembre 2012, dimostra che le imprese hanno adottato modelli di finanziamento sostanzialmente simili<sup>115</sup>. Nell'edizione dell'indagine relativa al periodo aprile-settembre 2019, ciascuno degli otto gruppi contiene una percentuale del numero complessivo di imprese compresa tra circa il 7 e il 10 per cento, a eccezione del gruppo più grande, ossia quello costituito dalle imprese che segnalano di non aver utilizzato fonti esterne di finanziamento (38 per cento). La tassonomia presentata nella tavola 1 conferma che le grandi imprese, individuate sulla base del numero di dipendenti o del fatturato, utilizzano fonti di finanziamento più eterogenee rispetto alle PMI e, inoltre, hanno maggiori probabilità di essere quotate in borsa o di appartenere a un gruppo aziendale. Una percentuale più elevata di grandi imprese appartiene ai gruppi che si avvalgono di più strumenti finanziari (*misti – mercato*, *misti – familiari o amici* e *misti – sovvenzioni*, cfr. il riquadro 1), in particolare se si considera la differenza tra le imprese con un fatturato molto alto (oltre i 50 milioni di euro) e quelle con un fatturato basso (meno di 10 milioni di euro). Le PMI, invece, tendono a figurare più spesso nei gruppi i cui i principali strumenti di finanziamento sono costituiti dalla

<sup>115</sup> Un segnale del fatto che la tassonomia sia lievemente cambiata nel tempo, insieme alle condizioni di finanziamento delle imprese, è ricavabile dall'analisi empirica riferita al 2012. Essa indica l'esistenza di sette gruppi, anziché otto, in quanto non è possibile ricondurre imprese al gruppo contraddistinto dall'ampio ricorso a sovvenzioni o prestiti agevolati.

componente flessibile del debito a breve termine o dai prestiti bancari a lungo termine. Inoltre, per le PMI si è dimostrata particolarmente importante la combinazione di leasing/factoring e prestiti a breve termine (gruppo *principalmente leasing-factoring*).

## Riquadro 2

### Tassonomia dei modelli di finanziamento nell'area dell'euro: un approccio basato sull'analisi per gruppi

a cura di A. Ferrando e K. Bańkowska

L'analisi empirica impiegata per identificare i modelli di finanziamento adottati dalle imprese dell'area dell'euro utilizza un approccio basato sull'analisi per gruppi, analogo a quello teorizzato da Moritz et al. e Masiak et al.<sup>116</sup>. Questo tipo di analisi raggruppa le imprese in base al rispettivo utilizzo dei nove strumenti di finanziamento descritti nel grafico 9, in modo tale che i gruppi risultino all'interno omogenei (con una esigua varianza all'interno di ogni gruppo) e ben distinti tra loro (con un'ampia varianza tra i diversi gruppi). L'analisi empirica fa riferimento al periodo compreso tra aprile e settembre 2019, per un totale di 10.732 imprese che hanno riferito di aver fatto ricorso, per la loro attività, a forme di finanziamento interno o esterno nei sei mesi precedenti. Fondandosi su un solo periodo, la tassonomia fornisce un'istantanea dei comportamenti di finanziamento delle imprese dell'area dell'euro<sup>117</sup>.

La tavola A illustra gli otto gruppi ottenuti applicando la procedura sopra menzionata. I diversi gruppi vengono introdotti a partire da quelli che comprendono molteplici strumenti di finanziamento per poi passare a quelli che si avvalgono di un minor numero di opzioni di finanziamento. Ogni gruppo comprende dal 7 al 10 per cento circa del numero complessivo di imprese, eccetto l'ultimo, che include un'ampia quota di imprese che non hanno segnalato il ricorso a fonti di finanziamento esterne (38 per cento).

Gruppo 1 (*misti - mercato*): le imprese di questo gruppo utilizzano un'ampia gamma di strumenti che combina l'impiego più elevato di utili non distribuiti e vendita di attività (81 per cento) al frequente ricorso a prestiti bancari a breve e a lungo termine (rispettivamente, 58 e 34 per cento). A differenza di quanto avviene per altri gruppi, queste imprese sono le uniche a utilizzare il finanziamento mediante ricorso al mercato (26 per cento). Relativa importanza assumono anche strumenti come il leasing e il factoring (50 per cento), seguiti dal credito commerciale (40 per cento).

Gruppo 2 (*misti – familiari o amici*): la caratteristica principale di questo gruppo è che le imprese a esso appartenenti fanno ricorso a risorse trasferite da imprese collegate o elargite da familiari e

<sup>116</sup> Moritz, A., Block, J. H. e Heinz, A., "Financing Patterns of European SMEs: An Empirical Taxonomy", *Venture Capital*, vol. 18, n. 2, 2016, pagg. 115-148; nonché Masiak, C., Moritz, A. e Lang, F., "Financing patterns of European SMEs revisited: an updated empirical taxonomy and determinants of SME financing clusters", *EIF research and market analysis working paper*, n. 40, 2017. Entrambi i lavori fanno riferimento a edizioni precedenti dell'indagine (2013 e 2015) e includono solo i dati relativi alle PMI.

<sup>117</sup> Tecnicamente, la procedura di raggruppamento prescelta è quella di tipo gerarchico, che utilizza il coefficiente di similarità di Dice. Il metodo impiegato per unire i gruppi nelle fasi successive è l'algoritmo di raggruppamento di Ward. La scelta del numero di gruppi, infine, è dettata dalla combinazione di un esame visivo del relativo dendrogramma con numerosi criteri, definiti regole di arresto, come il criterio del rapporto di varianza (*variance ratio criterion*, VRC) e gli indici di Duda-Hart. Cfr. Mooi, E., Sarstedt, M. e Mooi-Reci, I., *Market Research: The process, Data and Methods using Stata*, Springer Verlag, Berlino, 2018.

amici. Inoltre, le imprese di questo gruppo utilizzano principalmente prestiti bancari a breve termine (50 per cento), oltre al leasing e al factoring (39 per cento).

Gruppo 3 (*misti – sovvenzioni*): tutte le imprese di questo gruppo utilizzano per la propria attività prestiti agevolati, combinati con prodotti bancari (58 per cento di prestiti bancari a breve termine contro il 48 per cento di prestiti bancari a lungo termine) e strumenti di leasing e factoring (41 per cento).

Gruppo 4 (*principalmente crediti commerciali*): per finanziare la propria attività, queste imprese utilizzano soltanto il credito commerciale, combinato con il finanziamento bancario a breve termine (54 per cento) e, in misura minore, i prestiti bancari a lungo termine (26 per cento). Anche il leasing e il factoring hanno un ruolo relativamente importante (38 per cento).

Gruppo 5 (*principalmente prestiti bancari*): questo gruppo è caratterizzato da imprese che utilizzano prestiti a lungo termine accanto a quelli a breve termine (55 per cento). Altri strumenti di finanziamento cui fanno ricorso le imprese di questo gruppo sono il leasing e il factoring (37 per cento).

Gruppo 6 (*principalmente leasing e factoring*): per le imprese di questo gruppo, il leasing e il factoring rappresentano la più importante fonte di finanziamento, assieme ai prestiti a breve termine (39 per cento).

Gruppo 7 (*soltanto prestiti a breve termine*): le imprese di questo gruppo si avvalgono solo del finanziamento a breve termine e rappresentano l'8,7 per cento del campione complessivo.

Gruppo 8 (*nessun finanziamento esterno*): l'ultimo gruppo, il più ampio, rappresenta il 38 per cento del campione complessivo e comprende le imprese che non hanno fatto ricorso a fonti esterne per finanziare la propria attività; di queste, solo il 9 per cento ha riferito di aver utilizzato risorse interne nei sei mesi precedenti.

## Tavola A

### Composizione dei gruppi

(valori percentuali)

	Misti (mercato)	Misti (familiari o amici)	Misti (sovvenzioni)	Misti (crediti commerciali)	Principalmente prestiti bancari	Principalmente leasing/factoring	Soltanto prestiti a breve termine	Nessun finanziamento esterno	Pearson $\chi^2$
Utili non distribuiti o vendita di attività	81,0%	23,0%	23,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	4.443,5***
Sovvenzioni o prestiti agevolati	5,0%	9,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8.901,7***
Scoperti di conto corrente, linee di credito o debiti da carte di credito	58,0%	50,0%	58,0%	54,0%	55,0%	39,0%	100,0%	0,0%	4.520,7***
Prestiti bancari (nuovi o rinnovi)	34,0%	25,0%	48,0%	26,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5.491,3***
Crediti commerciali	40,0%	26,0%	27,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6.469,1***
Leasing, acquisti a rate o factoring	50,0%	39,0%	41,0%	38,0%	37,0%	100,0%	0,0%	0,0%	5.110,8***
Azioni e titoli di debito emessi	26,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2.450,9***
Altri fondi	5,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9.620***
Nessun finanziamento esterno	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	10.372***
N. osservazioni	1.078	769	787	962	839	1.087	904	3.946	
Percentuale di imprese	10,4%	7,4%	7,6%	9,3%	8,1%	10,5%	8,7%	38,0%	

Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea ed elaborazioni degli autori.

Note: N = 10.372; i test chi quadrato di Pearson per le variabili categoriche sono tutti significativi a  $p < 0,01$ .

Tavola 1

## Confronto tra gruppi per caratteristiche dell'impresa

		Misti (mercato)	Misti (familiari o amici)	Misti (sovvenzioni)	Misti (crediti commerciali)	Principalmente prestiti bancari	Principalmente leasing / factoring	Soltanto prestiti a breve termine	Nessun finanziamento esterno
Dimensione / Numero di dipendenti	Grandi	19,0	13,4	11,1	9,4	9,6	12,1	3,7	21,7
	PMI	8,8	6,4	7,3	7,0	7,7	11,1	9,6	42,2
Fatturato	≤ 2 milioni di euro	5,7	5,6	5,6	6,1	6,7	8,8	11,7	50,0
	> 2 - 10 milioni di euro	10,9	7,5	8,7	7,3	9,3	15,8	7,3	33,1
	> 10 - 50 milioni di euro	15,5	10,2	11,4	8,4	10,6	13,6	4,9	25,4
	> 50 milioni di euro	22,2	13,9	11,4	11,2	8,9	10,8	3,4	18,2
Età dell'azienda	≥ 10 anni	12,3	8,6	8,7	7,9	8,4	11,5	7,7	34,8
	Da 5 anni a meno di 10 anni	7,8	8,0	7,1	6,5	6,8	10,0	9,3	44,5
	< 5 anni	12,5	9,5	5,7	6,6	7,0	11,5	6,1	41,3
Finanziariamente razionate	No	15,4	7,6	14,0	8,5	13,9	9,4	8,6	22,6
	Sì	15,9	14,9	11,1	15,8	8,2	8,4	6,0	19,7
Imprese vulnerabili	No	12,0	8,2	8,3	7,8	8,3	11,6	7,6	36,1
	Sì	10,8	22,0	14,8	5,0	7,8	5,0	11,0	23,4
Imprese redditizie	No	11,9	8,9	8,8	7,8	8,5	11,4	7,9	35,0
	Sì	14,3	4,2	3,7	7,9	5,8	11,7	4,9	47,7
Familiari	No	12,9	11,1	10,9	7,4	7,3	13,2	5,0	32,2
	Sì	11,7	7,7	7,6	7,9	8,7	10,7	8,7	37,1
Quotate	No	11,8	8,5	8,3	7,7	8,3	11,4	8,0	36,2
	Sì	17,6	11,3	12,7	9,5	8,9	12,1	1,3	26,6
Settori:	Manifatturiero	17,2	11,5	12,2	10,2	8,3	11,0	4,3	25,3
	Costruzioni	11,5	7,2	7,4	8,8	9,8	13,3	8,3	33,8
	Commercio	12,8	7,9	7,1	10,9	8,9	8,0	10,0	34,4
	Servizi	9,3	7,8	7,6	5,0	7,7	12,8	8,2	41,7
Imprese innovative	No	9,5	6,6	6,4	6,5	7,6	11,1	8,5	44,0
	Sì	14,3	10,4	10,3	8,9	8,9	11,7	7,1	28,6
Esportatrici	No	7,9	6,5	7,4	5,8	8,4	11,3	9,0	43,7
	Sì	16,8	11,3	9,9	10,1	8,3	11,7	6,1	25,9
Crescita futura attesa	Oltre il 20% annuo	13,9	11,5	10,7	9,8	8,2	8,2	7,8	30,0
	Al di sotto del 20% annuo	13,8	8,5	9,4	8,5	9,0	12,6	7,3	31,1
	Dimensioni invariate	9,4	8,4	7,4	5,9	7,7	10,6	8,1	42,5
	Minori dimensioni	9,4	9,7	5,7	6,8	5,9	10,4	8,2	44,0

Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea ed elaborazioni degli autori.

Note: l'analisi per gruppi è riferita al periodo aprile-settembre 2019. Il test chi quadrato di Pearson e la V di Cramer per le variabili categoriche sono tutti significativi a  $p < 0.01$  (non segnalati). Le percentuali presentate sono ponderate.

**Le imprese finanziariamente fragili hanno evidenziato la tendenza a ricevere più spesso fondi da familiari, amici o imprese collegate.** Si definiscono imprese finanziariamente fragili quelle razionate (come spiegato nella sezione 2) o vulnerabili perché in difficoltà a servire il debito in essere, per via del calo di profitti e fatturato e dell'aumento della spesa per interessi<sup>118</sup>. Tali imprese hanno evidenziato la tendenza a ricevere più spesso fondi da familiari, amici o imprese collegate (gruppo *misti – familiari o amici*) o attraverso il credito commerciale (gruppo *misti – crediti commerciali*, cfr. la tavola 1). Oltre a queste fonti di finanziamento, le imprese vulnerabili hanno mostrato maggiori probabilità di ricevere fondi attraverso sovvenzioni o prestiti bancari agevolati. Per contro, un'elevata percentuale di imprese redditizie si è collocata nel gruppo *nessun finanziamento esterno*, probabilmente a causa degli ingenti utili non distribuiti. Esse hanno più spesso mostrato di utilizzare una varietà di strumenti finanziari, tra i quali quelli legati al mercato (gruppo *misti – sovvenzioni*). Ciò vale anche per le imprese innovative e quelle esportatrici. I prestiti bancari, a breve o a lungo termine, hanno continuato a essere un'importante fonte di finanziamento per questi tre gruppi di imprese.

**Le imprese hanno diversificato le loro fonti di finanziamento a seconda del settore cui appartengono.** Le imprese manifatturiere si sono collocate con frequenza lievemente superiore nel gruppo contraddistinto da una maggiore diversificazione delle opzioni di finanziamento (gruppo *misti – mercato*). Le imprese manifatturiere sono in media più grandi e, con maggiore probabilità, esportatrici. Nel complesso, sono in grado di attrarre debito e finanziamenti a lungo termine, data la loro capacità di fornire garanzie. Le imprese del settore delle costruzioni, al contrario, ricorrono in misura più ampia al finanziamento garantito da attività e ai prestiti bancari a breve termine, come nel caso del gruppo *principalmente leasing/factoring*. Le imprese del settore commerciale utilizzano una quota maggiore di debito a breve termine e credito commerciale per finanziare le proprie operazioni. L'analisi indica che una percentuale relativamente elevata di esse si colloca nel gruppo con più opzioni di finanziamento. Infine, le imprese del settore dei servizi presentano minori probabilità di utilizzo di strumenti di finanziamento esterni rispetto alle imprese degli altri settori e molte di esse si collocano nel gruppo relativo al finanziamento garantito da attività (*misti – leasing/factoring*).

**Le imprese che prevedono di crescere nel prossimo futuro si avvalgono di varie opzioni di finanziamento.** Le imprese che si aspettavano di crescere nel 2020 presentavano un fabbisogno di finanziamento più elevato. Come mostrato dalla tassonomia, esse hanno fatto ricorso a diversi strumenti di finanziamento, figurando per lo più nei primi tre gruppi della tavola 1.

**Il deficit di finanziamento è più accentuato per le imprese che si avvalgono di fonti di finanziamento informali.** Un importante indicatore tratto dall'insieme dei dati dell'indagine SAFE è il grado di deficit di finanziamento, definito come la differenza tra la variazione della domanda e la variazione della disponibilità di finanziamenti esterni. Nell'area dell'euro il deficit di finanziamento è rimasto negativo dal 2014 per le grandi imprese e dal 2015 per le PMI; ciò significa che l'aumento del fabbisogno di finanziamento esterno è stato inferiore al miglioramento dell'accesso a

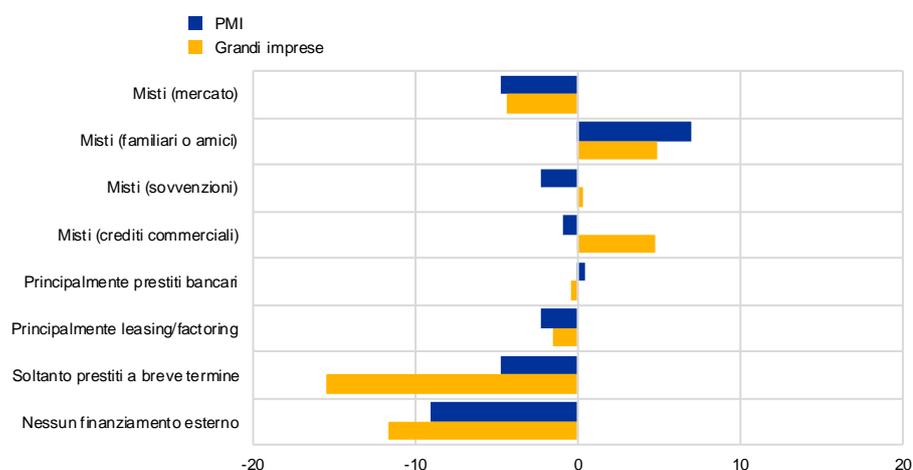
<sup>118</sup> Cfr. la nota a piè di pagina 8 nel [rapporto sull'indagine SAFE](#).

fondi esterni. Nel 2019 le percentuali nette ponderate relative alle grandi imprese e alle PMI erano sostanzialmente simili (pari, rispettivamente, al -3 e al -4 per cento). Il grafico 11 mostra il deficit di finanziamento nei diversi gruppi. Esso è maggiore per il gruppo di imprese che utilizzano principalmente prestiti concessi da familiari o amici o da imprese collegate (*misti – familiari o amici*). Si tratta, in media, di imprese finanziariamente vulnerabili, con scarsa capacità di generare fondi interni. Molte di esse sono soggette a vincoli finanziari.

### Grafico 11

#### Deficit di finanziamento nei diversi gruppi di imprese dell'area dell'euro

(percentuali nette ponderate)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea ed elaborazioni degli autori.

Nota: per l'elaborazione dell'indicatore del deficit di finanziamento, cfr. il grafico 17 del [rapporto sull'indagine SAFE](#).

## 5 Effetti reali dei modelli di finanziamento

### La diversificazione delle fonti esterne di finanziamento può essere collegata alle decisioni delle imprese di investire, assumere nuovo personale o accumulare scorte.

Nell'ambito dell'indagine SAFE alle imprese sono richieste informazioni circa l'utilizzo del finanziamento sia esterno sia interno. Le opzioni presenti nel questionario includono le decisioni relative a: 1) investimenti in immobilizzazioni (immobili, impianti o macchinari); 2) scorte e capitale circolante; 3) assunzione e formazione dei dipendenti; 4) sviluppo e lancio di nuovi prodotti o servizi; 5) rifinanziamento o estinzione delle obbligazioni; 6) spese per altre finalità. Le imprese utilizzano i finanziamenti esterni soprattutto per investimenti fissi e capitale circolante.

È possibile ricavare alcuni fatti stilizzati affiancando le percentuali di imprese che, nell'ambito di ciascuno degli otto gruppi, hanno utilizzato i finanziamenti per le finalità citate (cfr. il grafico 12)<sup>119</sup>.

**In primo luogo, le imprese che investono in immobilizzazioni utilizzano diversi strumenti di finanziamento, per lo più costituiti da prodotti bancari.** Oltre il 60 per cento delle imprese nei gruppi con più opzioni di finanziamento (*misti – sovvenzioni, misti – mercato e principalmente prestiti bancari*) utilizza i finanziamenti per gli investimenti fissi. Se, da un lato, le imprese del gruppo *principalmente prestiti bancari* hanno utilizzato soprattutto prestiti bancari a lungo termine, dall'altro, quelle degli altri due gruppi hanno evidenziato la tendenza a sostituirli con prestiti agevolati e altre fonti.

**In secondo luogo, le imprese utilizzano principalmente crediti commerciali e prestiti a breve termine per finanziare il capitale circolante, come mostra il secondo pannello del grafico 12.**

**In terzo luogo, le imprese impegnate nelle attività di assunzione e formazione si avvalgono principalmente di leasing/factoring o soltanto di fonti di finanziamento interne.** Secondo la tassonomia, le imprese che decidono di ampliare gli organici o incrementare la formazione legano tale scelta al leasing delle immobilizzazioni.

**In quarto luogo, le imprese che sviluppano e lanciano nuovi prodotti o servizi tendono a utilizzare una varietà di strumenti di finanziamento.** Ciò è in linea con i risultati riportati nella tavola 1. Le imprese innovative appaiono raggruppate in corrispondenza dei prodotti che prevedono il ricorso al mercato, pur utilizzando anche altri strumenti di finanziamento.

**Infine, le imprese che segnalano di aver utilizzato fonti esterne per rifinanziare o estinguere obbligazioni, o per altre finalità, ricorrono in misura lievemente maggiore ai fondi provenienti da familiari, amici o imprese collegate.** Come osservato nella sezione precedente, tali imprese sono soggette a vincoli finanziari e incontrano qualche difficoltà nel rimborso dei prestiti in essere.

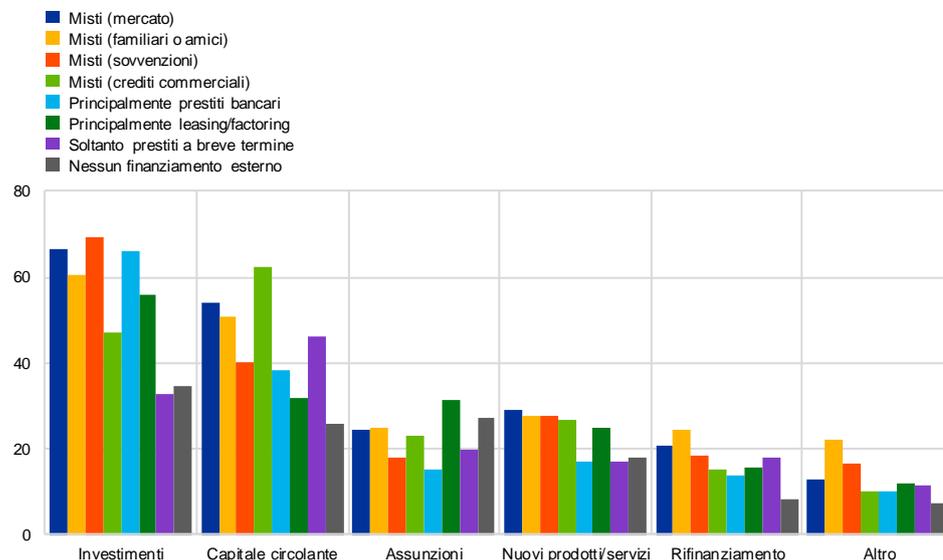
---

<sup>119</sup> Le regolarità possono essere soggette a questioni legate alla simultaneità. Ad esempio, le imprese con forti potenzialità di crescita fanno maggiore ricorso a più fonti di finanziamento, ma le imprese con finanziamenti più diversificati possono anche essere più innovative e presentare un elevato potenziale di crescita in virtù di tale scelta. Nei fatti stilizzati, pertanto, non vi è alcuna intenzione di fornire nessi di causalità.

## Grafico 12

### Finalità dei finanziamenti delle imprese nei diversi gruppi

(valori percentuali)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea ed elaborazioni degli autori.

### Un approccio più formale, che considera varie altre dimensioni

#### contemporaneamente, conferma i fatti stilizzati.

Per esaminare più a fondo il collegamento tra le opzioni di finanziamento e le decisioni delle imprese nell'economia reale si considera un modello di regressione logistica<sup>120</sup>. L'insieme di variabili dipendenti, che sono variabili dummy pari a uno se le imprese utilizzano i finanziamenti per le cinque finalità specifiche, sono regredite sulle variabili dummy per ciascun gruppo e su un insieme di variabili che tengono conto delle differenze in termini di dimensioni, età, settore di attività e paese dell'impresa.

### La tavola 2 mostra gli effetti della diversificazione delle fonti di finanziamento esterne sulle finalità per le quali le imprese hanno impiegato i finanziamenti<sup>121</sup>.

Se si considerano gli effetti marginali più elevati, i risultati indicano che, a parità di altre caratteristiche, le imprese che utilizzano più sovvenzioni o prestiti bancari a lungo termine (gruppo *misti – sovvenzioni*) presentano una probabilità di aver investito in immobilizzazioni del 27 per cento più elevata rispetto a quella delle imprese che non utilizzano finanziamenti esterni. Inoltre, la probabilità che un'impresa investa in capitale circolante è del 26 per cento più elevata per le imprese del gruppo *finanziamenti da crediti commerciali*. Per contro, la terza colonna

<sup>120</sup> Un ampio segmento della letteratura ha cercato di stabilire un nesso tra i modelli di finanziamento e gli effetti reali. Ad esempio, cfr. Lamont, O., "Cash flow and Investment: Evidence from Internal capital markets", *Journal of Finance*, vol. 52, n. 1, 1997, pagg. 83-109; Brown, J. R., Fazzari, S. M. e Petersen, B. C., "Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom", *Journal of Finance*, vol. 64, n. 1, 2009, pagg. 151-185; Popov, A., "Credit constraints and investment in human capital: Training evidence from transition economies", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 23, n. 1, 2014, pagg. 76-100; e Chodorow-Reich, G., "The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008-09 Financial Crisis", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, pagg. 1-59. La maggior parte della letteratura descrive l'esistenza di correlazioni tra i due elementi, come dimostra anche il presente articolo.

<sup>121</sup> La tavola indica gli effetti marginali per le imprese che utilizzano i finanziamenti esterni di un gruppo rispetto alle imprese che non si avvalgono di alcun finanziamento esterno.

della tavola 2 sembra indicare che per le imprese impegnate in attività di assunzione e formazione dei dipendenti il finanziamento esterno non è preferibile a quello interno. In alcuni gruppi l'effetto marginale è persino negativo, in linea con i risultati precedenti, secondo i quali i finanziamenti bancari mostrano una correlazione negativa con gli investimenti in attività immateriali, quali ricerca e sviluppo, software, banche dati, reti informatiche e formazione<sup>122</sup>. La probabilità di sviluppare nuovi prodotti o servizi, inoltre, non è legata all'utilizzo di prodotti bancari, ma risulta più elevata per le imprese che si avvalgono, in particolare, di sovvenzioni o finanziamenti mediante ricorso al mercato. In tali casi, tuttavia, gli effetti marginali sono relativamente modesti, attestandosi al 7 per cento circa. Nelle ultime due colonne, infine, i risultati della regressione confermano il fatto stilizzato concernente l'importanza relativa di fonti informali per rifinanziamento dei debiti e altre finalità.

---

<sup>122</sup> Cfr. Covas, F., e Den Haan, W. J., "The role of debt and equity finance over the business cycle", *The Economic Journal*, vol. 122, n. 565, 2012, pagg. 1262-1286; Grundy, B., e Verwijmeren, P., "The external financing of investment", *SSRN Electronic Journal*, 2019; e Ferrando, A. e Preuss, C., "What finance for what investment? Survey-based evidence for European companies", *Economia Politica*, vol. 35, 2018, pagg. 1015-1053.

## Tavola 2

### Finalità del finanziamento e diversificazione degli strumenti di finanziamento

(effetti marginali)

Variabili	Investimenti in immobilizzazioni	Capitale circolante	Assunzioni	Nuovi prodotti/servizi	Rifinanziamento	Altro
Misti (mercato)	0.23*** (0,02)	0.21*** (0,03)	-0.07*** (0,02)	0.07*** (0,02)	0.12*** (0,02)	0.06*** (0,02)
Misti (familiari o amici)	0.16*** (0,03)	0.18*** (0,03)	-0.08*** (0,03)	0.06** (0,03)	0.13*** (0,02)	0.14*** (0,03)
Misti (sovvenzioni)	0.27*** (0,03)	0.10*** (0,03)	-0.12*** (0,02)	0.07*** (0,02)	0.12*** (0,03)	0.09*** (0,02)
Misti (crediti commerciali)	0.09*** (0,03)	0.26*** (0,03)	-0.06** (0,02)	0.05** (0,02)	0.08*** (0,02)	0.04** (0,02)
Principalmente prestiti bancari	0.27*** (0,03)	0.12*** (0,03)	-0.13*** (0,03)	-0.01 (0,02)	0.08*** (0,02)	0.04** (0,02)
Principalmente leasing/factoring	0.14*** (0,03)	0.04* (0,02)	-0.02 (0,02)	0.05** (0,02)	0.06*** (0,02)	0.04** (0,02)
Soltanto prestiti a breve termine	-0,01 (0,03)	0.20*** (0,02)	-0.07*** (0,02)	-0,01 (0,02)	0.11*** (0,02)	0.04*** (0,01)
Variabili di controllo delle imprese	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Paesi e settori	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Osservazioni	10.155	10.153	10.169	10.155	10.134	9.845
Pseudo R2	0,104	0,120	0,0663	0,0537	0,120	0,0505

Fonti: indagini SAFE della BCE e della Commissione europea ed elaborazioni degli autori.

Note: regressioni logit. Nell'analisi la categoria di riferimento omessa è il gruppo *nessun finanziamento esterno*. Altre categorie di riferimento sono le imprese grandi e ben avviate del settore manifatturiero tedesco. Tutte le specifiche utilizzano pesi basati sul numero di dipendenti per ristabilire le proporzioni del peso economico di ogni categoria dimensionale, attività economica e paese. Errori standard tra parentesi, \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

## 6 Osservazioni conclusive

### **A partire dalla crisi finanziaria mondiale, una serie di misure non convenzionali di politica monetaria ha contribuito a favorire l'accesso delle PMI ai finanziamenti.**

Il presente articolo ha descritto l'andamento delle valutazioni delle imprese in merito alle proprie condizioni di finanziamento durante l'intero periodo antecedente l'insorgere della crisi causata dal coronavirus. In tutti i paesi dell'area dell'euro, in particolare, le imprese hanno riferito una generale riduzione, nel corso del tempo, della percezione di essere soggette a vincoli finanziari.

### **Nonostante il graduale miglioramento osservato dalla metà degli anni 2010, l'accesso delle PMI ai finanziamenti continua a presentare alcune sfide, ad esempio in termini di diversificazione delle fonti.**

Ripercorrendo la complessiva evoluzione delle condizioni di finanziamento delle imprese a partire dal 2009, l'articolo ha esaminato le opzioni a loro disposizione a metà del 2019

mediante un approccio basato sull'analisi per gruppi. La tassonomia ricavata evidenzia che la percentuale di imprese che utilizzano strumenti legati al mercato per finanziare le proprie attività è rimasta contenuta, nonostante le difficoltà incontrate durante la crisi con la fonte di finanziamento tradizionale (ovvero i prestiti bancari) e i successivi numerosi sforzi, messi in atto dal 2015, per istituire un'unione dei mercati dei capitali (UMC) al fine di agevolare le PMI nel reperimento dei fondi. Dalla tassonomia emerge che le imprese esportatrici, maggiormente redditizie, innovative e con progetti di futura espansione hanno mostrato la tendenza a un più elevato grado di diversificazione degli strumenti di finanziamento utilizzati. Tali imprese, tuttavia, hanno anche tendenzialmente segnalato maggiori deficit di finanziamento, definito come la differenza tra il finanziamento esterno domandato e quello disponibile.

#### **L'analisi evidenzia alcuni importanti effetti delle decisioni di politica monetaria sull'accesso delle PMI ai finanziamenti negli ultimi anni.**

- In primo luogo, le misure di politica monetaria prevalentemente volte a sostenere il credito bancario sono fondamentali per le PMI, in considerazione della loro dipendenza da tale strumento quale principale fonte di finanziamento esterno.
- In secondo luogo, il sostegno al canale bancario è particolarmente importante per il finanziamento degli investimenti fissi da parte delle PMI, che può svolgere un ruolo significativo nella trasmissione della politica monetaria.
- In terzo luogo, da un punto di vista strutturale, rivestono estrema importanza le iniziative adottate a livello dell'UE o nazionale per sostenere l'accesso agli strumenti di mercato. Una diversificazione delle fonti di finanziamento faciliterebbe l'attività e l'espansione, in particolare, delle imprese innovative, migliorando al contempo la capacità di tenuta delle PMI nelle situazioni in cui l'offerta di credito tende a esaurirsi.

**L'insorgere della pandemia ha generato nuove sfide, più gravi e immediate, per l'accesso delle PMI ai finanziamenti. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 3 in questo numero del Bollettino.**

# 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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,9	2,3	1,4	0,7	6,1	1,2	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 2° trim.	0,7	0,5	-0,2	0,5	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
3° trim.	0,8	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
4° trim.	0,6	0,5	0,0	-1,9	1,5	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 1° trim.	.	-1,3	-2,0	-0,9	-9,8	-3,8	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
2019 dic.	-	-	-	-	-	-	2,2	2,2	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3
2020 gen.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4
feb.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,2	2,3	1,7	0,4	5,2	1,2
mar.	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
mag. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,1

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni <sup>1)</sup>					
	Purchasing Managers' Index composito					Per memoria: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,8
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 2° trim.	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,9	49,5	-0,6	-1,4	-0,1
3° trim.	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,2	1,5	1,1
4° trim.	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 1° trim.	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,9	-3,1	-2,7
2019 dic.	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	51,8	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 gen.	52,3	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,5	-3,6	-0,1
feb.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,8	44,4	-2,0	-2,8	-1,5
mar.	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,9	-3,1	-2,7
apr.	28,9	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,7	28,6	.	.	.
mag.	.	.	.	27,8	54,5	31,9	39,8	.	32,9	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	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	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
dic.	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 gen.	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
feb.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
mar.	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
apr.	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
mag.	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

2) Il 2 ottobre 2019 la BCE ha pubblicato per la prima volta lo euro short-term rate (€STR), che riflette le operazioni di negoziazione concluse il 1° ottobre 2019. I dati relativi ai periodi precedenti si riferiscono al tasso pre-€STR, pubblicato con mere finalità informative e non inteso come tasso o valore di riferimento per le transazioni sul mercato.

### 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 <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	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	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
dic.	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 gen.	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
feb.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
mar.	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
apr.	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
mag.	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12

Fonte: elaborazioni della 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 Euro MTS Ltd e rating forniti da Fitch Ratings.

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2019 nov.	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.107,2	23.278,1
dic.	400,9	3.715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3.178,9	23.660,4
2020 gen.	406,9	3.758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3.278,4	23.642,9
feb.	407,1	3.734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3.282,5	23.180,4
mar.	308,5	2.824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2.652,4	18.974,0
apr.	310,3	2.839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2.763,2	19.208,4
mag.	322,1	2.909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2.919,6	20.543,3

Fonte: Refinitiv.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>				
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 apr.	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,52	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75
mag.	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,53	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72
giu.	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,48	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67
lug.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,44	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61
ago.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
set.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48
ott.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,48	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
dic.	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020 gen.	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,63	5,63	5,69	6,24	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,72	1,43
feb.	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
mar. <sup>(p)</sup>	0,02	0,36	0,30	0,69	5,60	16,24	5,55	5,45	5,90	2,10	1,39	1,55	1,36	1,36	1,65	1,39

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) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
mag.	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
giu.	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
lug.	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
ago.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
set.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
ott.	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
dic.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55
2020 gen.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55
feb.	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52
mar. <sup>(p)</sup>	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,98	1,58	1,53	1,50	1,15	1,10	1,19	1,46

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 <sup>1)</sup>						
	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	
<b>A breve termine</b>														
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.277	550	175	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2019 ott.	1.356	579	178	.	106	424	69	425	184	69	.	52	75	45
nov.	1.341	570	178	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
dic.	1.277	550	175	.	84	406	61	318	113	88	.	37	45	35
2020 gen.	1.363	597	172	.	99	422	73	499	208	77	.	56	100	57
feb.	1.388	600	195	.	103	415	74	428	173	101	.	47	69	37
mar.	1.383	546	198	.	104	450	86	401	111	78	.	47	103	61
<b>A lungo termine</b>														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.746	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.311	3.818	3.396	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 ott.	16.219	3.801	3.325	.	1.316	7.153	623	274	61	98	.	24	85	6
nov.	16.365	3.832	3.404	.	1.330	7.172	628	275	63	109	.	26	71	6
dic.	16.311	3.818	3.396	.	1.321	7.151	626	164	58	66	.	14	24	2
2020 gen.	16.403	3.855	3.411	.	1.324	7.188	625	316	118	63	.	16	110	10
feb.	16.488	3.867	3.409	.	1.338	7.244	630	261	72	56	.	22	101	10
mar.	16.506	3.845	3.413	.	1.336	7.276	636	236	57	53	.	16	91	19

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2017	16.593,3	4.079,8	3.214,7	.	1.293,4	7.304,7	700,8	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.962,4	4.192,8	3.331,5	.	1.318,9	7.445,8	673,4	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.588,1	4.368,5	3.570,8	.	1.405,2	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2019 ott.	17.575,0	4.380,2	3.502,9	.	1.421,8	7.577,4	692,8	8.265,6	508,2	1.369,0	6.388,3
nov.	17.706,2	4.401,6	3.581,5	.	1.431,5	7.597,7	693,9	8.511,9	524,1	1.401,7	6.586,2
dic.	17.588,1	4.368,5	3.570,8	.	1.405,2	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2020 gen.	17.766,0	4.452,4	3.582,6	.	1.423,9	7.609,8	697,3	8.487,1	525,3	1.391,5	6.570,4
feb.	17.876,0	4.467,3	3.604,2	.	1.441,7	7.659,1	703,6	7.763,6	488,4	1.238,7	6.036,5
mar.	17.888,4	4.390,8	3.610,4	.	1.439,7	7.725,9	721,7	6.451,8	333,9	975,0	5.143,0
<b>Tasso di crescita</b>											
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2019 ott.	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2
nov.	3,0	3,8	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2
dic.	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2020 gen.	3,1	4,1	4,8	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0
feb.	3,2	3,6	5,3	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0
mar.	2,8	1,7	4,8	.	4,4	2,1	3,5	0,0	0,1	-0,1	0,0

Fonte: BCE.



## 2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2019 1° trim.	26.555,6	26.818,9	-263,3	11.090,1	9.070,3	9.137,7	11.200,9	-92,3	5.679,0	6.547,8	741,1	14.639,8
2° trim.	26.701,6	27.003,5	-301,9	10.941,0	9.050,9	9.242,1	11.374,0	-75,5	5.823,2	6.578,6	770,8	14.760,0
3° trim.	27.793,7	27.946,5	-152,8	11.333,5	9.364,6	9.630,7	11.849,2	-91,0	6.093,5	6.732,7	827,0	15.112,7
4° trim.	27.555,9	27.618,4	-62,6	11.207,0	9.322,3	9.905,8	11.943,5	-48,5	5.678,0	6.352,7	813,6	14.517,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2019 4° trim.	231,4	232,0	-0,5	94,1	78,3	83,2	100,3	-0,4	47,7	53,4	6,8	121,9
<i>Transazioni</i>												
2019 2° trim.	187,0	189,1	-2,1	-86,4	4,4	52,1	103,8	32,8	185,8	81,0	2,8	-
3° trim.	491,5	386,1	105,4	178,4	151,8	151,3	192,6	4,2	157,4	41,7	0,1	-
4° trim.	-282,7	-365,5	82,8	-74,8	-46,1	140,1	9,7	-5,4	-340,0	-329,1	-2,5	-
2020 1° trim.	551,2	489,6	61,6	62,0	-8,0	-102,3	28,2	12,5	575,5	469,5	3,4	-
2019 ott.	60,6	13,3	47,2	5,9	-36,0	55,3	21,6	6,4	-7,9	27,8	0,9	-
nov.	47,4	21,0	26,3	21,8	52,6	55,6	15,3	0,3	-26,4	-46,9	-3,9	-
dic.	-390,6	-399,8	9,2	-102,4	-62,7	29,2	-27,2	-12,1	-305,7	-309,9	0,5	-
2020 gen.	400,3	395,2	5,1	21,1	4,2	86,7	121,7	8,0	283,5	269,3	1,0	-
feb.	162,6	118,4	44,2	32,7	9,7	30,0	27,3	13,0	88,0	81,4	-1,1	-
mar.	-11,7	-23,9	12,3	8,2	-21,9	-219,0	-120,8	-8,5	204,0	118,8	3,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 mar.	947,1	699,3	247,7	79,2	102,0	241,2	334,2	44,1	578,7	263,1	3,9	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 mar.	8,0	5,9	2,1	0,7	0,9	2,0	2,8	0,4	4,9	2,2	0,0	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	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)												
2017	11.200,9	10.709,5	6.036,4	2.296,9	2.306,0	1.102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5.295,9	4.804,5
2018	11.561,5	11.062,7	6.207,6	2.363,3	2.408,1	1.175,6	743,8	481,8	83,7	498,8	5.547,7	5.048,9
2019	11.906,7	11.434,6	6.362,1	2.444,8	2.605,5	1.253,5	767,6	577,1	22,1	472,1	5.719,3	5.247,2
2019 1° trim.	2.950,9	2.819,8	1.575,6	603,3	628,2	310,5	190,7	125,2	12,6	131,1	1.422,8	1.291,7
2° trim.	2.967,9	2.866,8	1.589,4	609,0	658,0	307,0	189,9	159,3	10,4	101,1	1.426,7	1.325,6
3° trim.	2.987,2	2.851,8	1.596,7	613,8	641,9	315,1	192,5	132,4	-0,5	135,3	1.434,8	1.299,5
4° trim.	3.006,3	2.895,5	1.602,7	618,7	673,2	318,7	194,0	158,7	0,9	110,8	1.442,1	1.331,3
<i>in percentuale del PIL</i>												
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,8	0,2	4,0	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 2° trim.	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-1,0	0,0	27,2	-	-	0,0	2,7
3° trim.	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,0	-18,0	-	-	0,6	-1,4
4° trim.	0,1	1,0	0,1	0,4	4,4	0,2	0,1	20,7	-	-	0,3	2,2
2020 1° trim.	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,3	4,3	-2,7	-	-	3,3	2,8
2019	1,2	1,8	1,3	1,7	5,7	3,2	1,8	18,1	-	-	2,5	3,8
2019 2° trim.	1,2	2,5	1,2	1,4	8,2	2,1	1,9	33,2	-	-	2,3	5,1
3° trim.	1,3	1,2	1,5	2,0	3,1	3,0	0,7	7,1	-	-	2,7	2,6
4° trim.	1,0	1,8	1,2	1,8	6,4	2,0	0,8	25,5	-	-	1,9	3,8
2020 1° trim.	-3,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 2° trim.	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	-1,1	-	-
3° trim.	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,2	0,9	-	-
4° trim.	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020 1° trim.	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 2° trim.	1,2	2,3	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-
3° trim.	1,3	1,1	0,8	0,4	0,6	0,3	0,0	0,3	-0,7	0,2	-	-
4° trim.	1,0	1,8	0,6	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-
2020 1° trim.	-3,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) 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
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2017	10.040,0	176,3	1.991,5	503,1	1.909,9	468,8	465,9	1.132,7	1.143,5	1.897,7	350,5	1.160,9
2018	10.356,9	177,9	2.039,7	537,9	1.968,6	488,6	472,0	1.167,0	1.194,9	1.955,1	355,2	1.204,6
2019	10.665,6	179,8	2.048,8	580,4	2.031,8	513,8	480,6	1.205,5	1.240,7	2.020,3	364,0	1.241,1
2019 1° trim.	2.644,4	44,7	515,2	142,8	503,4	125,8	119,0	297,9	306,2	499,2	90,1	306,5
2° trim.	2.659,8	45,0	512,5	144,1	506,6	128,1	120,0	300,1	309,6	502,8	91,0	308,1
3° trim.	2.673,6	45,0	511,6	146,1	509,9	128,8	120,7	302,3	311,6	506,5	91,1	313,5
4° trim.	2.693,7	45,2	513,1	148,0	512,8	131,3	120,8	305,2	313,6	512,0	91,6	312,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 1° trim.	0,5	-0,3	-0,1	1,5	1,1	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,7	0,4
2° trim.	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5
3° trim.	0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
4° trim.	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,2	1,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,3	1,8	3,3	2,0	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,1	1,8	4,2	2,1	1,6	1,7	1,1	1,3	1,5
2019 1° trim.	1,4	-0,6	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,7	1,5	1,9	1,1	1,1	1,2
2° trim.	1,2	-1,0	-1,0	3,2	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
3° trim.	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,4	2,0
4° trim.	1,0	-0,4	-1,7	1,7	1,7	4,6	2,6	1,7	1,0	1,1	1,0	1,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 1° trim.	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

### 3.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(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
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,5	-0,9	1,8	2,8	1,3	0,4
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7
2019 2° trim.	1,2	1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7
3° trim.	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,2	1,0	3,6	-0,2	0,8	1,2	1,5	0,9
4° trim.	1,1	1,4	-0,5	-1,6	0,4	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0
2020 1° trim.	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,3	0,4	1,3	2,7	1,1	3,2	-1,1	2,4	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,5	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 1° trim.	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	0,0	1,7	1,8	1,9	0,5
2° trim.	0,9	1,3	-0,7	-3,0	0,4	2,6	0,8	2,8	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,3
3° trim.	0,8	1,2	-0,9	-2,0	0,3	1,6	0,5	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,5
4° trim.	0,8	1,1	-0,7	-1,1	-0,2	0,5	0,8	2,0	0,0	0,8	0,8	1,6	1,0
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1
2019 1° trim.	0,3	0,4	0,1	0,7	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,4	0,2	-0,9	-0,1	0,2	-0,4
3° trim.	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,7	-0,5	0,3	-0,4
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,2	-0,1

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	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungotermine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2016			100,0		81,8		18,3		52,2		47,8			
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3
2019 2° trim.	163,084	3,5	12,237	7,5	3,3	10,031	6,7	2,205	15,4	6,289	7,2	5,947	7,9	2,3
3° trim.	163,196	3,4	12,183	7,5	3,2	9,958	6,7	2,224	15,5	6,290	7,2	5,893	7,8	2,2
4° trim.	163,998	3,4	12,031	7,3	3,2	9,821	6,6	2,210	15,4	6,146	7,0	5,885	7,7	2,2
2020 1° trim.	.	.	11,858	7,2	.	9,672	6,4	2,186	15,3	6,061	6,9	5,797	7,6	2,0
2019 nov.	-	-	12,136	7,4	-	9,906	6,6	2,230	15,5	6,240	7,1	5,896	7,7	-
dic.	-	-	12,093	7,3	-	9,875	6,6	2,218	15,4	6,254	7,1	5,838	7,6	-
2020 gen.	-	-	12,075	7,3	-	9,848	6,5	2,227	15,5	6,186	7,0	5,889	7,7	-
feb.	-	-	11,791	7,2	-	9,611	6,4	2,180	15,2	6,030	6,8	5,761	7,6	-
mar.	-	-	11,708	7,1	-	9,557	6,4	2,150	15,1	5,967	6,8	5,740	7,6	-
apr.	-	-	11,919	7,3	-	9,680	6,5	2,239	15,8	6,134	7,0	5,785	7,6	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Nei casi in cui i dati trimestrali dell'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, i dati annuali e trimestrali sono ottenuti come medie semplici dei dati mensili.

2) Non destagionalizzati.

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

#### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,9	1,4	-1,9	2,1	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8
2019 2° trim.	-1,3	-1,5	-2,3	-2,9	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7
3° trim.	-1,6	-1,6	-3,2	-1,2	0,3	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,8	4,3	1,3	0,6
4° trim.	-2,1	-2,1	-3,8	-2,9	2,0	-2,4	0,3	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,6	12,5
2020 1° trim.	-6,0	-5,9	-5,1	-9,9	-1,0	-5,7	-3,4	-5,6	-1,7	4,5	-5,7	-8,1	-27,3
2019 nov.	-1,3	-1,4	-2,9	-1,2	1,0	-1,5	1,3	-7,9	2,4	1,6	3,7	-1,4	10,0
dic.	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,2	-2,3	-4,6	1,8	-0,4	3,9	-1,1	17,9
2020 gen.	-2,2	-1,4	-2,0	-2,0	0,5	-7,3	7,1	-1,4	2,3	1,0	3,2	-0,1	-5,8
feb.	-2,2	-2,0	-0,8	-4,3	0,7	-2,9	0,2	-1,4	2,5	3,7	2,2	-2,0	-6,3
mar.	-12,9	-13,5	-11,8	-21,5	-3,9	-6,7	-15,4	-13,9	-9,2	8,3	-21,7	-21,3	-60,3
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-79,6
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 nov.	-0,5	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	0,8	0,7	-0,4	0,9	0,5	1,3	-1,2	2,7
dic.	-1,6	-1,5	-1,5	-3,2	-0,4	-1,5	-1,5	-0,6	-1,0	-0,9	-1,1	-0,3	7,6
2020 gen.	1,9	2,1	2,9	2,4	0,5	-1,0	4,0	2,3	0,8	0,8	0,9	2,0	-15,3
feb.	-0,1	0,0	1,0	-2,0	0,5	0,4	-0,5	-1,2	0,6	2,5	-0,4	-1,2	1,1
mar.	-11,3	-12,3	-11,0	-15,9	-4,0	-4,0	-14,1	-12,2	-11,2	5,0	-23,1	-20,8	-57,7
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-44,9

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
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 2° trim.	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
3° trim.	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
4° trim.	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 1° trim.	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2019 dic.	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 gen.	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
feb.	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6
mar.	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
apr.	64,9	-32,5	69,7	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,6	33,4	18,1	12,0	13,6
mag.	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,4	-29,7	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9

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)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	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
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	80,1	4,3	5,5	2,6
2017	12,0	93,9	1,4	2,3	5,2	4,7	4,7	34,3	7,1	77,5	4,6	8,2	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,2	7,0	2,4	4,5	34,1	6,2	77,1	2,4	5,4	1,6
2019 1° trim.	12,6	93,4	2,1	2,4	7,9	3,5	3,9	33,9	6,3	77,3	2,3	7,6	1,6
2° trim.	12,8	93,4	2,3	2,5	4,4	4,0	3,8	33,7	5,9	78,0	1,6	16,6	1,3
3° trim.	13,0	93,5	2,5	2,6	4,3	4,5	3,5	33,6	5,9	78,7	1,7	-1,2	1,4
4° trim.	13,1	93,7	1,1	2,6	3,8	5,4	3,5	33,4	5,9	77,4	2,2	-2,6	1,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per le variazioni dei diritti pensionistici).

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) Definito come debito consolidato e passività costituite da titoli di debito.

### 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 <sup>1)</sup>	
	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	
2019 2° trim.	1.066,0	1.001,7	64,3	592,5	521,0	245,4	234,5	201,4	183,4	26,7	62,9	9,3	24,7
3° trim.	1.088,7	993,9	94,9	604,1	519,4	251,3	221,8	205,1	184,0	28,2	68,6	9,8	7,8
4° trim.	1.090,8	1.009,3	81,6	609,3	519,7	252,7	247,6	199,9	179,6	28,9	62,4	16,5	18,7
2020 1° trim.	1.057,3	960,0	97,3	595,7	502,8	241,1	225,2	192,7	171,0	27,7	61,0	11,5	8,1
2019 ott.	366,9	340,1	26,9	204,4	173,9	84,6	82,2	67,8	61,0	10,1	23,0	3,6	4,8
nov.	363,3	335,5	27,8	201,5	172,6	84,3	82,6	68,2	60,3	9,4	20,1	3,7	5,0
dic.	360,6	333,7	26,9	203,4	173,2	83,8	82,8	63,9	58,3	9,5	19,3	9,1	9,0
2020 gen.	370,4	338,3	32,1	203,8	174,3	86,9	78,2	70,1	60,4	9,5	25,4	2,9	2,3
feb.	363,9	326,1	37,8	204,7	173,4	84,0	79,0	65,5	55,9	9,7	17,8	4,6	2,4
mar.	323,0	295,6	27,4	187,2	155,0	70,2	68,0	57,1	54,7	8,5	17,8	4,0	3,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2020 mar.	4.302,8	3.964,8	338,0	2.401,7	2.062,9	990,5	929,1	799,2	718,0	111,5	254,9	47,0	59,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2020 mar.	36,1	33,3	2,8	20,2	17,3	8,3	7,8	6,7	6,0	0,9	2,1	0,4	0,5

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2019 2° trim.	2,1	2,5	582,3	276,1	120,3	175,8	486,5	532,1	303,0	85,9	134,9	381,7	65,8
3° trim.	3,2	0,7	585,2	279,5	117,8	177,6	489,0	530,5	297,8	87,9	137,2	387,4	60,2
4° trim.	2,1	-1,9	591,2	276,9	125,3	178,9	496,5	526,3	292,2	86,6	138,2	385,3	60,7
2020 1° trim.	-1,8	-4,1	575,9	.	.	.	478,9	508,1	.	.	.	368,6	.
2019 ott.	4,5	-2,3	199,9	93,1	43,4	60,8	168,2	176,2	97,2	29,9	46,4	129,8	19,2
nov.	-2,6	-4,0	194,4	91,4	40,5	58,9	163,9	175,8	97,7	28,6	46,4	129,0	20,2
dic.	4,9	1,2	196,9	92,4	41,5	59,2	164,3	174,4	97,2	28,1	45,4	126,6	21,3
2020 gen.	0,2	-0,4	196,7	93,7	39,1	60,2	164,8	178,1	100,5	28,8	46,0	129,1	22,2
feb.	1,2	-1,8	198,4	93,4	41,2	60,9	166,3	172,8	97,2	27,0	46,0	126,9	20,0
mar.	-6,2	-10,0	180,7	.	.	.	147,8	157,3	.	.	.	112,6	.
<b>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2019 2° trim.	-1,4	-0,1	106,5	108,3	106,0	105,4	106,2	109,4	107,8	109,6	113,6	111,5	97,6
3° trim.	1,0	1,7	106,8	109,6	103,4	106,1	106,2	109,7	108,3	111,3	113,1	111,9	96,7
4° trim.	-0,1	-1,7	107,2	108,5	108,5	105,8	107,1	107,5	105,7	105,8	112,5	109,9	96,5
2020 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 set.	3,3	3,9	107,2	109,4	103,4	106,3	106,2	109,3	107,1	110,3	115,4	111,4	95,7
ott.	2,2	-0,9	109,2	109,8	112,8	108,8	109,3	108,5	105,9	111,5	113,4	111,5	93,1
nov.	-4,3	-3,4	106,1	107,9	105,7	104,6	106,4	107,9	106,6	104,5	113,6	110,4	97,2
dic.	2,1	-0,7	106,3	107,9	106,9	104,0	105,5	106,0	104,7	101,4	110,6	107,7	99,2
2020 gen.	-2,7	-3,4	105,7	108,2	101,1	105,5	105,0	107,5	106,7	105,6	111,3	109,3	101,7
feb.	-1,1	-2,1	107,2	108,9	107,4	106,8	106,7	106,9	106,6	99,9	113,0	109,3	100,3

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		2	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 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0	
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2019 2° trim.	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,1	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4	
3° trim.	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6	
4° trim.	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2	
2020 1° trim.	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,7	1,3	0,2	-1,3	0,1	1,2	0,8	
2019 dic.	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	1,3	1,3	
2020 gen.	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8	
feb.	104,6	1,2	1,2	0,9	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	1,3	0,8	
mar.	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7	
apr.	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,8	-0,2	-4,8	0,3	0,3	0,6	
mag. <sup>3)</sup>	105,3	0,1	0,9	.	1,3	-0,2	0,2	-0,6	0,0	-1,7	0,0	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						Di locazione
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2019 2° trim.	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
3° trim.	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
4° trim.	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5
2020 1° trim.	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5
2019 dic.	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5
2020 gen.	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5
feb.	2,1	2,0	2,6	0,3	0,5	-0,3	1,5	1,4	2,0	0,0	1,8	1,5
mar.	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5
apr.	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5
mag. <sup>3)</sup>	3,3	2,4	6,5	.	0,2	-12,0	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2010 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,7	
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,1	
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,0	
2019 2° trim.	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	5,8	
3° trim.	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,7	
4° trim.	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,7	
2020 1° trim.	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,3	.	.	
2019 nov.	104,5	-1,3	-0,2	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,3	0,7	-6,0	-	-	
dic.	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	
2020 gen.	104,8	-0,6	1,1	0,5	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,6	-4,1	-	-	
feb.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,2	1,2	2,3	3,3	0,7	-6,7	-	-	
mar.	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,4	0,6	-11,2	-	-	
apr.	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,7	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	-	-	

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL							Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>		Importazioni <sup>1)</sup>	Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 2° trim.	104,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
3° trim.	105,1	1,7	1,3	1,1	1,7	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
4° trim.	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6
2020 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
2019 dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,6	11,6	2,2	7,0	14,7	-1,1
2020 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,0	10,9	3,5	6,8	12,6	0,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,1	8,0	-3,0	2,0	8,7	-4,9
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,3	4,6	-12,1	-7,2	-1,8	-13,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,2	5,9	-7,5	-3,4	1,5	-8,7

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
1999-2015	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 2° trim.	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
3° trim.	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
4° trim.	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020 1° trim.	2,0	6,6	7,4	4,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
2019 dic.	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 gen.	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
feb.	3,5	7,4	9,1	5,9	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1
mar.	-0,3	3,9	2,8	1,9	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
apr.	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
mag.	-8,6	-3,1	-8,7	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3

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: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			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 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,5	2,4	2,1	2,1
2019	106,9	2,6	2,6	2,5	2,5	2,7	2,3
2019 2° trim.	110,9	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1	2,0
3° trim.	103,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6
4° trim.	113,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	2,1
2020 1° trim.	.	.	.	.	.	.	2,0

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](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	Totale	Per settore di attività									
	(indice: 2010 =100)		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
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,1	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,6	3,5	1,3	1,7	1,2	-1,1	2,7	1,6	2,7	1,9
2019 1° trim.	109,4	2,3	1,6	3,6	1,1	2,0	1,7	-0,7	5,1	1,8	2,6	1,6
2° trim.	110,0	2,1	-0,1	3,2	1,7	2,0	1,5	-0,9	3,2	1,7	2,6	2,3
3° trim.	110,6	1,9	-0,7	4,0	1,1	1,4	1,6	-1,2	2,3	1,3	2,6	1,7
4° trim.	110,9	1,8	1,5	3,0	1,5	1,2	-0,2	-1,3	0,2	1,7	2,8	2,2
<b>Redditi per occupato</b>												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,8	1,9	1,9	2,4	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,6
2019	116,1	2,0	1,8	1,5	2,1	2,2	1,6	1,3	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 1° trim.	115,4	2,3	1,5	1,9	2,4	2,7	2,0	1,4	4,0	1,9	2,3	2,5
2° trim.	115,9	2,1	1,8	1,1	2,2	2,3	1,4	1,8	3,2	2,4	2,2	3,1
3° trim.	116,7	2,1	1,2	2,0	2,0	2,3	1,8	1,1	3,2	1,9	2,3	2,1
4° trim.	116,8	1,7	2,8	0,8	1,6	1,6	1,3	1,1	1,8	1,5	2,6	2,2
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,8	0,6	1,0	2,4	-0,2	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,2	-1,9	0,7	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,5
2019 1° trim.	105,3	0,0	1,9	-2,0	0,6	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,8
2° trim.	105,5	0,2	1,8	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,7	-0,3	0,4
3° trim.	105,3	-0,1	1,2	-2,2	0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,2	-0,3	0,0
2020 1° trim.	101,6	-3,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	1,9	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,3	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,4	2,7	1,9	2,2
2019	118,1	2,1	1,4	1,9	2,3	2,3	2,6	0,9	2,8	2,1	1,9	2,7
2019 1° trim.	116,7	1,9	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,6	0,9	4,2	1,9	1,7	2,2
2° trim.	117,4	2,2	2,4	1,8	2,4	2,4	2,5	1,4	3,4	2,5	1,9	3,6
3° trim.	118,2	2,3	1,4	2,5	2,6	2,6	2,8	0,7	2,3	2,3	1,8	2,5
4° trim.	118,5	1,9	2,1	1,4	2,7	1,8	2,6	1,1	1,4	1,9	2,2	2,3
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,3	2,6	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,2	0,9	-1,5	0,9	0,8	1,5	2,2	0,4	0,5	-0,7	0,7
2019 1° trim.	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,6	0,4	1,1	1,7	-0,2	0,1	-0,8	0,6
2° trim.	107,5	0,3	2,0	-1,4	0,6	0,8	1,2	2,5	0,8	0,8	-0,6	1,2
3° trim.	107,7	0,5	2,0	-1,5	1,5	1,4	1,4	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,8
4° trim.	107,6	0,2	0,7	-1,6	1,2	0,9	2,5	2,6	0,9	0,1	-0,5	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

(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	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	5		6	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		
1	2		4									
<b>Consistenze</b>												
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,6	2.261,8	3.458,3	11.208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11.867,5
2018	1.163,3	7.114,7	8.278,1	1.124,9	2.299,0	3.423,9	11.702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12.371,8
2019	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2019 2° trim.	1.189,0	7.415,4	8.604,4	1.111,1	2.338,5	3.449,6	12.054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12.690,0
3° trim.	1.204,1	7.605,6	8.809,6	1.110,0	2.354,8	3.464,7	12.274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12.914,4
4° trim.	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 1° trim.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
2019 nov.	1.216,9	7.715,8	8.932,6	1.081,4	2.359,5	3.440,9	12.373,5	73,4	530,6	26,0	630,0	13.003,5
dic.	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 gen.	1.228,3	7.743,6	8.971,9	1.062,9	2.362,3	3.425,2	12.397,1	75,8	548,3	24,1	648,2	13.045,2
feb.	1.236,2	7.826,7	9.062,8	1.065,0	2.359,7	3.424,8	12.487,6	84,9	551,3	25,9	662,1	13.149,7
mar.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
apr. <sup>(p)</sup>	1.276,8	8.231,0	9.507,8	1.071,4	2.376,7	3.448,1	12.956,0	94,6	542,8	45,2	682,6	13.638,6
<b>Transazioni</b>												
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,3	603,1	659,4	-60,0	62,8	2,7	662,1	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	606,8
2019 2° trim.	9,7	143,0	152,8	-4,4	20,3	15,9	168,6	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9
3° trim.	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
4° trim.	15,6	122,8	138,4	-38,0	8,1	-29,9	108,4	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,4
2020 1° trim.	42,1	346,6	388,7	6,5	-2,5	4,0	392,7	31,1	2,0	48,6	81,6	474,4
2019 nov.	7,4	40,3	47,7	-14,0	0,2	-13,8	33,9	-6,5	1,4	-1,4	-6,5	27,4
dic.	2,8	12,9	15,7	-9,9	4,8	-5,1	10,7	5,5	-0,2	-18,1	-12,8	-2,1
2020 gen.	8,7	15,4	24,0	-8,3	-1,6	-9,9	14,1	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,3
feb.	7,9	81,9	89,7	1,6	-2,6	-0,9	88,8	9,0	3,0	1,2	13,3	102,1
mar.	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9
apr. <sup>(p)</sup>	15,1	152,7	167,8	-7,7	15,3	7,5	175,3	-15,7	9,4	-13,0	-19,3	156,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2019 2° trim.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6
3° trim.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
4° trim.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 1° trim.	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
2019 nov.	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-47,4	-1,1	5,6
dic.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 gen.	5,2	8,3	7,9	-5,7	2,4	-0,2	5,5	0,7	5,1	-53,0	-0,8	5,2
feb.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,6	2,5	5,5
mar.	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
apr. <sup>(p)</sup>	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,4	27,8	3,1	22,0	6,7	8,3

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	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			
<b>Consistenze</b>													
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,6	3.702,8	562,1	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.331,4	1.898,7	277,3	147,8	7,6	6.644,9	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2019 2° trim.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.846,9	4.207,9	509,7	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
3° trim.	2.450,9	2.031,3	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,5
4° trim.	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 1° trim.	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
2019 nov.	2.482,0	2.073,5	251,5	151,4	5,6	7.026,7	4.382,6	497,2	2.145,2	1,7	1.022,2	226,8	472,4
dic.	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 gen.	2.475,0	2.063,6	256,8	150,5	4,1	7.061,1	4.421,5	487,3	2.151,4	0,8	1.023,6	217,7	467,2
feb.	2.507,0	2.097,6	253,7	150,3	5,4	7.086,6	4.452,7	482,5	2.150,6	0,8	1.051,7	215,3	475,7
mar.	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
apr. <sup>(a)</sup>	2.714,4	2.277,0	284,5	146,6	6,3	7.242,0	4.596,7	467,1	2.177,3	0,8	1.121,0	230,3	466,0
<b>Transazioni</b>													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,8	-0,5	394,4	358,3	-25,7	62,3	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 2° trim.	29,7	30,7	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,2	-5,1	16,7	0,3	31,6	4,0	-0,2
3° trim.	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
4° trim.	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,7	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 1° trim.	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,4	11,7	7,4
2019 nov.	7,4	19,3	-9,1	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,3	3,8	6,0
dic.	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	15,5	13,5	-4,2	7,1	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 gen.	-3,5	-0,7	-0,8	0,4	-2,4	19,5	25,5	-5,6	-0,4	0,0	-16,0	3,0	-0,7
feb.	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,5	-2,5	8,5
mar.	102,7	93,5	9,7	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,9	11,1	-0,4
apr. <sup>(a)</sup>	103,5	85,1	20,8	-1,0	-1,4	80,2	65,9	-5,0	19,0	0,2	-33,6	3,7	-9,3
<b>Variazioni percentuali</b>													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 2° trim.	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
3° trim.	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
4° trim.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 1° trim.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
2019 nov.	7,0	9,8	-8,4	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,5	6,0
dic.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 gen.	6,1	8,2	-5,3	1,2	-41,1	5,7	8,7	-6,0	2,7	-43,6	3,2	5,0	5,2
feb.	6,5	9,0	-7,6	1,2	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
mar.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
apr. <sup>(a)</sup>	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,3	8,1	1,3

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 <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,0	10.870,5	11.165,8	4.323,4	5.600,3	838,0	108,7	1.440,4	803,2
2018	4.676,7	1.006,2	3.659,0	13.415,9	11.122,4	11.482,8	4.402,3	5.742,1	851,2	126,8	1.517,9	775,6
2019	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2019 2° trim.	4.640,2	1.000,7	3.627,9	13.640,4	11.290,6	11.667,0	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,6	803,2
3° trim.	4.696,5	999,8	3.685,1	13.776,5	11.394,4	11.764,2	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.570,6	811,5
4° trim.	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2020 1° trim.	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3
2019 nov.	4.639,2	1.000,9	3.626,5	13.854,2	11.439,1	11.808,0	4.492,2	5.912,9	888,2	145,8	1.570,8	844,3
dic.	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2020 gen.	4.670,2	994,2	3.664,2	13.912,8	11.511,9	11.874,9	4.483,9	5.961,1	913,4	153,5	1.547,1	853,8
feb.	4.672,0	993,0	3.667,2	13.942,6	11.531,4	11.897,5	4.488,9	5.983,3	909,1	150,1	1.565,8	845,4
mar.	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3
apr. <sup>(a)</sup>	4.962,6	1.015,5	3.935,3	14.124,7	11.728,0	12.103,8	4.671,0	5.960,8	939,4	156,8	1.610,8	785,9
<b>Transazioni</b>												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,5	43,8
2019 2° trim.	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8
3° trim.	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6
4° trim.	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,1	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 1° trim.	133,8	21,8	112,0	229,5	247,9	240,3	135,6	41,8	61,6	8,8	15,4	-33,8
2019 nov.	-9,6	-0,9	-8,9	33,8	15,6	21,8	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1
dic.	21,8	-17,1	38,9	22,6	25,9	47,5	-11,5	21,1	9,5	6,8	-8,4	5,0
2020 gen.	-9,1	9,6	-18,7	44,8	57,9	35,3	10,5	30,5	15,9	0,8	-14,1	1,0
feb.	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9
mar.	136,2	13,8	122,5	144,0	169,1	178,9	118,6	-11,6	50,7	11,4	8,9	-34,0
apr. <sup>(a)</sup>	194,4	8,2	186,0	69,2	38,0	37,9	71,5	-5,4	-23,3	-4,7	47,5	-16,3
<b>Variazioni percentuali</b>												
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2019 2° trim.	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3
3° trim.	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6
4° trim.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 1° trim.	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
2019 nov.	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2
dic.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 gen.	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7
feb.	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1
mar.	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
apr. <sup>(a)</sup>	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,1	6,4	-3,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	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 <sup>4)</sup>					Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2017	4.323,4	4.358,7	986,2	821,2	2.516,1	5.600,3	5.867,4	654,8	4.216,4	729,0
2018	4.402,3	4.487,6	993,0	843,7	2.565,6	5.742,1	6.025,2	682,6	4.356,8	702,7
2019	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2019 2° trim.	4.462,4	4.554,2	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.115,2	703,6	4.426,6	695,6
3° trim.	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.165,7	711,2	4.473,5	691,6
4° trim.	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 1° trim.	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
2019 nov.	4.492,2	4.588,1	972,4	883,1	2.636,7	5.912,9	6.201,6	716,4	4.506,6	690,0
dic.	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 gen.	4.483,9	4.582,1	965,3	877,1	2.641,5	5.961,1	6.243,4	724,3	4.549,6	687,2
feb.	4.488,9	4.586,3	957,4	880,0	2.651,5	5.983,3	6.264,7	728,4	4.567,3	687,6
mar.	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
apr. <sup>(p)</sup>	4.671,0	4.775,4	986,5	962,7	2.721,8	5.960,8	6.247,0	701,4	4.573,6	685,8
<b>Transazioni</b>										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 2° trim.	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
3° trim.	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
4° trim.	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,1	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 1° trim.	135,6	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2019 nov.	-4,0	2,9	-10,2	6,4	-0,2	18,6	20,2	3,8	13,5	1,2
dic.	-11,5	2,0	2,0	-4,2	-9,4	21,1	23,2	3,3	19,6	-1,8
2020 gen.	10,5	6,3	-11,0	3,2	18,4	30,5	19,6	4,5	24,9	1,1
feb.	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
mar.	118,6	121,4	47,9	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
apr. <sup>(p)</sup>	71,5	72,7	-15,6	46,6	40,4	-5,4	-6,2	-13,9	7,1	1,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 2° trim.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
3° trim.	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
4° trim.	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 1° trim.	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2019 nov.	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5
dic.	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 gen.	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,2
feb.	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
mar.	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
apr. <sup>(p)</sup>	6,0	6,6	0,9	13,7	5,4	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci 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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	10
<b>Consistenze</b>										
2017	342,7	6.771,1	1.967,5	59,8	2.017,5	2.726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2019 2° trim.	373,7	6.985,0	1.956,9	57,5	2.135,4	2.835,2	1.318,6	449,5	191,5	207,8
3° trim.	388,0	7.101,1	1.948,1	57,2	2.162,2	2.933,6	1.484,9	445,6	184,2	198,1
4° trim.	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2020 1° trim.	413,3	7.036,8	1.935,1	47,2	2.121,9	2.932,6	1.571,7	534,5	183,7	196,2
2019 nov.	369,1	7.078,6	1.951,8	52,6	2.162,7	2.911,5	1.491,5	466,4	211,8	224,8
dic.	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2020 gen.	372,2	7.115,6	1.948,9	48,8	2.165,9	2.952,0	1.542,8	407,2	171,1	182,3
feb.	417,2	7.130,6	1.942,5	48,2	2.162,5	2.977,5	1.613,6	469,2	177,9	191,2
mar.	413,3	7.036,8	1.935,1	47,2	2.121,9	2.932,6	1.571,7	534,5	183,7	196,2
apr. <sup>(a)</sup>	521,1	7.059,2	1.930,5	46,1	2.124,9	2.957,7	1.566,5	565,1	187,6	203,3
<b>Transazioni</b>										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	107,3	-5,3	-3,0	27,5	88,1	310,7	10,4	-2,7	-2,5
2019 2° trim.	3,8	45,8	22,0	1,6	-0,6	22,7	99,9	45,3	-6,9	-4,5
3° trim.	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
4° trim.	-37,5	4,7	-1,4	-3,3	-14,3	23,7	-0,4	-30,0	-5,3	-10,9
2020 1° trim.	63,2	-50,3	-9,3	-2,9	-44,9	6,9	71,3	52,6	4,7	9,1
2019 nov.	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	-16,8	26,1	-9,7	-11,3
dic.	-18,9	-4,3	-5,6	-1,3	3,0	-0,5	-30,9	-38,8	-32,8	-37,7
2020 gen.	22,1	-7,3	-2,7	-1,3	2,6	-5,9	42,6	-19,2	-7,8	-4,9
feb.	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,1	42,1	6,8	9,0
mar.	-3,9	-43,6	0,1	-1,0	-42,6	-0,1	-29,5	29,7	5,8	5,0
apr. <sup>(a)</sup>	107,9	-19,5	-5,4	-1,0	-2,1	-11,0	-62,4	43,2	4,0	7,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 2° trim.	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1	6,7
3° trim.	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
4° trim.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 1° trim.	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
2019 nov.	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,3	-	-	11,1	12,8
dic.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 gen.	-1,3	1,2	-0,1	-7,3	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3
feb.	4,3	0,9	-0,3	-8,5	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
mar.	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
apr. <sup>(a)</sup>	42,3	0,0	-0,4	-12,9	-2,2	2,0	-	-	-6,6	-4,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 1° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,7	.	.	.	.	1,1
3° trim.	-0,8	.	.	.	.	0,9
4° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,0

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	
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2019 1° trim.	46,5	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
2° trim.	46,5	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
3° trim.	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,5	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8
4° trim.	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,6	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 <sup>1)</sup>	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	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 1° trim.	86,5	3,1	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,3	3,1	13,5	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	86,0	3,2	13,3	69,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	84,2	3,0	13,1	68,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Vi è una leggera differenza (0,1 punti percentuali del PIL) tra il rapporto debito pubblico/PIL per il 2019 e per il quarto trimestre del 2019. Ciò si spiega con una differenza tra il PIL annuo e la somma mobile di quattro trimestri del PIL.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	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
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,9	0,9
2019 1° trim.	-1,3	-1,2	0,8	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,8	1,3
2° trim.	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,7	1,4
3° trim.	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4
4° trim.	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		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
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
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 1° trim.	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2° trim.	12,5	11,1	3,6	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
3° trim.	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
4° trim.	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 nov.	12,5	11,1	3,4	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2
dic.	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 gen.	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
feb.	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
mar.	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
apr.	12,8	11,5	4,3	1,3	0,3	7,6	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,0	0,1	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 <sup>1)</sup> 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
2019 1° trim.	-1,1	1,8	-0,9	0,0	0,4	-2,5	-2,7	-2,2	-5,1
2° trim.	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-3,0	-2,2	-4,9
3° trim.	-1,8	1,5	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,3	-2,0	2,2
4° trim.	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
Debito pubblico									
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5
2019 1° trim.	103,1	61,7	7,8	65,3	182,0	98,6	99,6	136,4	103,1
2° trim.	102,3	61,1	9,1	63,9	179,5	98,6	99,6	137,8	107,0
3° trim.	102,1	61,1	9,0	62,5	178,1	97,5	100,4	137,1	97,8
4° trim.	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,4	134,8	95,5

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 1° trim.	-0,9	0,2	3,8	1,6	1,5	-0,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,1
2° trim.	-1,4	0,0	3,9	1,1	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
3° trim.	-1,1	-0,3	3,0	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-2,0
4° trim.	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
Debito pubblico										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 1° trim.	38,6	33,8	20,7	46,3	50,8	72,7	123,4	68,1	49,3	59,5
2° trim.	37,5	35,9	20,3	45,7	50,9	71,8	120,8	67,7	48,6	61,5
3° trim.	37,1	35,7	20,0	43,4	49,2	71,1	120,2	68,1	48,4	60,2
4° trim.	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4

Fonte: Eurostat.

1) Vi è una leggera differenza (0,3 punti percentuali del PIL) tra il rapporto debito pubblico/PIL per il 2019 e per il quarto trimestre del 2019. Ciò si spiega con una differenza tra il PIL annuo e la somma mobile di quattro trimestri del PIL.

© **European Central Bank, 2020**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 3 giugno 2020.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-20-004-IT-N (online)