



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 6 / 2020



# Indice

<b>Andamenti economici e monetari</b>	<b>3</b>
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	9
2 Andamenti finanziari	19
3 Attività economica	25
4 Prezzi e costi	33
5 Moneta e credito	39
6 Andamenti della finanza pubblica	48
<b>Riquadri</b>	<b>52</b>
1 Il lev bulgaro e la kuna croata negli Accordi europei di cambio (AEC II)	52
2 L'affinamento delle misure impiegate dalla BCE per il calcolo del tasso di cambio effettivo	57
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 6 maggio al 21 luglio 2020	62
4 L'impatto del recente brusco aumento dell'incertezza sull'attività economica dell'area dell'euro	69
5 COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?	74
6 Il ruolo delle imposte indirette nell'inflazione dell'area dell'euro e nelle sue prospettive	79
7 Le garanzie pubbliche sui prestiti e il credito bancario nel periodo del COVID-19	83
8 Le implicazioni per le politiche di bilancio del pacchetto per la ripresa economica dell'UE	91
<b>Articoli</b>	<b>95</b>
1 Il percorso di normalizzazione della Cina all'indomani della pandemia di COVID-19	95
2 Gli effetti virali del commercio estero e le reti di approvvigionamento nell'area dell'euro	113

3	Gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro e la crisi del COVID-19	129
	<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nella riunione di politica monetaria del 10 settembre 2020 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariato l'orientamento accomodante della politica monetaria.** Le informazioni più recenti indicano un forte, anche se non completo, recupero dell'economia, sostanzialmente in linea con quanto ci si attendeva, benché il livello dell'attività rimanga ben al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia di coronavirus (COVID-19). L'attività nel settore manifatturiero ha continuato a migliorare, ma di recente la dinamica nel comparto dei servizi ha registrato un certo rallentamento. Il vigore della ripresa resta soggetto a una significativa incertezza, poiché continua a dipendere in larga misura dalla futura evoluzione della pandemia e dal buon esito delle politiche di contenimento. La domanda interna dell'area dell'euro, partita da livelli bassi, ha recuperato in misura significativa, sebbene l'elevata incertezza riguardo alle prospettive economiche continui a pesare sulla spesa per consumi e sugli investimenti delle imprese. L'inflazione complessiva è frenata dalle basse quotazioni dell'energia e dalle contenute pressioni sui prezzi, in un contesto di debolezza della domanda e di significativa capacità inutilizzata nei mercati del lavoro. Su questo sfondo, permane la necessità di un ampio grado di stimolo monetario per sostenere la ripresa economica e salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine. Pertanto, nella riunione del 10 settembre 2020 il Consiglio direttivo ha deciso di riconfermare l'orientamento accomodante della sua politica monetaria.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 10 settembre 2020

**La pandemia di coronavirus rimane la principale fonte di incertezza per l'economia mondiale.** Dopo una stabilizzazione temporanea intorno a metà maggio, che ha portato a una graduale revoca delle misure di contenimento, più di recente il numero di nuovi casi giornalieri ha ripreso a salire, alimentando i timori di una forte recrudescenza dei contagi da coronavirus. Tali timori hanno inciso sulla fiducia dei consumatori. I dati più recenti confermano che l'attività economica mondiale ha raggiunto il suo punto minimo nel secondo trimestre e ha intrapreso un recupero a partire da metà maggio, in concomitanza con la graduale revoca delle misure di contenimento. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2020 dagli esperti della BCE, il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) quest'anno si ridurrà del 3,7 per cento e aumenterà del 6,2 per cento nel 2021 e del 3,8 per cento nel 2022. La contrazione del commercio mondiale sarà più grave, in ragione sia della sua forte prociclicità, in particolare durante le fasi di recessione economica, sia della natura peculiare della crisi legata al coronavirus, che ha comportato turbative nelle catene produttive mondiali e ha fatto aumentare i costi dell'interscambio per via delle misure di contenimento. I rischi per le prospettive

mondiali rimangono orientati al ribasso alla luce della persistente incertezza sull'evoluzione della pandemia, che potrebbe segnare l'economia mondiale in maniera duratura. Altri rischi al ribasso riguardano l'esito dei negoziati sulla Brexit, il rischio di un aumento del protezionismo commerciale e gli effetti negativi di più lungo termine sulle catene di approvvigionamento mondiali.

**Le condizioni finanziarie nell'area dell'euro, pur se lievemente più distese dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno 2020, non sono ancora tornate ai livelli osservati prima della pandemia di COVID-19.** Nel periodo in esame (dal 4 giugno 2020 al 9 settembre 2020) la curva dei tassi a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata moderatamente verso il basso e, sebbene lievemente invertita nel segmento a breve, non lascia presagire forti aspettative di un'imminente riduzione del tasso. Nel periodo in esame i differenziali sulle obbligazioni sovrane a lungo termine dell'area dell'euro si sono ridotti, in un contesto caratterizzato da un sostegno combinato delle politiche monetaria e di bilancio. I prezzi delle attività rischiose sono lievemente aumentati, soprattutto a fronte di prospettive generalmente più favorevoli sugli utili a breve termine. Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato in misura relativamente sostenuta su base ponderata per l'interscambio e rispetto al dollaro statunitense.

**Nel secondo trimestre del 2020 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha subito una contrazione dell'11,8 per cento sul periodo precedente.** I dati più recenti e i risultati delle indagini congiunturali indicano il procedere della ripresa economica dell'area dell'euro, nonché un rimbalzo del PIL nel terzo trimestre, seppure verso livelli più bassi rispetto a quelli antecedenti la crisi. Oltre al significativo rafforzamento della produzione nel settore industriale e in quello dei servizi, vi sono segnali di una netta ripresa dei consumi. Di recente il comparto dei servizi ha fatto osservare un rallentamento rispetto a quello manifatturiero, come emerge anche dai risultati delle indagini congiunturali per il mese di agosto. Gli incrementi dei tassi di contagio da coronavirus nei mesi estivi rappresentano un fattore sfavorevole per le prospettive a breve termine. Guardando al futuro, un'ulteriore e durevole ripresa continua a dipendere in larga misura dall'evoluzione della pandemia e dal buon esito delle politiche di contenimento. L'incertezza riguardo l'evoluzione della pandemia attenuerà verosimilmente il vigore della ripresa nel mercato del lavoro, nonché nei consumi e negli investimenti; d'altro canto, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe ricevere sostegno dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e dal rafforzamento dell'attività e della domanda a livello mondiale.

**Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro a settembre 2020.** Le proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali pari al -8,0 per cento nel 2020, al 5,0 per cento nel 2021 e al 3,2 per cento nel 2022. Rispetto all'esercizio condotto a giugno dagli esperti dell'Eurosistema le prospettive per l'espansione del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo per il 2020, mentre rimangono pressoché invariate per il 2021 e il 2022. Data l'eccezionale incertezza che attualmente caratterizza tali prospettive, le proiezioni includono due scenari alternativi, uno moderato e uno grave, che corrispondono a ipotesi diverse

sull'evoluzione della pandemia<sup>1</sup>. Nel complesso si ritiene che i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro rimangano orientati al ribasso. Tale valutazione riflette in ampia misura il carattere ancora incerto delle implicazioni della pandemia sotto il profilo economico e finanziario.

**Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa al -0,2 per cento lo scorso agosto, dallo 0,4 per cento di luglio.** Sulla scorta dei prezzi correnti e dei contratti future sul petrolio, e tenendo conto della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, l'inflazione complessiva dovrebbe rimanere negativa nei prossimi mesi, per poi tornare positiva agli inizi del 2021. Inoltre, le pressioni sui prezzi si manterranno contenute nel breve periodo per effetto della debolezza della domanda, delle minori pressioni salariali e dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, nonostante le lievi spinte al rialzo sui prezzi riconducibili ai vincoli dal lato dell'offerta. Nel medio termine, una ripresa della domanda, sostenuta da politiche monetarie e di bilancio accomodanti, eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati si sono riportati sui livelli antecedenti la pandemia, pur rimanendo ancora molto contenuti, mentre le misure desunte dalle indagini si mantengono su livelli bassi.

**Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE a settembre, che indicano un tasso di inflazione sui dodici mesi dello 0,3 per cento nel 2020, dell'1,0 per cento nel 2021 e dell'1,3 per cento nel 2022.**

Rispetto all'esercizio condotto a giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione risultano invariate per il 2020, riviste al rialzo per il 2021 e immutate per il 2022. Il valore invariato della proiezione per l'inflazione nel 2022 cela una correzione al rialzo dell'inflazione al netto dei prodotti energetici e alimentari – ascrivibile in parte all'impatto positivo delle politiche monetarie e di bilancio – che è stata ampiamente compensata dalla revisione del profilo dei prezzi dell'energia. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi allo 0,8 per cento nel 2020, allo 0,9 nel 2021 e all'1,1 nel 2022.

**La pandemia di coronavirus ha continuato a influenzare in misura considerevole le dinamiche monetarie nell'area dell'euro.**

L'espansione dell'aggregato monetario ampio (M3) ha continuato ad aumentare, raggiungendo il 10,2 per cento lo scorso luglio, dopo il 9,2 per cento di giugno. La forte crescita della moneta riflette l'erogazione di credito interno, il proseguimento degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema e considerazioni di tipo precauzionale che favoriscono una maggiore preferenza per la liquidità nel settore detentore di moneta. 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. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente stabile, attestandosi al 7,0 per cento a luglio, rispetto al 7,1 per cento del mese precedente.

<sup>1</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2020* pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2020.

Questi tassi elevati riflettono la marcata necessità delle imprese di finanziare la spesa corrente e il capitale circolante, nonché di incrementare ulteriormente le riserve di liquidità, sebbene il recupero dell'attività economica abbia determinato una certa ripresa dei ricavi. A luglio scorso anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato, al 3,0 per cento. Le misure adottate dal Consiglio direttivo, unitamente alle iniziative intraprese dai governi nazionali e dalle istituzioni europee, continueranno a favorire l'accesso al finanziamento, anche per i soggetti più colpiti dalle conseguenze della pandemia.

**La pandemia di coronavirus continua ad avere un impatto straordinariamente ampio sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro.** Il costo di bilancio delle misure di contenimento è stato molto elevato per tutti i paesi dell'area dell'euro, anche se l'onere e la capacità di risposta variano da un paese all'altro. Secondo le proiezioni, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in modo significativo per effetto del rallentamento economico e del considerevole sostegno di bilancio, raggiungendo l'8,8 per cento del PIL nel 2020, rispetto allo 0,6 per cento del 2019. Il rapporto disavanzo/PIL dovrebbe scendere al 4,9 per cento del PIL nel 2021 e al 3,6 per cento nel 2022. Le misure di bilancio di ampia portata adottate nel corso del 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 da un miglioramento della situazione congiunturale. 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 il pacchetto Next Generation EU della Commissione europea, che con la sua dotazione di 750 miliardi di euro potrà sostenere in modo significativo le regioni e i settori maggiormente colpiti dalla pandemia, sono accolti con grande favore.

## Il pacchetto di misure di politica monetaria

In sintesi, la verifica incrociata degli esiti dell'analisi economica e delle indicazioni derivanti dall'analisi monetaria ha confermato che un ampio grado di accomodamento monetario è necessario affinché l'inflazione converga saldamente su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. In tale contesto, il 10 settembre 2020 il Consiglio direttivo ha riconfermato l'insieme delle accomodanti misure di politica monetaria già in vigore.

1. Il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Questi ultimi dovrebbero rimanere 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.

2. Il Consiglio direttivo ha deciso di proseguire gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) con una dotazione finanziaria complessiva di 1.350 miliardi di euro. Tali acquisti concorrono ad allentare l'orientamento complessivo della politica monetaria, contribuendo così a compensare l'effetto al ribasso della pandemia sul profilo previsto per l'inflazione. 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. Gli acquisti netti di attività saranno condotti nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine di giugno 2021 e, in ogni caso, finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus. Inoltre, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza acquistati nel quadro del PEPP sarà reinvestito almeno fino 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.
3. Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) continueranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, unitamente agli acquisti nel quadro della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro fino 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. Inoltre, 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.
4. Infine, il Consiglio direttivo continuerà altresì a fornire abbondante liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento. In particolare, l'ultima operazione della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) ha registrato un volume molto elevato di fondi erogati, sostenendo il credito bancario alle imprese e alle famiglie.

Le misure di politica monetaria che il Consiglio direttivo ha adottato dall'inizio di marzo forniscono un contributo essenziale per sostenere la ripresa dell'economia dell'area dell'euro e salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine. In particolare, esse sostengono le condizioni di liquidità e di finanziamento nell'economia e contribuiscono al flusso del credito a favore di famiglie e imprese, nonché al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli per tutti i settori e tutti i paesi. Nel contempo, nell'attuale contesto di elevata incertezza, il Consiglio direttivo valuterà con attenzione le nuove informazioni, compreso l'andamento del tasso di cambio in relazione alle sue implicazioni per le prospettive di inflazione a medio termine. Il Consiglio direttivo rimane pronto ad adeguare tutti gli strumenti a sua disposizione, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi

stabilmente all'obiettivo, in linea con il suo impegno ad adottare un approccio simmetrico.

## Contesto esterno

*La pandemia di coronavirus (COVID-19) resta la principale fonte di incertezza per l'economia mondiale. Verso metà maggio il numero di nuovi contagi si è temporaneamente stabilizzato, inducendo una graduale revoca delle misure di contenimento. Tuttavia, successivamente, i casi hanno ripreso ad aumentare, soprattutto negli Stati Uniti, come anche in Brasile e in altre economie emergenti, finché i nuovi contagi non hanno iniziato a stabilizzarsi su scala mondiale all'inizio di agosto. Il tasso dei contagi rimane comunque elevato e il numero di nuovi casi è in crescita in Europa e in altre regioni, alimentando timori di una forte recrudescenza delle infezioni da coronavirus. Tali timori hanno inciso negativamente sulla fiducia dei consumatori. I dati più recenti confermano che l'attività economica mondiale ha raggiunto un punto di svolta nel secondo trimestre e ha ripreso a crescere in concomitanza con la graduale revoca delle misure di contenimento a partire da metà maggio. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2020 dagli esperti della BCE, quest'anno il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) si ridurrà del 3,7 per cento e aumenterà rispettivamente del 6,2 e del 3,8 per cento nel 2021 e nel 2022. La contrazione del commercio mondiale sarà più grave rispetto al calo del PIL in termini reali, alla luce sia della sua più marcata prociclicità, soprattutto durante le fasi di rallentamento economico, sia della natura peculiare della crisi legata al COVID-19, che ha comportato interruzioni nelle catene di produzione mondiali e un incremento dei costi del commercio dovuti alle misure di contenimento. I rischi per le prospettive mondiali restano orientati al ribasso, data la persistente incertezza riguardo all'evoluzione della pandemia, che potrebbe segnare in maniera duratura l'economia mondiale. Altri rischi al ribasso riguardano l'esito dei negoziati sulla Brexit, il possibile aumento del protezionismo commerciale e, in relazione a ciò, gli effetti negativi di più lungo termine sulle catene di approvvigionamento mondiali.*

### Attività economica e commercio a livello mondiale

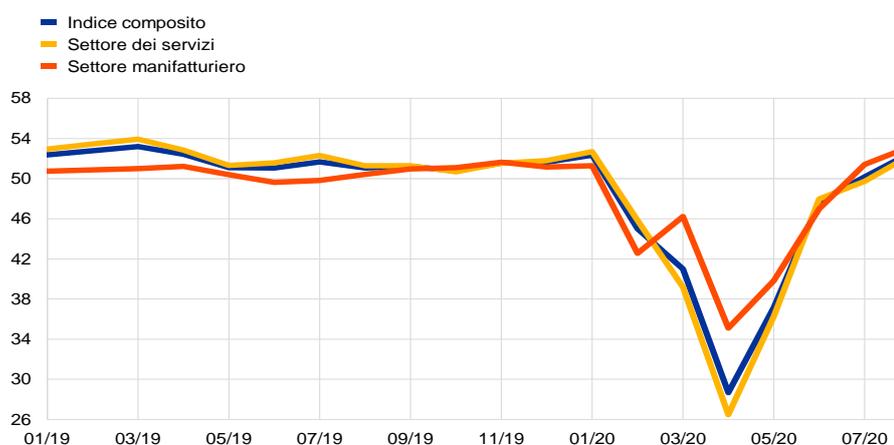
**A causa della pandemia di COVID-19, nel primo semestre del 2020 l'economia mondiale è entrata in una fase di profonda recessione che ha interessato in maniera sincrona varie regioni.** L'insorgenza del virus e le misure di contenimento adottate per limitarne la diffusione hanno gravato sull'attività economica provocando un calo, sincrono e senza precedenti, del prodotto mondiale, che ha raggiunto il suo minimo ad aprile 2020. L'incertezza a livello mondiale è cresciuta raggiungendo livelli mai toccati dopo la crisi finanziaria mondiale. I dati recenti di contabilità nazionale e relativi al secondo trimestre confermano una brusca contrazione dell'attività economica. Il calo del commercio mondiale è stato ancora più marcato, sebbene meno pronunciato di quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020. Ciò sembra indicare una minore elasticità del commercio mondiale rispetto a quanto ipotizzato in precedenza. Nel contempo, la Cina ha potuto iniziare a revocare le misure di contenimento verso la fine di marzo e vedere la sua economia tornare a tassi di crescita positivi già nel secondo trimestre.

**Una volta che la diffusione del COVID-19 ha iniziato a diminuire di intensità e le misure di contenimento hanno iniziato a essere rimosse, l'economia mondiale ha cominciato a segnare una ripresa, come confermato dai dati desunti dalle indagini.** Con l'allentamento delle restrizioni e l'avvio di una normalizzazione della produzione, l'attività economica e il commercio a livello mondiale dovrebbero registrare un recupero rispetto ai livelli contenuti del secondo trimestre. Gli indici mondiali composti dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices (PMI), esclusa l'area dell'euro) relativi al prodotto, hanno mostrato un costante miglioramento dopo aver toccato il minimo ad aprile (cfr. il grafico 1). In agosto l'indice PMI mondiale composito relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) è aumentato per il quarto mese consecutivo, fino a 52,6 da 50 in luglio e da un minimo di 28,6 in aprile. Tale recupero è generalizzato sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, ma appare disomogeneo tra i vari paesi. Tra le economie avanzate, l'indice PMI composito per il prodotto ha continuato a crescere negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre è rimasto in fase di contrazione in Giappone. Tra le economie emergenti, esso è cresciuto ulteriormente in Cina, Russia e Brasile, mentre ha continuato a contrarsi in India.

### Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro)

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2020.

**Nei mesi recenti le condizioni finanziarie a livello mondiale hanno mostrato un significativo miglioramento.** Durante l'estate è proseguita la ripresa dei mercati finanziari iniziata alla fine di marzo, con una dinamica che apparentemente non ha evidenziato rallentamenti nelle principali economie avanzate e in alcune economie emergenti. I mercati azionari hanno registrato un rimbalzo toccando nuovi livelli record negli Stati Uniti e massimi pluriennali in Cina e continuando a recuperare rapidamente la maggior parte delle perdite in altre regioni. Anche altri segmenti di mercato rischiosi, compreso quello delle obbligazioni societarie, hanno beneficiato di tale clima di fiducia. Con i rendimenti dei titoli sovrani privi di rischio rimasti sostanzialmente invariati o prossimi a livelli storicamente bassi, gli indici dei mercati finanziari hanno raggiunto massimi storici nelle economie avanzate e sfiorato livelli analoghi nelle economie emergenti. Il protrarsi del recupero delle attività rischiose è

stato determinato da una serie di dati macroeconomici sorprendentemente positivi e da un ulteriore aumento della propensione al rischio, riflettendo in parte un crescente ottimismo circa la rapida messa a punto di un vaccino. Tuttavia, i mercati finanziari restano in una fase di allerta, in quanto le prospettive dipendono dall'andamento incerto della pandemia. La volatilità si attesta ancora ben al di sopra delle medie storiche e la percezione del rischio da parte dei mercati rimane fortemente orientata verso un peggioramento.

**Quest'anno il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) diminuirà del 3,7 per cento.** Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2020, con il proseguire della graduale revoca delle misure di contenimento, la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe tornare in territorio positivo nella seconda metà del 2020. Tuttavia, tale recupero è limitato, poiché si presume che l'incertezza sull'evoluzione della pandemia graverà sul clima di fiducia di imprese e consumatori, che resteranno in vigore alcune forme di distanziamento sociale e che un ritrovato medico efficace sarà disponibile solo entro la metà del 2021. Lo scenario di riferimento è pertanto compatibile con il proseguimento della diffusione dei contagi in alcuni paesi, mentre si suppone che la riattivazione di eventuali focolai sarà gestita mediante misure di contenimento mirate, che dovrebbero essere meno destabilizzanti per l'attività economica rispetto a quanto avvenuto durante i lockdown precedenti.

**Per via della persistente incertezza riguardo all'evoluzione della pandemia non sarà possibile osservare una completa ripresa economica entro la fine dell'orizzonte di proiezione.** La crisi legata al COVID-19 ha rappresentato un triplice shock per l'economia mondiale<sup>2</sup>. A differenza delle crisi passate, questa crisi ha colpito in modo particolarmente grave i consumi privati nel primo semestre del 2020. In prospettiva, se è probabile che gli effetti negativi delle misure di contenimento verranno meno e che la produzione mondiale registrerà un graduale recupero, la perdurante incertezza circa le prospettive economico-sanitarie continuerà a gravare sui consumi, frenando così una ripresa più vigorosa dell'attività economica. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020, l'andamento del livello dell'attività economica è sostanzialmente invariato e resta al di sotto dello scenario di base precedente il COVID-19 per tutto l'orizzonte di previsione. Pertanto il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe salire al 6,2 per cento nel 2021 e al 3,8 per cento nel 2022.

**Negli Stati Uniti l'attività economica è in ripresa nel terzo trimestre, sulla scorta delle misure di sostegno al reddito.** In base all'ultima stima disponibile, nel secondo trimestre il PIL in termini reali è sceso del 31,7 per cento su base annua (e del 9,1 per cento su base trimestrale). Tale contrazione è stata lievemente inferiore a quella indicata nella stima anticipata (-9,5 per cento sul trimestre precedente) per effetto di revisioni al rialzo degli investimenti nelle scorte private e

---

<sup>2</sup> Lo shock iniziale dal lato dell'offerta, indotto dall'introduzione di misure di chiusura nella maggior parte del mondo, è stato contemporaneamente accompagnato da uno shock dal lato della domanda, dovuto principalmente all'aumento della disoccupazione. Ad essi ha fatto seguito uno shock di incertezza, dal momento che l'economia mondiale ha subito un arresto improvviso e senza precedenti, le cui conseguenze restano ancora in gran parte sconosciute.

della spesa per consumi personali. I dati relativi agli Stati Uniti recentemente pubblicati sono positivi nel complesso. Dopo i forti incrementi di maggio e giugno, le vendite di beni al dettaglio e di servizi di ristorazione sono aumentate di un modesto 1,2 per cento in luglio, comunque superiore ai livelli pre-pandemici. La spesa totale per consumi personali, tuttavia, rimane ben al di sotto del livello precedente la pandemia, poiché la spesa per gli altri servizi è diminuita. La spesa delle famiglie aveva beneficiato dell'aumento delle indennità di disoccupazione e del sostegno diretto una tantum al reddito. Tali prestazioni sono in gran parte venute meno ad agosto, provocando un consistente calo del reddito che potrebbe compromettere ulteriormente i consumi. Con l'allentamento delle misure di chiusura verso il mese di maggio, molte persone hanno iniziato a riprendere il lavoro, determinando un'inversione di tendenza pari a più della metà dei licenziamenti temporanei registrati ad aprile. Tuttavia, a luglio il ritmo della creazione di posti di lavoro ha subito un rallentamento rispetto a maggio e giugno e il tasso di disoccupazione si colloca ancora su livelli storicamente elevati. L'inflazione complessiva sui dodici mesi rilevata dall'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita all'1,0 per cento a luglio, dallo 0,6 per cento di giugno. L'inflazione di fondo è aumentata notevolmente, passando dall'1,2 per cento di giugno all'1,6 per cento in luglio, sulla scia dell'aumento dei prezzi degli alloggi e delle prestazioni sanitarie. Diversi indicatori delle aspettative di inflazione sono aumentati di recente, attestandosi nuovamente su livelli prossimi alle medie di lungo periodo. Ciò nonostante, le prospettive per l'inflazione rimangono molto modeste in quanto l'economia continua a funzionare al di sotto del suo potenziale.

**In Cina l'economia sta registrando una forte ripresa, ma la dinamica delle vendite al dettaglio resta debole.** Nel secondo trimestre il PIL della Cina è aumentato dell'11,5 per cento rispetto al trimestre precedente, tornando su livelli superiori a quelli della fine del 2019. Insieme alle esportazioni nette, gli investimenti sono stati il principale motore della crescita, mentre i consumi hanno continuato a frenarla. I dati più recenti indicano che l'economia cinese è in gran parte tornata a livelli precedenti alla diffusione del COVID-19, ma la dinamica delle vendite al dettaglio resta debole. Mentre la produzione industriale ha registrato una forte ripresa (+4,9 per cento sul periodo corrispondente a luglio), le vendite al dettaglio continuano a diminuire (-2,6 per cento sul periodo corrispondente a luglio), presumibilmente a causa delle modeste aspettative delle famiglie riguardo all'occupazione. La politica di bilancio continua a sostenere l'attività economica, grazie all'ampliamento del ricorso alle prestazioni di disoccupazione, all'aumento degli investimenti e agli sgravi fiscali, che mirano a stabilizzare l'occupazione e la crescita economica. Anche la politica monetaria è accomodante, per quanto, alla luce del recupero dell'economia in corso, le autorità prestino attenzione al fatto che un'ulteriore espansione del credito potrebbe comportare rischi sotto il profilo della stabilità finanziaria.

**In Giappone l'attività economica sta segnando una ripresa nel terzo trimestre, ma i consumi privati permangono deboli.** Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è diminuito del 7,9 per cento rispetto al trimestre precedente, in base alle ultime stime, ed è rivisto leggermente al ribasso rispetto alle prime stime (-7,8 per cento sul trimestre precedente). Lo stato di emergenza nazionale decretato ad aprile e maggio

ha frenato l'attività, con contrazioni a due cifre dei consumi privati di servizi e delle esportazioni, che hanno rappresentato il grosso del calo dell'attività stessa. La prima riflette gli effetti delle misure di chiusura nazionali, mentre la seconda dà conto della brusca caduta della domanda estera. La ripresa della domanda estera ha contribuito a un significativo recupero della produzione industriale in luglio. Tuttavia, il ritmo della ripresa economica rimane contenuto, come mostrato dall'indice PMI composito per il prodotto che, pur aumentando per il quarto mese consecutivo in agosto e avendo toccato il livello di 45,2, resta in territorio di contrazione (ossia al di sotto della soglia di 50). La dinamica dei consumi privati dei servizi resta debole. L'indice della dinamica dei consumi pubblicato dalla Banca del Giappone rileva che i consumi di beni durevoli e non durevoli sono aumentati in giugno ed evidenzia l'importante ruolo svolto dalla ripresa della domanda nel primo mese dopo il periodo di chiusura, che si è però nuovamente indebolita a luglio. A giugno i consumi di servizi, che rappresentano il 51 per cento dei consumi delle famiglie, sono rimasti inferiori di quasi il 20 per cento rispetto al livello del primo trimestre. Sebbene le tendenze a una maggiore mobilità legata a uscite in ristoranti, centri commerciali e parchi tematici possa suggerire una ripresa in atto, a luglio i consumi di servizi sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto a giugno. Tale fattore, unitamente ai segnali di un arresto del miglioramento del clima di fiducia dei consumatori ad agosto, indica una ripresa molto graduale dei consumi, in parte connessa alla recrudescenza dei nuovi contagi da COVID-19 nei mesi di luglio e agosto.

**Nel Regno Unito, dopo un calo senza precedenti nel secondo trimestre, la ripresa dell'attività economica appare timida e incompleta.** Nel secondo trimestre il PIL è diminuito in termini reali del 20,4 per cento rispetto al periodo precedente, per via di una contrazione generalizzata di tutte le componenti di spesa e in particolare della domanda interna. Una contrazione a due cifre dei consumi privati si è tradotta in un brusco aumento del tasso di risparmio. Gli investimenti delle imprese sono diminuiti di quasi un terzo nel secondo trimestre in un contesto caratterizzato da estrema incertezza. Sebbene il PMI composito per il prodotto indichi un recupero dell'attività nel terzo trimestre, le prospettive appaiono piuttosto incerte in quanto i dati più generali ricavati dalle indagini suggeriscono una perdurante debolezza del clima di fiducia delle imprese, unitamente a crescenti timori legati alla disoccupazione e preoccupazioni circa le prospettive economiche future. Il sostegno pubblico al regime dei congedi, ampiamente utilizzato, è stato prorogato dal 1° agosto fino a ottobre, ma l'importo del sostegno è stato ridotto e successivamente è prevista una sospensione del regime stesso. L'IPC e l'inflazione di fondo sono aumentati entrambi di 0,4 punti percentuali in luglio, salendo rispettivamente all'1,0 per cento e all'1,4 per cento. Il rincaro è stato generalizzato per tutte le voci di prezzo e in parte dovuto ai costi aggiuntivi legati al "COVID-proofing" (ossia all'aumento generalizzato dei costi a carico delle imprese indotti dal distanziamento sociale in tutto il settore privato), come rilevato dall'Ufficio per le statistiche nazionali.

**Nei paesi dell'Europa centrale e orientale si attende una graduale ripresa dell'attività economica, per effetto della revoca delle misure di contenimento.**

In questi paesi il PIL in termini reali ha subito una notevole contrazione nella prima metà del 2020 a causa delle misure adottate per limitare la diffusione del COVID-19.

Con il progressivo allentamento di queste ultime e la normalizzazione della produzione, l'attività dovrebbe riprendere e recuperare gradualmente a partire dal terzo trimestre, sostenuta da incisive misure di bilancio e di politica monetaria. In prospettiva, si prevede che l'attività rimarrà al di sotto dei livelli precedenti il 2019 fino alla fine del 2021.

**Nei grandi paesi esportatori di materie prime le prospettive per l'attività economica rimangono incerte, alla luce dell'ancora elevato numero di contagi.**

In Russia il PIL in termini reali nel secondo trimestre ha subito le conseguenze di una combinazione di diversi fattori: la pandemia di COVID-19, le restrizioni adottate per controllare i contagi nel paese, che hanno depresso i consumi e gli investimenti privati, e le oscillazioni dei prezzi del mercato petrolifero mondiale che indeboliscono il settore energetico. In tale contesto, è stato progressivamente accresciuto il sostegno offerto dalla politica monetaria e di bilancio. Il recupero dell'attività economica dovrebbe iniziare nel terzo trimestre, ma le prospettive restano caratterizzate da notevole incertezza. Non solo il numero di nuovi casi di COVID-19 è ancora elevato, ma anche le prospettive di investimento sono modeste, alla luce del mantenimento dei tagli alla produzione petrolifera deciso dall'OPEC+ e del calo dei prezzi delle materie prime. In Brasile la contrazione del PIL in termini reali nel secondo trimestre (-9,7 per cento sul trimestre precedente) è stata generalizzata per tutte le voci, ad eccezione delle esportazioni di beni e servizi, che hanno registrato un'espansione pari a circa l'1,8 per cento sul trimestre precedente. La crisi del COVID-19 è scoppiata proprio nel momento in cui il clima di fiducia aveva iniziato a migliorare dopo un periodo di crescita modesta. Poiché il Brasile è attualmente uno dei paesi più colpiti dalla pandemia, è probabile che la ripresa nella seconda metà dell'anno sarà di proporzioni contenute. A causa dei limitati margini di bilancio, l'entità del sostegno pubblico è stata modesta e tale sostegno dovrebbe terminare a ottobre. Anche la politica monetaria è accomodante e i tassi di interesse hanno raggiunto il minimo storico del 2 per cento.

**In Turchia nel primo trimestre del 2020 l'attività economica è rimasta relativamente immutata a seguito della pandemia, sebbene abbia subito una contrazione nel secondo trimestre.**

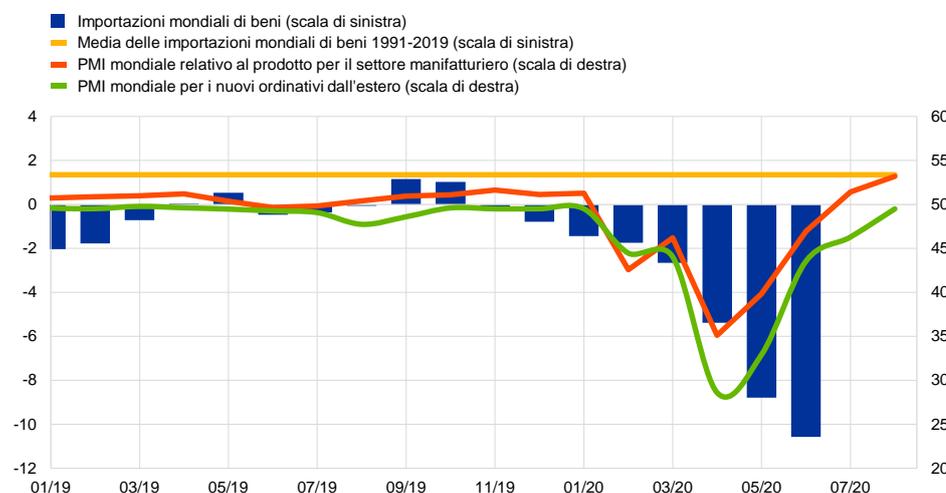
L'attività è rimasta sostenuta fino alla fine di marzo, quando la diffusione del COVID-19 ha interessato anche tale paese. Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è diminuita dell'11 per cento rispetto al periodo precedente, principalmente a causa del settore dei servizi e, in misura minore, dell'attività industriale. Dopo il graduale allentamento delle misure di contenimento avviato a metà maggio, l'economia ha iniziato una parziale ripresa, trainata dal settore manifatturiero. Tuttavia, poiché la dinamica del settore dei servizi resta contenuta, soprattutto a causa dell'andamento negativo del turismo, essa continuerà a frenare la crescita nel terzo trimestre. In risposta alla crisi, le autorità hanno incrementato lo stimolo fornito dalla politica monetaria e di bilancio al fine di stabilizzare l'economia, ma la debole domanda estera continua a gravare sulle prospettive di breve termine. Di recente le pressioni sulla lira turca si sono intensificate per via dei timori legati alla diminuzione delle riserve in valuta estera e alla capacità delle autorità nazionali di continuare a difendere la moneta.

**Ci si attende che nel 2020 il commercio mondiale registri una contrazione a due cifre.** Il brusco calo delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) nel 2020 riflette sia la forte prociclicità dell'interscambio, soprattutto durante le fasi di rallentamento economico, sia la natura peculiare della crisi legata al COVID-19. Il calo della domanda a livello mondiale, unito alle interruzioni nelle catene produttive mondiali e all'aumento dei costi del commercio riconducibile alle misure di contenimento della pandemia, hanno inciso negativamente sul commercio mondiale. Nel secondo trimestre le importazioni mondiali di merci (esclusa l'area dell'euro) hanno subito una flessione del 10,5 per cento rispetto al trimestre precedente, sebbene tale andamento si sia lievemente attenuato nel mese di maggio, e a giugno sia stata registrata una ripresa più marcata (+6,3 per cento sul mese precedente). Anche i dati ricavati dalle indagini segnalano un recupero dell'interscambio: il PMI relativo al settore manifatturiero per i nuovi ordinativi dall'estero è aumentato in agosto per il quarto mese consecutivo, da 46,1 a giugno a 49,5 ad agosto e da un minimo di 27 ad aprile (cfr. il grafico 2). In prospettiva, se da un lato il commercio mondiale dovrebbe registrare un recupero con la progressiva revoca delle misure di contenimento, dall'altro potrebbero manifestarsi alcuni effetti negativi. Nel breve periodo, il mantenimento delle restrizioni selettive agli spostamenti decise dai governi, almeno fino a quando non sarà messo a punto un ritrovato medico, potrebbe ridurre ulteriormente l'interscambio attraverso un aumento dei costi del commercio. Infine, poiché la pandemia di COVID-19 ha evidenziato la dipendenza di diversi paesi da fornitori esterni, ciò può tradursi in nuove politiche. Esse potrebbero puntare alla diversificazione dei fornitori a livello mondiale, in modo da evitare la monodipendenza, o alla ricollocazione dei processi produttivi, con conseguenti effetti negativi sulle complesse catene globali del valore. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2020, il commercio mondiale dovrebbe contrarsi dell'11,2 per cento nel 2020 per poi crescere, rispettivamente, del 6,8 per cento e del 4 per cento nel 2021 e nel 2022. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe invece diminuire del 12,5 per cento nel 2020, e poi crescere del 6,9 per cento nel 2021 e del 3,7 nel 2022.

## 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 ad agosto 2020 per i dati relativi al PMI e a giugno 2020 per le importazioni mondiali di beni. Indici e dati fanno riferimento all'aggregato mondiale esclusa l'area dell'euro.

### L'incertezza circa l'evoluzione futura della pandemia continuerà a influenzare le prospettive economiche mondiali.

I timori di una possibile recrudescenza della pandemia e dell'eventuale introduzione di misure di contenimento più rigorose gravano sulle decisioni delle imprese in materia di investimento e assunzioni. Ciò a sua volta incide sulla fiducia dei consumatori e implica che si verificherà soltanto un timido recupero dei consumi. Quanto più si protrae tale situazione, tanto più gravi saranno gli effetti negativi a lungo termine che probabilmente segneranno l'economia. Al fine di illustrare il possibile impatto della pandemia di COVID-19 sull'economia mondiale, nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2020 dagli esperti della BCE lo scenario di base è stato integrato con due scenari alternativi<sup>3</sup>: uno moderato e uno grave. Questi scenari aggiuntivi hanno lo scopo di illustrare una gamma di possibili sviluppi diversi rispetto alla proiezione di riferimento. I rischi legati alla pandemia, oltre ad altri rischi al ribasso legati ai negoziati sulla Brexit e a un possibile aumento del protezionismo commerciale, restano pertinenti. Tuttavia, tali altri rischi sono probabilmente anch'essi subordinati, in una certa misura, al futuro corso della pandemia di COVID-19 e alle misure adottate per farvi fronte.

## Andamenti dei prezzi a livello mondiale

### I corsi petroliferi hanno segnato un recupero in un contesto caratterizzato dalla ripresa dell'attività economica e dalla riduzione dell'offerta petrolifera dovuta ai tagli alla produzione decisi agli inizi di maggio.

Dopo il brusco calo che li ha portati al di sotto di 20 dollari al barile in aprile, le quotazioni del greggio di

<sup>3</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 della BCE, settembre 2020*.

qualità Brent erano salite a circa 45 dollari al barile alla data di aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre dagli esperti della BCE. Tuttavia, la svalutazione simultanea del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense comporta che, in numerose economie, l'aumento dei corsi petroliferi sia stato meno marcato in termini di valuta nazionale. La parziale ripresa dei corsi petroliferi sembra essere trainata da una domanda di petrolio superiore alle attese dovuta all'allentamento delle misure di chiusura, anche se nel complesso tale domanda dovrebbe rimanere contenuta e al di sotto dei livelli del 2019 per tutto il 2020 e il 2021. Dal lato dell'offerta, agli inizi di maggio l'OPEC+ ha deciso di ridurre la produzione di quasi diecimila barili al giorno, fattore che, insieme ai significativi blocchi della produzione negli Stati Uniti e in Canada, ha sostenuto i corsi petroliferi. La ripresa delle quotazioni petrolifere ha subito un rallentamento ad agosto, a seguito della fine del periodo previsto per i tagli volontari della produzione da parte dell'Arabia Saudita e dello stallo della domanda mondiale di petrolio. Rispetto all'esercizio condotto lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le ipotesi relative ai prezzi del greggio formulate dagli esperti della BCE nelle proiezioni macroeconomiche di settembre 2020 sono state riviste al rialzo, rispettivamente, del 18,8, del 27,8 e del 20,8 per cento per il 2020, il 2021 e il 2022. Dalla data di aggiornamento delle proiezioni di settembre, il prezzo del greggio è diminuito e il petrolio Brent si è attestato a 40 dollari al barile il 9 settembre. In prospettiva, sebbene la curva dei future dei corsi petroliferi abbia un'inclinazione solo lievemente ascendente, è probabile che i corsi del greggio rimangano volatili per effetto dell'ancora elevata incertezza delle prospettive economiche e del livello eccezionalmente alto dell'utilizzo della capacità di stoccaggio.

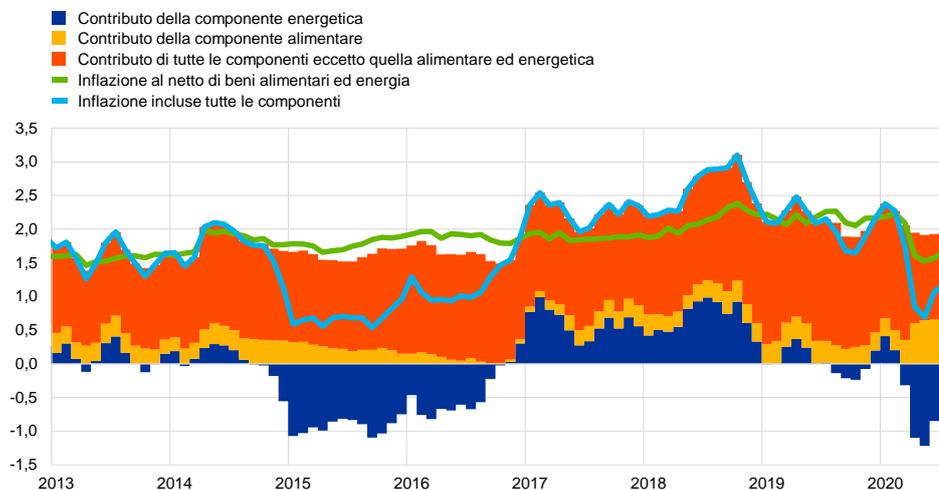
**L'inflazione a livello mondiale rimane contenuta, sebbene di recente il contributo negativo fornito dai prezzi dei beni energetici si sia ridotto.**

L'inflazione al consumo sui dodici mesi nell'OCSE è aumentata gradualmente, passando dallo 0,7 per cento di maggio all'1,2 per cento di luglio (cfr. il grafico 3). L'effetto al ribasso esercitato dall'inflazione dei beni energetici sui dodici mesi si è ridotto negli ultimi periodi. I prezzi dell'energia sono diminuiti dell'8,4 per cento, meno che in giugno (-9,5 per cento). Allo stesso tempo, l'inflazione dei prodotti alimentari è scesa al 3,8 per cento in luglio, rispetto al 4,6 per cento rilevato a giugno. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) al netto della componente alimentare ed energetica è lievemente cresciuta, toccando l'1,7 per cento a luglio. Fra le economie avanzate, l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è aumentata negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone, mentre in luglio è scesa allo 0,1 per cento in Canada (rispetto allo 0,7 per cento di giugno). Quanto a tutte le principali economie emergenti non appartenenti all'OCSE, a luglio l'inflazione complessiva sui dodici mesi è aumentata moderatamente.

### Grafico 3

#### Inflazione al consumo nell'OCSE

(variazioni percentuali sull'anno precedente; contributi in punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2020.

#### **Ci si attende che l'inflazione mondiale rimanga relativamente contenuta in un contesto caratterizzato da prezzi del petrolio bassi e da una domanda debole.**

La debolezza della domanda, il netto deterioramento dei mercati del lavoro e il più ampio margine di capacità produttiva inutilizzata toglieranno probabilmente vigore alle spinte inflazionistiche di fondo a livello mondiale. Il calo dei corsi petroliferi spiega, in gran 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'arco dell'orizzonte di previsione, tale effetto verrà meno e i prezzi all'esportazione applicati dai paesi concorrenti dell'area dell'euro dovrebbero tornare su valori medi di lungo periodo verso la fine del 2021.

## 2 Andamenti finanziari

*Nel periodo in esame (dal 4 giugno al 9 settembre 2020) la curva dei tassi a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata verso il basso e, sebbene leggermente invertita nel segmento a breve, non offre segnali di forti aspettative di riduzione dei tassi nel brevissimo periodo. In un quadro in continua evoluzione nel corso dell'estate, i differenziali sulle obbligazioni sovrane a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti, nel periodo in esame, a fronte di una combinazione di politiche di sostegno monetario e fiscale. I prezzi delle attività rischiose sono lievemente aumentati, principalmente nel contesto di prospettive per gli utili a breve termine nel complesso più favorevoli. Sui mercati dei cambi, l'euro si è notevolmente apprezzato su base ponderata per l'interscambio.*

**Nel periodo in esame l'Eonia e il nuovo tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -46 e -55 punti base<sup>4</sup>.**

La liquidità in eccesso è aumentata di 807 miliardi di euro, attestandosi a circa 2.982 miliardi. Tale cambiamento riflette principalmente l'utilizzo di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III), nonché del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA)<sup>5</sup>.

**La curva a termine dell'Eonia si è spostata verso il basso nel periodo in esame, soprattutto per orizzonti medi e lunghi, evidenziando una lieve inversione (cfr. il grafico 4).** Nonostante ciò, la curva non offre segnali di forti aspettative di mercato riguardanti un'imminente riduzione del tasso. Nel complesso, i tassi a termine dell'Eonia si mantengono al di sotto dello zero per orizzonti temporali fino al 2028, riflettendo il protrarsi delle aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tempo contrassegnato da tassi di interesse negativi.

---

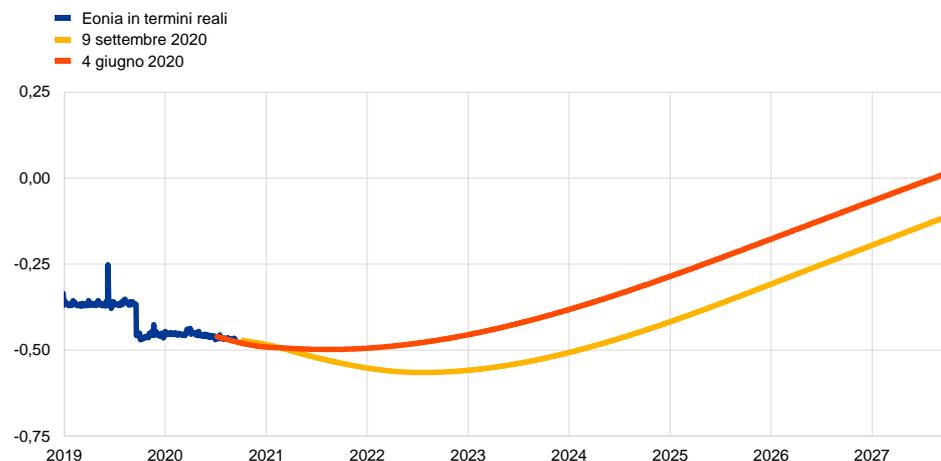
<sup>4</sup> La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019: ora viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro [Addio Eonia, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Per il 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](#) nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

## Grafico 4

### Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



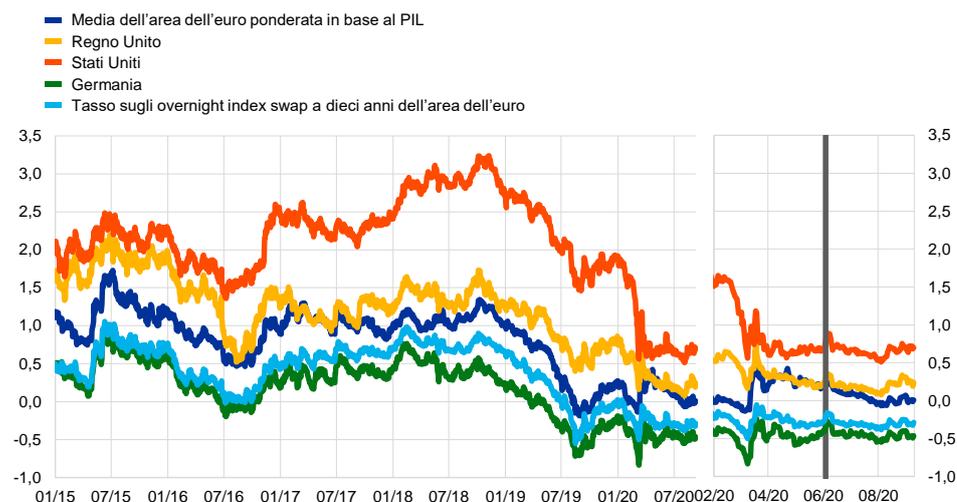
Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

**Nel periodo in esame i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nelle maggiori aree economiche (cfr. il grafico 5).** Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di 23 punti base, fino a 0,01 per cento, a causa di una combinazione di tassi privi di rischio leggermente inferiori e di una contrazione dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani (cfr. il grafico 6). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito il rendimento dei titoli di Stato decennali è diminuito rispettivamente di 5 e 4 punti base raggiungendo così in entrambi i casi una soglia prossima ai minimi storici.

## Grafico 5

### Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



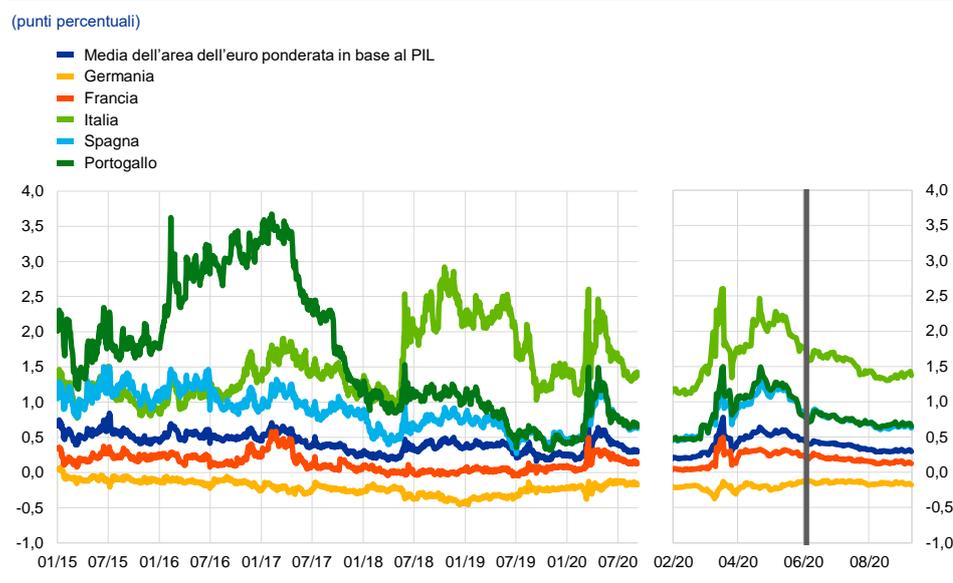
Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (4 giugno 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2020.

**I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS (overnight index swap) hanno subito un'ulteriore contrazione in un contesto di politiche di sostegno monetario e fiscale (cfr. il grafico 6).** Una combinazione di misure di politica monetaria e di bilancio adottate a sostegno dell'economia (compreso lo strumento Next Generation EU) ha contribuito a ridurre ulteriormente i differenziali di rendimento dei titoli sovrani durante tutto il periodo in esame. I differenziali sui titoli di Stato a dieci anni tedeschi, francesi, italiani, spagnoli e portoghesi sono diminuiti di 6, 12, 41, 22 e 17 punti base, raggiungendo -0,18, 0,12, 1,37, 0,63 e 0,65 punti percentuali, rispettivamente. Pertanto, il differenziale dei rendimenti ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di 17 punti base, raggiungendo 0,29 punti percentuali e collocandosi quindi solo lievemente al di sopra del suo livello di inizio d'anno.

### Grafico 6

Differenziali dei rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro rispetto al tasso swap sull'indice overnight



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso swap sull'indice overnight a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (4 giugno 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2020.

**Gli indici dei corsi azionari delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono aumentati con il significativo miglioramento delle prospettive sugli utili a breve termine (cfr. il grafico 7).** Con l'accresciuto ottimismo riguardo alle prospettive economiche, gli utili attesi delle imprese dell'area dell'euro sono notevolmente aumentati da livelli estremamente bassi e pertanto si prevede che essi continuino a crescere per tutto il resto dell'anno. Nel periodo in esame ciò ha influito positivamente sui corsi azionari delle SNF dell'area dell'euro, che sono aumentati di circa il 2 per cento. Un aumento ancora più marcato, pari a circa il 10 per cento, è stato registrato negli Stati Uniti, dove i prezzi delle SNF sono prossimi ai massimi storici. Per contro, i prezzi delle azioni bancarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti rispettivamente del 2 e del 5 per cento, poiché le prospettive ancora incerte e il potenziale aumento delle insolvenze societarie hanno continuato a pesare sugli utili attesi del settore.

## Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (4 giugno 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2020.

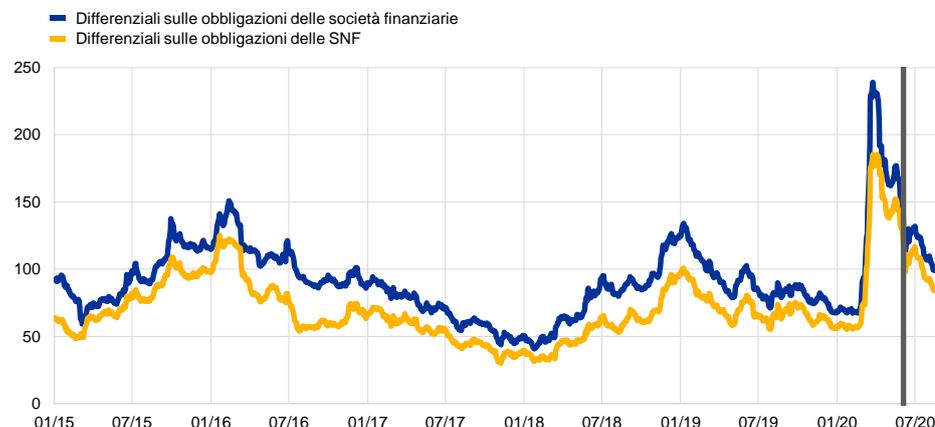
### **I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a ridursi (cfr. il grafico 8).**

I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e su quelle del settore finanziario (rispetto ai tassi privi di rischio) sono diminuiti, rispettivamente, di 38 e 37 punti base. Nel complesso, il calo riflette in larga misura una diminuzione della componente in eccesso del premio per il rischio obbligazionario, ovvero la componente dei differenziali sulle obbligazioni societarie non riconducibile ai fondamentali del credito (misurati per mezzo dei rating e dei tassi attesi di insolvenza), che sono rimasti sostanzialmente stabili. Nonostante la significativa compressione registrata da marzo, i differenziali sulle obbligazioni societarie rimangono lievemente al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia di coronavirus (COVID-19), il che potrebbe riflettere le attese del mercato circa un aumento delle insolvenze societarie nei prossimi trimestri.

## Grafico 8

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

(punti base)



Fonti: indici Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

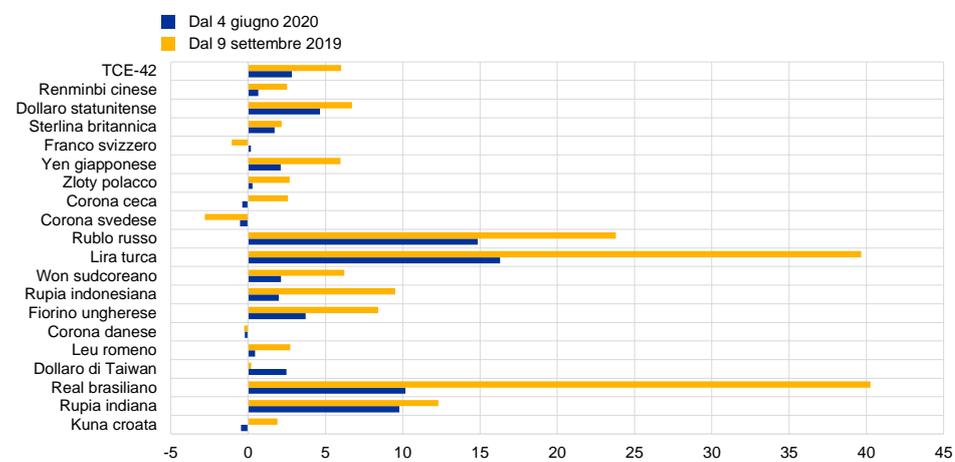
Note: i differenziali sono calcolati come asset swap spread rispetto al tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (ma con almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment-grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (4 giugno 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2020.

**Sui mercati valutari, l'euro si è notevolmente apprezzato 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 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è apprezzato del 2,8 per cento. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'apprezzamento effettivo dell'euro è stato decisamente generalizzato nei confronti delle valute di quasi tutti i principali partner commerciali dell'area. In particolare, l'euro si è fortemente apprezzato sul dollaro statunitense (del 4,6 per cento), riflettendo un generalizzato indebolimento del dollaro a fronte di un miglioramento della propensione al rischio nel contesto della ripresa mondiale in atto. L'euro si è rafforzato anche nei confronti dello yen giapponese (del 2,1 per cento), della sterlina britannica (dell'1,7 per cento) e del renminbi cinese (dello 0,6 per cento) e si è fortemente apprezzato nei confronti delle valute della maggior parte delle principali economie emergenti, in particolare il rublo russo, la lira turca e il real brasiliano. Per quanto riguarda le valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, l'euro si è apprezzato sul fiorino ungherese, mentre si è indebolito rispetto alla maggior parte delle altre valute, avendo queste recuperato alcune delle perdite registrate durante l'intensificarsi della pandemia di coronavirus a marzo e aprile di quest'anno.

## Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 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 9 settembre 2020.

### 3 Attività economica

*Nel secondo trimestre del 2020 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito dell'11,8 per cento sul periodo precedente, a causa della pandemia di coronavirus (COVID-19) che ha colpito l'economia mondiale. Questa brusca contrazione è stata determinata essenzialmente dal crollo dell'attività osservato a marzo e aprile, mentre i dati più recenti indicano una ripresa dell'economia a partire dal mese di maggio. Sia i dati effettivi sia quelli desunti dalle indagini sono coerenti con una forte ripresa della crescita del PIL nel terzo trimestre. Oltre al rafforzamento della produzione nel settore industriale e in quello dei servizi, pervengono segnali di una ripresa dei consumi, in linea con le attese. Di recente il comparto dei servizi ha fatto osservare un rallentamento rispetto a quello manifatturiero, come emerge anche dai risultati delle indagini congiunturali per il mese di agosto. Gli incrementi dei tassi di contagio da coronavirus nei mesi estivi rappresentano un fattore sfavorevole per le prospettive a breve termine. Guardando al futuro, un'ulteriore ripresa duratura continua a dipendere in larga misura dall'evoluzione della pandemia e dal buon esito delle politiche di contenimento. L'incertezza riguardo all'andamento della pandemia attenuerà verosimilmente il vigore della ripresa del mercato del lavoro, nonché dei consumi e degli investimenti; d'altro canto, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe ricevere sostegno dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e dal rafforzamento dell'attività e della domanda a livello mondiale. Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2020. Le proiezioni indicano una diminuzione annua del PIL in termini reali dell'8,0 per cento nel 2020, seguita da un aumento del 5,0 per cento nel 2021 e del 3,2 nel 2022. Rispetto alle proiezioni di giugno 2020, le prospettive per la crescita del PIL in termini reali sono state riviste al rialzo di 0,7 punti percentuali per il 2020 e al ribasso di 0,2 e 0,1 punti percentuali rispettivamente per il 2021 e il 2022.*

**Nel secondo trimestre del 2020 l'attività economica dell'area dell'euro ha registrato un calo senza precedenti a causa della pandemia di COVID-19 e delle relative misure di contenimento.** Nel secondo trimestre del 2020 il PIL in termini reali è sceso dell'11,8 per cento rispetto al periodo precedente, nel contesto delle misure di lockdown che ad aprile erano al loro massimo grado di severità, prima di essere gradualmente allentate nei mesi successivi. Rispetto al quarto trimestre del 2019 il PIL in termini reali è quindi diminuito complessivamente del 15,1 per cento nella prima metà del 2020, riportandosi sui livelli osservati per l'ultima volta nel primo trimestre del 2005.

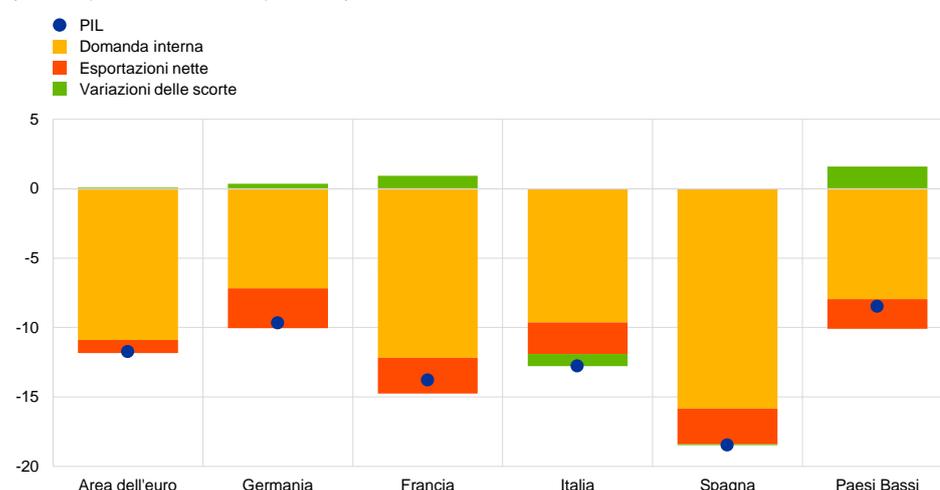
La contrazione causata dalla pandemia ha ampiamente colpito i vari paesi e i diversi settori. Il PIL è diminuito in tutti i paesi dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020, con differenze nell'entità del calo riconducibili a quelle nell'impatto della pandemia, nella tempistica e nel rigore delle misure di lockdown riscontrate nei vari paesi. Fra le maggiori economie dell'area dell'euro, in Spagna si è registrato un calo del PIL sul periodo corrispondente del 18,5 per cento, in Francia del 13,8, in Italia del 12,4, in Germania del 9,7 e nei Paesi Bassi dell'8,5.

La pandemia di COVID-19 ha portato a un calo senza precedenti nella domanda interna e nel settore dei servizi. Come suggerisce la scomposizione del PIL dal lato della spesa (cfr. il grafico 10), il calo dell'attività nel secondo trimestre del 2020 è stato determinato da una forte contrazione della domanda interna (-10,9 per cento). A differenza delle recessioni passate (come la crisi finanziaria mondiale del periodo 2007-2008), il settore dei servizi è stato il più colpito, a causa della natura delle misure di distanziamento sociale. Anche le esportazioni nette hanno contribuito negativamente alla crescita, anche se in misura molto minore (-0,9 per cento). Infine, il contributo delle variazioni delle scorte è stato lievemente positivo (+0,1 per cento).

### Grafico 10

#### Variazioni del PIL in termini reali e contributi delle componenti di spesa nel secondo trimestre del 2020

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonte: Eurostat.

#### I mercati del lavoro dell'area dell'euro sono stati gravemente colpiti dalle misure di contenimento del COVID-19. Nel secondo trimestre del 2020

l'occupazione è scesa del 2,9 per cento, dopo una diminuzione dello 0,3 per cento nel primo trimestre. Ciò significa che nel secondo trimestre del 2020 le persone occupate erano 5,1 milioni in meno rispetto all'ultimo trimestre del 2019. Le misure di sostegno, come quelle finalizzate al mantenimento del posto di lavoro e simili intese volte a prevenire gli esuberanti e a sostenere i lavoratori autonomi, rappresentano la ragione principale del minore calo dell'occupazione rispetto all'attività economica. Tali regimi preservano i rapporti di lavoro e limitano i licenziamenti, aiutando nel contempo le imprese a ridurre i costi salariali durante una fase di rallentamento del ciclo economico, in modo che i lavoratori siano disponibili e le imprese pronte a riprendere l'attività una volta revocate le misure di confinamento<sup>6</sup>. Di conseguenza, i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo limitano l'aumento della disoccupazione, consentendo nel contempo al mercato del lavoro di affrontare in

<sup>6</sup> Cfr. anche i riquadri *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino e *Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

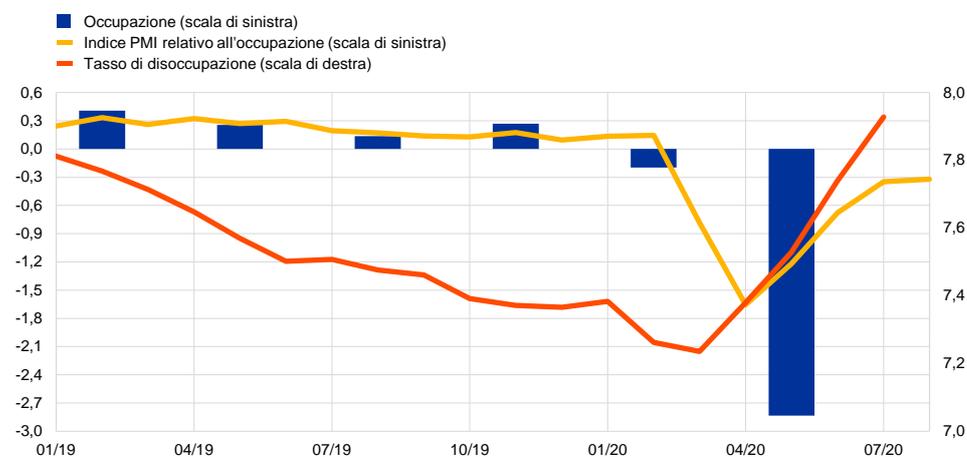
modo flessibile le oscillazioni cicliche, ad esempio attraverso una sostanziosa riduzione delle ore lavorate per occupato per un periodo di tempo predeterminato. Nel secondo trimestre del 2020 il numero medio di ore lavorate è diminuito del 10,2 per cento, dopo una diminuzione congiunturale del 3,8 nel primo. Ciò significa che il calo della media di ore lavorate rappresenta più del 75 per cento dell'adeguamento del totale delle ore lavorate. Il resto è attribuibile all'occupazione. Pertanto, il calo dell'occupazione registrato nel secondo trimestre è inferiore a quello del PIL, con una conseguente marcata flessione, pari al 12,1 per cento, della produttività del lavoro per occupato nel periodo. Per contro, la diminuzione delle ore lavorate totali è superiore a quella del PIL e nel secondo trimestre del 2020 la produttività del lavoro per ora lavorata è aumentata dell'1,2 per cento su base trimestrale.

**Gli indicatori del mercato del lavoro segnalano il protrarsi della perdita di posti di lavoro nel terzo trimestre.** Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 7,9 per cento a luglio 2020 dal 7,7 per cento di giugno. Tra febbraio e luglio è aumentato di 0,7 punti percentuali, inferiore all'aumento di 1,3 punti percentuali osservato tra settembre 2008 e febbraio 2009 in seguito al fallimento di Lehman Brothers. Tale aumento non tiene pienamente conto dell'impatto della pandemia, in quanto è attenuato dalle politiche del lavoro adottate per rafforzare l'occupazione e prevenire i licenziamenti a tempo indeterminato. Esso è inoltre collegato al passaggio dall'occupazione e dalla disoccupazione all'inattività a causa degli effetti economici dei lockdown e del persistere delle difficoltà incontrate dai lavoratori in cerca di occupazione man mano che le misure di contenimento sono state gradualmente eliminate. Gli indicatori recenti basati sulle indagini congiunturali continuano a segnalare perdite di posti di lavoro nel terzo trimestre, nonostante l'effetto delle politiche del lavoro attualmente in atto (cfr. il grafico 11).

### Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2020 per l'occupazione, ad agosto 2020 per il PMI e a luglio 2020 per il tasso di disoccupazione.

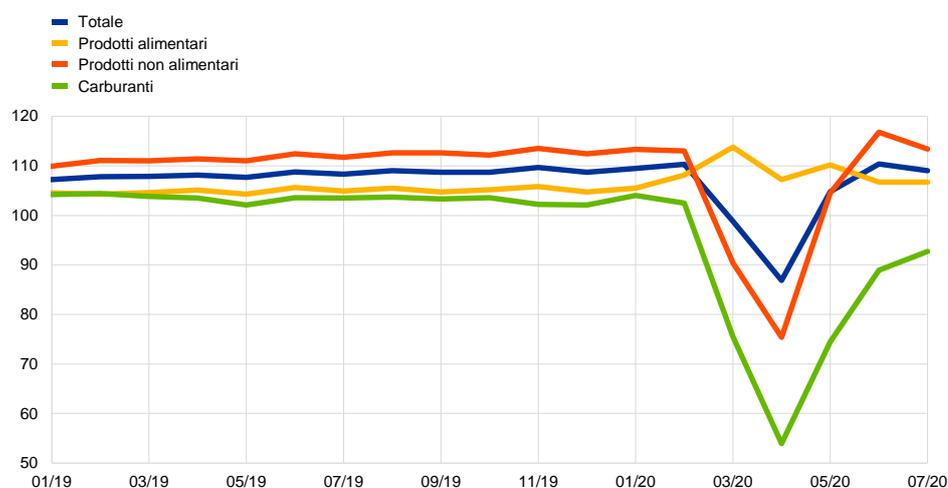
### La spesa per consumi è aumentata notevolmente in giugno e luglio, ma la sua ripresa rimane lungi dall'essere completa.

La fiducia dei consumatori è cresciuta in agosto (fino a -14,7), pur rimanendo ben al di sotto del livello pre-pandemia (-8.8 nel primo trimestre del 2020). In luglio il volume delle vendite al dettaglio ha registrato un calo dell'1,3 per cento sul mese precedente (cfr. il grafico 12). Tuttavia, a causa degli aumenti mensili eccezionalmente elevati di maggio e giugno, rispettivamente del 20,6 e del 5,3 per cento, le vendite a luglio sono state superiori dell'8,2 per cento rispetto alla media del secondo trimestre e prossime ai livelli antecedenti la pandemia. Le vendite di prodotti alimentari sono aumentate all'inizio dell'epidemia (riflettendo la loro natura di beni essenziali, la sostituzione della spesa per ristoranti e la corsa alle scorte alimentari), mentre le vendite di carburanti per autoveicoli sono crollate prima del successivo recupero. Allo stesso tempo, le vendite di prodotti non alimentari hanno subito dapprima una brusca contrazione, per poi collocarsi a luglio nuovamente sui livelli antecedenti la pandemia. Nonostante la forte ripresa del commercio al dettaglio, la restante debolezza della spesa per consumi si riflette in larga misura nei servizi ai consumatori, in particolare nei servizi alberghieri, ricreativi e di trasporto.

### Grafico 12

#### Commercio al dettaglio nell'area dell'euro

(indice: 2005 = 100)



Fonte: Eurostat.

### In prospettiva, vi sono pochi segnali di ripresa della domanda di beni di

**consumo.** Ciò si evince dalla valutazione degli ordini dei produttori di beni di consumo, dalle aspettative delle imprese al dettaglio e dalle intenzioni dei consumatori di effettuare acquisti importanti. Sebbene il calo dei redditi delle famiglie sia stato contenuto, il tasso di risparmio dovrebbe essere aumentato bruscamente nel secondo trimestre per poi diminuire nuovamente. Ciò riflette il risparmio forzato o involontario dovuto ai vincoli imposti dai provvedimenti di chiusura (lockdown),

mentre vi sono altresì evidenze del ruolo significativo svolto anche dai canali standard, come il risparmio precauzionale (anticiclico)<sup>7</sup>.

**Gli investimenti delle imprese hanno registrato una certa ripresa con la riapertura delle attività economiche, ma la domanda contenuta e i rischi finanziari continuano a gravare sulle prospettive per i prossimi trimestri.**

Nel secondo trimestre del 2020 i gravi danni dal lato dell'offerta connessi alla pandemia di COVID-19 hanno causato una contrazione della produzione di beni di investimento nell'area dell'euro pari al 21,3 per cento rispetto al trimestre precedente. Nel contempo, gli investimenti diversi dalle costruzioni sono diminuiti del 20,9 per cento rispetto al trimestre precedente. Tali contrazioni trimestrali celano tuttavia una parziale ripresa degli investimenti da parte delle imprese a partire da maggio. Nei mesi di maggio e giugno la produzione di beni di investimento è aumentata del 29,9 per cento, anche se a un livello ancora nettamente inferiore a quello di febbraio di quest'anno. Gli indicatori desunti dalle indagini confermano il quadro di un parziale recupero, come evidenziato dal recente miglioramento delle aspettative dei produttori di beni di investimento per i mesi a venire e dalla valutazione del livello dei loro ordini. Inoltre, l'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro<sup>8</sup> mostra che la forte domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese dell'area osservata nel secondo trimestre dovrebbe diminuire nel terzo trimestre, indicando un miglioramento delle aspettative delle imprese. Tuttavia, ci si attende che la domanda ancora debole e la possibilità per le banche di inasprire i criteri di concessione del credito alle imprese, a fronte di un rischio di credito più elevato, limitino la ripresa della domanda di investimenti nei prossimi trimestri.

**Gli investimenti in edilizia residenziale sono crollati quasi del 14 per cento nel primo semestre dell'anno, mentre negli ultimi mesi del secondo trimestre dovrebbe essersi innescata una ripresa graduale e parziale, continuata in seguito.**

Nel terzo trimestre gli indicatori di breve periodo sono coerenti con una forte ripresa, seppur incompleta, dell'attività nel settore delle costruzioni. Nonostante il marcato miglioramento dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per la produzione nel settore delle costruzioni a luglio e dell'indice di fiducia delle imprese di costruzioni elaborato dalla Commissione europea ad agosto, rispetto ai minimi di aprile, entrambi gli indici si sono mantenuti su livelli storicamente bassi. Questa debolezza potrebbe essere connessa agli stringenti vincoli alla produzione edilizia dovuti alla concessione di un minor numero di licenze edilizie e all'imposizione di misure di contenimento più rigorose a seguito della recrudescenza di casi di COVID-19 nei mesi estivi. Nel contempo, l'indice PMI ha mostrato alcuni segnali più marcati di ripresa per quanto riguarda le aspettative delle imprese nel settore delle costruzioni e la valutazione degli ordini da parte delle imprese. Queste dinamiche si sono associate a una domanda di abitazioni pressoché invariata, come mostrano gli indicatori della Commissione europea sulle intenzioni di costruzione e ristrutturazione da parte delle famiglie e l'indagine sul credito bancario della BCE, che mette in luce la tenuta della domanda di mutui per

<sup>7</sup> Cfr. anche il riquadro *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* in questo numero del Bollettino.

<sup>8</sup> Cfr. anche l'*indagine sul credito bancario nell'area dell'euro – secondo trimestre del 2020*, BCE, luglio 2020.

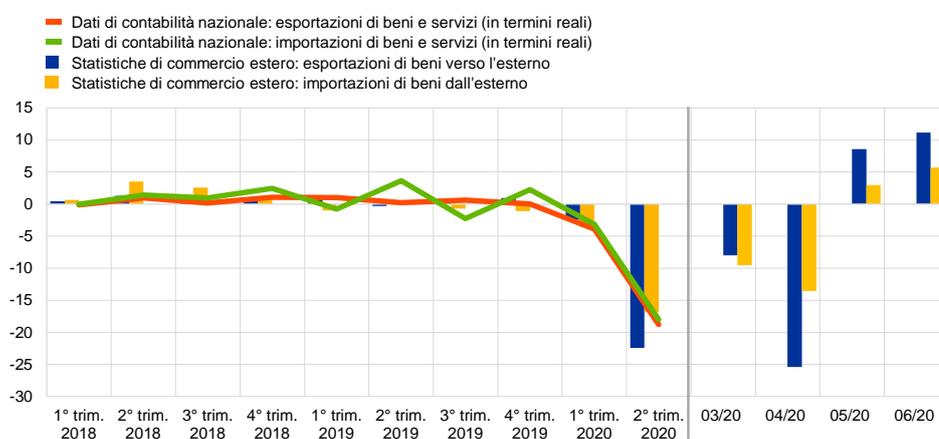
l'acquisto di abitazioni in diversi paesi, anche grazie alle misure di alleggerimento del debito per i prestiti alle famiglie.

**Dopo il minimo registrato ad aprile, l'interscambio dell'area dell'euro ha registrato una ripresa alla fine del secondo trimestre del 2020, sebbene a un livello notevolmente inferiore a quello precedente.** A seguito di una forte contrazione nel primo trimestre, le esportazioni e le importazioni totali dell'area dell'euro sono diminuite rispettivamente del 18,8 e del 18 per cento nel secondo trimestre (cfr. il grafico 13). I dati mensili relativi all'interscambio nominale di beni in maggio e giugno mostrano che le esportazioni e le importazioni dell'area dell'euro hanno recuperato circa la metà delle perdite subite dall'inizio della pandemia, in un contesto in cui alcune misure di contenimento sono state allentate. Il commercio all'interno dell'area dell'euro, che nei mesi precedenti aveva subito una contrazione superiore a quella del commercio con l'estero, ha registrato una ripresa maggiore, in quanto l'allentamento delle restrizioni connesse alla pandemia è stato relativamente più pronunciato in Europa. Il crollo degli scambi di servizi è stato ancora più pronunciato, pari al 21,1 per cento per le esportazioni e al 25,4 per cento per le importazioni. Il turismo, in particolare, è stato duramente colpito dai divieti di spostamento e da altre misure di lockdown, come dimostra il forte calo delle attività delle compagnie aeree. Guardando al futuro, le prospettive per le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero in qualche misura migliorare. L'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro conferma l'espansione in agosto (52). La valutazione della Commissione europea sui livelli degli ordini all'esportazione e gli indicatori della BCE relativi ai nuovi ordini industriali sono migliorati per due mesi consecutivi. Per quanto riguarda gli indicatori relativi al trasporto merci, quelli relativi al commercio marittimo indicano una graduale ripresa, mentre quelli relativi al trasporto aereo rimangono ben al di sotto dei livelli dello scorso anno. Nel complesso, i dati indicano una ripresa nei prossimi mesi che, tuttavia, non sarà completa. Dal lato dei servizi, l'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero per il settore dei servizi dell'area dell'euro segnala ancora una contrazione e gli indici di capacità delle compagnie aeree segnalano un parziale recupero dei viaggi nel terzo trimestre del 2020, soprattutto verso destinazioni turistiche.

### Grafico 13

#### Commercio dell'area dell'euro basato sui dati di contabilità nazionale e sulle statistiche di commercio estero

(variazioni percentuali sul trimestre precedente, variazioni percentuali sul mese precedente per marzo, aprile, maggio e giugno 2020)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati di contabilità nazionale e i dati delle statistiche di commercio estero sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Le differenze nella destagionalizzazione e altre differenze metodologiche possono comportare discrepanze tra i dati di contabilità nazionale e i dati delle statistiche di commercio estero.

**Nel breve termine, si prevede una ripresa consistente della crescita dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2020.** La brusca contrazione nel secondo trimestre riflette i forti cali dell'attività osservati a marzo e aprile. Tuttavia, i dati più recenti indicano che a partire da maggio l'economia ha intrapreso un percorso di ripresa; tale miglioramento, emerso nelle indagini, coincide con l'allentamento delle misure di contenimento. Le rilevazioni di luglio e agosto del PMI composito per il prodotto e dell'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea si collocano entrambi ben al di sopra dei livelli medi del secondo trimestre. Il PMI è stato in media pari a 53,4 nel periodo luglio-agosto dopo il 31,3 del secondo trimestre, mentre negli stessi periodi l'ESI è stato pari, in media, rispettivamente a 85,0 e 69,4. L'attività nel settore manifatturiero ha continuato a migliorare, ma di recente il comparto dei servizi ha registrato un certo rallentamento.

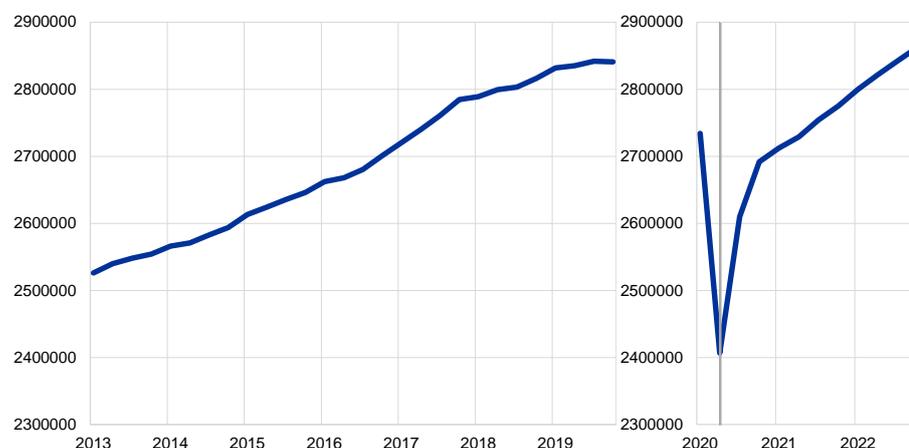
**In prospettiva, si prevede che il recupero dell'attività economica dell'area dell'euro continui nel prosieguo del 2020, a condizione che non si verifichi una forte recrudescenza della pandemia.** Nel terzo trimestre si prevede una ripresa dell'attività nell'area dell'euro dell'8,4 per cento. La proiezione dello scenario di base si basa sull'ipotesi di fondo di un parziale successo nel contenimento del virus, con una certa recrudescenza dei contagi nei prossimi trimestri che giustificherebbe la prosecuzione delle misure di contenimento, anche se meno rigide rispetto alla prima ondata, fino a quando non sarà disponibile una soluzione medica entro la metà del 2021. Si prevede che tali misure di contenimento, unitamente all'elevata incertezza e al peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, continueranno a gravare sull'offerta e sulla domanda. Tuttavia, il considerevole sostegno fornito dalle politiche monetarie, di bilancio e del lavoro, tutte rafforzate dopo le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2020, dovrebbe preservare i redditi e limitare le ripercussioni economiche che potrebbero registrarsi dopo la risoluzione della crisi.

sanitaria. Si presume inoltre che tali politiche riescano a evitare ampi canali di amplificazione finanziaria. Sulla base di queste ipotesi, si prevede che il PIL in termini reali dell'area dell'euro diminuisca dell'8 per cento nel 2020, per poi risalire del 5,0 per cento nel 2021 e del 3,2 nel 2022. Alla fine dell'orizzonte di proiezione il PIL in termini reali sarebbe inferiore del 3½ per cento rispetto al livello previsto nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2019, nell'ultimo esercizio di proiezione pre-pandemia. Nella seconda metà del 2022 si raggiungerà il livello del PIL osservato nel quarto trimestre del 2019 (cfr. il grafico 14). Nel contesto dell'incertezza circa l'andamento della pandemia sono stati elaborati due scenari alternativi. Quello moderato considera lo shock pandemico temporaneo, con la rapida attuazione di una soluzione medica che consenta un ulteriore allentamento delle misure di contenimento. In questo scenario, il PIL in termini reali diminuirebbe quest'anno del 7,2 per cento, per poi risalire decisamente nel 2021. Alla fine dell'orizzonte temporale, il PIL in termini reali supererebbe lievemente il livello atteso dalle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2019. Per contro, lo scenario avverso, caratterizzato da una forte recrudescenza della pandemia, implica il ritorno a rigide misure di contenimento, con perdite di attività rilevanti e permanenti e una diminuzione del 10 per cento del PIL in termini reali nel 2020. Alla fine dell'orizzonte temporale esso si colloca al di sotto del livello indicato nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema del dicembre 2019 di circa il 9 per cento.

#### Grafico 14

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

(valori concatenati, milioni di euro)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2020*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2020.

## 4 Prezzi e costi

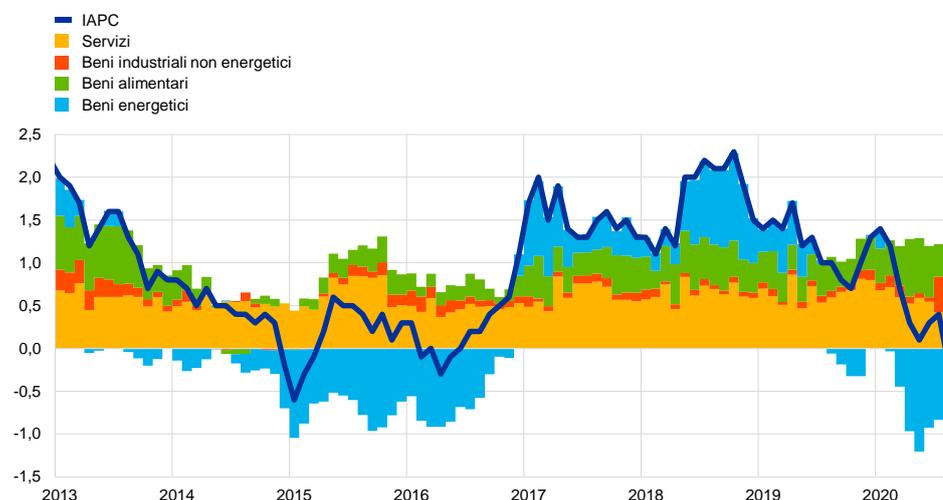
*Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa al -0,2 per cento ad agosto, dallo 0,4 per cento registrato a luglio. Sulla base dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, e tenendo conto della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, è probabile che l'inflazione complessiva rimarrà negativa nei prossimi mesi, per poi diventare positiva agli inizi del 2021. Inoltre, le pressioni sui prezzi si manterranno contenute nel breve periodo per effetto della debolezza della domanda, delle minori pressioni salariali e dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, nonostante le lievi spinte al rialzo sui prezzi legate a vincoli dal lato dell'offerta. Nel medio termine, una ripresa della domanda, sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e di bilancio, eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione. Questa valutazione si riflette nelle proiezioni macroeconomiche di settembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, che indicano un tasso di inflazione armonizzata sui dodici mesi dello 0,3 per cento nel 2020, dell'1,0 per cento nel 2021 e dell'1,3 per cento nel 2022. Rispetto all'esercizio condotto a giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive di inflazione rimangono invariate per il 2020, sono state riviste al rialzo per il 2021 e restano invariate per il 2022. Il valore invariato della proiezione per l'inflazione nel 2022 cela una correzione al rialzo dell'inflazione al netto dei prodotti energetici e alimentari – ascrivibile in parte all'impatto positivo delle politiche monetarie e di bilancio – che è stata ampiamente compensata dalla revisione del profilo dei prezzi dell'energia. L'inflazione armonizzata sui dodici mesi al netto di beni energetici e alimentari dovrebbe attestarsi allo 0,8 per cento nel 2020, allo 0,9 nel 2021 e all'1,1 nel 2022.*

**Secondo la stima rapida dell'Eurostat, ad agosto l'inflazione armonizzata è scesa in territorio negativo.** La diminuzione, dallo 0,4 per cento di luglio al -0,2 per cento registrato ad agosto, ha rispecchiato un calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (IAPCX) e un andamento più moderato della componente alimentare, parzialmente compensati da una dinamica meno negativa della componente energetica (cfr. il grafico 15). Quest'ultima ha continuato a risalire, anche se il tasso sui dodici mesi rimane saldamente negativo, riflettendo il brusco calo dei prezzi del petrolio dopo l'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19). Indicando una certa normalizzazione, a luglio e agosto l'inflazione dei beni alimentari è tornata ai livelli pre-pandemici, scendendo al 2,0 per cento e poi all'1,7 per cento nel corso dei due mesi. Secondo l'Eurostat, le difficoltà di rilevazione dei prezzi per lo IAPC dovute alla pandemia di COVID-19 hanno continuato ad attenuarsi, con tassi di imputazione ormai sostanzialmente ritornati a livelli normali.

## Grafico 15

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2020 (stima rapida). I tassi di crescita relativi al 2015 evidenziano una distorsione 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).

### **Nonostante il forte calo dell'inflazione misurata sullo IAPCX, registrato di recente, nel complesso le misure dell'inflazione di fondo indicano un indebolimento moderato dall'inizio della pandemia.**

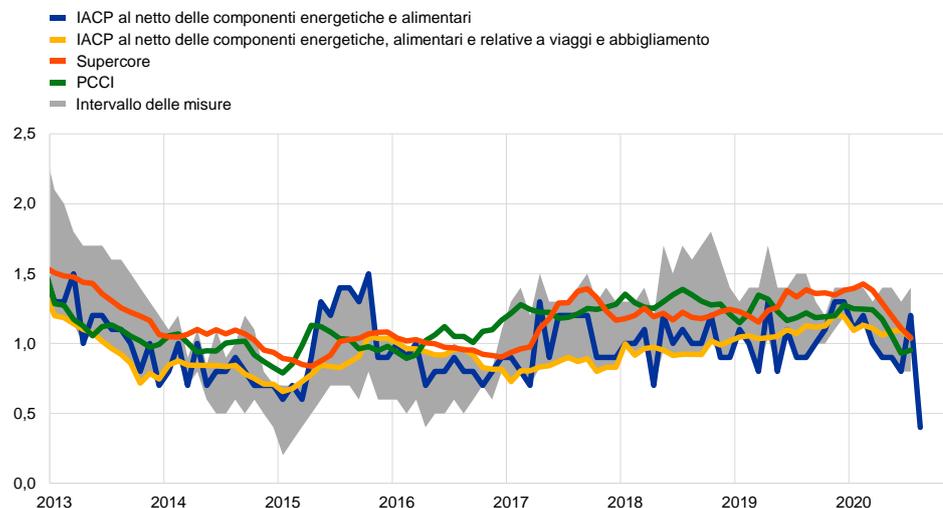
L'inflazione misurata sullo IAPCX è scesa allo 0,4 per cento ad agosto, dall'1,2 di luglio, a causa del calo sia dell'inflazione relativa ai beni industriali non energetici (NEIG) sia di quella relativa ai servizi. Le brusche variazioni dell'inflazione misurata sullo IAPCX a luglio e agosto sono in gran parte riconducibili a fattori temporanei. Ad agosto l'inflazione dei NEIG è stata pari al -0,1 per cento, dopo l'1,6 di luglio e lo 0,2 registrato nei mesi precedenti. La recente volatilità dell'inflazione dei NEIG riflette in larga misura l'impatto del rinvio dei saldi di fine stagione di abbigliamento e calzature in alcuni paesi dell'area dell'euro. Ciò ha esercitato forti pressioni al rialzo nel mese di luglio, che si sono attenuate ad agosto. Le ultime variazioni dell'inflazione misurata sullo IAPCX riflettono anche la temporanea riduzione delle aliquote IVA in Germania da luglio 2020. Le altre misure dell'inflazione di fondo hanno mostrato un indebolimento più moderato (i dati sono disponibili per la gran parte fino a luglio; cfr. il grafico 16). L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e relative a viaggi e abbigliamento, l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), l'indice al netto delle componenti energetiche, e l'indicatore Supercore<sup>9</sup> hanno tutti registrato una lieve flessione.

<sup>9</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 16

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2020 per lo IACP al netto di beni energetici e alimentari (stima rapida) e a luglio 2020 per tutte le altre misure. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IACP al netto dell'energia, IACP al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IACP al netto di energia e beni alimentari, IACP al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata al 10 per cento dello IACP, media troncata al 30 per cento dello IACP e mediana ponderata dello IACP. I tassi di crescita dello IACP al netto dei beni energetici e alimentari per il 2015 evidenziano una distorsione 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 IACP* nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

### Le pressioni inflazionistiche per la componente dei beni industriali non energetici del paniere IACP sono andate lievemente rafforzandosi.

A luglio l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno, che rappresenta un indicatore delle pressioni inflazionistiche sugli stadi successivi della catena di approvvigionamento, è salita allo 0,7 per cento (un aumento di 0,1 punti percentuali), leggermente al di sopra della media di lungo periodo dello 0,6 per cento. Tuttavia, a luglio il corrispondente tasso sui dodici mesi dell'inflazione all'importazione è sceso leggermente, al -0,7 per cento, inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto al livello di giugno, 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, l'inflazione dei beni intermedi è aumentata lievemente, nonostante l'apprezzamento dell'euro. Per quanto riguarda i beni intermedi, a luglio l'inflazione dei prezzi alla produzione è salita al -2,0 per cento, dal -2,5 per cento registrato a giugno, mentre l'inflazione dei prezzi all'importazione è rimasta sostanzialmente invariata al -2,7 per cento.

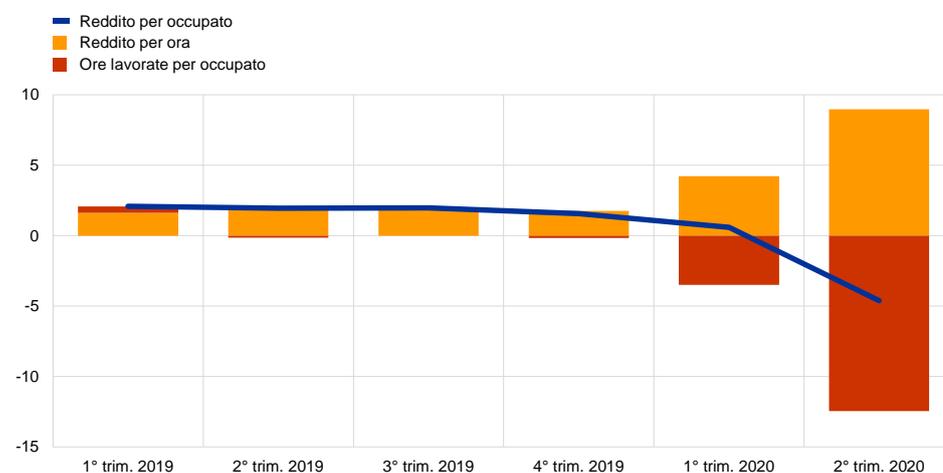
**La crescita del reddito per occupato ha continuato a registrare un marcato calo nel secondo trimestre del 2020, riflettendo in larga parte la riduzione delle ore lavorate.** Nel secondo trimestre la crescita su base annua del reddito per occupato è scesa al -4,6 per cento, dallo 0,6 per cento registrato nel primo trimestre (cfr. il grafico 17). Il calo è stato generalizzato in tutti i settori (ad eccezione dell'agricoltura e della pesca) e nei vari paesi. La continua decelerazione del reddito per occupato nell'area dell'euro riflette essenzialmente la significativa riduzione delle ore lavorate per addetto dopo l'inizio della pandemia di COVID-19 e le relative misure di chiusura (lockdown) e di contenimento. Nel secondo trimestre la crescita

su base annua del reddito per ora è salita al 9,0 per cento, rispetto al 4,2 per cento del trimestre precedente, a causa della significativa riduzione delle ore effettivamente lavorate per occupato. Tali andamenti contrastanti riflettono l'impatto dei regimi di occupazione parziale e temporanea sul reddito da lavoro. I salari contrattuali sono cresciuti dell'1,7 per cento nel secondo trimestre dell'anno, in un contesto in cui i più recenti andamenti del reddito per occupato implicano un forte impatto al ribasso sullo slittamento salariale. Tuttavia, il rallentamento del reddito per occupato ha esagerato le perdite nei redditi da lavoro; ciò avviene perché in un certo numero di paesi le misure di sostegno varate dai governi vengono registrate nella categoria dei trasferimenti anziché in quella delle retribuzioni.

### Grafico 17

#### Scomposizione del reddito per occupato in reddito per ora e ore lavorate

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2020.

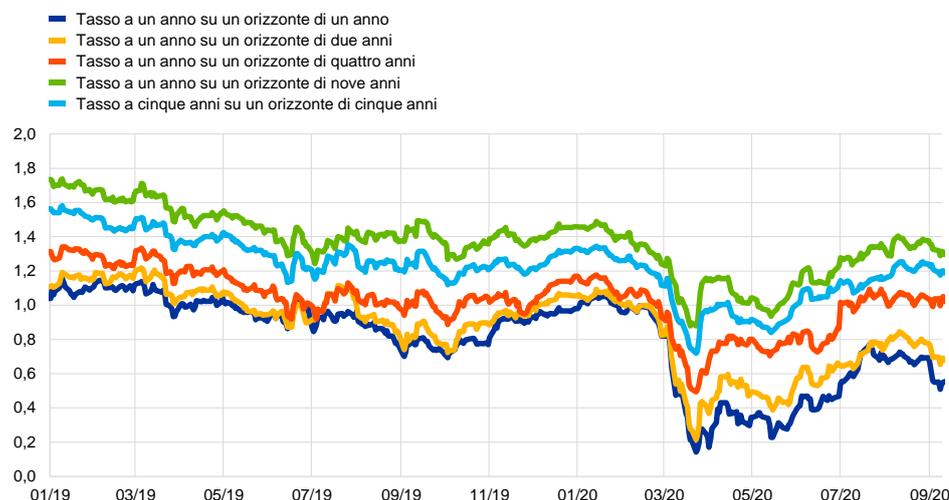
**Dopo essere scesi ai minimi storici intorno a metà marzo, gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati hanno continuato a riprendersi, tornando ai livelli, pur bassi, precedenti la pandemia (cfr. il grafico 18).** Tale andamento rispecchia il miglioramento delle prospettive macroeconomiche mondiali e della propensione al rischio, nonché il consistente sostegno delle misure monetarie e fiscali. In linea con questa tendenza, il 4 settembre 2020 il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è aumentato ulteriormente, di circa 10 punti base, attestandosi all'1,20 per cento, ossia quasi 50 punti base al di sopra del minimo storico dello 0,72 per cento registrato a metà marzo. Allo stesso tempo, il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati continua a indicare un prolungato periodo di bassa inflazione. Anche i mercati delle opzioni sull'inflazione segnalano ancora consistenti rischi al ribasso nel breve periodo, poiché le sottostanti probabilità di deflazione rimangono attorno a livelli storicamente elevati. Secondo la Survey of Professional Forecasters della BCE per il terzo trimestre del 2020, condotta nella prima settimana di luglio, nonché gli ultimi dati censiti da Consensus Economics e da Euro Zone Barometer, nel mese di luglio le aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini sono rimaste su livelli storicamente bassi,

rispecchiando l'impatto della pandemia di COVID-19, delle misure di mitigazione e delle persistenti incertezze.

### Grafico 18

#### Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2020.

#### Le proiezioni macroeconomiche di settembre 2020 degli esperti della BCE prevedono un aumento dell'inflazione nell'orizzonte temporale della proiezione.

Lo scenario di base indica che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media su 0,3 per cento nel 2020, 1,0 nel 2021 e 1,3 nel 2022 (cfr. il grafico 19). In confronto alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, la proiezione per l'inflazione misurata sullo IAPC è invariata per il 2020, rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2021 e rimane invariata per il 2022. Nel breve periodo, il precedente crollo dei prezzi del petrolio, l'apprezzamento dell'euro e la temporanea riduzione delle aliquote IVA in Germania implicano la probabilità che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC per l'area dell'euro rimanga negativa nei prossimi mesi. Nel 2021 gli effetti base della componente energetica e, in misura minore, l'inversione attesa del taglio delle aliquote IVA in Germania provocheranno successivamente un rimbalzo meccanico dei prezzi<sup>10</sup>. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e alimentari dovrebbe diminuire fino alla fine del 2020. Poiché la domanda resterà debole, si prevede che gli effetti disinflazionistici si ripercuoteranno in modo trasversale sui settori dei servizi e dei beni. Nondimeno, ci si attende che tali effetti siano in parte compensati da pressioni al rialzo sui costi legate a 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, nonostante la diminuzione delle pressioni al rialzo derivanti da effetti negativi dal lato dell'offerta, collegati alla pandemia, e nonostante l'apprezzamento dell'euro. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari è attesa

<sup>10</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Il ruolo delle imposte indirette nell'inflazione dell'area dell'euro e nelle sue prospettive* in questo numero del Bollettino.

allo 0,8 per cento nel 2020 e allo 0,9 nel 2021, prima di salire all'1,1 per cento nel 2022.

### Grafico 19

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2020](#) pubblicato sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2020.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2020 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2022 (proiezioni). I dati utilizzati per le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2020* sono aggiornati al 27 agosto 2020.

## 5 Moneta e credito

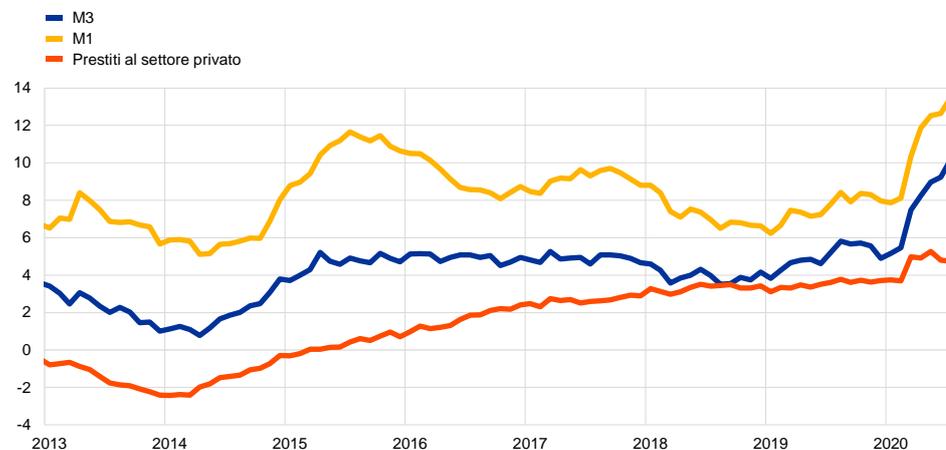
*La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha continuato a esercitare un'influenza significativa sulle dinamiche monetarie nell'area dell'euro. Il credito interno si è confermato la principale fonte di creazione di moneta, trainato dai prestiti alle società non finanziarie (SNF) e dagli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema. Le misure tempestive e consistenti adottate dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza hanno consentito di estendere il credito bancario a condizioni favorevoli all'economia dell'area dell'euro. Ciò ha sostenuto anche il ricorso al finanziamento esterno da parte delle imprese dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020, quando si è registrato un significativo aumento dell'emissione di titoli di debito e dei prestiti bancari alle imprese. Il costo complessivo del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle imprese è rimasto favorevole, poiché il costo del finanziamento tramite emissione di debito ha continuato a ridursi e i tassi sui prestiti bancari sono rimasti prossimi ai minimi storici.*

**La crescita dell'aggregato monetario ampio ha subito un'ulteriore accelerazione a luglio.** A causa di un flusso mensile molto ampio, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentato ulteriormente a luglio, passando dal 9,2 per cento di giugno al 10,2 per cento. Lo shock provocato dalla pandemia ha influenzato in modo significativo le dinamiche monetarie, come dimostra la crescita di M3, superiore di circa 5 punti percentuali rispetto al periodo precedente la diffusione del COVID-19 (cfr. il grafico 20). In un contesto di elevata incertezza, la domanda di liquidità da parte degli operatori economici è stata alimentata dal notevole fabbisogno di liquidità delle imprese e dalle motivazioni precauzionali di tutti gli operatori economici. I modelli della domanda di moneta individuano nei fattori speciali collegati al fabbisogno di liquidità da parte di imprese e famiglie durante la pandemia alcune delle determinanti che hanno contribuito in modo significativo alla crescita dell'aggregato monetario ampio. La crescita dell'aggregato monetario è stata anche il risultato di consistenti misure di sostegno attuate dai responsabili delle politiche monetarie e di bilancio e dalle autorità di regolamentazione e vigilanza, al fine di garantire un sufficiente afflusso di liquidità nell'economia per far fronte alle conseguenze economiche della pandemia. Inoltre, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario più liquido, M1, che comprende depositi a vista e circolante, ha raggiunto il 13,5 per cento a luglio, dopo il 12,6 per cento di giugno, offrendo un forte contributo alla crescita di M3.

## Grafico 20

### M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2020.

#### Data l'elevata incertezza, i depositi a vista hanno registrato un'ulteriore ripresa.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista, che ha fornito il principale contributo alla crescita dell'aggregato monetario, è salito al 14,1 per cento a luglio, dal 13,1 per cento di giugno. La crescita dei depositi è stata trainata principalmente dai depositi detenuti dalle imprese. I detentori di moneta hanno continuato a privilegiare i depositi a vista per motivazioni di tipo precauzionale e legate al livello molto basso dei tassi di interesse che riduce il costo-opportunità di detenere tali strumenti, in particolare rispetto ad altri depositi meno liquidi. Inoltre, i depositi detenuti dalle imprese hanno evidenziato differenze da un paese all'altro. Tale diversità è in parte riconducibile alla diffusione disomogenea e tardiva della pandemia tra i diversi paesi, che ha determinato differenze nel fabbisogno di liquidità delle imprese. Anche la diversa entità delle misure di sostegno attuate dai vari paesi ha contribuito a rendere tale ritmo disomogeneo. Le banconote e monete in circolazione sono aumentate, a luglio, a un tasso – elevato ma sostanzialmente stabile – del 9,8 per cento sui dodici mesi; tale andamento riflette una tendenza all'accumulo di contante, coerente con il periodo di notevole incertezza. A luglio, gli altri depositi e strumenti negoziabili a breve termine hanno offerto un piccolo, ma crescente contributo all'espansione di M3 sui dodici mesi, nonostante i bassi tassi di interesse.

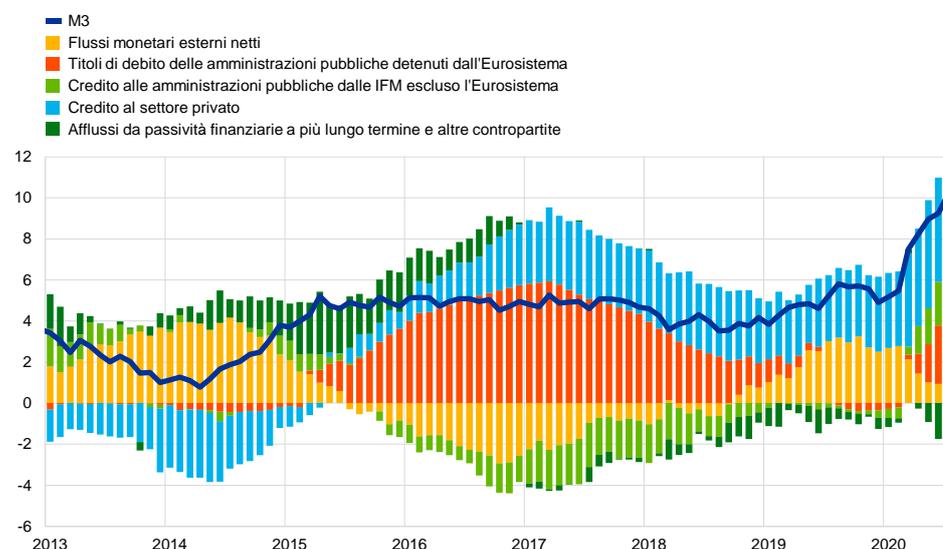
#### Il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta.

Nel contesto della pandemia di COVID-19, la crescita del credito al settore privato si è mantenuta su livelli elevati (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 21). A partire dal 2018 tale componente ha rappresentato la principale determinante della crescita di M3 dal punto di vista delle contropartite, e più di recente i prestiti alle società non finanziarie hanno fornito gran parte dello slancio. Inoltre, gli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) a luglio hanno accresciuto il loro

consistente contributo fornito alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 21). Le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE rappresentano un evoluto strumento di sostegno alla stabilizzazione dei mercati finanziari e all'attenuazione dei rischi relativi alla trasmissione della politica monetaria e alle prospettive macroeconomiche per l'area dell'euro durante la pandemia. A luglio si è inoltre confermato vigoroso il tasso di crescita sui dodici mesi del credito bancario (escluso l'Eurosistema) al settore pubblico (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi nel grafico 21). Le banche dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno acquistato ingenti quantità di titoli di Stato emessi principalmente all'interno dell'area. Ciò ha in parte riflesso il notevole aumento delle emissioni nette di titoli di debito da parte dei governi per far fronte alla pandemia, che è proseguito nonostante l'annuncio di misure aggiuntive a livello di UE (come il pacchetto Next Generation EU). Dopo i risultati positivi di maggio e giugno, a luglio i deflussi monetari dall'area dell'euro sono stati moderati e hanno rispecchiato le vendite (nette) di titoli di Stato dell'area da parte di non residenti (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 21). Inoltre, le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno esercitato un impatto lievemente negativo sulla crescita dell'aggregato monetario (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi nel grafico 21).

### Grafico 21 M3 e sue contropartite

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali; dati stagionalizzati 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. Esso 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 a luglio 2020.

#### La crescita dei prestiti al settore privato è rimasta sostanzialmente stabile.

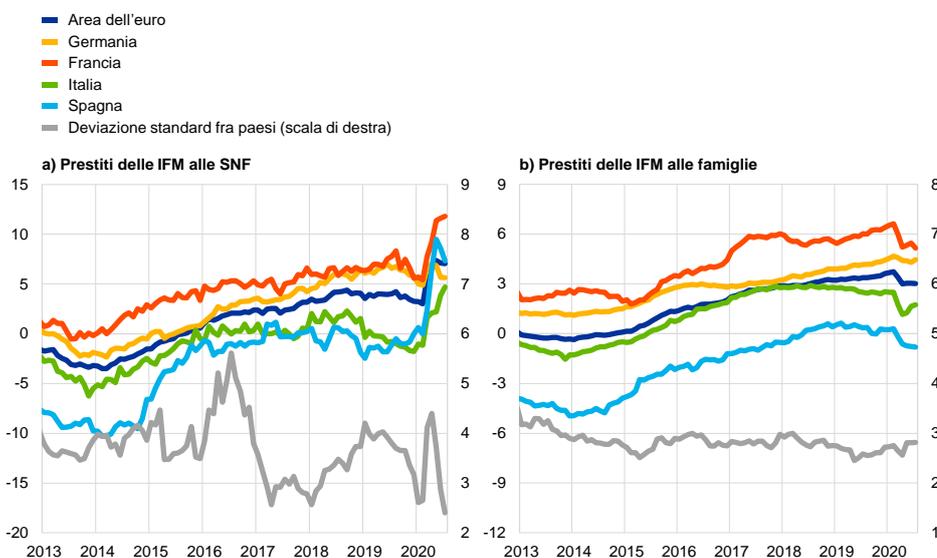
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato si è attestato al 4,7 per cento a luglio, dopo il 4,8 per cento di giugno, ossia un punto percentuale in più rispetto al periodo antecedente l'insorgere della pandemia (cfr. il grafico 20). La crescita del credito ha continuato a essere trainata in larga misura dai prestiti alle imprese, che sono aumentati a un tasso di

crescita annuo del 7,0 per cento a luglio, dopo il 7,1 di giugno e il 7,3 di maggio, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile al 3,0 per cento (cfr. il grafico 22). Il ricorso delle imprese a prestiti a medio e a lungo termine ha continuato ad aumentare, a scapito dei prestiti a breve termine. La divergenza negli andamenti tra i prestiti alle imprese e i prestiti alle famiglie emerge dai risultati dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) di luglio 2020 in merito alla domanda e all'offerta di credito. La crescita del credito bancario alle imprese ha continuato a essere trainata dal loro fabbisogno di finanziamento operativo in un contesto di minori flussi di cassa, e ha riflesso anche le consistenti misure introdotte dai governi della maggior parte dei paesi dell'area dell'euro – come le garanzie sui prestiti – a sostegno della liquidità e della solvibilità delle imprese nei prossimi mesi. Inoltre, le misure di politica monetaria della BCE, in particolare le condizioni molto favorevoli delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III), stanno incoraggiando le banche a estendere i prestiti a tutte le entità del settore privato. Inoltre, vi sono state notevoli differenze tra i paesi dell'area dell'euro nel tasso di crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie, mentre nei paesi più grandi l'andamento è stato sostanzialmente simile.

## Grafico 22

### 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 cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle SNF, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2020.

**I costi della raccolta bancaria si sono stabilizzati su livelli contenuti, sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE.** Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro, che era aumentato in seguito alla diffusione della pandemia di COVID-19, è lievemente diminuito nel secondo trimestre del 2020, pur rimanendo al di sopra dei livelli precedenti la pandemia (cfr. il grafico 23). Ciò è dovuto principalmente a un calo dei rendimenti obbligazionari, favorito dalle misure di politica monetaria della BCE. Le condizioni della raccolta bancaria beneficiano 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 dei programmi della BCE PAA e PEPP sui rendimenti delle obbligazioni, che riduce il rischio di un'amplificazione sfavorevole tra il settore reale e quello finanziario durante la pandemia. Dato lo stretto legame con le condizioni di finanziamento del debito sovrano, anche i rendimenti delle obbligazioni bancarie privilegiate non garantite hanno beneficiato del calo dei rendimenti obbligazionari. Le condizioni del mercato delle obbligazioni bancarie garantite sono sostenute dal terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) della BCE. Inoltre, i tassi sui depositi delle banche dell'area dell'euro, che rappresentano la maggior parte della raccolta bancaria, si sono mantenuti su livelli storicamente bassi a luglio 2020, contribuendo in tal modo a creare condizioni favorevoli per il finanziamento del debito bancario. Sin dall'inizio della crisi del COVID-19, le banche dell'area dell'euro hanno applicato in misura sempre maggiore tassi di interesse negativi ai depositi delle SNF detenuti presso di loro. Allo stesso tempo, gran parte dei depositi che costituiscono la provvista bancaria, in particolare i depositi al dettaglio, presenta ancora un tasso minimo pari a zero e i margini netti sui tassi di interesse applicati dalle banche continuano a essere ridotti. Sebbene le banche abbiano rafforzato in modo sostanziale la loro capacità di tenuta dopo la crisi finanziaria mondiale, la pandemia di coronavirus sta avendo un impatto sulla posizione patrimoniale degli intermediari attraverso valutazioni degli attivi più basse e un maggiore fabbisogno di accantonamenti per perdite su crediti<sup>11</sup>. Anche se le banche beneficiano di condizioni di finanziamento favorevoli, i timori che la pandemia produca un impatto negativo sulle loro posizioni patrimoniali continuano a gravare sui costi di finanziamento sul mercato. In prospettiva, la scadenza finale dei programmi di sostegno pubblico contribuirà probabilmente a inasprire le condizioni di prestito delle banche.

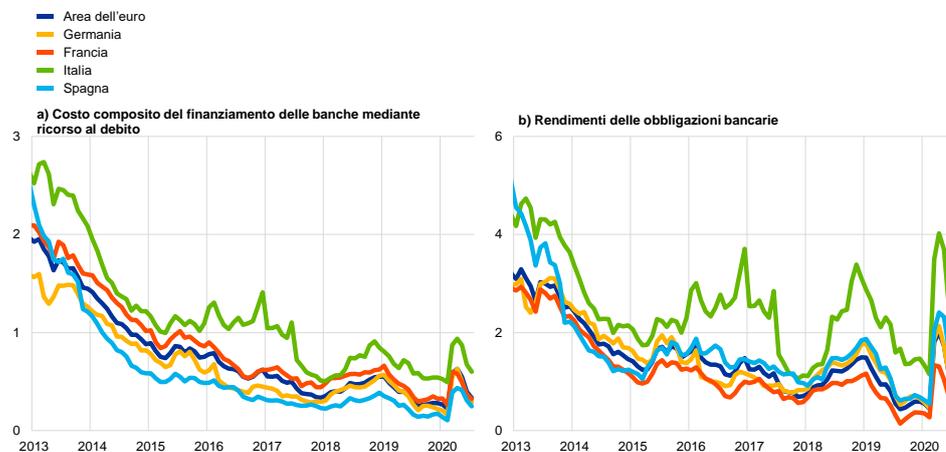
---

<sup>11</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.

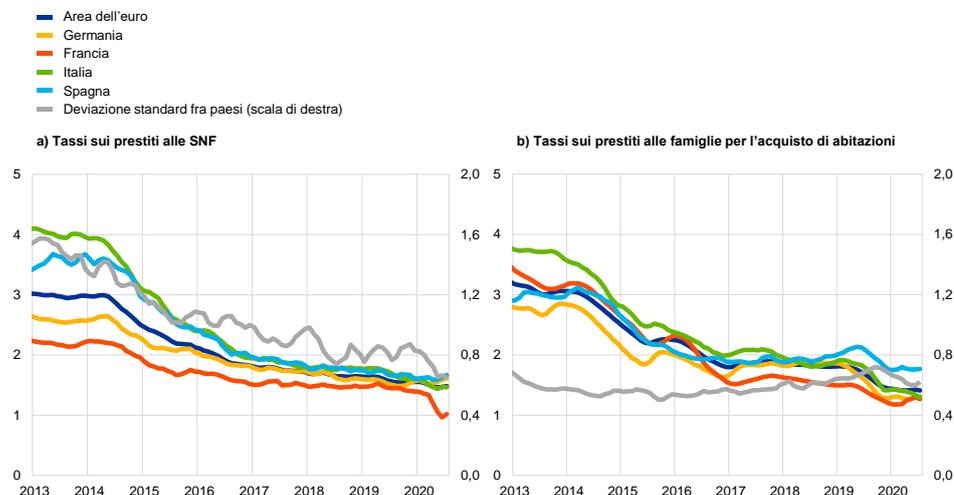
Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi a vista, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie fanno riferimento alle medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2020.

**I tassi sui prestiti bancari molto favorevoli continuano a sostenere la crescita economica.** I tassi compositi sui prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti prossimi ai minimi storici, attestandosi rispettivamente, nel mese di luglio, all'1,51 e all'1,40 per cento (cfr. il grafico 24). Tale andamento è trasversale a tutti i paesi dell'area dell'euro e riflette la trasmissione ritardata delle oscillazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Al tempo stesso, il forte impatto economico della pandemia sui proventi delle imprese, sulle prospettive di occupazione delle famiglie e sul merito di credito complessivo dei prenditori ha continuato a esercitare una pressione al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari. Dopo il precedente calo, il differenziale fra i tassi sui prestiti di importo molto modesto e quelli sui prestiti di importo elevato è lievemente aumentato a giugno e a luglio in tutti i grandi paesi dell'area dell'euro, pur rimanendo al di sotto dei livelli osservati a marzo. Data l'efficacia delle misure adottate dalla BCE, dalle autorità di vigilanza bancaria e dai governi per sostenere l'offerta di credito, le pressioni al rialzo sono state contenute.

## Grafico 24

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

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore relativo al 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 tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2020.

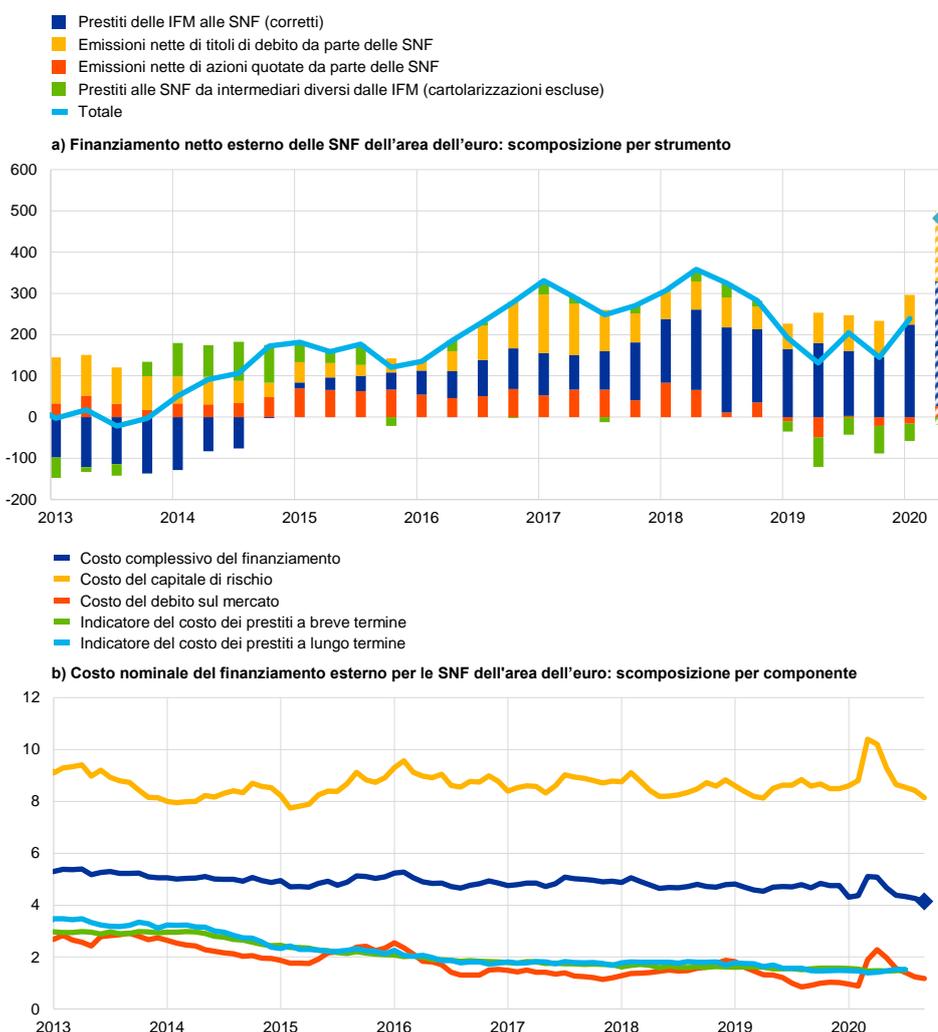
**Si stima che il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle SNF dell'area dell'euro sia aumentato significativamente nel secondo trimestre del 2020, sostenuto da un calo del costo del finanziamento per le SNF (cfr. il pannello b) del grafico 25).** Tale aumento riflette il continuo calo dei flussi di cassa operativi delle imprese e il loro elevato fabbisogno di finanziamento a seguito dello shock indotto dalla pandemia. L'emissione netta di titoli di debito da parte delle imprese è stata vigorosa nel secondo trimestre e ha beneficiato della riduzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie, a sua volta agevolata dall'aumento delle dotazioni dei programmi PAA e PEPP della BCE, che includono acquisti netti di obbligazioni societarie. L'ampio ricorso al credito nel secondo trimestre ha rispecchiato l'accentuarsi della contrazione economica e il protratto brusco calo delle vendite societarie e dei flussi di cassa nella prima parte del trimestre. La domanda di prestiti bancari è stata sostenuta anche da tassi sui prestiti favorevoli (cfr. il pannello b) del grafico 25). L'emissione netta di azioni quotate è rimasta modesta nel secondo trimestre del 2020, poiché il numero di nuove imprese è diminuito drasticamente a causa del peggioramento delle prospettive di profitto e nonostante un marcato calo del costo del capitale di rischio dovuto a premi per il rischio più contenuti. Inoltre, i volumi dei prestiti erogati da operatori non bancari (diversi dalle IFM) sono ulteriormente diminuiti nel secondo trimestre. Nel complesso, i flussi totali di finanziamenti esterni sono stati più elevati nel secondo trimestre del 2020 rispetto al periodo delle crisi finanziaria e del debito sovrano, sostenuti dalle condizioni di finanziamento favorevoli. Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,4 per cento alla fine di giugno, ossia a un livello inferiore di circa 70 punti base rispetto al picco registrato a marzo 2020 e superiore di appena 7 punti base rispetto a gennaio 2020, momento di minimo storico della serie. Tra la fine di giugno e la fine del periodo di riferimento (9

settembre 2020), si stima che il costo complessivo del finanziamento sia ulteriormente diminuito, di circa 24 punti base, portandosi al 4,1 per cento; valore che corrisponderebbe a un nuovo minimo storico. Ciò è in linea con le più favorevoli condizioni del credito bancario e del mercato obbligazionario, che beneficiano delle misure tempestive e consistenti adottate dalle autorità monetarie, di vigilanza e di bilancio. Tali misure hanno contribuito a ridurre l'incertezza e la volatilità dei mercati finanziari.

## 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)



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

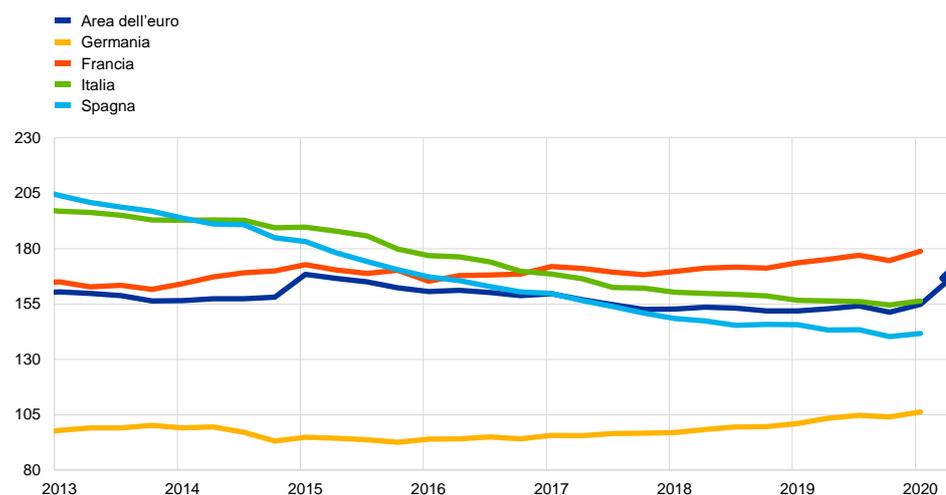
Note: nel pannello a) il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti erogati dalle IFM, emissione netta di titoli di debito, emissione netta di azioni quotate e prestiti erogati da intermediari diversi dalle IFM. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni 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 rigato e l'indicatore a rombo celeste collocato sulla sua sommità indicano la previsione a brevissimo termine per il secondo trimestre del 2020. Nel pannello b) il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. L'indicatore a rombo di colore blu si riferisce alla previsione a brevissimo termine (settembre 2020) relativa al costo complessivo del finanziamento, nell'ipotesi che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati sui livelli di luglio 2020. Per il pannello a), le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2020 per i dati contabili dell'area dell'euro; le stime per il secondo trimestre del 2020 sono basate su voci di bilancio (balance sheet items, BSI) della BCE, dati sui titoli (securities, SEC) e Dealogic. Per il pannello b), le ultime osservazioni si riferiscono al 9 settembre 2020 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 4 settembre 2020 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a luglio 2020 per il costo dei prestiti (dati mensili).

**L'indebitamento lordo delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro è cresciuto in maniera considerevole, raggiungendo un livello di poco inferiore al massimo storico registrato all'inizio del 2015.** L'incidenza del debito lordo, in termini di valore aggiunto per le imprese, è aumentata di 12 punti percentuali nel secondo trimestre del 2020, per un incremento cumulato di 15 punti percentuali dalla fine del 2019 (cfr. il grafico 26). L'aumento generalizzato dell'indebitamento lordo delle SNF è ascrivibile al maggiore ricorso al finanziamento tramite debito e al marcato calo del valore aggiunto lordo. Le imprese hanno collocato una quota sostanziale dei proventi derivanti dai nuovi prestiti bancari e dalle emissioni di titoli di debito in depositi atti a prefinanziare il fabbisogno di capitale circolante e gli investimenti necessari, e finalizzati a tutelarsi da eventuali carenze di liquidità nei prossimi mesi. Di conseguenza, il valore netto del rapporto debito pubblico/PIL e della leva finanziaria al valore contabile è cresciuto molto meno dell'indebitamento lordo. Nonostante il forte aumento dell'indebitamento societario, la vulnerabilità finanziaria del settore è quindi aumentata solo moderatamente. Tale complesso di fattori positivi dipenderà dal proseguimento del sostegno offerto attraverso le politiche, in primo luogo con una politica monetaria accomodante che consenta di contenere gli oneri legati al servizio di un accresciuto carico di indebitamento e in secondo luogo tramite interventi di bilancio generalizzati, che prevedano anche garanzie statali e moratorie in grado di preservare la capacità delle banche di erogare prestiti per compensare i flussi di cassa in diminuzione per le imprese. Nel complesso, questi andamenti delineano il rischio che le SNF possano ridimensionare il proprio sostegno agli investimenti delle imprese durante la ripresa in corso, soprattutto qualora vengano improvvisamente meno le misure di sostegno.

### Grafico 26

#### Indebitamento lordo delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del valore aggiunto lordo delle SNF)



Fonti: BCE, Eurostat e stime della BCE.

Note: il debito è definito come la somma dei prestiti totali concessi alle SNF al netto dei prestiti infrasettoriali, dei titoli di debito emessi e delle passività pensionistiche. L'indicatore a rombo di colore blu si riferisce alla previsione a brevissimo termine per il secondo trimestre del 2020.

*La pandemia di coronavirus (COVID-19) continua ad avere un impatto straordinariamente ampio sulle finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro. Nelle prime fasi della crisi gran parte dell'impatto era legato alle misure volte ad alleviare l'onere che gravava sulle imprese, sui lavoratori e sulle famiglie, e a preservare la capacità produttiva dell'economia. La risposta sul piano delle politiche si è gradualmente spostata verso misure volte a rilanciare rapidamente l'economia e a prepararla per il futuro dopo la pandemia. Il costo di bilancio di tali misure è stato molto elevato per tutti i paesi dell'area dell'euro, anche se l'onere e la capacità di risposta variano da un paese all'altro. È pertanto estremamente positivo che l'Europa abbia reagito con un'azione di bilancio coordinata, da ultimo con il fondo Next Generation EU (NGEU), che integra le misure di bilancio a livello nazionale. È importante che la decisione del Consiglio europeo porti ad azioni concrete sul piano delle politiche, e che gli interventi di bilancio per contrastare gli effetti dell'emergenza pandemica abbiano carattere quanto più possibile mirato e temporaneo. Secondo le proiezioni, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in modo significativo, per effetto del rallentamento economico e del considerevole sostegno di bilancio, raggiungendo l'8,8 per cento del PIL nel 2020, rispetto allo 0,6 per cento del 2019. L'indebitamento in rapporto al PIL dovrebbe scendere al 4,9 per cento nel 2021 e al 3,6 per cento nel 2022. 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 dal graduale venir meno delle misure di emergenza e da un miglioramento della situazione congiunturale. L'incertezza sulle erogazioni nell'ambito del fondo NGEU e sulle ulteriori misure anticrisi in alcuni paesi comportano rischi al ribasso per le prospettive delle finanze pubbliche. Nell'ottica di ridurre i rischi nel settore societario, 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. Tali garanzie costituiscono passività potenziali considerevoli che, se escusse, incideranno 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 per tutto il periodo in esame, di riflesso alle misure di bilancio e alla situazione economica in deterioramento.*

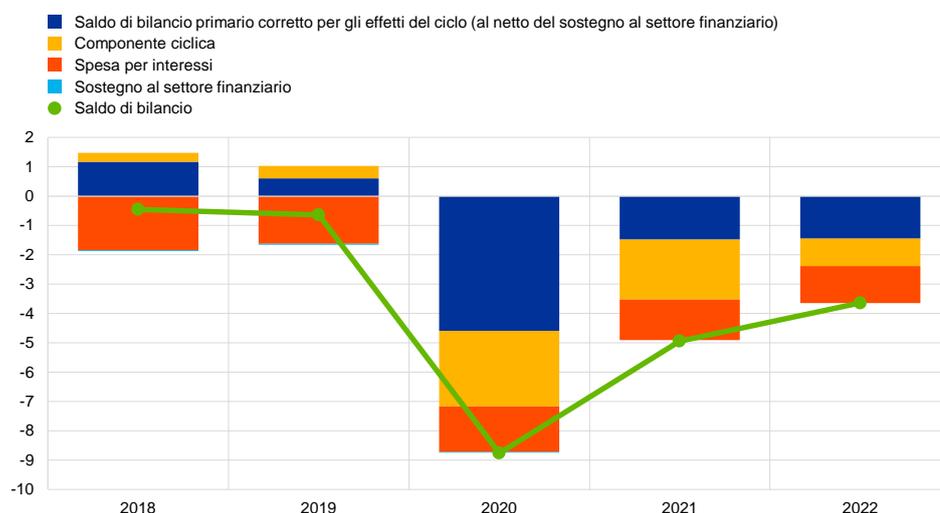
**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2020 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe peggiorare notevolmente nel 2020, per poi migliorare lievemente nel 2021 e nel 2022**<sup>12</sup>. Sulla base di tali proiezioni, il rapporto fra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL nell'area dell'euro dovrebbe passare dallo 0,6 per cento nel 2019 all'8,8 per cento nel 2020, per poi scendere al 4,9 nel 2021 e al 3,6 nel 2022 (cfr. il grafico 27). La diminuzione del saldo di bilancio nel 2020 è in ampia misura attribuibile a un deterioramento del saldo primario

<sup>12</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2020](#) pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 settembre 2020.

corretto per gli effetti del ciclo connesso a misure di sostegno che ammontano a circa il 4,5 per cento del PIL; la quota più rilevante di tali misure è rappresentata dalla spesa aggiuntiva, costituita in particolare da trasferimenti e sussidi a beneficio di imprese e famiglie, fra cui i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro. Questo calo discende anche da un'ampia componente ciclica avversa, legata all'attuale stato di profonda recessione dell'economia dell'area dell'euro<sup>13</sup>. Le proiezioni segnalano un successivo miglioramento trainato da una ripresa del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, dato che attualmente ci si attende che la maggior parte delle misure di sostegno cessi gradualmente fra la fine di quest'anno e il prossimo. Il contributo fornito dal ciclo economico dovrebbe far registrare un miglioramento più graduale, rimanendo negativo per tutto il periodo in esame.

**Grafico 27**  
Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2020.

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

**Oltre al sostegno di bilancio a favore delle proprie economie, i paesi dell'area dell'euro hanno messo a disposizione consistenti dotazioni di garanzie sui prestiti per sostenere la posizione di liquidità delle imprese.** Complessivamente queste garanzie ammontano a circa il 20 per cento del PIL per l'area dell'euro nel suo insieme, ma gli importi differiscono notevolmente tra paesi. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi e l'importo delle garanzie escusse costituirà pertanto ulteriore spesa pubblica.

**Rispetto alle proiezioni di giugno 2020 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive di bilancio aggiornate sono marginalmente più sfavorevoli per il 2020 e il 2021, ma lievemente migliori per il 2022.**

Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2020 e di 0,1 punti

<sup>13</sup> Va osservato che nella congiuntura attuale il grado di incertezza che circonda la scomposizione del ciclo e della tendenza è insolitamente elevato.

percentuali per il 2021, mentre per il 2022 è stato rivisto al rialzo di 0,2 punti percentuali. I più elevati disavanzi di bilancio nel 2020 e nel 2021 si devono principalmente a un allentamento del saldo corretto per il ciclo legato all'introduzione di ulteriori misure di sostegno da parte dei vari paesi o all'estensione di quelle già in vigore. Tale allentamento è in parte compensato da una componente ciclica meno avversa e da una spesa per interessi attesa lievemente più contenuta. Il leggero miglioramento delle prospettive per il 2022 è dovuto alla combinazione di una minore spesa per interessi e di una migliore componente ciclica, che più che compensano l'allentamento del saldo primario corretto per il ciclo.

**Si stima che in termini aggregati l'orientamento della politica di bilancio sia molto accomodante nel 2020, ma sia restrittivo nel 2021, poiché a quel punto la maggior parte delle misure di sostegno dovrebbe essere venuta meno<sup>14</sup>.**

Si stima che l'orientamento di bilancio sia stato moderatamente espansivo nel 2019, mentre ci si aspetta che sia molto accomodante nel 2020, al 5,4 per cento del PIL. Per contro, per il 2021 le stime indicano una restrizione, al 3,1 per cento del PIL, in ragione del fatto che la maggior parte delle misure di sostegno messe in atto durante la pandemia, l'anno prossimo dovrebbero essere progressivamente interrotte. Ciononostante, 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<sup>15</sup>. Secondo le proiezioni, nel 2022 l'orientamento delle politiche di bilancio sarà neutrale.

**Secondo le proiezioni, nel 2020 il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto per il complesso dell'area dell'euro dovrebbe salire al 100,7 per cento del PIL, per poi diminuire molto gradualmente.** Tale incremento, pari a 16,6 punti percentuali rispetto al 2019, è dovuto in ampia misura a elevati disavanzi primari, al differenziale molto sfavorevole fra tasso di interesse e crescita, e a considerevoli raccordi disavanzo-debito dovuti alle misure connesse con la pandemia. Nel 2021 e 2022 i disavanzi primari in calo, seppur ancora considerevoli, saranno più che compensati dai contributi positivi forniti dal miglioramento dei differenziali fra tassi di interesse e crescita, alla luce della prevista ripresa dell'attività economica, e da un raccordo disavanzo-debito negativo nel 2022 (cfr. il grafico 28). Di conseguenza, per la fine del 2022 il rapporto debito/PIL dovrebbe attestarsi al 98,9 per cento, equivalente a una revisione al ribasso pari a 1,1 punti percentuali rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, principalmente per effetto del differenziale più favorevole tra tassi di interesse e tassi di crescita nell'orizzonte di proiezione.

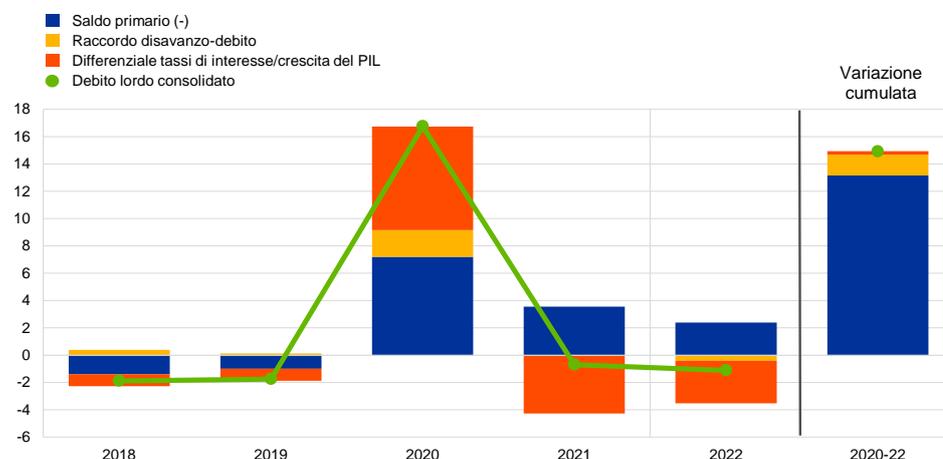
<sup>14</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

<sup>15</sup> Per ulteriori dettagli cfr. l'articolo [Gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro e la crisi del COVID-19](#) in questo numero del Bollettino.

## Grafico 28

### Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2020.

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

**Un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimane di cruciale importanza alla luce degli oneri considerevoli ma disomogenei derivanti dalla pandemia di coronavirus.** È pertanto estremamente positivo che il Consiglio europeo abbia sancito l'accordo sul fondo NGEU che, per la prima volta, pone in essere un bilancio temporaneo a livello europeo, a integrazione degli stabilizzatori a livello nazionale. Il fondo potrà sostenere in maniera significativa le regioni e i settori maggiormente colpiti dalla pandemia, rafforzare il mercato unico e generare una ripresa prospera e duratura. È importante che la decisione del Consiglio europeo porti ad azioni concrete sul piano delle politiche, e che le misure di bilancio adottate in risposta all'emergenza pandemica abbiano carattere quanto più possibile mirato e temporaneo.

# Riquadri

## 1 Il lev bulgaro e la kuna croata negli Accordi europei di cambio (AEC II)

a cura di Ettore Dorrucchi, Michael Fidora, Christine Gartner e Tina Zumer

**Il 10 luglio 2020 il lev bulgaro e la kuna croata sono stati inclusi negli Accordi europei di cambio (AEC II).** La decisione è stata assunta di comune accordo dai ministri delle finanze dei paesi dell'area dell'euro, dal presidente della Banca centrale europea, nonché dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali di Danimarca, Bulgaria e Croazia, facendo seguito a una procedura comune che ha coinvolto la Commissione europea e il Comitato economico e finanziario. L'avvio della partecipazione agli AEC II segna la fase finale di un articolato piano d'azione, che ha regolato un processo caratterizzato da collaborazione costruttiva tra le autorità bulgare e croate e le parti degli accordi e che si è basato su valutazioni economiche approfondite e sul principio della parità di trattamento.

**Gli AEC II sono stati introdotti nel 1999 come una delle modalità di valutazione del processo di convergenza di ciascun paese con l'area dell'euro.** Essi hanno due finalità principali: la prima è fungere da dispositivo per la gestione dei tassi di cambio tra le valute dei paesi partecipanti e l'euro; la seconda è supportare la valutazione della convergenza in vista dell'adozione dell'euro, in conformità con l'articolo 140 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. La partecipazione agli AEC II, pertanto, non solo è giuridicamente al centro del criterio di convergenza in materia di stabilità dei tassi di cambio, ma costituisce anche un mezzo per verificare la sostenibilità della convergenza prima e dopo l'ingresso nell'unione monetaria. Poiché l'adesione agli AEC II per almeno due anni senza che si registrino gravi tensioni costituisce una condizione preliminare per l'adozione dell'euro, è previsto che tutti gli Stati membri dell'UE partecipino a tali accordi in un dato momento.

**Gli AEC II sono accordi multilaterali di cambio fisso ma adattabile che contemplano dei tassi di cambio centrali di riferimento tra le valute partecipanti e l'euro, e una banda di oscillazione di  $\pm 15$  per cento rispetto al cambio centrale.** Altre caratteristiche principali sono gli interventi delle banche centrali al margine della banda di oscillazione concordata e la disponibilità di finanziamenti a brevissimo termine da parte delle banche centrali partecipanti. Nell'aderire agli AEC II le banche centrali nazionali possono impegnarsi unilateralmente a mantenere una banda di oscillazione più ristretta di quella prevista dagli accordi, senza l'imposizione di obblighi aggiuntivi per la BCE o gli altri

partecipanti<sup>16</sup>. Durante la partecipazione agli AEC II possono rendersi necessari riallineamenti al tasso di cambio centrale (come avvenuto in passato con la corona slovacca) o variazioni dell'ampiezza della banda di oscillazione, come conseguenza di importanti oscillazioni del tasso di cambio di equilibrio di un determinato paese partecipante o in presenza di politiche economiche non conformi. Gli interventi al margine delle bande di oscillazione sono, in linea di principio, automatici e illimitati. Tuttavia, qualora si registrasse un conflitto con l'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi, tali interventi possono essere sospesi dalla BCE e dalle banche centrali nazionali partecipanti in qualsiasi momento.

**L'esperienza mostra che gli AEC II sono compatibili con diversi regimi di cambio, come si verifica attualmente nei casi di Bulgaria e Croazia.** Gli accordi offrono sufficienti margini di aggiustamento agli shock e agli andamenti del mercato. Al contempo, possono incorporare, come impegno unilaterale, regimi di cambio rigidamente controllati o ancorati e persino un sistema di currency board<sup>17</sup>. Quest'ultimo è stato impiegato dalla Eesti Pank e dalla Lietuvos bankas prima dell'adozione dell'euro ed è attualmente utilizzato dalla Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria). La Hrvatska narodna banka preserva la stabilità del tasso di cambio della kuna nei confronti dell'euro al fine di conseguire l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, ma non si impegna al mantenimento di un tasso di cambio fisso. In ogni caso, tutti i paesi aderenti devono rispettare gli accordi per almeno due anni prima che i rapporti sulla convergenza elaborati dalla BCE e dalla Commissione europea forniscano una eventuale valutazione positiva in ottica di adozione dell'euro<sup>18</sup>.

**Il processo che conduce alla partecipazione agli AEC II si è evoluto nel tempo, ma continua a fondarsi sul principio della parità di trattamento.** Quando l'ultimo gruppo di paesi ha aderito agli AEC II, oltre 15 anni fa, la partecipazione agli accordi richiedeva l'assunzione e la pubblicazione di un impegno risoluto, ma generale, al perseguimento di politiche orientate alla stabilità. Negli anni successivi sono stati tratti alcuni importanti insegnamenti dalla crisi finanziaria mondiale, che ha colpito non soltanto l'area dell'euro, ma anche diversi paesi le cui valute partecipavano agli AEC II. In seguito alla crisi, la governance dell'area dell'euro è stata riformata, determinando una più rigida sorveglianza economica e di bilancio e l'istituzione dell'unione bancaria. In tale periodo, inoltre, si è compreso più chiaramente che la partecipazione agli AEC II può avere importanti implicazioni, poiché rappresenta un cambio di regime in grado di alterare gli incentivi economici degli investitori

---

<sup>16</sup> Le bande concordate a livello multilaterale che sono più ristrette della banda standard dovrebbero essere considerate soltanto in una fase molto avanzata della convergenza. È il caso della corona danese, per la quale è in vigore una banda di oscillazione, concordata a livello multilaterale, di  $\pm 2,25$  per cento rispetto all'euro.

<sup>17</sup> Cfr. "Posizione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea su aspetti di politica del cambio relativi ai paesi aderenti BCE", Francoforte sul Meno, 18 dicembre 2003.

<sup>18</sup> L'adozione dell'euro è decisa dal Consiglio dell'Unione europea in conformità con le disposizioni del Trattato. Dopo essersi consultato con il Parlamento europeo e aver discusso al proprio interno, il Consiglio europeo, su proposta della Commissione, decide quali Stati membri ammissibili non appartenenti all'area dell'euro soddisfano le condizioni necessarie per l'adozione della moneta unica. Tale decisione è adottata sulla base di un insieme di criteri elencati all'articolo 140 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. I rapporti che esaminano il soddisfacimento di tali criteri, denominati rapporti sulla convergenza, sono redatti dalla BCE e dalla Commissione europea. Il Consiglio agisce sulla base di una raccomandazione della maggioranza qualificata dei propri Stati membri la cui moneta è l'euro.

internazionali e locali. Dopo l'adesione agli accordi, in particolare, gli afflussi lordi di capitale diversi dagli investimenti diretti esteri hanno subito una forte accelerazione in diversi paesi, anche rispetto ad altri paesi della regione nello stesso periodo. In certi casi questa tendenza si è rivelata non sostenibile, come mostrano alcuni episodi di marcata inversione dei flussi di capitale negli anni successivi.

**Un insegnamento fondamentale tratto dalla crisi finanziaria mondiale è stato che, nel periodo precedente l'adozione dell'euro, un elevato livello di qualità istituzionale e di buona governance contribuisce a ridurre i rischi di formazione di squilibri eccessivi.** Una maggiore capacità di tenuta strutturale crea i presupposti per la distribuzione del capitale alle imprese produttive anziché ai soggetti alla ricerca di una rendita, sostenendo così il processo di convergenza (catching-up) e non la formazione di bolle. Inoltre, una buona governance consente alle autorità competenti di resistere alle pressioni derivanti da interessi di parte contro l'attuazione delle riforme necessarie e la costituzione di riserve nelle fasi congiunturali favorevoli, tra cui le misure macroprudenziali e di bilancio anticicliche. Negli anni più recenti tali sviluppi e insegnamenti hanno contribuito alla definizione del percorso di adesione agli AEC II elaborato dalle autorità nazionali di Bulgaria e Croazia in collaborazione con le parti degli accordi.

**L'inserimento di una valuta negli AEC II segue la procedura illustrata nella Risoluzione del Consiglio europeo del 16 giugno 1997<sup>19</sup>.** Le decisioni in materia di partecipazione agli AEC II sono prese di comune accordo tra le parti; ciò implica il raggiungimento di un consenso sull'attuazione di politiche sostenibili da parte dello Stato membro che chiede l'inclusione della propria valuta. Più di recente è stato chiarito che il raggiungimento di tale consenso dipende da tre fattori fondamentali: a) porre attenzione agli insegnamenti tratti dalle crisi passate; b) considerare l'introduzione dell'unione bancaria; c) riconoscere la necessità di tenere in debita considerazione qualsiasi vulnerabilità specifica di un singolo paese e di doverla affrontare per garantire la corretta partecipazione agli Accordi europei di cambio.

**Sulla base di tale approccio, le autorità bulgare e croate hanno individuato una serie di impegni prioritari in termini di politiche economiche, adottati formalmente dalla Bulgaria nell'estate del 2018 e dalla Croazia nell'estate del 2019.** Essi erano stati definiti in collaborazione con le parti degli AEC II e dovevano essere realizzati su base volontaria prima dell'inizio della partecipazione agli accordi. Tali impegni riflettono le circostanze del momento in modo ragionevole, proporzionato e motivato. In particolare, gli impegni devono avere un carattere specifico, realistico e verificabile e devono essere attuati, monitorati e accertati in un arco di tempo relativamente breve. La loro realizzazione è stata seguita e valutata dalla BCE e dalla Commissione europea, ciascuna per il rispettivo ambito di competenza, ossia la vigilanza bancaria e le politiche macroprudenziali per la BCE e le politiche strutturali per la Commissione europea (le politiche di bilancio rientrano nelle disposizioni del Patto di stabilità e crescita).

---

<sup>19</sup> Risoluzione del Consiglio europeo sull'istituzione di un meccanismo di cambio nella terza fase dell'Unione economica e monetaria (GU C 236 del 2.8.1997, pag. 5).

**Al fine di garantire un percorso di convergenza sostenibile verso l'area dell'euro, la Bulgaria e la Croazia hanno assunto ulteriori impegni di politica economica in concomitanza con l'adesione agli AEC II in data 10 luglio 2020<sup>20</sup>.**

In linea con quanto avvenuto in passato, con l'avvio della loro partecipazione agli accordi la Bulgaria e la Croazia hanno assunto alcuni impegni su base volontaria, i cosiddetti impegni post-adesione. L'accordo sulla partecipazione del lev bulgaro e della kuna croata agli AEC II è stato inoltre accompagnato da un impegno risoluto da parte delle rispettive autorità nazionali al perseguimento di politiche economiche solide, aventi l'obiettivo di preservare la stabilità economica e finanziaria e raggiungere una convergenza economica significativa e sostenibile. Nell'ambito degli opportuni quadri normativi, le autorità e gli organi preposti dell'Unione europea seguiranno attentamente gli andamenti delle politiche macroeconomiche e l'attuazione delle relative misure. Nel complesso, il processo che ha portato all'adesione agli AEC II ha agito da catalizzatore per le riforme finalizzate a mitigare i rischi in vista della susseguente adozione dell'euro. Sebbene tali riforme non eliminino i rischi, non si dovrebbe sottovalutare l'importanza che rivestono nel preparare una partecipazione sostenibile all'unione monetaria.

**Il lev bulgaro e la kuna croata sono stati inclusi negli AEC II con i livelli correnti dei rispettivi tassi di cambio.** Il lev bulgaro è stato incluso negli AEC II con un cambio centrale di 1,95583 lev per euro, che corrisponde al tasso di cambio fisso nell'ambito del sistema di currency board della Bulgaria. La kuna croata è stata inclusa negli AEC II con un cambio centrale di 7,53450 kune per euro, che corrisponde al tasso di mercato vigente al momento dell'adesione il 10 luglio 2020.

**L'inclusione di entrambe le valute al tasso di cambio corrente riflette il fatto che la Bulgaria e la Croazia, in termini storici, hanno registrato una notevole stabilità dei tassi di cambio, che ha accompagnato una significativa correzione degli squilibri di bilancia dei pagamenti per le due economie.** Da oltre vent'anni la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria) gestisce un sistema di currency board nell'ambito del quale si impegna a convertire lev in euro a un tasso di cambio fisso. La Hrvatska narodna banka ha mantenuto un regime regolato di tasso di cambio flessibile in cui la kuna oscilla all'interno di un intervallo relativamente ristretto attorno al suo tasso di cambio medio con l'euro. Sebbene sostanzialmente diversi nel loro funzionamento, entrambi i regimi si sono dimostrati efficaci per le rispettive economie. In particolare, hanno evidenziato una buona capacità di tenuta in periodi di gravi tensioni sui mercati finanziari, anche durante l'attuale pandemia di coronavirus (COVID-19). Dopo l'inizio della crisi finanziaria mondiale, inoltre, entrambi i paesi hanno affrontato un aggiustamento degli squilibri della bilancia dei pagamenti. Ciò ha comportato la correzione di forti disavanzi di conto corrente, che da allora si sono trasformati in avanzi. Di conseguenza, si è registrata una consistente riduzione della posizione debitoria netta sull'estero ed entrambe le banche centrali hanno accumulato adeguate riserve in valuta estera.

**Al riequilibrio dei conti con l'estero si è associato un aggiustamento nominale in entrambi i paesi, con il livello dei prezzi che ha riflesso in misura evidente il**

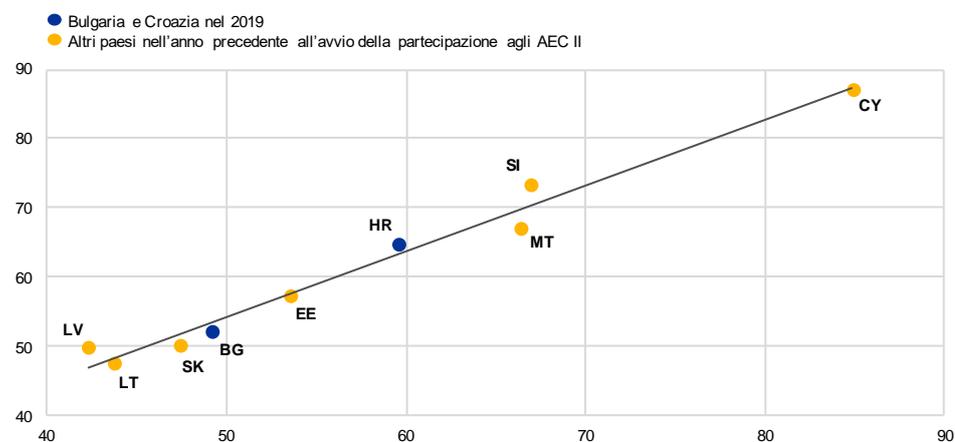
<sup>20</sup> Cfr. il sito Internet della BCE per i comunicati riguardanti gli AEC II, le richieste di adesione dei paesi e l'elenco degli impegni post-adesione di [Bulgaria](#) e [Croazia](#).

**processo di convergenza delle due economie.** Entrambi i paesi avevano registrato significativi incrementi dei prezzi e dei costi prima della crisi finanziaria mondiale. Si trattava in parte di una conseguenza del processo di convergenza reale, ossia del fatto che entrambi i paesi stavano recuperando in termini di livelli di reddito rispetto al resto dell'Unione europea. La crisi finanziaria mondiale, per contro, ha indotto una certa correzione dei livelli dei prezzi e dei costi sia in Bulgaria che in Croazia. Di conseguenza, il livello dei prezzi e il livello dei redditi di entrambi i paesi rispetto all'area dell'euro risultano ora ben allineati. Sebbene tali livelli rimangano significativamente al di sotto di quelli dell'area, ciò non costituisce di per sé un ostacolo alla partecipazione agli AEC II. L'esperienza passata ha infatti dimostrato che i paesi che aderiscono agli accordi in fasi analoghe o addirittura meno avanzate della convergenza possono successivamente introdurre l'euro senza ripercussioni negative. A questo proposito, un prerequisito di maggiore importanza per una corretta partecipazione agli AEC II è che i livelli dei prezzi siano commisurati ai livelli dei redditi (come mostrato nel grafico A) e, più in generale, ai fondamentali economici del paese.

### Grafico A

#### PIL pro capite e livello dei prezzi rispetto all'area dell'euro

(valori percentuali; asse delle ascisse: PIL pro capite rispetto all'area dell'euro; asse delle ordinate: livello dei prezzi rispetto all'area dell'euro)



Fonte: BCE.

## 2 L'affinamento delle misure impiegate dalla BCE per il calcolo del tasso di cambio effettivo

a cura di Michael Fidora e Martin Schmitz

**Il tasso di cambio effettivo (TCE) di una valuta è un indice della media ponderata dei suoi tassi di cambio bilaterali rispetto alle valute di determinati partner commerciali; il TCE reale è ricavato correggendo tale indice nominale per i prezzi o i costi relativi<sup>21</sup>.** Il sistema di ponderazione utilizzato per aggregare i tassi bilaterali tiene conto dell'importanza relativa di ciascun paese come partner commerciale. Il TCE nominale ponderato per l'interscambio fornisce una misura sintetica del valore esterno di una valuta, mentre il TCE reale ponderato per l'interscambio è l'indicatore più comunemente utilizzato per misurare la competitività di un'economia in termini di prezzi e costi a livello internazionale.

**La BCE ha recentemente affinato il calcolo degli indici dei TCE dell'euro per tener conto dell'evoluzione dei legami commerciali internazionali e, in particolare, della crescente importanza degli scambi di servizi tra paesi<sup>22</sup>.**

Ogni tre anni la BCE aggiorna le ponderazioni basate sull'interscambio impiegate nel calcolo degli indici dei TCE affinché esso colga tempestivamente le variazioni di medio periodo nel profilo del commercio dell'area dell'euro. Nell'ambito dell'esercizio più recente, conclusosi lo scorso luglio, la BCE ha rivisto il sistema di ponderazione così da includere, in aggiunta al commercio di beni manifatturieri, anche lo scambio di servizi<sup>23</sup>. Sebbene i prodotti manifatturieri continuino a costituire la quota più ampia degli scambi dell'area dell'euro, per effetto della globalizzazione e della digitalizzazione il commercio dei servizi ha acquisito importanza negli ultimi decenni, arrivando a rappresentare circa il 30 per cento dell'interscambio dell'area alla fine del 2019<sup>24</sup>. Una migliore copertura dei dati, inoltre, ha facilitato l'inclusione degli scambi di servizi, secondo la metodologia consolidata della BCE. Anche il numero dei partner commerciali contemplati negli indici dei TCE è stato incrementato, da 38 a 42, e rappresenta circa il 90 per cento degli scambi di beni manifatturieri e servizi dell'area dell'euro<sup>25</sup>.

<sup>21</sup> Gli indicatori di competitività armonizzati (ICA), basati sulla stessa metodologia e sui medesimi dati degli indici dei TCE dell'euro, vengono calcolati per i singoli paesi dell'area e sono stati aggiornati secondo le stesse modalità utilizzate per gli indici dei TCE.

<sup>22</sup> Per una panoramica sulla metodologia utilizzata per calcolare gli indici dei TCE, cfr. Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B. e Pinheiro, C., "Revisiting the effective exchange rates of the euro", *Journal of Economic and Social Measurement*, vol. 38, n. 2, 2013, pagg. 127-158; e Brisson, R. e Schmitz, M. "The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services", *Statistics Paper Series*, BCE (di prossima pubblicazione).

<sup>23</sup> Tale esercizio ha aggiunto alla serie esistente le ponderazioni medie basate sull'interscambio per il triennio 2016-2018 e ha rivisto quelle relative ai periodi precedenti (dal 1995 al 2015).

<sup>24</sup> Gli scambi di servizi sono più ampi di quelli di beni manifatturieri per Lussemburgo, Cipro, Malta, Irlanda e Grecia (in ordine decrescente).

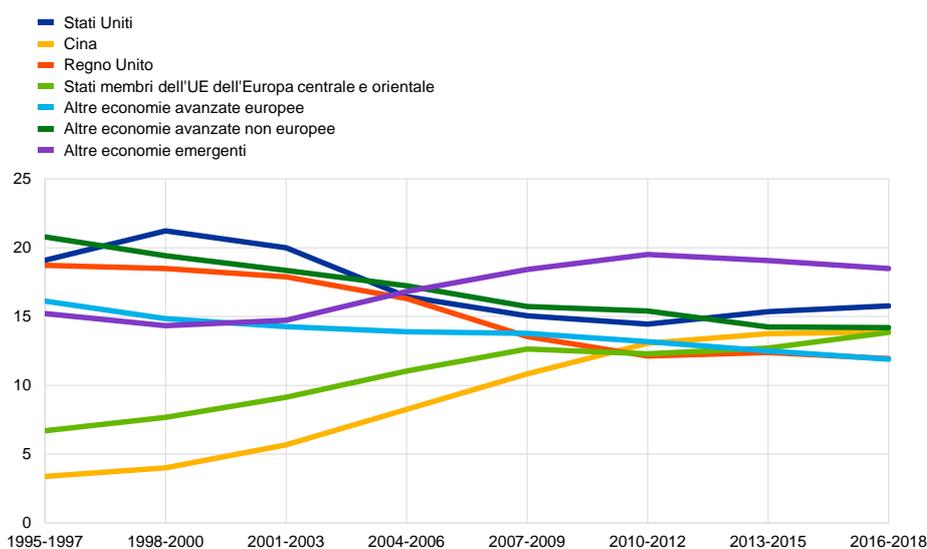
<sup>25</sup> Arabia Saudita, Colombia, Emirati Arabi Uniti, Perù e Ucraina sono stati aggiunti al gruppo dei partner commerciali, che ora comprende tutti i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, i paesi del G20 e quelli dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, nonché Algeria, Emirati Arabi Uniti, Filippine, Malaysia, Marocco, Perù, RAS di Hong Kong, Taiwan, Thailandia e Ucraina. Il Venezuela è stato escluso dal gruppo dei partner commerciali a causa della difficile acquisizione di statistiche economiche affidabili per tale paese e del ridimensionamento del suo ruolo di partner commerciale per l'area dell'euro.

**Le nuove ponderazioni basate sull'interscambio mostrano che il ruolo delle economie emergenti, divenute sempre più rilevanti per il commercio dell'area dell'euro negli anni 2000, non è più in crescita, mentre hanno acquisito importanza gli Stati membri dell'UE situati nell'Europa centrale e orientale (cfr. il grafico A). Nel periodo compreso tra il 2016 e il 2018, di fatto, la quota complessiva di scambi dell'area dell'euro con gli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale ha subito un incremento, grazie all'ulteriore integrazione di tali paesi nelle catene del valore europee, raggiungendo un livello sostanzialmente equivalente a quello della Cina. L'incidenza delle economie emergenti, per contro, è addirittura diminuita, nonostante l'espansione marginale della quota di commercio con la Cina. In termini di singoli paesi, gli Stati Uniti hanno continuato a essere il principale partner commerciale dell'area dell'euro (la cui quota persino in lieve aumento riflette soprattutto la crescente importanza degli scambi di servizi), seguiti da Cina e Regno Unito; la quota relativa a quest'ultimo paese, tuttavia, è significativamente diminuita a partire dalla metà degli anni '90.**

### Grafico A

Evoluzione nel tempo delle ponderazioni basate sull'interscambio commerciale complessivo nel TCE-42 dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: "Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale" comprende Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria; "Altre economie avanzate europee" comprende Danimarca, Islanda, Norvegia, Svezia e Svizzera; "Altre economie avanzate non europee" include Australia, Canada, Corea del Sud, Giappone, Israele, Nuova Zelanda, RAS di Hong Kong, Singapore e Taiwan; "Altre economie emergenti" include Algeria, Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Emirati Arabi Uniti, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Marocco, Messico, Perù, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ucraina.

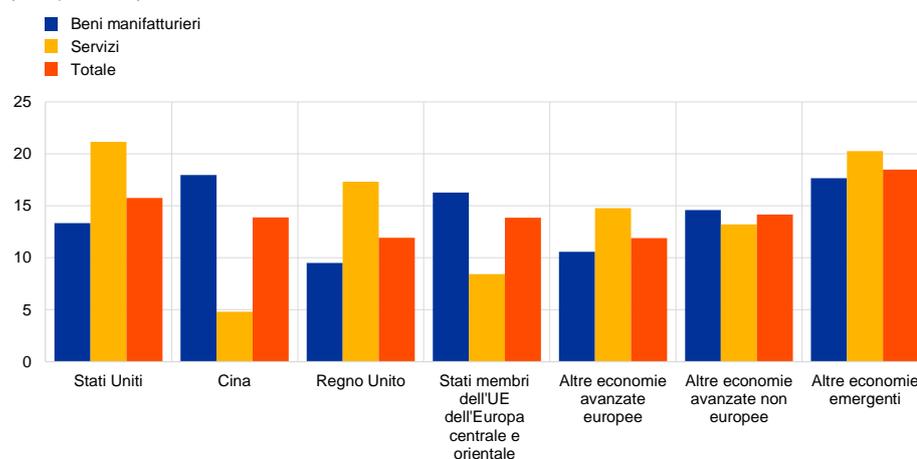
**Per i principali partner commerciali dell'area dell'euro si evidenziano significative differenze nell'importanza relativa degli scambi di prodotti manifatturieri e servizi (cfr. il grafico B). Il ruolo degli Stati Uniti come singolo partner commerciale più importante dell'area dell'euro è dovuto principalmente all'ampia quota che detiene nel commercio di servizi con l'area, in particolare telecomunicazioni, servizi informatici e di informazione, nonché altri servizi alle imprese; la quota statunitense nell'interscambio di beni manifatturieri è ben al di sotto di quella della Cina, che si configura come il più importante partner**

commerciale dell'area dell'euro se si considera il solo settore manifatturiero. L'interscambio di servizi è molto più elevato di quello di prodotti manifatturieri anche nel caso del Regno Unito e del gruppo delle "altre economie avanzate europee", mentre risulta di gran lunga inferiore per gli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale, i cui legami commerciali con l'area dell'euro sono in larga misura determinati dalla loro integrazione nelle catene del valore manifatturiere europee.

### Grafico B

Ponderazioni basate sull'interscambio commerciale nel TCE-42 dell'euro: beni manifatturieri, servizi e totale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale corrispondono a valori medi calcolati sul periodo 2016-2018. I gruppi di paesi sono definiti nelle note del grafico A.

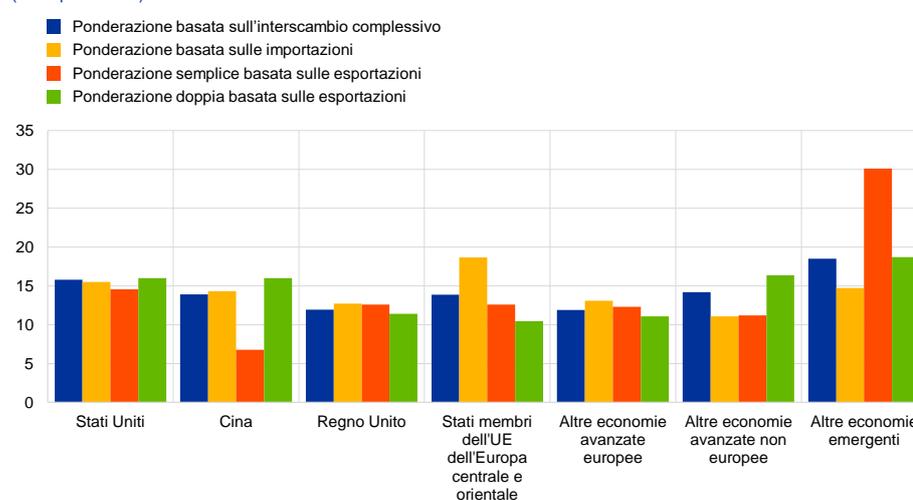
**Le ponderazioni basate su importazioni ed esportazioni sono sostanzialmente simili per la maggior parte dei paesi e delle regioni, anche dopo le correzioni per la concorrenza sui "mercati terzi" (cfr. il grafico C).** Le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale complessivo sono calcolate come medie (ponderate) dei pesi di esportazioni e importazioni che misurano la quota di ciascun paese rispettivamente nelle esportazioni o nelle importazioni dell'area dell'euro. Dal lato delle esportazioni, tuttavia, le imprese dell'area dell'euro competono con i produttori di un determinato paese non solo sul mercato nazionale di quest'ultimo, ma anche su altri mercati esteri, ossia sui "mercati terzi". Al fine di tenere conto di tale effetto, nel calcolo delle ponderazioni basate sull'interscambio commerciale complessivo si utilizzano ponderazioni "doppie" basate sulle esportazioni. Se per la maggior parte dei paesi e delle regioni le ponderazioni singola e doppia basate sulle esportazioni non si discostano molto tra loro, nel caso della Cina si osserva una differenza considerevole. Ciò riflette il ruolo di tale paese quale maggiore esportatore di beni a livello mondiale, elemento che rende la Cina anche un importante concorrente sui mercati terzi. Il contrario avviene per le altre economie emergenti, che rappresentano una quota significativa delle esportazioni dirette dell'area dell'euro, ma competono solo in misura limitata nei paesi terzi, poiché la loro quota nelle esportazioni mondiali è relativamente modesta. Per la maggior parte dei paesi anche le ponderazioni basate sulle importazioni e quelle (doppie) basate sulle esportazioni sono simili. Una significativa eccezione a tale tendenza generale si riscontra tuttavia

per gli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale. Il ruolo che tale regione svolge nelle catene del valore europee, fortemente integrate, implica che essa è più importante per l'area dell'euro in termini di importazioni che di esportazioni, sia sulla base delle esportazioni dirette sia, in misura persino maggiore, se si considera la concorrenza sui mercati terzi.

### Grafico C

Ponderazioni basate sull'interscambio commerciale nel TCE-42 dell'euro: ponderazioni basate sull'interscambio complessivo, ponderazioni basate sulle importazioni, ponderazioni semplici basate sulle esportazioni e ponderazioni doppie basate sulle esportazioni

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale corrispondono a valori medi calcolati sul periodo 2016-2018. I gruppi di paesi sono definiti nelle note del grafico A.

**Dall'aggiornamento del sistema di ponderazione emerge che a partire dal 2017 l'apprezzamento dell'euro in termini nominali è stato lievemente meno pronunciato di quanto appariva sulla base del precedente sistema, soprattutto a causa del maggior peso delle economie avanzate<sup>26</sup>.** Tra l'inizio del 2017 e la

fine di agosto 2020 il valore giornaliero aggiornato del TCE nominale dell'euro nei confronti del gruppo dei partner commerciali del TCE-42 si è apprezzato del 12,3 per cento, contro il 13,8 per cento ottenuto dall'indicatore basato sul precedente sistema di ponderazione degli scambi di prodotti manifatturieri (cfr. il grafico D)<sup>27</sup>. Tale revisione è soprattutto riconducibile all'accresciuto peso delle economie avanzate (che in prevalenza riflette l'inclusione dell'interscambio di servizi nel sistema di ponderazione), le cui valute si sono deprezzate nei confronti dell'euro in misura inferiore, in media, rispetto a quelle delle economie emergenti. In termini reali,

<sup>26</sup> Le ponderazioni che combinano informazioni sull'interscambio di beni manifatturieri e servizi sono utilizzate per gli indici dei TCE nominale e reale deflazionati con i prezzi al consumo, il deflatore del PIL e i costi del lavoro per unità di prodotto dell'intera economia, mentre gli indici del TCE reale deflazionati con i prezzi alla produzione del settore manifatturiero e i costi del lavoro per unità di prodotto continuano a essere elaborati a partire dalle ponderazioni basate sugli scambi di prodotti manifatturieri.

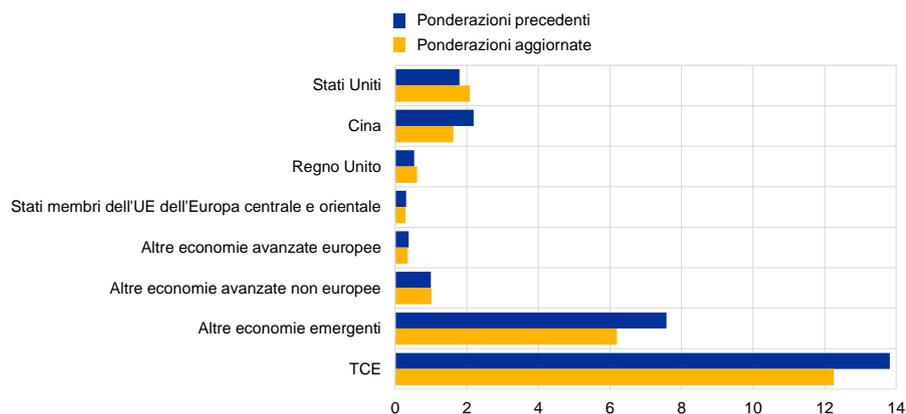
<sup>27</sup> Le differenze tra i nuovi TCE e quelli precedenti derivano anche dal fatto che tutte le ponderazioni basate sull'interscambio commerciale, comprese quelle relative ai beni manifatturieri, sono state aggiornate per riflettere le revisioni dei dati e i miglioramenti metodologici.

tuttavia, gli andamenti sono stati molto coerenti: sia il valore aggiornato del TCE-42 reale (deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo), sia le serie pubblicate in precedenza si sono apprezzati in misura di poco inferiore al 7 per cento tra gennaio 2017 e agosto 2020 (cfr. il grafico E).

### Grafico D

#### Evoluzione del TCE nominale dell'euro basato sulle ponderazioni precedenti e aggiornate

(variazioni percentuali, 31 agosto 2020 rispetto al 2 gennaio 2017)



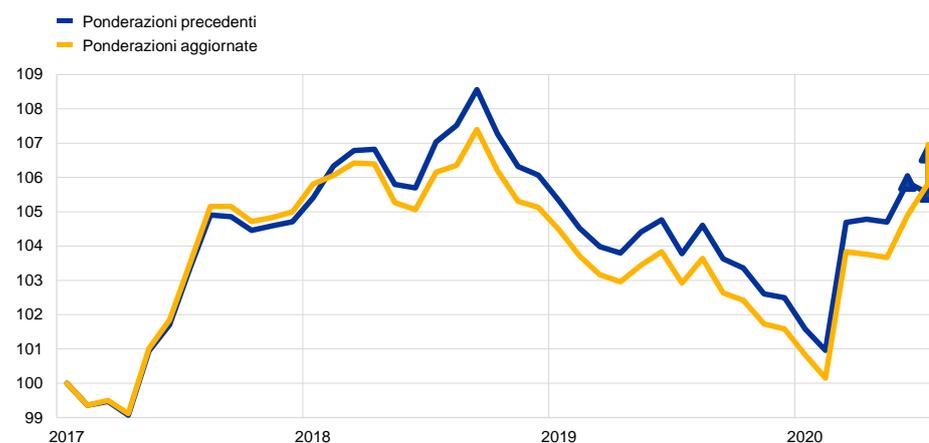
Fonte: BCE.

Note: i gruppi di paesi sono definiti nelle note del grafico A. La serie delle "ponderazioni aggiornate" si riferisce al TCE-42, che comprende 42 paesi e le ponderazioni per l'interscambio commerciale che combinano informazioni sugli scambi di beni manifatturieri e servizi, mentre la serie delle "ponderazioni precedenti" si riferisce al TCE-38 basato sul vecchio sistema di ponderazione degli scambi di prodotti manifatturieri (che escludeva gli scambi di servizi e considerava solo 38 partner commerciali), la cui elaborazione è stata interrotta a giugno 2020.

### Grafico E

#### Evoluzione del TCE reale dell'euro basato sulle ponderazioni precedenti e aggiornate, deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo

(indice; rapportato al 1° gennaio 2017 = 100)



Fonte: BCE.

Note: la serie delle "ponderazioni aggiornate" si riferisce al TCE-42, che comprende 42 paesi e le ponderazioni per l'interscambio commerciale che combinano informazioni sugli scambi di beni manifatturieri e servizi, mentre la serie delle "ponderazioni precedenti" si riferisce al TCE-38 basato sul vecchio sistema di ponderazione degli scambi di prodotti manifatturieri (che escludeva gli scambi di servizi e considerava solo 38 partner commerciali), la cui elaborazione è stata interrotta a giugno 2020. Le osservazioni relative al periodo giugno-agosto 2020 (indicate dai triangoli) sono aggiornamenti automatici delle serie interrotte.

### 3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 6 maggio al 21 luglio 2020

a cura di Simon Forsyth e Christian Lizarazo

**Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il terzo e quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2020, dal 6 maggio al 21 luglio 2020.**

Durante questo periodo, la volatilità dei mercati associata alla crisi innescata dal coronavirus (COVID-19) si è attenuata. Tale andamento è stato favorito dall'attuazione delle misure annunciate dalle banche centrali, tra cui la Banca centrale europea (BCE), e dalle politiche fiscali di sostegno introdotte dai governi e dalle autorità dell'UE.

**I livelli di liquidità delle banche centrali all'interno del sistema bancario hanno continuato a crescere nel terzo e quarto periodo di mantenimento del 2020.**

Tale aumento è riconducibile, in larga misura, al regolamento delle operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (OMRLT III) e agli acquisti effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP).

Il 4 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di incrementare la dotazione del PEPP di 600 miliardi di euro, fino a 1.350 miliardi, e di estenderne l'orizzonte di acquisto almeno fino alla fine di giugno 2021. È stato inoltre deciso che il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP sarà reinvestito almeno sino alla fine del 2022.

**In risposta alla crisi del COVID-19, il Consiglio direttivo ha altresì determinato di istituire un nuovo sistema di operazioni pronti contro termine gestito dall'Eurosistema per le banche centrali non appartenenti all'area dell'euro (EUREP).** Tale sistema fornirà linee precauzionali di pronti contro termine in euro alle banche centrali non appartenenti all'area dell'euro, rispondendo a possibili fabbisogni di liquidità in euro in caso di disfunzioni del mercato dovute allo shock del COVID-19 che potrebbero incidere negativamente sull'ordinata trasmissione della politica monetaria della BCE. Nell'ambito dell'EUREP, l'Eurosistema fornirà liquidità in euro a un'ampia gamma di banche centrali non appartenenti all'area dell'euro a fronte di adeguate garanzie, costituite da titoli di debito negoziabili denominati in euro emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro e da istituzioni sovranazionali. L'EUREP integra le linee bilaterali di swap e pronti contro termine della BCE, che forniscono liquidità in euro alle banche centrali non appartenenti all'area. Durante il periodo in esame sono state annunciate nuove linee di pronti contro termine bilaterali con la Romania, la Serbia e l'Albania.

#### Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo in rassegna, il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, si è collocato a 1.934,7 miliardi di euro.**

Tale somma supera di 321,3 miliardi di euro il valore registrato nel precedente periodo di riferimento, che comprende i primi due periodi di mantenimento del 2020 (cfr. la sezione “Altre informazioni basate sulla liquidità” della tavola A). I fattori autonomi netti sono saliti a 1.794,3 miliardi di euro, con un aumento di 316,6 miliardi, mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 4,7 miliardi, raggiungendo i 140,4 miliardi di euro.

**I depositi detenuti dalle amministrazioni pubbliche hanno di gran lunga rappresentato il principale fattore autonomo di assorbimento della liquidità durante il periodo in esame.** L’assorbimento di liquidità da parte dei depositi delle amministrazioni pubbliche è aumentato, in media, di 261,5 miliardi di euro, raggiungendo i 583 miliardi. I depositi delle amministrazioni pubbliche dell’area dell’euro hanno raggiunto i massimi storici, rappresentando, in media, oltre il 9 per cento del bilancio dell’Eurosistema durante il periodo in rassegna, a fronte di una quota inferiore al 6 per cento nel periodo di riferimento precedente. Tale crescita, ben al di sopra del trend, è stata probabilmente conseguente all’adozione (o all’approntamento) di misure di bilancio da parte dei governi dell’area dell’euro per affrontare la crisi legata al COVID-19. Oltre ai depositi delle amministrazioni pubbliche, le banconote e gli altri fattori autonomi hanno contribuito rispettivamente per 58,1 e 19,5 miliardi di euro a un ulteriore assorbimento aggregato di liquidità pari a 77,6 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di riferimento. I fattori autonomi che hanno immesso liquidità hanno prodotto 22,6 miliardi di euro in più rispetto al periodo di riferimento precedente, compensando soltanto in parte il suddetto effetto di assorbimento. In particolare, le attività nette denominate in euro sono diminuite di 37,9 miliardi di euro, mentre le attività nette sull’estero sono aumentate di 60,5 miliardi rispetto al periodo di riferimento precedente (cfr. la sezione “Attività” della tavola A).

Nel complesso, nel periodo in esame l’offerta di liquidità complessiva attraverso le operazioni di politica monetaria è stata nettamente superiore all’assorbimento di liquidità indotto dai fattori autonomi netti.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 6 maggio al 21 luglio 2020			Periodo di riferimento precedente: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020				
	Terzo e quarto periodo di mantenimento	Terzo periodo di mantenimento: dal 6 maggio al 9 giugno	Quarto periodo di mantenimento: dal 10 giugno al 21 luglio	Primo e secondo periodo di mantenimento				
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>2.849,3</b>	<b>(+339,1)</b>	<b>2.741,3</b>	<b>(+142,5)</b>	<b>2.939,4</b>	<b>(+198,1)</b>	<b>2.510,3</b>	<b>(+130,0)</b>
Banconote in circolazione	1.357,6	(+58,1)	1.347,9	(+26,1)	1.365,7	(+17,7)	1.299,5	(+27,7)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	583,0	(+261,5)	477,1	(+102,7)	671,2	(+194,2)	321,5	(+101,7)
Altri fattori autonomi <sup>1</sup>	908,8	(+19,5)	916,3	(+13,8)	902,5	(-13,8)	889,3	(+0,6)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>2.033,1</b>	<b>(+437,5)</b>	<b>1.827,1</b>	<b>(+142,6)</b>	<b>2.204,7</b>	<b>(+377,6)</b>	<b>1.595,6</b>	<b>(+85,5)</b>
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>2</sup></b>	<b>140,4</b>	<b>(+4,7)</b>	<b>139,4</b>	<b>(+3,7)</b>	<b>141,2</b>	<b>(+1,8)</b>	<b>135,7</b>	<b>(+1,4)</b>
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	<b>330,5</b>	<b>(+72,3)</b>	<b>299,9</b>	<b>(+28,2)</b>	<b>356,0</b>	<b>(+56,0)</b>	<b>258,2</b>	<b>(+1,8)</b>
<b>Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. 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.
- 2) Le "riserve obbligatorie minime" sono dati per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e quindi non dovrebbero essere inclusi nel calcolo delle passività totali.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 6 maggio al 21 luglio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 6 maggio al 9 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 10 giugno al 21 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>1.055,4</b>	<b>(+22,6)</b>	<b>1.036,7</b>	<b>(-3,8)</b>	<b>1.071,0</b>	<b>(+34,3)</b>	<b>1.032,8</b>	<b>(+23,7)</b>
Attività nette sull'estero	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
Attività nette denominate in euro	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>4.291,9</b>	<b>(+824,7)</b>	<b>3.971,0</b>	<b>(+320,5)</b>	<b>4.559,3</b>	<b>(+588,3)</b>	<b>3.467,2</b>	<b>(+195,0)</b>
Operazioni di mercato aperto	4.291,9	(+824,7)	3.971,0	(+320,5)	4.559,3	(+588,3)	3.467,2	(+195,0)
Operazioni d'asta	1.206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1.391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
ORP	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
ORLT a tre mesi	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
OMRLT-II	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
OMRLT-III	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1.088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
ORLT ponte	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Portafogli definitivi	3.085,8	(+360,4)	2.986,9	(+202,7)	3.168,2	(+181,3)	2.725,4	(+97,3)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.230,2	(+79,4)	2.212,9	(+38,0)	2.244,5	(+31,6)	2.150,7	(+50,8)
Programma di acquisto di attività del settore societario	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Operazioni 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 al centinaio di milioni più prossimo. 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 6 maggio al 21 luglio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 6 maggio al 9 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 10 giugno al 21 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1</sup>	1.934,7	(+321,3)	1.844,4	(+150,2)	2.009,9	(+165,5)	1.613,4	(+107,7)
Fattori autonomi netti <sup>2</sup>	1.794,3	(+316,6)	1.705,0	(+146,5)	1.868,8	(+163,7)	1.477,8	(+106,3)
Liquidità in eccesso <sup>3</sup>	2.363,6	(+509,8)	2.127,1	(+170,8)	2.560,7	(+433,6)	1.853,8	(+87,3)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. 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 6 maggio al 21 luglio 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 29 gennaio al 5 maggio 2020	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 6 maggio al 9 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 10 giugno al 21 luglio		Primo e secondo 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	(+0,00)
Eonia <sup>1</sup>	-0,460	(-0,01)	-0,457	(-0,01)	-0,463	(-0,01)	-0,451	(+0,00)
€STR	-0,546	(-0,01)	-0,542	(+0,00)	-0,548	(-0,01)	-0,536	(+0,00)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. 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.

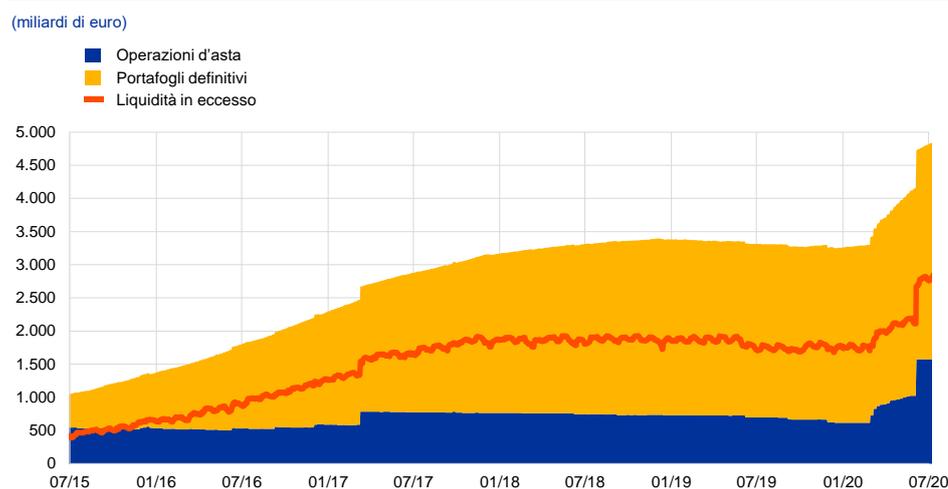
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio della liquidità immessa tramite operazioni di mercato aperto è aumentato di 824,7 miliardi di euro, raggiungendo i 4.291,9 miliardi (cfr. il grafico A).** Oltre la metà (56 per cento) di tale incremento di liquidità mediante gli strumenti di politica monetaria è avvenuto per mezzo di operazioni di finanziamento; il restante 44 per cento è stato introdotto per il tramite di acquisti

definitivi di attività. In particolare, tra gli strumenti di politica monetaria, le OMRLT III e il PEPP hanno offerto il più ampio contributo di liquidità con un ammontare pari, rispettivamente, a 541,5 e 258,7 miliardi di euro.

### Grafico A

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



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 21 luglio 2020.

**L'ammontare medio della liquidità immessa tramite operazioni d'asta è aumentato di 464,3 miliardi di euro durante il periodo in esame; tale aumento è attribuibile, in larga misura, al regolamento della quarta operazione della serie di OMRLT III (OMRLT III.4) nel giugno 2020.** L'aumento medio di 541,5 miliardi di euro fornito attraverso le operazioni della serie di OMRLT III.4 è stato parzialmente compensato dalle scadenze e/o dai rimborsi volontari nel quadro del programma di OMRLT II, che riflettono il passaggio delle controparti alle operazioni della serie di OMRLT III.4, economicamente più vantaggiose. In media, le scadenze e i rimborsi nell'ambito del programma di OMRLT II hanno totalizzato un importo pari a -188,3 miliardi di euro. Oltre ai programmi di OMRLT II e III, le ORLT di recente introduzione hanno costituito un ulteriore importante strumento che ha consentito l'immissione di una liquidità media pari a 112,4 miliardi di euro in più rispetto al periodo di riferimento precedente. Queste ultime operazioni sono state introdotte il 12 marzo 2020 come strumento di transizione per fornire accesso immediato ai finanziamenti a condizioni particolarmente favorevoli, consentendo al contempo un più agevole rinnovo dei fondi destinati alle OMRLT III. Le ORLT introdotte di recente sono giunte a scadenza prima della fine del periodo in esame, il 24 giugno 2020. In tale periodo, la BCE ha condotto anche le prime due delle sette nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) annunciate ad aprile 2020. Tali operazioni miravano a sostenere il regolare funzionamento dei mercati monetari offrendo un efficace meccanismo di copertura per i tassi del mercato monetario e hanno consentito di incrementare in media la liquidità di un ammontare pari a 8,2 miliardi di euro. Le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e le ORLT a tre

mesi hanno svolto un ruolo solo marginale, registrando un calo medio aggregato di 1,3 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente.

**Allo stesso tempo, i portafogli definitivi sono aumentati di 360,4 miliardi di euro, salendo a 3.085,8 miliardi, grazie al proseguimento degli acquisti netti nell'ambito del PAA e del PEPP.** L'ammontare delle attività detenute nell'ambito del PEPP è stato pari, in media, a 285,3 miliardi di euro, registrando un aumento di 258,7 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente. Fra tutti i programmi di acquisto di attività, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo di gran lunga maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), che hanno fatto registrare, rispettivamente, aumenti medi di 79,4 miliardi di euro (fino a 2.230,2 miliardi) e di 18,0 miliardi di euro (fino a 217,0 miliardi).

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è aumentata di 509,8 miliardi di euro, salendo a 2.363,6 miliardi (cfr. il grafico A).** I depositi bancari presso l'Eurosistema sono cresciuti di 437,5 miliardi di euro, portandosi a 2.033,1 miliardi per i conti correnti eccedenti gli obblighi di riserva, e di 72,3 miliardi di euro, fino a 330,5 miliardi, per i depositi presso la banca centrale. La parziale esenzione delle eccedenze di liquidità dal tasso di remunerazione negativo applicato ai depositi presso la banca centrale riguarda solo i saldi detenuti nei conti correnti. Le banche sono pertanto incentivate a detenere riserve sul conto corrente anziché sui depositi presso la banca centrale.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel periodo in esame, l'€STR ha registrato un calo di 0,9 punti base rispetto al periodo di riferimento precedente; tale diminuzione è riconducibile a un aumento della liquidità in eccesso.** Nel periodo in rassegna, l'€STR si è collocato in media a -54,5 punti base, contro una media di -53,6 punti base nel periodo di riferimento precedente. L'Eonia, che da ottobre 2019 viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base, si è mosso in parallelo con quest'ultimo tasso. I tassi di riferimento della BCE, compresi quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principale e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sono stati mantenuti invariati durante il periodo in esame.

## L'impatto del recente brusco aumento dell'incertezza sull'attività economica dell'area dell'euro

a cura di Arne Gieseck e Svetlana Rujin

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha innescato un aumento senza precedenti dell'incertezza.** Vi è grande incertezza riguardo a tutti gli aspetti della pandemia: l'infettività e la letalità del virus; la capacità dei sistemi sanitari di reagire a un'impennata della domanda e di sviluppare una soluzione medica; la durata e l'efficacia delle misure di contenimento (quali il lockdown e il distanziamento sociale) e il loro impatto sull'attività economica e sull'occupazione; la velocità di ripresa una volta allentate le misure di contenimento; la misura in cui la pandemia avrà un impatto permanente su consumi, investimenti e potenziale di crescita.

**Il presente riquadro mostra l'evoluzione dell'incertezza nell'area dell'euro e il suo probabile impatto sull'attività economica reale.** Sebbene l'incertezza non sia osservabile direttamente, la letteratura propone e applica una serie di indicatori proxy<sup>28</sup>. Il presente riquadro mostra l'evoluzione di selezionate misure di incertezza negli ultimi mesi e si avvale delle informazioni contenute in una misura dell'incertezza macroeconomica per valutarne l'impatto sull'attività economica. A tal fine si impiega un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) che consente di stimare l'effetto dinamico di uno shock determinato dall'incertezza sulla variabile di interesse.

**Alcune delle misure prese in considerazione confermano un forte aumento dell'incertezza in coincidenza con la diffusione del COVID-19 nell'area dell'euro.** Il grafico A mostra l'evoluzione di quattro misure di incertezza nell'area dell'euro negli ultimi 13 anni. L'analisi comprende due misure dell'incertezza macroeconomica e finanziaria. Le stesse si basano sulla difficoltà di prevedere risultati economici futuri che è funzione dell'aumento degli errori di proiezione per un'ampia gamma di variabili finanziarie e del ciclo economico<sup>29</sup>. L'analisi include inoltre un indicatore proxy dell'incertezza di previsione ampiamente utilizzato, misurato attraverso il disaccordo tra i previsori professionali<sup>30</sup>, nonché una misura dell'incertezza sulla politica economica, basata sull'attenzione che la stampa dedica all'argomento<sup>31</sup>. Il grafico mostra che l'incertezza macroeconomica, il disaccordo tra previsori e l'incertezza sulla politica economica sono aumentati a livelli storicamente elevati dagli inizi del 2020, mentre l'incertezza finanziaria è cresciuta in misura più modesta. Se da un lato l'aumento dell'incertezza finanziaria riflette probabilmente un incremento dell'incertezza di tipo esogeno, dall'altro è probabile che l'aumento piuttosto significativo delle altre misure dell'incertezza citate rifletta in parte una

<sup>28</sup> Per una trattazione generale, cfr. l'articolo [L'impatto dell'incertezza sull'attività nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2016 di questo Bollettino.

<sup>29</sup> Cfr. Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, 2015, pagg. 1177-1216.

<sup>30</sup> Cfr., ad esempio, Zarnowitz, V. e Lambros, L.A., "Consensus and Uncertainty in Economic Prediction", *Journal of Political Economy*, vol. 95, n. 3, 1987, pagg. 591-621.

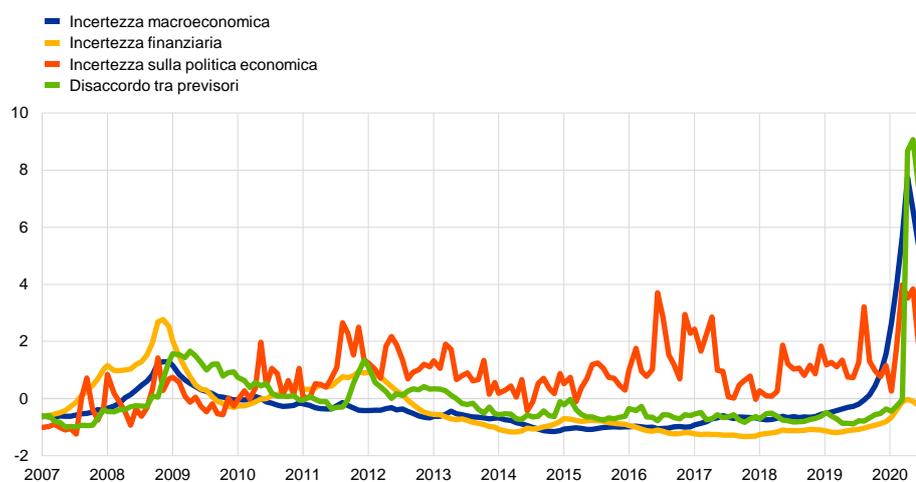
<sup>31</sup> Cfr. Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, 2016, pagg. 1593-1636, e il riquadro [Fonti di incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro: un approccio di machine learning](#) nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

risposta endogena di tali indicatori alle oscillazioni del ciclo economico<sup>32</sup>. Nell'attuale contesto, l'imposizione di misure di lockdown ha determinato variazioni difficili da prevedere nelle variabili macroeconomiche ed è quindi responsabile almeno in parte dell'aumento di tali misure di incertezza. Tutto ciò sembra indicare che l'aumento dell'incertezza osservato può essere ragionevolmente attribuito, per la maggior parte, alla pandemia di COVID-19, che ha iniziato a diffondersi nell'area dell'euro a febbraio 2020.

## Grafico A

### Misure dell'incertezza nell'area dell'euro

(deviazione standard dalla media)



Fonti: Eurostat, Haver ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: tutte le misure dell'incertezza sono standardizzate con media zero e deviazione standard unitaria su tutto l'orizzonte temporale a partire da giugno 1991. Un valore pari a 2 indica che la misura dell'incertezza supera il suo livello storico medio di due deviazioni standard. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2020.

**È probabile che l'aumento dell'incertezza freni l'attività economica attraverso una serie di canali<sup>33</sup>.** In primo luogo, poiché le decisioni in materia di investimento e di occupazione possono essere onerose da modificare o perfino irreversibili, un'impresa potrebbe preferire rinviare una decisione fino a quando non saranno disponibili ulteriori informazioni o sia diminuita l'incertezza sulle prospettive economiche. In secondo luogo, l'elevata incertezza potrebbe frenare l'attività economica attraverso l'aumento dei premi per il rischio e l'aumento dei costi del finanziamento tramite debito, in quanto la minore prevedibilità è generalmente associata a una maggiore avversione al rischio. In terzo luogo, l'elevata incertezza potrebbe indurre le famiglie ad aumentare il risparmio precauzionale, il che ridurrebbe gli attuali consumi privati e frenerebbe ulteriormente la crescita del PIL. In quarto luogo, episodi di incertezza molto elevata potrebbero determinare cambiamenti permanenti nel comportamento delle famiglie e delle imprese, soprattutto se si verificano frequentemente. Infine, tenendo in considerazione i canali sopra descritti, l'elevata incertezza potrebbe rendere l'economia meno sensibile alle azioni di politica monetaria e di bilancio; al tempo stesso, la politica economica può

<sup>32</sup> Cfr. Ludvigson, S.C., Ma, S. e Ng, S., "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, di prossima pubblicazione.

<sup>33</sup> Per una trattazione generale, cfr., Bloom, N., "Fluctuations in uncertainty", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n. 2, 2014, pagg. 153-176.

risultare particolarmente efficace nel caso di un elevato grado di incertezza, poiché può ridurla attraverso molti dei suddetti canali.

**L'analisi basata su modelli suggerisce che gli shock determinati dall'incertezza hanno un impatto sostanziale sull'attività economica reale nell'area dell'euro.** Il modello BVAR comprende una serie di variabili monetarie, reali e nominali, nonché i corsi petroliferi e un indicatore del clima di fiducia<sup>34</sup>.

La misura dell'incertezza macroeconomica citata sopra è impiegata come proxy dell'incertezza nell'area dell'euro. Rappresenta la prima, e più esogena, variabile del modello, il che implica che l'impatto stimato possa essere considerato il limite superiore dell'intervallo possibile<sup>35</sup>. Il modello è stimato dal secondo trimestre del 1991 al secondo trimestre del 2020, utilizza dati trimestrali e include quattro ritardi delle variabili<sup>36</sup>. Il modello è poi impiegato per simulare gli effetti dinamici di uno shock di incertezza macroeconomica sull'economia dell'area dell'euro<sup>37</sup>.

**Uno shock negativo determinato dall'incertezza macroeconomica ha un significativo effetto negativo sul PIL dell'area dell'euro in termini reali nel breve periodo (cfr. il grafico B).** Dopo un aumento dell'incertezza macroeconomica di una deviazione standard, la crescita del PIL in termini reali è influenzata negativamente per un massimo di quattro trimestri. L'effetto più evidente si osserva nel primo e nel secondo trimestre successivi allo shock, con un impatto sulla crescita del PIL in termini reali pari a 0,1 punti percentuali per ciascun trimestre. L'impatto cumulato al livello di PIL in termini reali un anno dopo lo shock è stimato a circa 0,4 per cento. In seguito, l'entità dell'impatto diminuisce. Come si può prevedere, gli investimenti fissi reagiscono maggiormente a un aumento dell'incertezza (con un calo dello 0,7 per cento circa sei trimestri dopo lo shock) rispetto al PIL in termini reali, mentre i consumi privati sono meno colpiti (diminuzione dello 0,2 per cento un anno dopo lo shock). Nel contesto del modello, uno shock determinato dall'incertezza provoca un calo immediato e sostanziale del clima di fiducia e ha un impatto duraturo sull'occupazione, che diminuirebbe di circa lo 0,2 per cento dopo due anni<sup>38</sup>.

<sup>34</sup> Il modello BVAR comprende 11 variabili con il seguente ordine: (1) l'indicatore proxy dell'incertezza macroeconomica, (2) l'indice Euro Stoxx 50, (3) l'indice di fiducia europeo, (4) il tasso di cambio dollaro/euro, (5) il tasso di interesse a lungo termine, (6) il prezzo del petrolio in euro/barile, (7) il deflatore del PIL, (8) l'occupazione totale, (9) i consumi privati in termini reali, (10) gli investimenti fissi totali in termini reali e (11) il PIL in termini reali. Tale ordine si basa sull'ipotesi che i mercati finanziari e le variabili monetarie evolvano rapidamente, mentre gli aggregati macroeconomici reali sono relativamente più lenti.

<sup>35</sup> Un'analisi di robustezza in cui l'incertezza è all'ultimo posto nell'ordine, ed è quindi la variabile più endogena, conferma sostanzialmente i risultati presentati di seguito.

<sup>36</sup> La metodologia BVAR impiegata in questa analisi segue Lenza, M. e Primiceri, G.E., "How to estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, n. 2461, BCE, agosto 2020. Si applica una scomposizione di Cholesky alla matrice di varianza-covarianza dei residui per recuperare gli shock ortogonali.

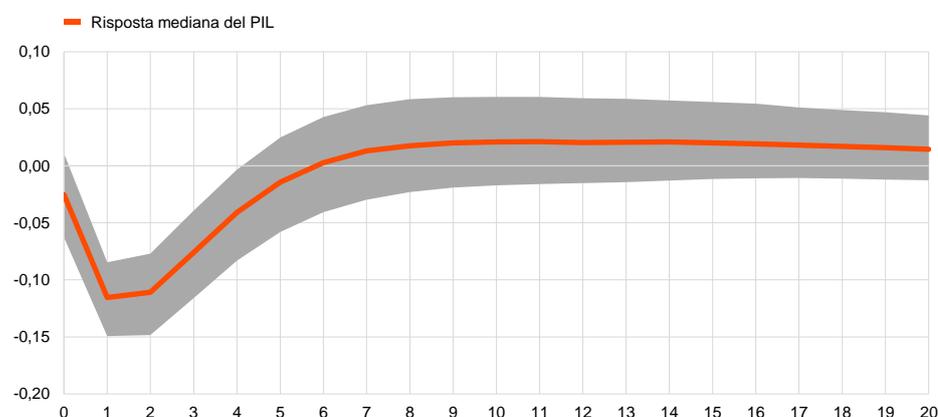
<sup>37</sup> Lo shock avverso determinato dall'incertezza macroeconomica corrisponde a un aumento della rispettiva serie di shock di una deviazione standard.

<sup>38</sup> Le funzioni di risposta a impulso suggeriscono che un aumento dell'incertezza finanziaria (al primo posto nell'ordine del modello BVAR) ha un impatto sostanzialmente comparabile sull'attività.

## Grafico B

### Risposta della crescita del PIL in termini reali a uno shock determinato dall'incertezza macroeconomica di una deviazione standard

(asse delle ascisse: trimestri successivi allo shock determinato dall'incertezza; asse delle ordinate: punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: risposta a impulso della crescita del PIL in termini reali a uno shock determinato dall'incertezza macroeconomica di una deviazione standard ricavata dalla stima di un modello BVAR a 11 variabili utilizzando dati trimestrali nel periodo dal secondo trimestre del 1991 al secondo trimestre del 2020. La linea continua rappresenta la risposta mediana e l'intervallo mostra le bande di errore standard del 68 per cento.

**È probabile che il brusco aumento dell'incertezza macroeconomica abbia contribuito in misura significativa al calo del PIL dell'area dell'euro in termini reali nel primo semestre del 2020.** La maggior parte delle misure dell'incertezza è

aumentata molto bruscamente in questo periodo e le funzioni di risposta a impulso stimate suggeriscono che l'impatto maggiore di uno shock di incertezza si verifica subito dopo lo shock stesso e nel trimestre successivo. In tale contesto, si stima che l'aumento dell'incertezza abbia rappresentato circa un quinto del calo dell'attività nella prima metà del 2020, in particolare nel secondo trimestre, con un impatto particolarmente forte sugli investimenti fissi.

**In prospettiva, è probabile che l'incertezza continui ad aumentare per un certo periodo e possa pertanto continuare a frenare la crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali nei prossimi trimestri.** Le misure dell'incertezza

osservate sono rimaste su livelli molto elevati a luglio e agosto 2020 e probabilmente rimarranno tali nel breve termine, almeno fino a quando non sarà trovata una soluzione medica efficace alla pandemia di COVID-19. Inoltre, le funzioni di risposta a impulso mostrate nel grafico B suggeriscono che gli shock determinati dall'incertezza potrebbero frenare la crescita del PIL in termini reali per un periodo fino a quattro trimestri. Tutto ciò implica che, sebbene ci si attenda una ripresa dell'attività economica nei prossimi trimestri, l'incertezza potrebbe continuare a limitare la rapidità e la forza del recupero nel breve periodo. Il modello BVAR impiegato per questo esercizio suggerisce che l'attuale shock determinato dall'incertezza si esaurirà solo gradualmente e potrebbe frenare la prevista ripresa dell'attività di un 5 per cento cumulato fino alla metà del 2021<sup>39</sup>. Qualora l'incertezza

<sup>39</sup> Ciò è sostanzialmente comparabile alle stime recenti per gli Stati Uniti. Cfr. Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. e Terry, S.J., "COVID-Induced Economic Uncertainty", *NBER Working Paper Series*, n. 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

persistesse per un periodo più lungo, potrebbe anche avere un impatto negativo sul potenziale di crescita a più lungo termine.

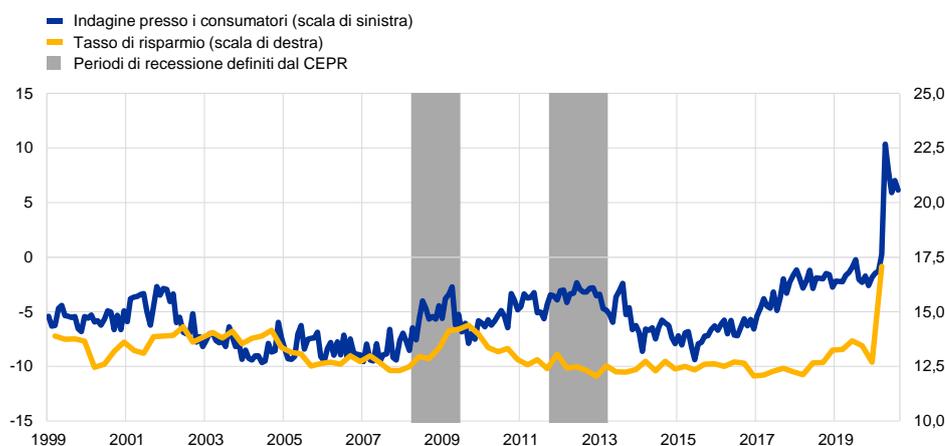
## 5 COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?

a cura di Maarten Dossche e Stylianos Zlatanov

**La propensione delle famiglie al risparmio ha raggiunto livelli senza precedenti in risposta al COVID-19.** Nel primo trimestre del 2020 il tasso di risparmio delle famiglie ricavato dai conti settoriali (cfr. il grafico A) evidenzia un marcato incremento. Dal momento che i conti settoriali trimestrali sono pubblicati con un ritardo di circa tre mesi, le informazioni in tempo reale sul tasso di risparmio delle famiglie solitamente scarseggiano. Utilizzando l'indagine della Commissione europea presso i consumatori, tuttavia, è possibile costruire un indicatore mensile qualitativo, ma più tempestivo, della propensione al risparmio. L'indicatore è calcolato come differenza tra le risposte alla domanda sui risparmi attesi delle famiglie e quelle sulla loro situazione finanziaria attesa. L'indicatore ha raggiunto livelli senza precedenti, segnalando un netto aumento del risparmio delle famiglie nel secondo trimestre del 2020. Ciò si riflette anche nella crescita dei loro depositi bancari a partire dallo scorso marzo, come illustrato più avanti.

**Grafico A**  
Propensione delle famiglie al risparmio

(punti percentuali e valori percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN), Eurostat ed elaborazioni degli autori.  
Note: le barre grigie indicano le fasi recessive secondo la definizione del Centre for Economic Policy Research (CEPR). L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2020 per il tasso di risparmio delle famiglie e ad agosto 2020 per la misura ricavata dall'indagine presso i consumatori. Tutti i dati sono destagionalizzati.

**L'aumento del risparmio delle famiglie può essere ricondotto a due fattori principali.** In primo luogo, i provvedimenti di chiusura (lockdown) adottati per contenere il virus hanno precluso alle famiglie il consumo di un'ampia quota del loro normale paniere di spesa, determinando risparmi forzati o, altrimenti detto, involontari<sup>40</sup>. In secondo luogo, l'improvvisa diffusione della pandemia ha generato un brusco rialzo dell'incertezza relativa ai redditi futuri, in particolare riguardo al

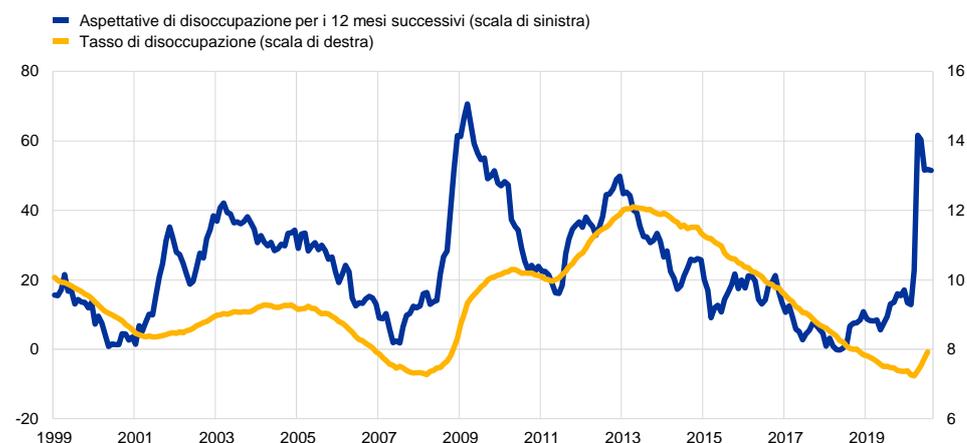
<sup>40</sup> Si noti che, dato il rischio di contagio da COVID-19, tale fattore può altresì includere l'impatto della volontaria limitazione, da parte dei consumatori, di determinate tipologie di spesa (ad es., pasti al ristorante, viaggi), pur in assenza di divieti su tali consumi.

rischio di disoccupazione, determinando risparmi a fini precauzionali<sup>41</sup>. Ciò pone il problema di come quantificare il contributo dei due fattori all'aumento del risparmio delle famiglie nel primo semestre del 2020.

**Il presente riquadro utilizza un modello parsimonioso con dati panel per stimare le determinanti del tasso di risparmio.** Secondo Mody et al., è possibile elaborare un modello di tipo panel per il tasso di risparmio utilizzando i dati trimestrali relativi ai cinque maggiori paesi dell'area dell'euro dal 2003 al 2019<sup>42</sup>. Sebbene tale modello includa la maggior parte delle determinanti standard del risparmio delle famiglie, il presente riquadro utilizza le attese di queste ultime circa la disoccupazione futura per stimare l'impatto del risparmio a fini precauzionali<sup>43</sup>. Ciò è in linea con la letteratura che approssima il rischio di disoccupazione specifico per ciascuna famiglia utilizzandone le attese sul tasso aggregato di disoccupazione (ad esempio, Carroll et al.). Tale scelta è particolarmente rilevante nell'attuale situazione in cui, nonostante un'impennata delle aspettative delle famiglie circa la disoccupazione futura (cfr. il grafico B), il tasso di disoccupazione effettivo ha finora esibito un elevato grado di vischiosità<sup>44</sup>.

### Grafico B Tasso e aspettative di disoccupazione

(saldo percentuale e percentuale della forza lavoro)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) ed Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2020 per le aspettative di disoccupazione e a luglio 2020 per il tasso di disoccupazione.

<sup>41</sup> Per le evidenze disponibili su rischio di disoccupazione e risparmio a fini precauzionali, cfr. Campos, R. e Reggio, I., "Consumption in the shadow of unemployment", *European Economic Review*, vol. 78, 2015, pagg. 39-54, e Ravn, M. e Sterk, V., "Job uncertainty and deep recessions", *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, 2017, pagg. 125-141.

<sup>42</sup> Cfr. Mody, A., Ohnsorge, F. e Sandri, D., "Precautionary savings in the Great Recession", *IMF Economic Review*, vol. 60, 2012, pagg. 114-138, e Carroll, C., Slacalek, J. e Sommer, M., "Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 26131, agosto 2019.

<sup>43</sup> Nel modello il tasso di risparmio è la variabile dipendente e le variabili esplicative sono rappresentate dalle aspettative di disoccupazione delle famiglie, dalla crescita attesa del loro reddito, dal valore ritardato della loro ricchezza finanziaria e dai criteri di concessione del credito a esse applicati. Il reddito atteso delle famiglie è approssimato dal reddito realizzato nel trimestre successivo.

<sup>44</sup> European Economic Forecast della Commissione europea, estate 2020, Institutional Paper 132, luglio 2020.

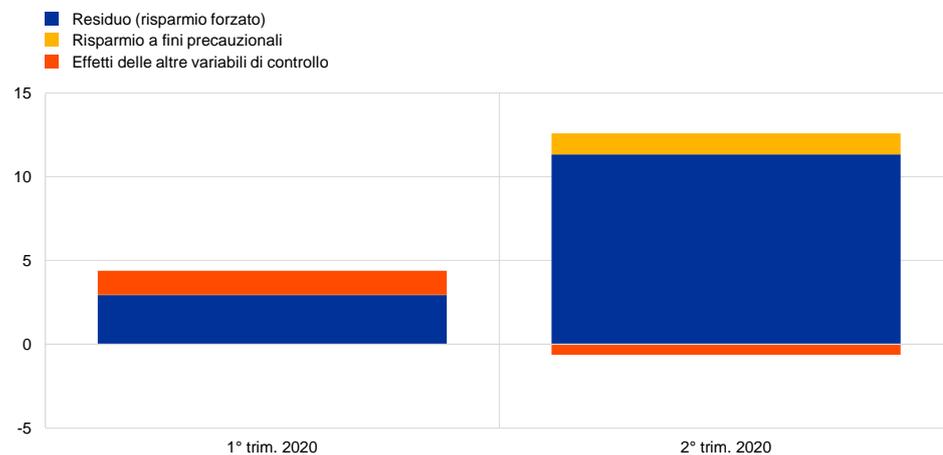
**Utilizzando il modello stimato, è possibile calcolare il contributo del risparmio a fini precauzionali.** Il tasso di disoccupazione atteso spiega gran parte della variazione storica del tasso di risparmio. Durante le fasi recessive le motivazioni precauzionali rappresentano di norma un importante fattore alla base dell'aumento del risparmio delle famiglie. Poiché le informazioni sulle aspettative delle famiglie concernenti la disoccupazione futura sono disponibili fino a giugno 2020, è possibile utilizzare il modello stimato per calcolare il contributo del risparmio a fini precauzionali nel primo semestre dell'anno.

**Il risparmio forzato sembra essere la principale determinante della recente impennata dei risparmi delle famiglie.** Il grafico C mostra come il recente aumento della disoccupazione attesa abbia determinato, nel secondo trimestre, il significativo contributo del risparmio a fini precauzionali alla crescita del tasso di risparmio. Il modello, pur adattandosi bene ai dati sull'intero campione di stima, è in grado di spiegare solo una piccola quota del recente aumento del tasso di risparmio. La maggior parte di un tale residuo anomalo sembra essere riconducibile ai vincoli al consumo di molti beni e servizi durante i periodi di lockdown e costituisce pertanto una stima dei risparmi forzati. Nel grafico, il contributo del risparmio a fini precauzionali appare molto contenuto rispetto alla stima del risparmio forzato nel secondo trimestre. È opportuno rilevare che questo contributo del risparmio precauzionale è ampio in prospettiva storica, tuttavia il suo contributo resta limitato nel confronto con il risparmio forzato.

### Grafico C

#### Determinanti dell'aumento del tasso di risparmio delle famiglie

(variazione rispetto al quarto trimestre del 2019, punti percentuali del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Nota: la variazione del tasso di risparmio nel primo trimestre del 2020 è basata su statistiche ufficiali, mentre la variazione relativa al secondo trimestre del 2020 è una stima interna.

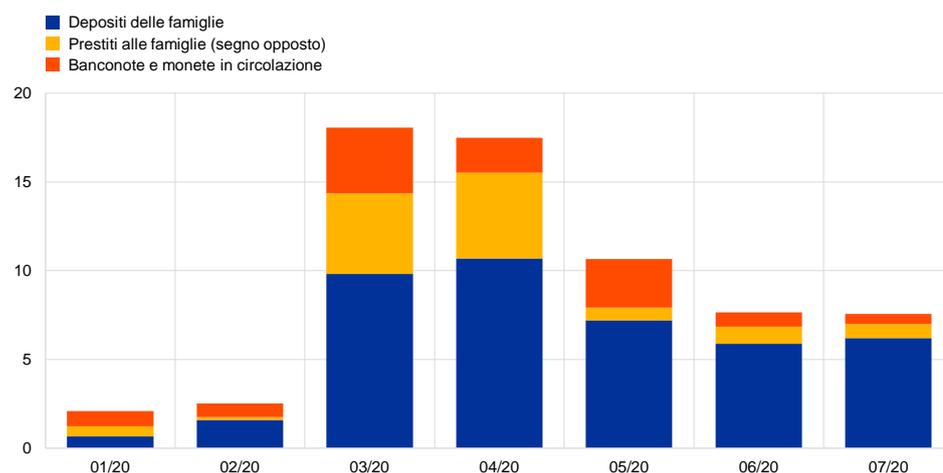
**I depositi bancari delle famiglie hanno registrato un forte incremento durante i periodi di lockdown.** In linea con l'ampio contributo del risparmio forzato, l'impennata dei risparmi si riflette principalmente in un netto rialzo dei depositi bancari, sebbene a marzo e ad aprile sembrano aver esercitato un impatto anche i minori flussi di credito alle famiglie (cfr. il grafico D). A tale riguardo, occorre precisare che il calo del credito alle famiglie osservato in tali mesi potrebbe essere

altresì ricondotto all'effetto delle misure di lockdown. Il credito al consumo è in genere sospinto dai consumi, mentre i minori flussi di erogazione di mutui ipotecari potrebbero aver rispecchiato difficoltà nell'effettuare acquisti immobiliari.

## Grafico D

### Depositi delle famiglie, prestiti e circolante

(variazione rispetto a dicembre del 2019, punti percentuali del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: i prestiti alle famiglie sono riportati con segno opposto. Il contributo dei flussi valutarî deve essere considerato un limite superiore, in quanto non è disponibile una scomposizione per settore detentore. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2020.

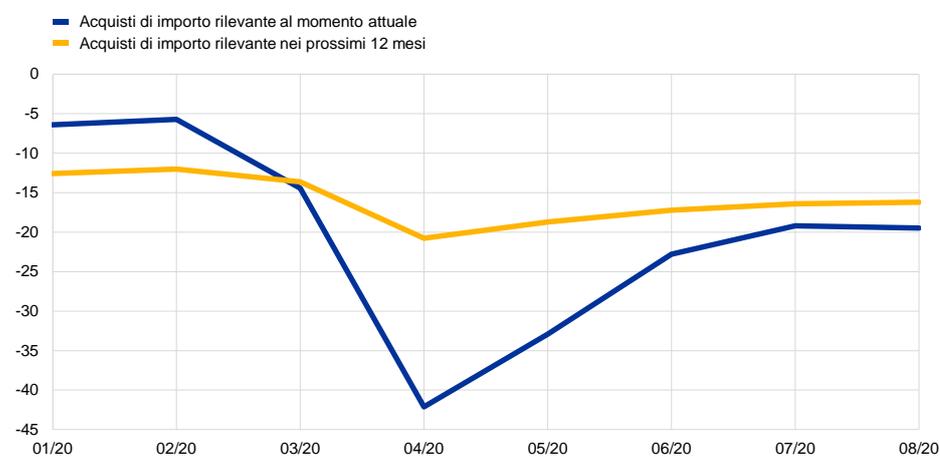
### Nonostante i risparmi accumulati, nel breve termine vi è un considerevole grado di incertezza relativa alla domanda repressa.

Il termine domanda repressa descrive un rapido aumento della domanda di beni, che supera temporaneamente i livelli precedenti la crisi. Poiché i consumatori tendono ad astenersi dal fare acquisti durante una fase recessiva, accumulano un arretrato di domanda che si innesca quando emergono segnali di ripresa economica. La recessione causata dal COVID-19 è tuttavia diversa, data la natura parzialmente forzata della contrazione della spesa delle famiglie. Circa la metà della flessione dei consumi privati riflette componenti di spesa che possono essere rinviate (ad es., prodotti elettronici, automobili). I recenti dati sul commercio al dettaglio mostrano di fatto una forte ripresa in diverse categorie merceologiche, che potrebbe riflettere in parte un effetto di recupero. Nella fase attuale, tuttavia, è difficile distinguere tale effetto da uno spostamento osservato nei panieri di consumo in risposta al COVID-19 (ad es., biciclette, apparecchiature per lavorare da casa). L'indagine della Commissione europea presso i consumatori relativa al periodo fino ad agosto (cfr. il grafico E) suggerisce che, nonostante i risparmi accumulati, nei prossimi dodici mesi le famiglie prevedono di spendere meno per acquisti di importo rilevante rispetto agli inizi del 2020. Pertanto, nel corso del prossimo anno le motivazioni precauzionali potrebbero continuare a mantenere la propensione delle famiglie al risparmio su livelli più elevati di quelli registrati prima della crisi legata al COVID-19.

## Grafico E

### Acquisti di importo rilevante

(saldo percentuale)



Fonte: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN)

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce ad agosto 2020.

## Il ruolo delle imposte indirette nell'inflazione dell'area dell'euro e nelle sue prospettive

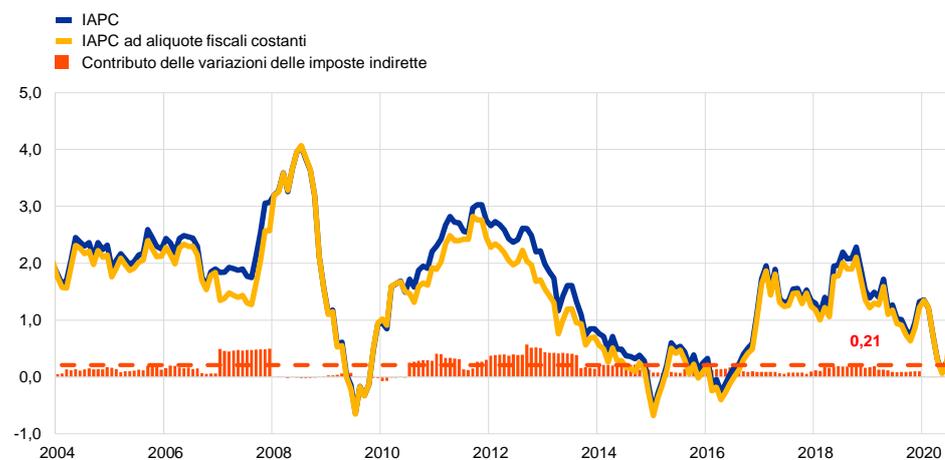
a cura di Gerrit Koester, Ferdinand Dreher e Aurelian Vlad

**Le variazioni delle aliquote delle imposte indirette possono esercitare un impatto visibile sui prezzi al consumo.** L'esatta portata di tale impatto è incerta, poiché dipende dalle decisioni delle imprese circa l'entità dell'incremento fiscale che possono, o desiderano, trasferire sui consumatori. A partire dal 2004 l'Eurostat elabora una misura dello IAPC ad aliquote fiscali costanti. Questa presuppone la trasmissione completa e immediata delle variazioni delle imposte indirette ai prezzi al consumo e pertanto, nel complesso, tende a sovrastimarne gli effetti<sup>45</sup>. Sulla base di tale misura, il contributo delle variazioni delle imposte indirette all'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è stato, in media, pari a 0,2 punti percentuali, mostrandosi ben più pronunciato nei periodi in cui le aliquote fiscali sono state aumentate, come nel 2007 e tra il 2011 e il 2014 (cfr. il grafico A).

### Grafico A

#### IAPC e IAPC ad aliquote fiscali costanti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2020. La linea tratteggiata rappresenta la media di lungo periodo calcolata a partire dal 2004.

**Negli ultimi venti anni le aliquote delle imposte indirette sono per lo più aumentate. Tuttavia, in risposta alla pandemia di coronavirus (COVID-19), nell'area dell'euro diversi paesi ne hanno stabilito la riduzione su una scala senza precedenti per l'area.** Oltre all'abbassamento temporaneo delle imposte sul valore aggiunto (IVA) in Germania e in Irlanda, molti altri paesi dell'area dell'euro hanno recentemente introdotto riduzioni mirate delle imposte indirette (cfr. il grafico

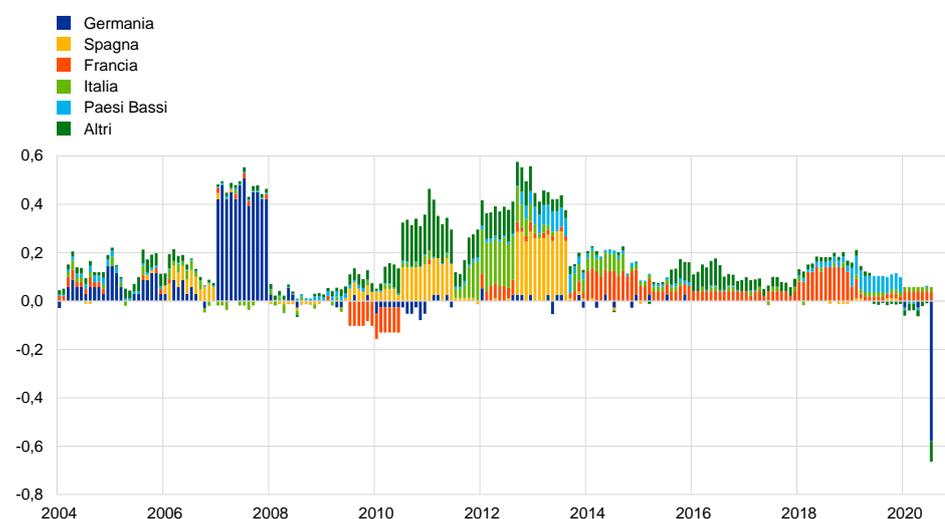
<sup>45</sup> Cfr. il riquadro *Nuove serie statistiche che misurano l'impatto delle imposte indirette sull'inflazione al consumo* nel numero di novembre 2009 del Bollettino mensile della BCE, Francoforte sul Meno.

B)<sup>46</sup>. Ipotizzando una trasmissione completa e immediata, lo IAPC dell'Eurostat ad aliquote costanti implica che il calo dell'IVA in Germania avrebbe un impatto al ribasso sull'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC pari a circa 0,6 punti percentuali a luglio 2020. Poiché la riduzione temporanea delle aliquote sarà applicata da luglio a dicembre 2020, ciò potrebbe tradursi in un effetto pari a circa la metà di tale percentuale per l'intero anno. L'impatto al ribasso sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (IACPX), calcolato meccanicamente, sarebbe di entità analoga e aumenterebbe di ulteriori 0,1 punti percentuali se si tenesse conto anche dell'effetto netto di tutte le altre variazioni delle imposte indirette nei paesi dell'area dell'euro<sup>47</sup>.

## Grafico B

### Impatto delle variazioni delle imposte indirette sull'inflazione misurata sullo IAPC

(contributi in punti percentuali basati sulla differenza tra IAPC e IAPC ad aliquote fiscali costanti)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2020. L'impatto delle variazioni delle imposte indirette è calcolato come la differenza tra l'inflazione misurata sullo IAPC e lo IAPC ad aliquote fiscali costanti, ipotizzando una trasmissione completa e immediata delle imposte indirette.

### L'effettivo impatto delle recenti riduzioni delle imposte indirette sull'inflazione è caratterizzato da un notevole grado di incertezza.

In primo luogo, nei paesi dell'area dell'euro sono pochi i precedenti casi di tagli alle aliquote delle imposte indirette che potrebbero far luce sul probabile grado di trasmissione<sup>48</sup>. In secondo luogo, il brusco e marcato deterioramento del contesto economico complessivo a seguito della pandemia di COVID-19 potrebbe incidere sulle considerazioni delle

<sup>46</sup> Esse riguardano alcuni settori che sono stati particolarmente colpiti dalla pandemia, come i servizi connessi ai viaggi (ad esempio in Belgio, Grecia, Cipro e Austria) e gli abbonamenti a palestre/corsi sportivi (Paesi Bassi e Portogallo), ma anche gli alimenti e le bevande (Germania, Italia, Austria e Slovacchia) e le forniture mediche (Belgio, Grecia, Francia, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Slovacchia).

<sup>47</sup> Con riferimento ai grandi paesi dell'area dell'euro, gli aumenti delle imposte indirette sui beni alimentari ed energetici introdotti in Francia e in Italia all'inizio del 2020 stanno lievemente controbilanciando le recenti riduzioni delle imposte indirette connesse alla pandemia. Altri aumenti delle imposte indirette riguardano il tabacco (Estonia, Francia, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi e Austria) e i beni energetici (Lettonia, Lituania, Lussemburgo e Finlandia).

<sup>48</sup> I tagli dell'aliquota IVA standard hanno generalmente comportato piccole riduzioni nei Paesi Bassi nel 1989 e nel 1992, in Portogallo nel 1992 e nel 2008, in Lettonia nel 2012, in Italia nel 1980, in Francia nel 2000 e in Irlanda negli anni 1990, 1991, 2001 e 2010.

imprese relativamente a prezzi e margini di profitto in modo diverso da quanto avverrebbe in un normale ciclo economico e influenzare, pertanto, il grado di trasmissione (cfr. il riquadro *L'impatto del recente brusco aumento dell'incertezza sull'attività economica nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). Infine, la maggior parte dell'attuale riduzione delle imposte indirette deriva dall'abbassamento dell'aliquota IVA in Germania, soltanto temporaneo e molto raro nei paesi dell'area dell'euro, e potrebbe quindi generare insoliti effetti di anticipazione. Tutto ciò suggerisce che l'elevato grado di trasmissione rilevato nella letteratura empirica per gli aumenti permanenti delle aliquote delle imposte indirette non può essere facilmente associato ad effetti di trasmissione altrettanto elevati per le attuali riduzioni temporanee delle aliquote<sup>49</sup>. Il Regno Unito ha ridotto l'IVA in via temporanea per un periodo di 13 mesi negli anni 2008-2009. Si è inizialmente stimato che la trasmissione fosse stata completa ma, a causa di alcune inversioni di tendenza, si è dimostrata, in ultima istanza, solo parziale<sup>50,51</sup>.

**È probabile che la trasmissione delle recenti riduzioni delle imposte indirette vari tra i diversi settori e sia, nell'insieme, incompleta.** Nel caso della Germania, si può ipotizzare che la trasmissione sia significativa in alcuni settori, come quello energetico o del commercio al dettaglio dei supermercati. Tuttavia, nei settori interessati da maggiori perdite di entrate a causa dei provvedimenti di chiusura (lockdown) o da più elevati costi di aggiustamento dei listini (menu costs), si può presupporre che la trasmissione sia molto più contenuta, ad esempio nel comparto dei servizi o nella vendita al dettaglio di beni durevoli. Una quota considerevole del paniere IAPC, inoltre, non è soggetta all'IVA, ad esempio i canoni di locazione, risultando pertanto insensibile alla sua modifica. Le recenti riduzioni delle imposte indirette, di conseguenza, avranno probabilmente un notevole impatto sull'inflazione dei beni alimentari ed energetici, mentre l'effetto sullo IAPC al netto di tali componenti sarà meno marcato.

**Le riduzioni delle aliquote delle imposte indirette nei paesi dell'area dell'euro determinano il profilo dell'inflazione per il 2020 e il 2021 nelle proiezioni formulate a settembre 2020 degli esperti della BCE.** L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe costantemente aumentare, passando dallo 0,8 per cento nel 2020 allo 0,9 per cento nel 2021 e all'1,1 per cento nel 2022. Escludendo l'impatto effettivo stimato delle variazioni delle imposte indirette, tuttavia, le proiezioni segnalano che l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe scendere dallo 0,9 per cento nel 2020 allo 0,8 per cento

---

<sup>49</sup> Secondo i risultati dello studio di Benzarti, Y., Carloni, D., Harju, J. e Kosonen, T., "What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes", *Journal of Political Economy*, di prossima pubblicazione, 2020, la trasmissione delle variazioni dell'IVA è maggiore nel caso di aumenti dell'imposta che in relazione a sue riduzioni.

<sup>50</sup> I risultati empirici suggeriscono che "le imprese hanno inizialmente trasferito l'aliquota IVA inferiore (trasferimento completo), [tuttavia] hanno successivamente invertito almeno parte della riduzione dopo circa due mesi" (cfr. Crossley, T.F., Low, H.W. e Sleeman, C. "Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK", *IFS Working Paper*, n. W14/16, 2014).

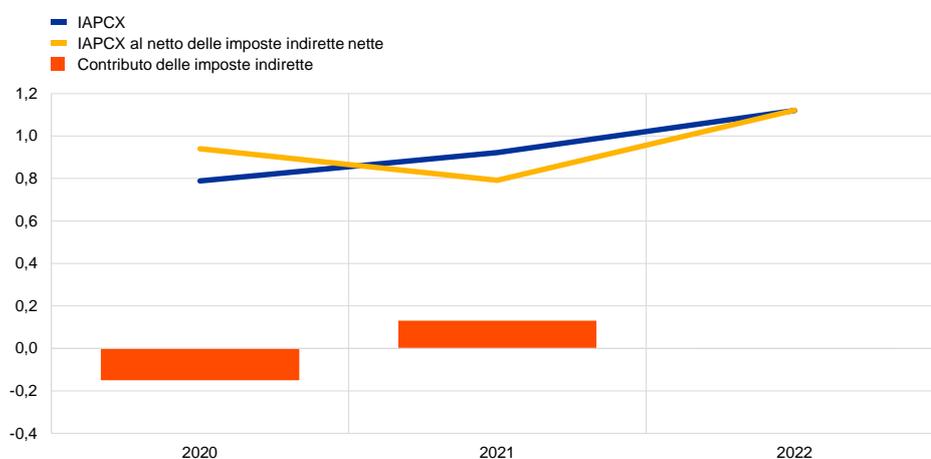
<sup>51</sup> La possibilità che le imprese applichino la variazione dell'aliquota dell'imposta indiretta adeguando i prezzi di ciascun prodotto sullo scaffale o attuino la modifica in fase di pagamento non dovrebbe incidere sugli indici dell'inflazione se la rilevazione dei prezzi tiene conto anche delle variazioni delle imposte applicate in cassa, come avviene ad esempio in Germania.

nel 2021<sup>52</sup>, per poi salire all'1,1 per cento nel 2022 (cfr. il grafico C). Sebbene tali proiezioni prevedano una trasmissione soltanto limitata delle riduzioni delle imposte indirette all'inflazione (solo il 50 per cento circa), gli effetti sono sufficientemente ampi da trasformare un costante aumento dell'inflazione tra il 2020 e il 2022 in un profilo lievemente a V dell'inflazione di fondo. Comprendere l'impatto delle imposte indirette sul profilo e sulle prospettive dell'inflazione ha rilevanza per la comunicazione della politica monetaria.

### Grafico C

#### Impatto delle variazioni delle imposte indirette sulle proiezioni relative all'inflazione misurata sullo IAPCX

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



Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE, esercizio di proiezione macroeconomica di settembre 2020.

Nota: il calcolo del contributo delle variazioni delle imposte indirette è basato su stime della trasmissione effettiva.

<sup>52</sup> Il carattere temporaneo della riduzione dell'IVA in Germania, che sarà invertita nel 2021, comporta un impatto al rialzo sullo IAPCX nella seconda metà di tale anno e spiega la differenza positiva tra l'inflazione misurata sullo IAPCX e lo IAPCX al netto delle imposte indirette nette.

## Le garanzie pubbliche sui prestiti e il credito bancario nel periodo del COVID-19

a cura di Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis ed Elena Rancoita

**La maggior parte dei governi dell'area dell'euro ha avviato ampi programmi di garanzie pubbliche sui prestiti per preservare l'accesso delle imprese al credito bancario.** A partire da marzo 2020 la domanda di prestiti bancari da parte delle imprese ha raggiunto livelli massimi in prospettiva storica, poiché le imprese si sono affrettate a colmare i divari di liquidità derivanti dallo shock indotto dal coronavirus (COVID-19). L'aumento della domanda è stato determinato dalla riduzione della capacità delle imprese di finanziare le spese correnti attraverso i flussi di cassa operativi, a causa di un brusco calo delle entrate durante il periodo di lockdown. Tale situazione ha determinato un forte fabbisogno di liquidità per finanziare il capitale circolante e gli investimenti necessari. Inoltre, in un contesto di elevata incertezza, le imprese hanno chiesto prestiti al fine di accumulare riserve precauzionali di liquidità o adeguare le proprie attività al nuovo contesto. Per aiutare le banche a soddisfare a condizioni favorevoli il forte aumento della domanda di finanziamenti, la maggior parte dei governi dell'area dell'euro ha adottato sistemi per fornire garanzie pubbliche sui prestiti bancari. Tali sistemi prevedono il trasferimento di una parte del rischio di credito e delle potenziali perdite su crediti dalle banche ai governi, riducendo in tal modo i costi per gli intermediari. Il presente riquadro esamina in primo luogo le caratteristiche di questi sistemi di garanzie pubbliche sui prestiti e la loro adozione nei maggiori paesi dell'area dell'euro. Analizza poi il modo in cui il ricorso ai prestiti garantiti da parte delle imprese si riflette nei dati aggregati sull'attività creditizia.

**Le caratteristiche dei sistemi di garanzia dei prestiti variano da un paese all'altro, ma tutte devono essere conformi agli orientamenti adottati dalla Commissione europea**<sup>53</sup>. I sistemi di garanzia mirano a sostenere le imprese e i lavoratori autonomi colpiti dalla crisi legata al COVID-19, ma che non si trovavano in difficoltà finanziarie alla fine del 2019. I sistemi si applicano generalmente ai nuovi prestiti e, di norma, ai prestiti a medio e lungo termine (con una scadenza media di cinque anni)<sup>54</sup>. La finestra per la presentazione delle domande di prestiti coperti da sistemi di garanzia dovrebbe chiudersi nella maggior parte dei casi alla fine del 2020. L'importo massimo per prestatore è di norma pari al 25 per cento del fatturato del beneficiario o al doppio della spesa salariale nel 2019. La quota garantita è compresa tra il 70 e il 90 per cento del capitale del prestito anche se in alcuni paesi, tra cui Italia e Germania, sono disponibili sistemi di garanzia del 100 per cento, in particolare per i prestiti di minore entità alle piccole e medie imprese (PMI) e ai lavoratori autonomi. In altri paesi dell'area dell'euro il grado di copertura è minore e,

<sup>53</sup> Cfr. la sezione 3.2 della comunicazione della Commissione europea "Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19". In alcuni paesi, i governi hanno semplicemente rafforzato i sistemi di garanzia esistenti. Mentre il presente riquadro si concentra sui programmi di garanzia avviati dai governi, sistemi analoghi sono stati attuati anche a livello regionale e sovranazionale, ad esempio il [Fondo di garanzia paneuropeo](#) gestito dalla Banca europea per gli investimenti.

<sup>54</sup> In alcuni paesi le garanzie si applicano anche ai rifinanziamenti e ai prestiti concessi nei mesi immediatamente precedenti la pandemia di COVID-19.

in alcuni casi, le imprese che beneficiano di tali programmi sono soggette a condizioni, quali il divieto di distribuire i dividendi, i limiti alla remunerazione dei dirigenti o l'impegno a non licenziare i dipendenti<sup>55</sup>. L'architettura apparentemente complessa di tali programmi riflette il compromesso tra una risposta rapida alla crisi e il mantenimento di un livello di prudenza sufficiente ad attenuare eventuali comportamenti indesiderati da parte delle banche, come l'assunzione di rischi eccessivi, o da parte delle imprese, ad esempio la riduzione degli organici mentre ricevono un sostegno al credito da parte del governo<sup>56</sup>.

**L'uso delle garanzie pubbliche sui prestiti è variato da paese a paese, con un utilizzo più corposo in Spagna e in Francia, mentre importi inferiori sono stati utilizzati in Italia e in Germania.** A partire dall'attuazione dei programmi in aprile, le imprese hanno ottenuto circa 120 miliardi di euro di prestiti garantiti in Francia e circa 100 miliardi in Spagna (cfr. il pannello a) del grafico A). Rispetto all'indebitamento lordo delle società non finanziarie, il tasso di utilizzo è stato più elevato in Spagna (circa l'11 per cento dell'indebitamento lordo), e quindi in Francia (con il 5 per cento circa dell'indebitamento lordo). Per contro, l'utilizzo è stato più moderato in Italia (attorno a 55 miliardi di euro, pari a circa il 4 per cento dell'indebitamento lordo) e in Germania (circa 45 miliardi di euro, corrispondenti all'incirca al 2 per cento dell'indebitamento lordo). In Spagna, il maggiore ricorso ai prestiti garantiti può essere in parte attribuito alla minore disponibilità di misure alternative di sgravio fiscale per le imprese (ad esempio moratorie sul debito e sovvenzioni dirette da parte dello Stato). In Francia, il più ampio utilizzo di prestiti garantiti riflette le condizioni di prezzo molto favorevoli, soprattutto durante il primo anno di prestito. In Germania, l'uso relativamente limitato di tali prestiti riflette principalmente: a) minori esigenze di finanziamento delle imprese rispetto ad altri paesi, a causa di un lockdown meno rigoroso e di un maggiore ricorso da parte delle imprese a una combinazione di altre misure, tra cui sovvenzioni dirette e differimenti d'imposta o regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro; b) condizioni meno favorevoli previste dai sistemi in vigore (ad esempio per quanto riguarda la determinazione dei prezzi dei prestiti, il divieto di distribuire i dividendi e i limiti alla remunerazione dei dirigenti); c) alcuni ritardi dal lato dell'offerta connessi alla valutazione del rischio necessaria per i prestiti di importo elevato. In Italia, lo scarso ricorso finora riscontrato riflette principalmente le difficoltà operative inizialmente presenti dal lato dell'offerta. Tale situazione si è gradualmente risolta e a luglio e agosto l'erogazione mensile di queste tipologie di prestiti è stata più elevata in Italia che negli altri paesi (cfr. il pannello b) del grafico A).

---

<sup>55</sup> Di norma le condizioni sono più rigorose per i prestiti garantiti concessi alle grandi imprese e possono comprendere condizioni relative ai loro piani di investimento, alla governance, alla concorrenza e alla trasparenza. Ciò è dovuto al fatto che le garanzie fanno spesso parte di grandi progetti di intervento che possono comprendere anche la ricapitalizzazione da parte dello Stato.

<sup>56</sup> Per maggiori dettagli sui principali parametri dei sistemi e sui canali attraverso i quali operano, cfr. il riquadro "[Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#)", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2020.

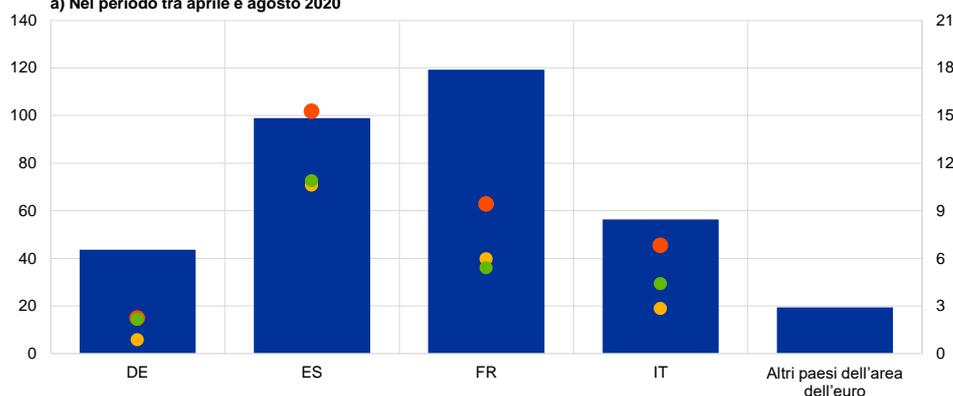
## Grafico A

### Ricorso ai prestiti nell'ambito dei sistemi di garanzia pubblica

(scala di sinistra: miliardi di euro, valori percentuali; scala di destra, valori percentuali)

- Ricorso ai prestiti, importi assoluti
- Ricorso ai prestiti in percentuale delle dimensioni del programma
- Ricorso ai prestiti in percentuale del valore aggiunto lordo nel 2019 (scala di destra)
- Ricorso ai prestiti in percentuale dell'indebitamento lordo nel 2019 (scala di destra)

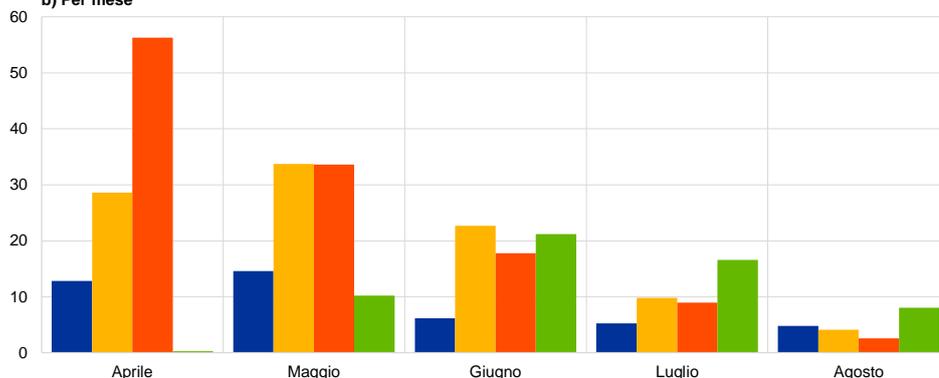
a) Nel periodo tra aprile e agosto 2020



(miliardi di euro)

- Germania
- Spagna
- Francia
- Italia

b) Per mese



Fonti: Kreditanstalt für Wiederaufbau per la Germania, Instituto de Crédito Oficial per la Spagna, Ministère de l'Économie et des Finances per la Francia, Ministero dell'Economia e delle Finanze e Banca d'Italia per l'Italia, varie autorità nazionali per altri paesi dell'area dell'euro, fonti giornalistiche, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi all'utilizzo si riferiscono agli importi approvati per i prestiti garantiti. Poiché i prestiti garantiti possono essere concessi anche sotto forma di linee di credito rotativo, l'importo approvato è superiore all'importo effettivamente erogato. Le dimensioni complessive dei programmi sono 757 miliardi di euro per la Germania, 140 miliardi per la Spagna, 300 miliardi per la Francia e 300 miliardi per l'Italia.

### Le PMI dei settori più colpiti dalla crisi (ad esempio commercio, turismo e trasporti) sembrano aver tratto i maggiori benefici dai sistemi di garanzie pubbliche dei prestiti.

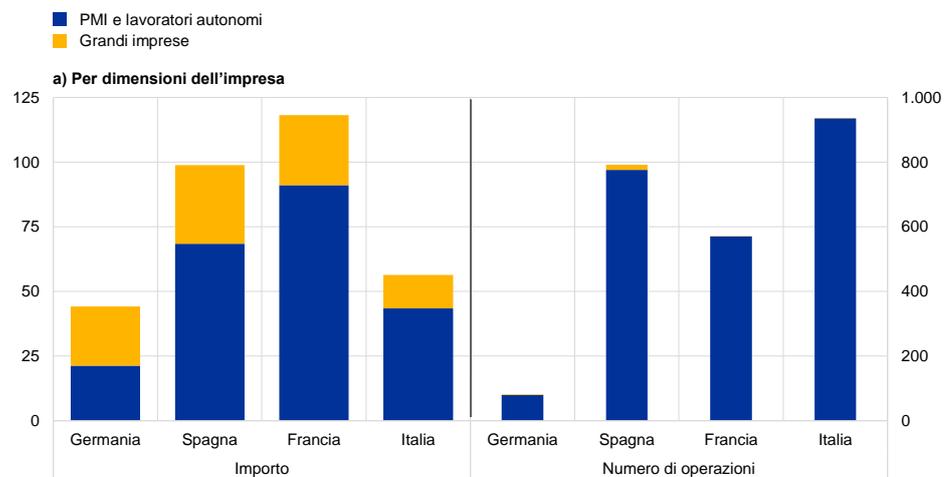
Il ricorso ai prestiti garantiti è stato significativamente maggiore per le PMI e i lavoratori autonomi rispetto alle grandi imprese, fatta eccezione per la Germania (cfr. il pannello a) del grafico B). Il maggiore utilizzo da parte delle PMI riflette il fabbisogno relativamente maggiore di queste ultime di liquidità di emergenza, la loro più forte dipendenza dalle banche per il finanziamento e il fatto che, nel settore bancario, vi siano meno ritardi che incidono sull'erogazione di prestiti garantiti per importi minori. In particolare in Italia, mentre l'importo complessivo preso a prestito è relativamente basso, è stato concesso il maggior

numero di prestiti garantiti; circostanza che riflette la predominanza di finanziamenti di importo molto modesto. Da un punto di vista settoriale, il ricorso ai prestiti garantiti è stato più elevato nei settori maggiormente colpiti dai timori, riguardanti i contatti fisici, legati al COVID-19 e dalle concomitanti politiche di lockdown, che hanno determinato un brusco calo del loro valore aggiunto lordo nella prima metà del 2020, con l'utilizzo maggiore nei settori del commercio, dei trasporti e dei servizi alimentari, seguiti da quello manifatturiero (cfr. il pannello b) del grafico B).

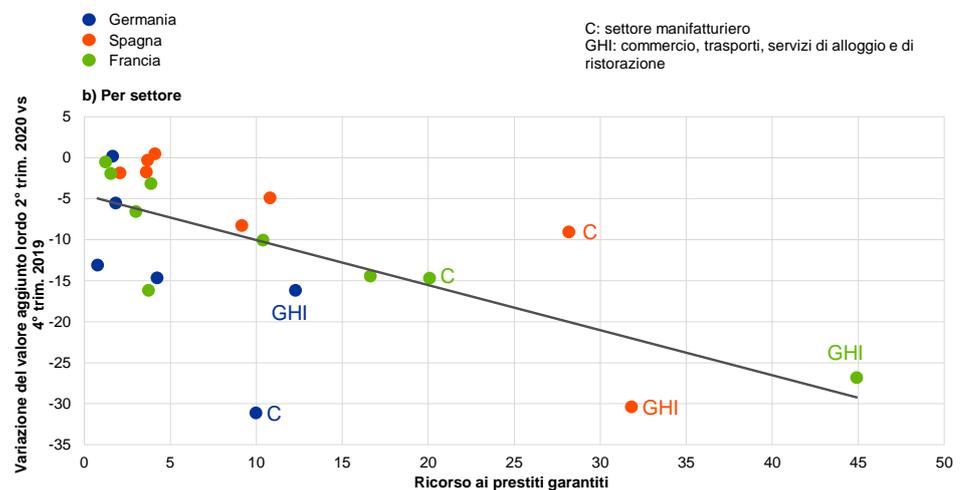
## Grafico B

### Ricorso ai prestiti nell'ambito dei sistemi di garanzia pubblica

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: migliaia)



(miliardi di euro)



Fonti: Kreditanstalt für Wiederaufbau per la Germania, Instituto de Crédito Oficial per la Spagna, Ministère de l'Économie et des Finances per la Francia, Ministero dell'Economia e delle Finanze e Banca d'Italia per l'Italia, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Note: i dati sui ricorsi ai prestiti garantiti si riferiscono al periodo tra aprile e agosto 2020. In assenza di una scomposizione per dimensione aziendale per l'Italia, si presume che i prestiti garantiti alle PMI siano quelli concessi tramite il Fondo di Garanzia, mentre i prestiti garantiti alle grandi imprese sono quelli concessi tramite SACE (la società italiana per il credito all'esportazione). Nel pannello b), le classificazioni settoriali sono quelle della NACE Rev. 2.

**I sistemi di garanzia pubblica dei prestiti hanno svolto un ruolo fondamentale nel sostenere la dinamica del credito alle imprese a partire da aprile, soprattutto in Spagna e in Francia. I flussi del credito bancario alle imprese dell'area dell'euro sono aumentati dall'inizio della pandemia di COVID-19 in Europa,**

a causa del grave fabbisogno di liquidità di emergenza durante il periodo di lockdown. A marzo 2020, tale aumento è stato agevolato dal ricorso a linee di credito precedentemente concordate, ma nei mesi successivi i consistenti flussi creditizi hanno rispecchiato in larga misura l'utilizzo di prestiti coperti da garanzie pubbliche. Nel periodo tra aprile e luglio i flussi lordi di prestiti garantiti sono stati superiori a quelli complessivi netti in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro, il che implica uno spostamento dai prestiti non garantiti a quelli garantiti (cfr. il pannello a) del grafico C). Inoltre, la dinamica del credito è stata proporzionalmente più vigorosa nei paesi in cui si è registrato un maggiore ricorso ai prestiti garantiti<sup>57</sup>. Per quanto riguarda i nuovi prestiti lordi, in Spagna e in Francia, dove il sostegno fiscale alle imprese è stato fornito principalmente sotto forma di sistemi di garanzia, nel periodo tra aprile e luglio, rispettivamente il 65 e il 70 per cento circa dei volumi delle nuove operazioni consisteva in prestiti garantiti (cfr. il pannello b) del grafico C). In Germania e in Italia i prestiti garantiti hanno rappresentato circa il 20 per cento dei nuovi flussi di prestiti in questo periodo, mentre hanno giustificato una quota trascurabile dei nuovi prestiti in altri paesi dell'area dell'euro.

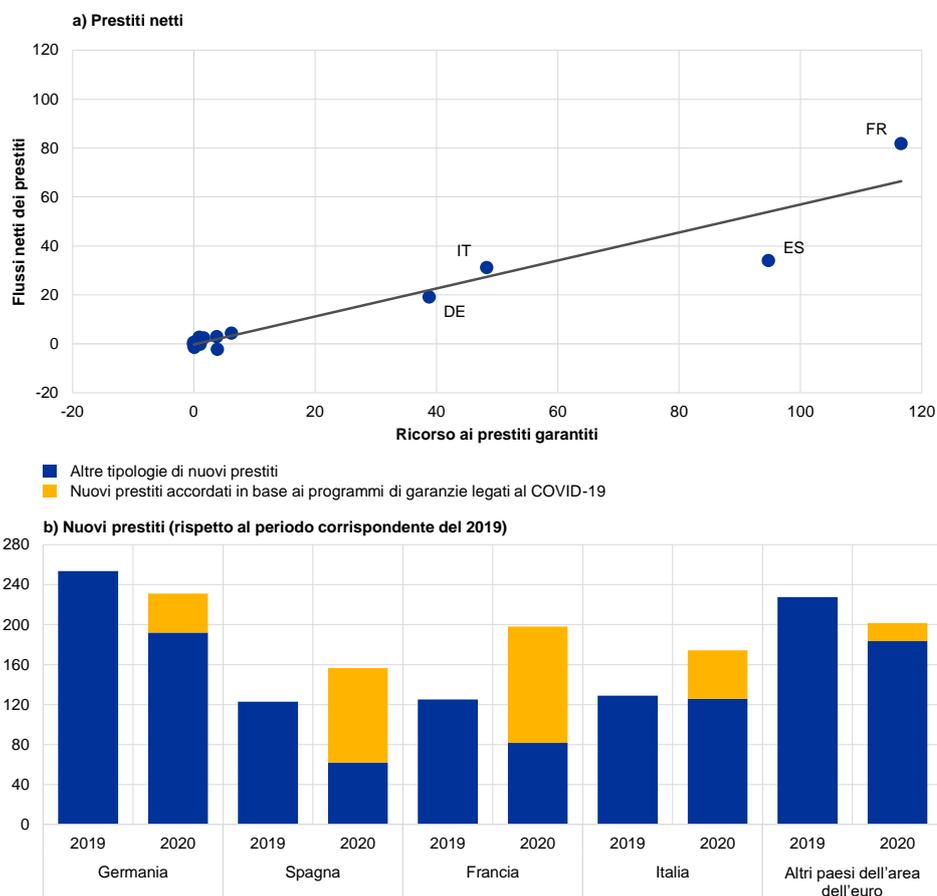
---

<sup>57</sup> Per gli andamenti recenti della crescita dei prestiti alle società non finanziarie, cfr. il grafico 22 in questo numero del Bollettino.

## Grafico C

Ricorso a prestiti garantiti e a prestiti alle società non finanziarie e ai lavoratori autonomi nel periodo da aprile a luglio 2020

(miliardi di euro)



Fonti: Kreditanstalt für Wiederaufbau per la Germania, Instituto de Crédito Oficial per la Spagna, Ministère de l'Économie et des Finances per la Francia, Ministero dell'Economia e delle Finanze e Banca d'Italia per l'Italia, varie autorità nazionali per altri paesi dell'area dell'euro, fonti giornalistiche, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i prestiti netti si riferiscono ai prestiti al netto dei rimborsi, come riportati nelle statistiche sui bilanci delle IFM. I nuovi prestiti si riferiscono a nuovi prestiti puri, come riportati nelle statistiche sui tassi di interesse delle IFM. I flussi netti e di nuovi prestiti non sono stagionalizzati. I flussi netti dei prestiti sono corretti per le vendite, le cartolarizzazioni e i trasferimenti di prestiti.

**L'impatto dei sistemi di garanzia dei prestiti può essere rilevato anche a partire dalla scadenza e dall'entità dei prestiti dei recenti flussi del credito bancario, dai flussi positivi delle linee di credito non utilizzate e dal mantenimento di condizioni di prestito favorevoli.** In primo luogo, mentre i flussi di prestiti a breve termine sono stati generalmente negativi dall'inizio del periodo del COVID-19, i flussi di prestiti a medio e lungo termine, che di norma sono coperti da garanzie, sono aumentati in modo significativo (cfr. il grafico D). Ciò è in contrasto con le regolarità storiche, in quanto il forte fabbisogno di liquidità per il capitale circolante è generalmente associato a una maggiore domanda di prestiti a breve termine, mentre i prestiti a lungo termine sono utilizzati per finanziare progetti di investimento fissi<sup>58</sup>. In secondo luogo, sono stati registrati ingenti flussi di nuovi prestiti di importo

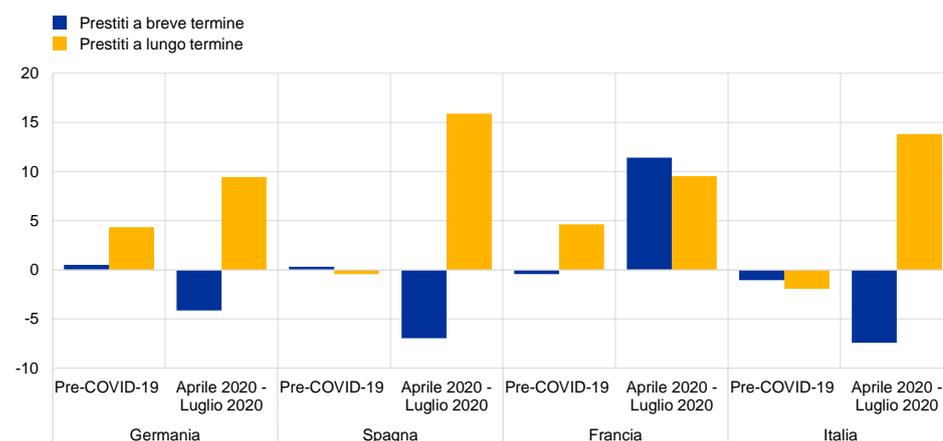
<sup>58</sup> Per maggiori dettagli sulle determinanti della domanda di prestiti durante la pandemia di COVID-19, cfr. il riquadro *Determinanti della domanda di prestiti da parte delle imprese nell'area dell'euro: cosa è cambiato durante la pandemia di COVID-19?* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

contenuto (inferiori a 1 milione di euro), soprattutto in Spagna, Francia e Italia, in linea con il maggiore ricorso ai prestiti garantiti da parte delle PMI in questi paesi. In terzo luogo, le evidenze di maggiori volumi di credito non utilizzato nel secondo trimestre dell'anno suggeriscono che solo una parte dei prestiti garantiti approvati è stata effettivamente erogata, il che riflette probabilmente l'accumulo precauzionale di riserve di liquidità da parte delle imprese e indica la disponibilità di abbondanti risorse in grado di soddisfare le esigenze di finanziamento delle imprese nel breve periodo. Infine, le garanzie pubbliche sui prestiti hanno contribuito anche a preservare condizioni di finanziamento favorevoli, come si evince dal fatto che i tassi sui prestiti si sono mantenuti su livelli storicamente bassi (soprattutto per le tipologie di prestiti tipicamente coperti da garanzie)<sup>59</sup> e i criteri per la concessione del credito sono rimasti sostanzialmente invariati, come mostra l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2020.

### Grafico D

#### Prestiti alle società non finanziarie e ai lavoratori autonomi scomposti per scadenza

(valori medi mensili in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: flussi non destagionalizzati (non corretti per cessioni e cartolarizzazioni). I prestiti a breve termine sono quelli con scadenza fino a un anno. I prestiti a lungo termine sono quelli con scadenza superiore a un anno. Il periodo antecedente il COVID-19 va da marzo 2019 a febbraio 2020.

#### La graduale eliminazione dei sistemi di garanzia pubblica dei prestiti deve essere attentamente valutata in base alle esigenze di finanziamento delle imprese nei prossimi mesi, mentre i loro potenziali effetti collaterali devono essere monitorati.

I sistemi di garanzia dei prestiti sono stati fondamentali per sostenere le esigenze di finanziamento delle imprese nelle prime fasi del periodo del COVID-19 contribuendo, insieme ad altre coraggiose misure di policy, a impedire che imprese redditizie diventino illiquide. Porre fine a questi programmi prematuramente e in modo troppo improvviso potrebbe rischiare di ingenerare gravi carenze di liquidità per le imprese, innescando fallimenti che, a loro volta, esaurirebbero il capitale bancario. Ciò potrebbe comportare una riduzione improvvisa dei flussi di credito e un inasprimento delle condizioni di concessione

<sup>59</sup> Cfr. il grafico 24 in questo numero del Bollettino. Ad esempio, i tassi sui prestiti bancari in Francia sono diminuiti significativamente da aprile. Il calo è stato determinato dai prestiti di modesta entità e riflette la massiccia domanda di prestiti coperti da garanzia pubblica da parte delle PMI, che in Francia le banche concedono a tassi molto prossimi allo zero.

dello stesso, dando luogo ad altri fallimenti e ostacolando inoltre il finanziamento di progetti di adeguamento a una “nuova normalità” nelle modalità operative per le imprese sopravvissute. Nel contempo, se il sostegno fornito dalle politiche economiche nel contesto dell’attuale crisi dovesse portare a un’espansione permanente e su vasta scala del ruolo dei governi nell’orientamento dell’evoluzione economica, l’efficienza allocativa e la capacità produttiva dell’economia dell’area dell’euro potrebbero risultare compromesse su un orizzonte temporale più ampio, in quanto rimarrebbero attive imprese insolventi o non sufficientemente redditizie. Inoltre, l’architettura e la calibrazione specifiche dei sistemi di garanzia possono comportare effetti collaterali, ad esempio sotto forma di incentivi all’indebitamento eccessivo e di allocazione imprudente del rischio. Tali effetti collaterali richiederanno un attento monitoraggio nei prossimi mesi e, una volta attenuate le ripercussioni economiche e finanziarie della crisi legata al COVID-19, una strategia di graduale eliminazione che valuti attentamente tempi e modalità.

## 8 Le implicazioni per le politiche di bilancio del pacchetto per la ripresa economica dell'UE

a cura di Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger e Vilém Valenta

**Il pacchetto per la ripresa dell'UE rappresenta una tappa importante dell'integrazione europea in termini di politica economica.** Il 21 luglio 2020 il Consiglio europeo ha raggiunto un accordo su uno strumento temporaneo per la ripresa, di natura eccezionale, denominato Next Generation EU (NGEU). Insieme al regolare quadro finanziario pluriennale (QFP), esso garantirà una risposta di bilancio coordinata a livello europeo alle ricadute economiche della pandemia di coronavirus (COVID-19). Mentre il piano europeo di ripresa economica del 2008<sup>60</sup> mirava unicamente a coordinare i pacchetti di sostegno di bilancio che dovevano essere finanziati da ciascuno Stato membro, NGEU stabilisce un modello di finanziamento comune per sostenere la spesa pubblica e le riforme nell'UE.

**Per NGEU, la Commissione europea è stata autorizzata a reperire risorse fino a 750 miliardi di euro sui mercati dei capitali per conto dell'Unione europea.**

I fondi possono essere utilizzati per fornire prestiti fino a 360 miliardi di euro e trasferimenti fino a 390; essi potranno essere erogati fino alla fine del 2026 e rimborsati al più tardi entro il 31 dicembre 2058. L'emissione di NGEU farà aumentare il debito in essere dell'Unione di un multiplo pari a circa 15, costituendo in assoluto la più ingente emissione denominata in euro a livello sovranazionale. Mentre i prestiti saranno rimborsati dagli Stati membri beneficiari, il Consiglio europeo ha stabilito di riformare il sistema delle risorse proprie dell'Unione e di garantire che i rimborsi dei trasferimenti siano coperti da contributi basati sul reddito nazionale lordo degli Stati membri e da nuove risorse proprie dell'UE.

**Il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) costituisce la componente principale di NGEU.** L'intero portafoglio dei prestiti e l'80 per cento dei trasferimenti saranno veicolati dall'RRF, il cui obiettivo è sostenere gli investimenti e le riforme negli Stati membri per favorire una ripresa sostenibile e resiliente, promuovendo nel contempo le priorità dell'Unione in tema di digitalizzazione e di "transizione verde". La parte rimanente delle risorse di NGEU sarà utilizzata principalmente per rafforzare i programmi di spesa a livello dell'UE nell'ambito del QFP.

**Per ricevere il sostegno finanziario nel quadro dell'RRF, gli Stati membri dell'UE dovranno predisporre piani nazionali per la ripresa e la resilienza che definiscano i loro programmi di riforme e investimenti per il periodo 2021-2023.**

Ci si attende che tali piani prevedano pacchetti coerenti di riforme e progetti di investimenti pubblici e affrontino le sfide individuate nel contesto del Semestre europeo. Essi dovrebbero inoltre rafforzare il potenziale di crescita, la creazione di posti di lavoro e la resilienza economica e sociale dello Stato membro interessato.

---

<sup>60</sup> Cfr. [Un piano europeo di ripresa economica](#), COM(2008) 800 def., 26 novembre 2008.

Il sostegno finanziario sarà erogato in tranche una volta conseguiti gli obiettivi intermedi e finali specificati nei piani.

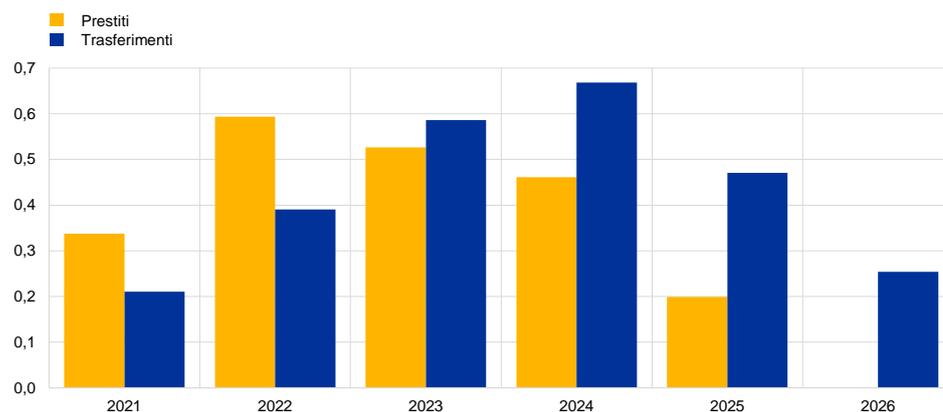
### **Il volume del sostegno finanziario nell'ambito di NGEU è significativo in termini macroeconomici, pari a quasi il 5 per cento del PIL dell'area dell'euro.**

L'idea è che tale sostegno finanziario sia pienamente impegnato entro la fine del 2023 ed erogato in gran parte nel periodo 2021-2024 (cfr. il grafico A)<sup>61</sup>. Sulla base delle informazioni attualmente disponibili, i trasferimenti avranno un profilo temporale più concentrato nella fase finale rispetto ai prestiti. Sebbene permangano incertezze circa le implicazioni per i bilanci nazionali, nel periodo 2021-2024 NGEU implicherebbe un'espansione di bilancio incentrata sul debito pari in media a circa l'1 per cento del PIL nell'area dell'euro, ipotizzando che il sostegno sia utilizzato a livello nazionale per finanziare spese aggiuntive. Se impiegato per spesa produttiva e accompagnato da riforme favorevoli alla crescita, NGEU non solo contribuirebbe a sostenere la ripresa, ma aumenterebbe anche la resilienza e il potenziale di crescita delle economie degli Stati membri.

### **Grafico A**

**NGEU: erogazioni attese di fondi ai paesi dell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)



Fonti: conclusioni del Consiglio europeo del 21 luglio 2020, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: si ipotizza che la distribuzione dei trasferimenti ai paesi dell'area dell'euro segua criteri di ripartizione concordati. Si assume che solo i paesi con un costo di indebitamento superiore al tasso di interesse atteso sui prestiti del programma NGEU richiedano prestiti fino al limite massimo del 6,8 per cento del reddito nazionale lordo. Il profilo temporale si basa sulle stime contenute nella proposta della Commissione europea per l'introduzione di NGEU.

### **Lo schema di ripartizione dell'RRF garantisce un maggiore sostegno**

**macroeconomico ai paesi più vulnerabili.** Nel periodo 2021-2022 i fondi saranno ripartiti in base al reddito pro capite e agli andamenti della disoccupazione osservati in passato; per il 2023 questi ultimi saranno sostituiti dalle diminuzioni del PIL reale osservate nel periodo 2020-2021. La distribuzione concordata dei fondi comporterà un considerevole sostegno finanziario netto a quei paesi dell'area dell'euro che si

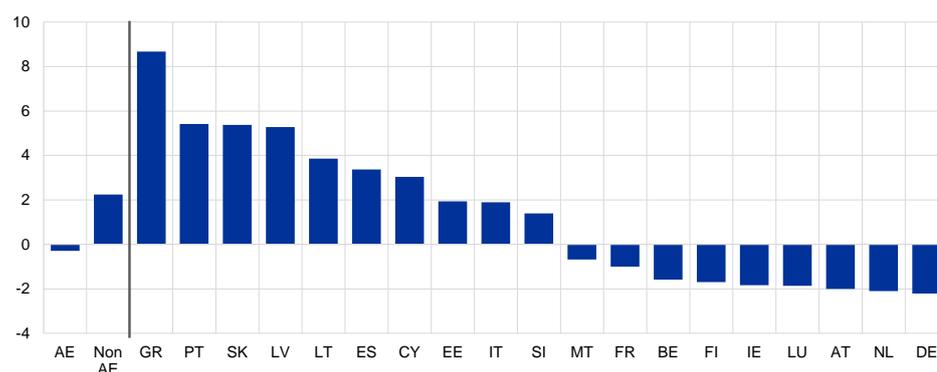
<sup>61</sup> Il Consiglio europeo ha stabilito che il 70 per cento dei trasferimenti legati al Dispositivo per la ripresa e la resilienza va impegnato nel 2021 e nel 2022. Il restante 30 per cento dovrà essere interamente impegnato entro la fine del 2023. Va osservato che una caratteristica fondamentale del bilancio dell'UE è che le decisioni in materia di impegni sono distinte da quelle relative ai pagamenti; pertanto, le relative tempistiche sono differenti. Il calendario dei pagamenti delineato si basa sulle stime contenute nella [Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un dispositivo per la ripresa e la resilienza](#), correte per tenere conto delle conclusioni del Consiglio europeo del 21 luglio 2020.

trovano ad affrontare le maggiori sfide economiche e di bilancio dopo la pandemia (cfr. il grafico B)<sup>62</sup>. La Grecia sarà il principale beneficiario netto dei fondi dell'RRF in rapporto al PIL, ma anche la Spagna e l'Italia, che dovrebbero essere tra gli Stati maggiormente colpiti in termini di decessi e ricadute economiche, riceveranno un consistente sostegno.

### Grafico B

RRF: allocazione dei trasferimenti, al netto dei rimborsi attesi

(in percentuale del PIL del 2019)



Fonti: conclusioni del Consiglio europeo del 21 luglio 2020, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: il 70 per cento dei trasferimenti dovrebbe essere distribuito nel periodo 2021-2022 sulla base dello schema di allocazione proposto dalla Commissione europea (tenendo conto della popolazione, dell'inverso del PIL pro capite e del tasso medio di disoccupazione nel periodo 2015-2019). Per il 30 per cento dei trasferimenti assegnati nel 2023, la disoccupazione media è sostituita dalle perdite di PIL nel 2020 (15 per cento) e da quella cumulativa nel periodo 2020-21 (15 per cento), come attualmente prospettato dalla Commissione europea. Si ipotizza che i rimborsi corrispondano alle quote dei paesi del reddito nazionale lordo dell'UE.

### Una risposta al COVID-19, coordinata a livello europeo, è essenziale per evitare una ripresa disomogenea e una frammentazione economica, promuovendo nel contempo la resilienza economica negli Stati membri.

NGEU si aggiunge al QFP, del valore di circa mille miliardi di euro nei prossimi sette anni, e alle tre "reti di sicurezza" europee da 540 miliardi di euro, concordate ad aprile 2020<sup>63</sup>. In quanto tale, la risposta europea alla crisi è ambiziosa e commisurata alla sfida che il continente si trova ad affrontare. È inoltre importante che le politiche monetarie e di bilancio, sebbene attuate in maniera indipendente nell'area dell'euro, agiscano adesso in modo da rafforzarsi a vicenda.

### Sarà essenziale garantire che il sostegno di bilancio fornito tramite NGEU non sia controbilanciato dal ritiro prematuro di quello finanziato a livello nazionale.

In considerazione dell'entità della pandemia e dell'incertezza che ne deriva, a marzo 2020 è stata attivata la clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto di stabilità e crescita, che si ritiene prorogabile probabilmente fino al 2021.

Ciò consente ai governi di adottare le misure necessarie per contrastare la pandemia, discostandosi dal percorso di avvicinamento all'obiettivo di bilancio che

<sup>62</sup> La tavola 1 dello [Staff Working Document "Identifying Europe's recovery needs"](#) della Commissione europea indica che i paesi con un PIL pro capite inferiore alla media e un livello di debito elevato (in particolare Cipro, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo) riceverebbero il 50 per cento del sostegno (secondo lo schema di allocazione della Commissione che sarà utilizzato nel 2021 e nel 2022), mentre la loro quota nel PIL dell'UE (utilizzata come indicatore dei contributi al bilancio dell'UE) è quantificata intorno al 25 per cento.

<sup>63</sup> Cfr. il riquadro [La crisi COVID-19 e le sue implicazioni per le politiche di bilancio](#) nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

normalmente si applicherebbe nell'ambito del Patto, senza compromettere la sostenibilità di bilancio.

**Sebbene la stabilizzazione macroeconomica rimanga una priorità, sarà importante mantenere la sostenibilità di bilancio durante tutto il periodo di ripresa.** La crisi in corso ha evidenziato come livelli molto elevati del debito pubblico possano comportare vulnerabilità e vincoli di bilancio quando un paese è colpito da un forte shock economico. È pertanto essenziale che il sostegno di bilancio sia utilizzato in modo efficace al fine di incrementare il potenziale di crescita e la resilienza, il che a sua volta migliora la sostenibilità di bilancio. I finanziamenti dell'UE dovrebbero essere spesi in linea con le esigenze specifiche di ciascun paese e con le priorità di riforma concordate a livello europeo.

**Il modo in cui l'UE ha reagito alla crisi ha anche implicazioni per la futura progettazione e attuazione del quadro di governance economica europea.**

In primo luogo, sebbene sia necessaria una politica di bilancio espansiva per sostenere la ripresa, in futuro sarà importante che le regole di bilancio sostengano efficacemente la riduzione di un elevato debito pubblico nei periodi di congiuntura economica favorevole. In secondo luogo, NGEU costituisce un elemento nuovo e innovativo del quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio. Nei prossimi anni il programma comporterà l'emissione di un ingente debito sovranazionale e la sua introduzione ha segnalato la disponibilità politica a progettare uno strumento di bilancio comune in caso di necessità. Sebbene temporaneo, esso potrebbe anche essere di insegnamento per l'Unione economica e monetaria, che non dispone ancora di una capacità di bilancio permanente a livello sovranazionale per stabilizzare la situazione macroeconomica in caso di gravi crisi. La revisione del quadro di governance economica<sup>64</sup>, avviata dalla Commissione nel febbraio 2020 e rinviata a causa della pandemia, offre una buona opportunità per incorporare queste importanti considerazioni.

---

<sup>64</sup> Per maggiori dettagli, cfr. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review_en)

# Articoli

## 1 Il percorso di normalizzazione della Cina all'indomani della pandemia di COVID-19

a cura di Alexander Al-Haschimi, Apostolos Apostolou e Martino Ricci

Il presente articolo descrive il declino e la successiva ripresa dell'economia cinese dopo la diffusione del coronavirus (COVID-19), avvalendosi di dati ad alta frequenza per determinare la rapidità con cui l'attività nei diversi settori dell'economia sta normalizzandosi dopo l'autorizzazione alla riapertura delle imprese. Si presterà particolare attenzione a differenziare tra il settore industriale e quello dei servizi, soggetti a misure diverse in materia di salute e sicurezza. Nell'articolo si osserva che nell'arco di soli tre mesi l'attività economica della Cina è risalita dal 20 per cento circa rispetto ai livelli normali, pari al punto minimo toccato a febbraio 2020, al 90 per cento. Se la capacità produttiva ha segnato un rapido recupero, la normalizzazione dell'attività nel settore dei servizi, in cui le misure di contenimento del COVID-19 hanno continuato a gravare notevolmente, ha mostrato un andamento più graduale. La ripresa è stata principalmente trainata dalla domanda interna privata e dalle misure attuate dalle autorità, poiché in Cina la normalizzazione ha coinciso con l'attuazione di provvedimenti di chiusura (lockdown) da parte di molti dei suoi partner commerciali e, di conseguenza, anche con un calo della domanda esterna. In prospettiva, l'incertezza e i rischi relativi alla ripresa rimangono eccezionalmente elevati, in gran parte per effetto dell'incertezza sulle modalità di evoluzione della pandemia di COVID-19 e circa le possibilità e i tempi di reperimento di una soluzione medica al virus.

### 1 Introduzione

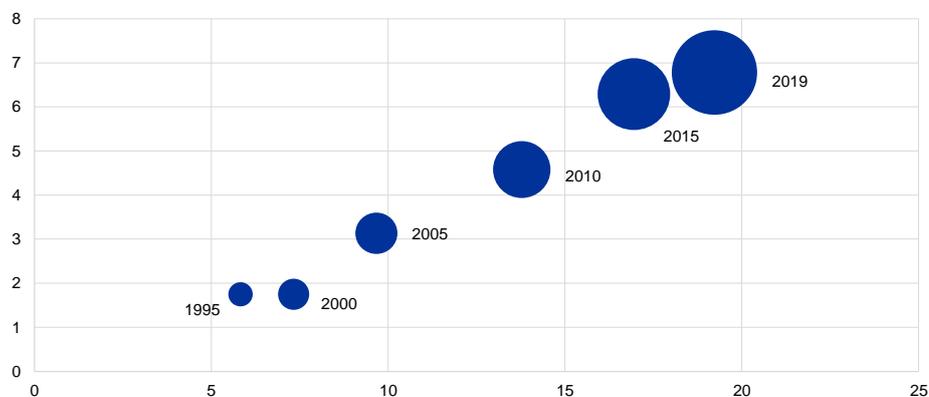
**La fase di rapida crescita dell'economia cinese, iniziata a metà degli anni '90, ha determinato la sua maggiore interconnessione con l'economia mondiale.**

Insieme a un graduale processo di riforma e apertura, ciò ha trasformato la Cina in una delle maggiori economie del mondo e in una potenza commerciale. Negli ultimi cinque anni l'economia del paese è cresciuta a un tasso medio del 6,7 per cento, pari a circa un terzo della crescita mondiale. Al contempo, è notevolmente cresciuta la domanda cinese di beni e servizi esteri provenienti da molte economie, compresa l'area dell'euro. Dal 1995 al 2019 la quota nella domanda estera dell'area dell'euro rappresentata dalla Cina è aumentata dal 2 al 7 per cento circa (cfr. il grafico 1). Tale tendenza evidenzia che l'entità della ripresa cinese dalla pandemia di COVID-19 è decisiva sia all'esterno che all'interno dei confini del paese.

## Grafico 1

### Quota cinese del PIL mondiale e della domanda estera dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: Fondo monetario internazionale, World Economic Outlook, aprile 2020 (dati relativi al PIL) e BCE (per la quota cinese della domanda estera dell'area dell'euro).

Note: l'asse delle ascisse mostra il PIL della Cina come quota percentuale del PIL mondiale totale e l'asse delle ordinate mostra la quota percentuale cinese della domanda estera dell'area dell'euro. La dimensione di ciascuna bolla rappresenta il PIL cinese basato sulla parità di potere d'acquisto in dollari internazionali nominali.

### La pandemia di COVID-19 ha colpito la Cina prima delle altre economie.

Secondo le statistiche ufficiali, il numero di casi confermati di COVID-19 è passato da meno di mille unità alla fine di gennaio 2020 a oltre 80 mila all'inizio di marzo. Al fine di contenere rapidamente l'epidemia sono stati adottati rigidi provvedimenti di lockdown. Tali misure di contenimento hanno richiesto il fermo dell'economia per un lungo periodo di tempo, determinando un significativo calo nel breve termine dell'attività economica. Mentre in Cina l'epidemia è stata ampiamente frenata, il COVID-19 si è rapidamente diffuso in tutto il mondo, con un numero di casi confermati in altri paesi che da metà marzo ha superato i contagi all'interno della Cina. All'inizio di agosto i casi a livello mondiale avevano oltrepassato i 19 milioni.

### La natura della contrazione osservata durante la pandemia di COVID-19 è molto diversa da quella in altre fasi di rallentamento del ciclo economico.

Nell'attuale episodio sia l'offerta sia la domanda sono state inibite a causa della chiusura delle imprese e delle restrizioni alla mobilità. Vi è pertanto un grado di incertezza complessiva più elevato del solito circa il percorso di ripresa economica, non da ultimo per il timore che un'esplosione di nuovi casi possa arrestare il recupero. Continua a essere incerto, inoltre, il periodo di tempo che sarà necessario a sviluppare e applicare una soluzione medica, così come l'impatto a medio termine del protrarsi delle misure di contenimento sul mercato del lavoro. A tale riguardo, la ripresa in Cina, iniziata prima che nel resto del mondo, può essere istruttiva per le altre economie impegnate ad allentare le misure di contenimento.

## 2 L'epidemia di COVID-19 in Cina e il suo impatto economico

**Il rapido intensificarsi della pandemia di COVID-19 in Cina ha sostanzialmente coinciso con l'inizio delle vacanze del Capodanno lunare.** Il Capodanno lunare è una festività pubblica nazionale di sette giorni che inizia tra la fine di gennaio e la metà di febbraio e per la quale quasi tutti gli impianti produttivi chiudono per un

prolungato periodo di tempo. In tale periodo, tradizionalmente, i lavoratori migranti tornano a casa, determinando, ogni anno, una fase di picco nei viaggi in cui diverse centinaia di milioni di passeggeri si muovono attraverso tutta la Cina. Verso la fine di gennaio 2020 l'economia cinese ha subito una battuta d'arresto come dimostra, ad esempio, il consumo di carbone da parte dei principali produttori di elettricità (cfr. il grafico 2). Se confrontata con quella delle precedenti vacanze del Capodanno lunare, l'entità del calo del consumo di carbone registrata lo scorso gennaio non appariva inconsueta. Tuttavia, a causa della pandemia di COVID-19, la festività pubblica è stata prolungata e la ripresa dell'attività economica è stata notevolmente ritardata. Il raffronto tra una serie di indicatori ad alta frequenza dell'attività economica e i corrispondenti livelli relativi all'anno precedente dimostra che sono stati necessari oltre tre mesi prima che parecchi di essi, come il consumo di carbone, le vendite immobiliari e la densità del traffico, tornassero ai livelli del 2019 (cfr. il grafico 3).

## Grafico 2

### Consumo di carbone nei maggiori impianti di produzione di energia elettrica

(10.000 tonnellate metriche/giorno)



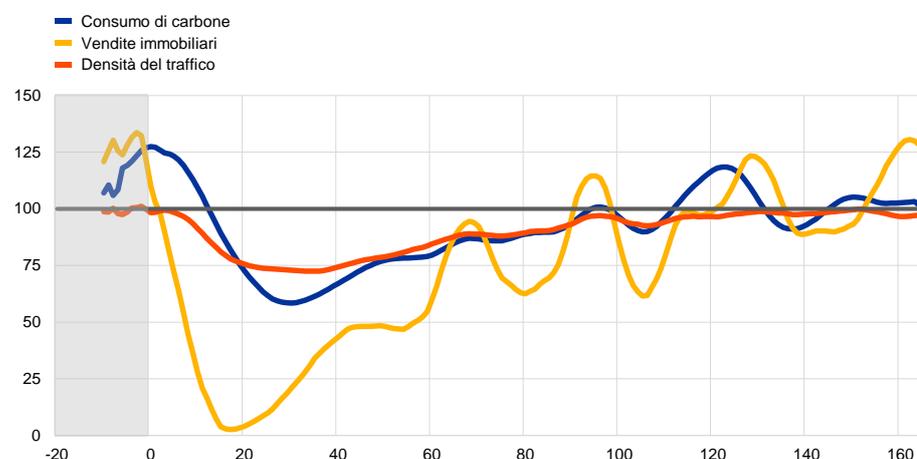
Fonte: Beijing China Coal Times Technology Development Co., Ltd tramite Haver Analytics.

Note: il grafico mostra il consumo quotidiano di carbone di sei grandi centrali elettriche in Cina (media mobile su sette giorni). La linea gialla indica la media quinquennale. L'ultima osservazione si riferisce al 27 luglio. La serie è stata successivamente interrotta.

### Grafico 3

#### Indicatori ad alta frequenza dell'attività economica

(in percentuale del livello relativo allo stesso periodo nel 2019)



Fonti: Wind Economic Database ed elaborazioni degli esperti della BCE..

Note: "Consumo di carbone" mostra l'utilizzo di carbone da parte dei principali produttori di energia; "Vendite immobiliari" mostra il volume di transazioni immobiliari per 30 grandi città; "Densità del traffico" mostra la densità media del traffico in 100 città cinesi. I dati indicano le deviazioni medie di sette giorni dai livelli relativi allo stesso periodo dopo l'inizio del nuovo anno lunare 2019. L'asse delle ascisse mostra i giorni dall'inizio del nuovo anno lunare. L'area ombreggiata indica i giorni del 2020 precedenti l'inizio delle vacanze del Capodanno lunare 2020. L'ultima osservazione si riferisce all'8 luglio 2020.

#### L'epidemia di COVID-19 ha indotto le autorità ad adottare misure di

#### contenimento rigide ed estese.

La città di Wuhan, centro dell'epidemia, è stata posta in lockdown appena prima delle vacanze del Capodanno lunare. Sono stati interrotti i trasporti da e per la città e sono state chiuse le imprese, con poche eccezioni. In pochi giorni è stato vietato ai cittadini di uscire di casa, se non per effettuare acquisti essenziali, e sono state applicate rigorose misure di quarantena. Le misure di contenimento sono state estese alla provincia dell'Hubei (dove si trova Wuhan) e al resto del paese, mentre il livello della risposta sanitaria pubblica è stato innalzato al massimo stato di emergenza a livello nazionale. Le vacanze sono state ufficialmente prolungate e si sono imposte restrizioni agli spostamenti nazionali e internazionali. Nel corso di febbraio e marzo è stata stabilita a livello provinciale la riapertura delle attività non essenziali, in considerazione dell'andamento dell'epidemia su base locale.

#### Le misure di contenimento hanno limitato la diffusione del COVID-19.

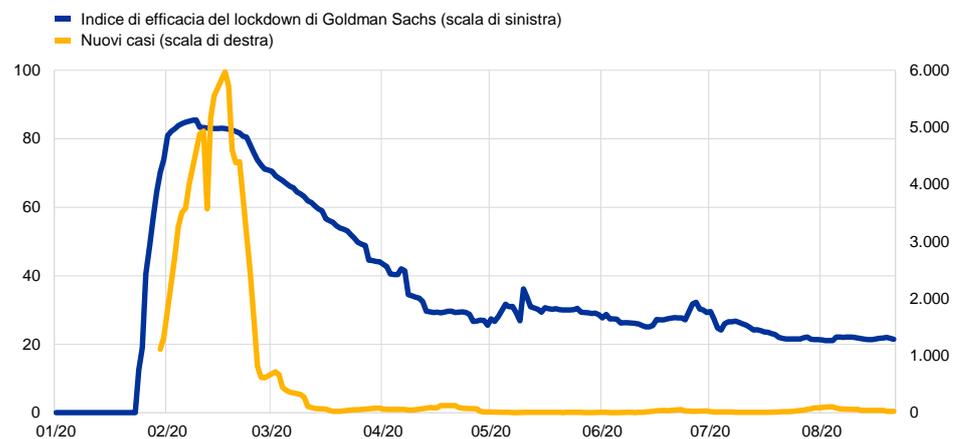
I nuovi casi giornalieri sono aumentati in modo esponenziale per un periodo di circa tre settimane, prima di diminuire rapidamente a partire da metà febbraio. Le misure di lockdown prontamente introdotte alla fine di gennaio, come evidenziato dall'indice di efficacia del lockdown di Goldman Sachs (Goldman Sachs Effective Lockdown Index) (cfr. il grafico 4), sono state nuovamente allentate in modo graduale a seguito del calo del tasso di crescita dei nuovi casi di COVID-19. Il numero ufficiale complessivo di casi di COVID-19 si è stabilizzato a circa 85.000. I dati nazionali indicano che le rigide misure di lockdown hanno limitato fortemente la diffusione del virus in tutta la Cina. Secondo i dati ufficiali, circa l'80 per cento di tutti i casi di COVID-19 e oltre il 95 per cento dei decessi dovuti a tale malattia in Cina sono stati registrati nella provincia dell'Hubei (cfr. i grafici 5 e 6). Poiché l'Hubei rappresenta

solo il 4 per cento della popolazione cinese, ciò farebbe presupporre che i casi siano stati eccezionalmente limitati nel resto della Cina.

#### Grafico 4

#### Misure di contenimento e nuovi casi giornalieri di COVID-19

(scala di sinistra: indice; scala di destra: nuovi casi giornalieri di COVID-19)



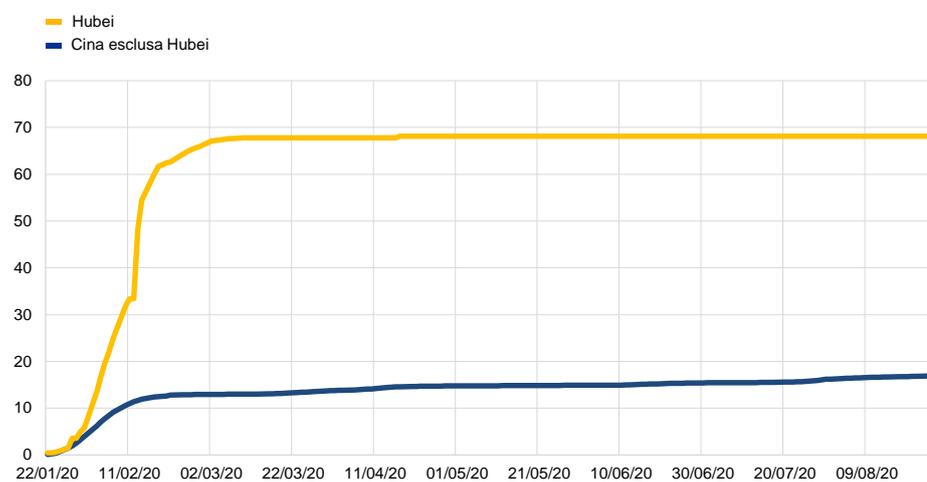
Fonti: Johns Hopkins University, Goldman Sachs ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'indice di efficacia del lockdown di Goldman Sachs combina le restrizioni ufficiali e i dati sulla mobilità. Le ultime osservazioni si riferiscono al 21 agosto 2020.

#### Grafico 5

#### Casi confermati di COVID-19

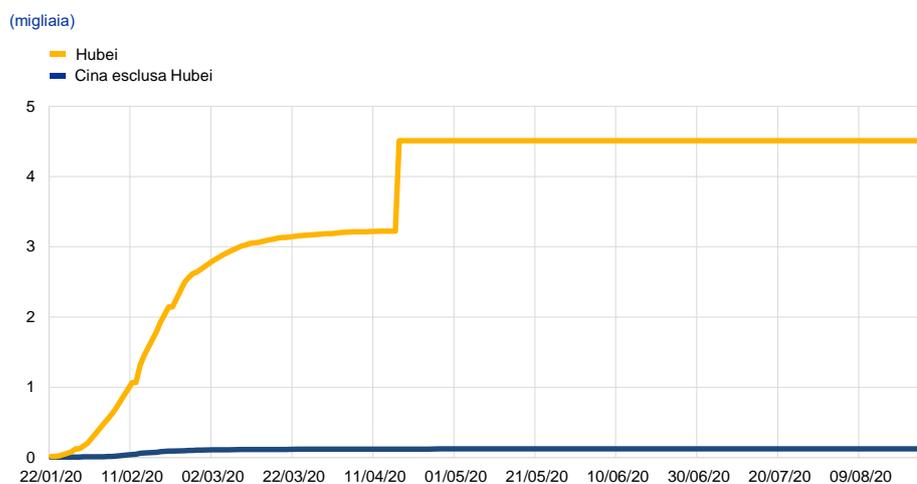
(migliaia)



Fonti: Johns Hopkins University ed elaborazioni degli esperti della BCE. Le ultime osservazioni si riferiscono al 25 agosto 2020.

## Grafico 6

### Decessi accertati dovuti al COVID-19



Fonti: Johns Hopkins University ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il 17 aprile la Cina ha rivisto al rialzo i dati ufficiali relativi ai decessi dovuti al COVID-19, portandoli a 1.290, tutti nella città di Wuhan. Le ultime osservazioni si riferiscono al 25 agosto.

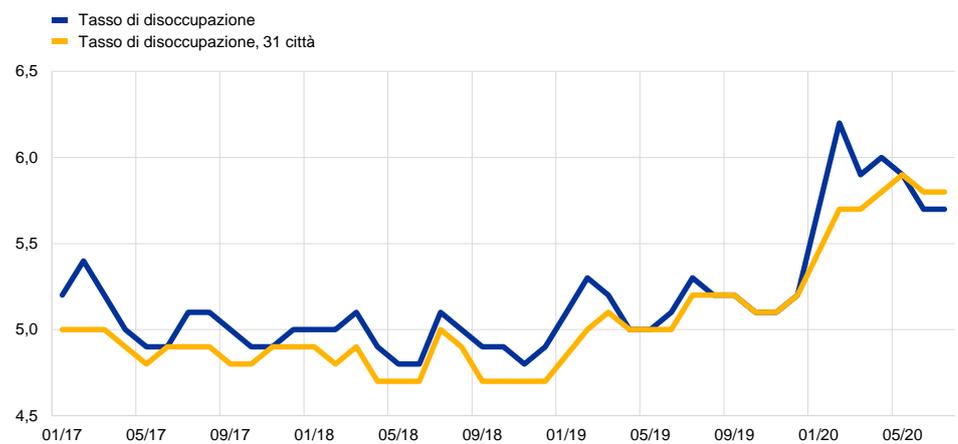
**Le misure di contenimento sono riuscite a ridurre la diffusione del virus ma hanno gravato notevolmente sull'economia cinese.** Nel primo trimestre del 2020, il PIL in termini reali ha subito una contrazione del 10,0 per cento sul trimestre precedente e del 6,8 per cento sul periodo corrispondente. La debolezza dei consumi ha fornito il più ampio contributo negativo al PIL sul periodo corrispondente, pari al -4,4 per cento, mentre il contributo degli investimenti e del commercio netto è stato pari, rispettivamente, al -1,5 per cento e al -1 per cento. Il calo dell'attività economica è stato netto e brusco e il PIL è diminuito per la prima volta da decenni. L'indice PMI elaborato da Caixin per la produzione manifatturiera complessiva cinese (Caixin China General Manufacturing Output Purchasing Managers' Index) è sceso a 28,6 punti a febbraio, ben al di sotto del livello osservato durante la crisi finanziaria mondiale. Il PMI di Caixin per il complesso dell'attività imprenditoriale cinese legata ai servizi (Caixin China General Services Business Activity PMI) ha anch'esso registrato un notevole calo, passando da 51,8 a gennaio a 26,5 a febbraio. Il calo di tali PMI si è tuttavia rivelato di breve durata, poiché a marzo il PMI per il settore manifatturiero è risalito al di sopra di 50, indicando che il punto minimo nell'attività imprenditoriale era stato toccato a febbraio. Tuttavia, l'insieme dei dati dei PMI ha segnalato nette contrazioni dell'economia cinese in un contesto di prolungati tagli alla produzione. Il marcato calo dell'attività economica a gennaio e febbraio si è riflesso anche nelle forti contrazioni, rispetto al periodo corrispondente, della produzione industriale (-13,5 per cento), degli investimenti fissi (-24,4 per cento) e delle vendite al dettaglio (-20,5 per cento). Per il primo trimestre nel suo insieme, la produzione industriale sul periodo corrispondente è diminuita del 9,3 per cento, mentre le vendite al dettaglio hanno subito una contrazione di circa il 19 per cento.

**Le condizioni del mercato del lavoro sono peggiorate dall'insorgere della pandemia.** I dati ufficiali registrano un aumento relativamente modesto della disoccupazione dall'insorgere della pandemia, dal 5 per cento a poco meno del 6 per cento (cfr. il grafico 7). Ciò potrebbe essere dovuto agli sforzi fatti dalle autorità per

convincere molte imprese a non licenziare i propri dipendenti. Tuttavia, la disoccupazione potrebbe essere più elevata considerando i lavoratori delle aree non urbane e potrebbe costituire un freno per la futura ripresa economica. In effetti, le indagini sull'occupazione mostrano un quadro eterogeneo in materia di tassi di occupazione attesi, dove le imprese prevedono una rapida ripresa, mentre i consumatori restano più pessimisti sulle prospettive occupazionali (cfr. il grafico 8).

### Grafico 7 Tasso di disoccupazione

(valori percentuali)

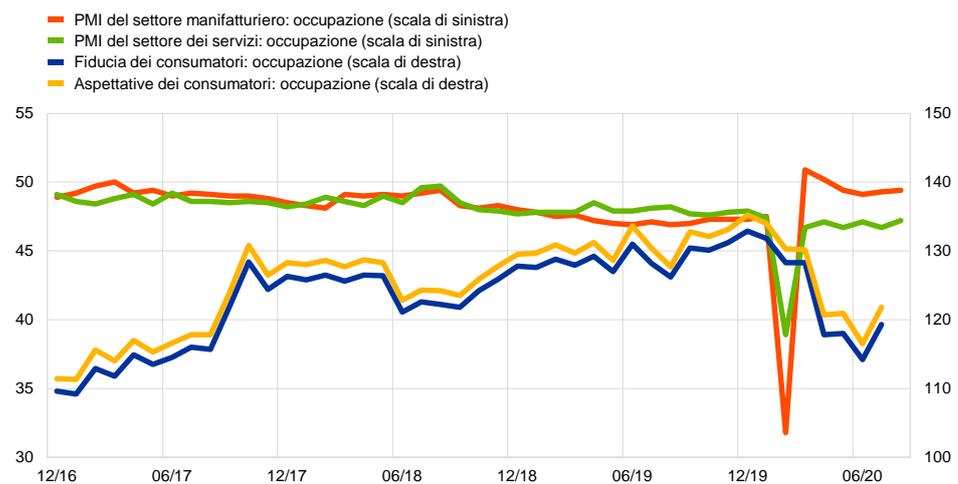


Fonte: Ufficio nazionale cinese di statistica tramite Haver Analytics.

Note: "Tasso di disoccupazione" si riferisce al tasso di disoccupazione urbana; "Tasso di disoccupazione, 31 città" si riferisce al tasso di disoccupazione urbana per 31 grandi città. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2020.

### Grafico 8 Indagini sulle aspettative in materia di occupazione

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: indice)



Fonti: Ufficio nazionale cinese di statistica, CEIC Data, Caixin e IHS Markit.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2020 per i PMI e a luglio 2020 per le indagini presso i consumatori.

### 3 La graduale normalizzazione dell'economia dopo il contenimento dell'epidemia

**In seguito al contenimento dei nuovi casi di COVID-19, le autorità cinesi hanno gradualmente revocato le misure protettive.** L'allentamento delle restrizioni è stato subordinato agli andamenti locali del tasso di crescita del COVID-19. Nella maggior parte delle province le festività per il Capodanno lunare sono state prorogate di una settimana o più, concludendosi a febbraio 2020, mentre nella provincia dell'Hubei la vacanza è stata estesa fino al 10 marzo. Per quanto riguarda l'ordine in cui tali restrizioni sono state revocate, le imprese sono state autorizzate per prime a riprendere le attività, mentre le restrizioni di viaggio sono inizialmente rimaste in vigore. La riapertura delle imprese ha posto difficoltà logistiche data l'interruzione, in alcuni casi, delle catene di approvvigionamento e la dispersione dei lavoratori sul territorio nazionale a causa delle restrizioni agli spostamenti.

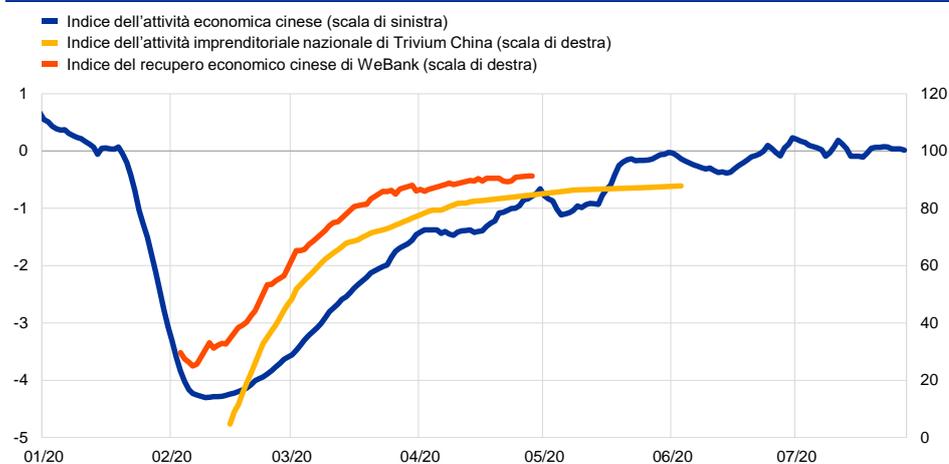
**Dopo la forte contrazione dell'attività economica in Cina durante il primo trimestre, l'economia ha avuto una ripresa relativamente rapida.** Nel secondo trimestre il PIL cinese è aumentato dell'11,5 per cento sul trimestre precedente e del 3,2 per cento sul periodo corrispondente, principalmente grazie agli investimenti, mentre la crescita dei consumi si è mantenuta negativa rispetto all'anno precedente. Un ampio numero di indicatori segnala che, nel corso di tre mesi, l'attività economica della Cina è risalita dal suo minimo a circa il 90 per cento rispetto ai livelli normali. Un nuovo indicatore dell'attività quotidiana<sup>65</sup>, che riassume le informazioni provenienti dal consumo di carbone delle centrali elettriche, dall'attività del mercato immobiliare, dai dati relativi alla densità del traffico e dalle variazioni dei livelli di inquinamento, mostra che l'attività economica aveva toccato il punto minimo nella prima metà di febbraio e a metà maggio era già risalita a livelli prossimi alla sua media di lungo periodo. Anche altri indicatori, come quello dell'attività imprenditoriale nazionale elaborato da Trivium China ([Trivium China National Business Activity Index](#)), che ha stimato l'utilizzo della capacità economica cinese, e l'indice del recupero economico cinese di WeBank ([WeBank China Economic Recovery Index](#)), che ha monitorato il numero di riaperture delle imprese, mostrano tassi di ripresa di circa il 90 per cento all'inizio di maggio (cfr. il grafico 9).

---

<sup>65</sup> L'indice ad alta frequenza dell'attività economica cinese è una misura interna della BCE che utilizza l'analisi delle componenti principali per combinare i dati per i suddetti indicatori.

## Grafico 9

### Indici dell'attività economica



Fonti: Trivium China, WeBank ed elaborazioni degli esperti della BCE.

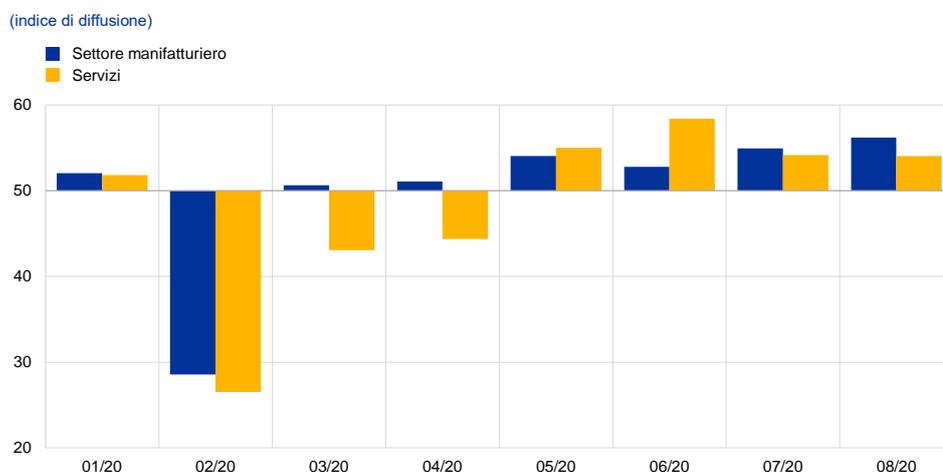
Note: 100 indica il livello normale di attività. Le ultime osservazioni si riferiscono al 27 luglio per l'indice dell'attività economica cinese, misurato in termini di deviazioni standard, al 3 giugno per l'indice dell'attività imprenditoriale nazionale di Trivium China e al 28 aprile per l'indice del recupero economico cinese di WeBank (l'elaborazione di questi ultimi due indici è stata interrotta quando la ripresa ha superato il 90 per cento).

### I dati delle indagini indicano una ripresa disomogenea, con il recupero del settore manifatturiero in anticipo rispetto a quello del settore dei servizi.

Se da un lato l'elevata incertezza impone una certa cautela nell'interpretazione degli indici PMI, dall'altro il PMI per il settore manifatturiero ha registrato un miglioramento già a marzo, mentre il PMI relativo al settore dei servizi ha continuato a mostrare segnali di un indebolimento dell'attività fino a maggio, quando è risalito al di sopra della soglia di espansione (cfr. il grafico 10). Sebbene il PMI per il settore dei servizi sia arrivato a 58,4 a luglio, i suoi livelli nel periodo compreso tra febbraio e aprile suggeriscono che la contrazione di tale settore sia stata maggiore rispetto a quella del settore manifatturiero. Nel complesso, i settori manifatturiero ed edilizio sono tornati a un utilizzo pressoché integrale della capacità produttiva nel corso del mese di maggio. D'altro canto i settori dei servizi, in particolare quelli associati a una stretta interazione fisica, come il turismo, i viaggi d'affari e gli eventi culturali e sportivi, hanno tendenzialmente continuato a mantenersi ben al di sotto della propria capacità di utilizzo pre-pandemia, con un'attività compresa tra il 20 e l'80 per cento dei livelli normali.

## Grafico 10

### PMI: manifattura e servizi



Fonti: Caixin e IHS Markit

Nota: "Manifattura" si riferisce al PMI di Caixin per la produzione manifatturiera complessiva cinese e "Servizi" al PMI di Caixin per il complesso dell'attività imprenditoriale cinese legata ai servizi.

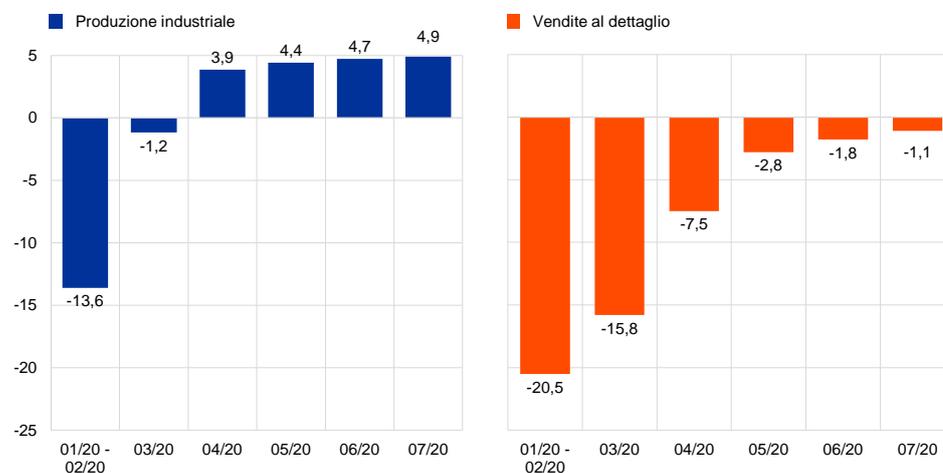
#### **La velocità differenziata della ripresa è evidente anche nei dati relativi alla produzione e alle vendite.**

Dopo un primo trimestre debole, ad aprile la crescita della produzione industriale sul periodo corrispondente è tornata a registrare tassi positivi e a maggio è aumentata ulteriormente. La contrazione sul periodo corrispondente delle vendite al dettaglio, per contro, è continuata nei primi due mesi del secondo trimestre; la crescita delle vendite è nettamente migliorata dopo aver toccato il punto minimo a gennaio e febbraio, ma non è ancora tornata a registrare tassi positivi (cfr. il grafico 11). Il ritmo più lento nella ripresa dei servizi è dovuto a diversi fattori. Le misure obbligatorie di distanziamento sociale in essere limitano la capacità delle imprese in diversi settori, tra cui la ristorazione, l'intrattenimento, il turismo e i servizi culturali. L'incertezza circa il nuovo aumento dei casi di COVID-19, in particolare in assenza di una soluzione medica, sta ulteriormente gravando sulla domanda di servizi per i quali il distanziamento sociale resta problematico, come i trasporti. Infine, l'aumento della disoccupazione e dell'incertezza economica sta facendo diminuire la domanda interna di acquisti non essenziali, che incide in modo sproporzionato sul settore dei servizi. La lenta ripresa dei servizi è significativa per l'economia cinese, poiché tale settore contribuisce attualmente per più del 50 per cento alla crescita del PIL in termini reali della Cina.

## Grafico 11

### Produzione industriale e vendite al dettaglio

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



Fonte: Ufficio nazionale cinese di statistica tramite Haver Analytics.

Note: i dati relativi alle "Vendite al dettaglio" non sono destagionalizzati. I dati di gennaio e febbraio non sono disponibili singolarmente, pertanto la somma dei dati relativi a questi mesi è confrontata con la somma dei dati dell'anno precedente per i mesi di gennaio e febbraio.

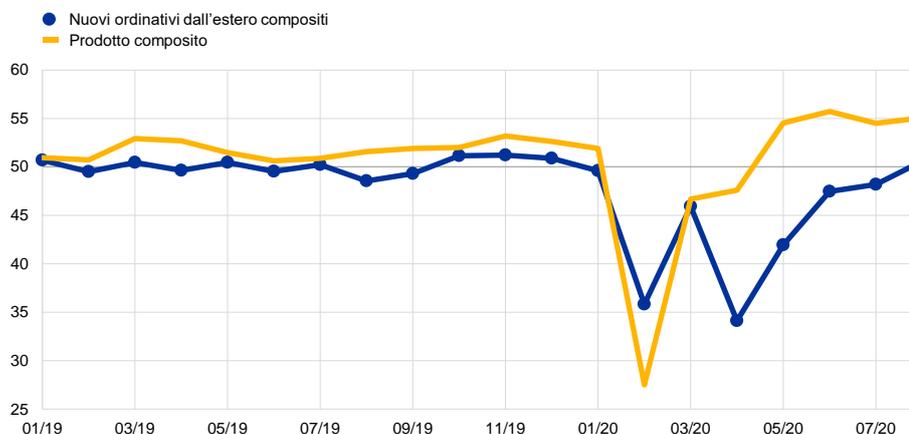
### Allo stesso tempo la debolezza della domanda estera ostacola la ripresa della Cina.

Poiché la Cina è stato il primo paese a subire la diffusione del COVID-19, il suo recupero ha coinciso con l'attuazione di rigorose misure di contenimento tra i suoi partner commerciali, in quanto la pandemia si è diffusa in tutto il mondo. Le misure di lockdown in Europa, negli Stati Uniti e nel resto dell'Asia hanno dato luogo a un forte calo della domanda di esportazioni dalla Cina, come risulta dal PMI composito cinese sui nuovi ordinativi dall'estero di Caixin (Caixin China Composite New Export Orders PMI). A febbraio uno shock dal lato dell'offerta ha ridotto le esportazioni, poiché i produttori e i porti hanno operato a una frazione della loro capacità di utilizzo. A seguito di un inizio di ripresa a marzo, i nuovi ordinativi dall'estero sono nuovamente diminuiti in misura significativa ad aprile, dato che la domanda esterna si è ridotta drasticamente durante i lockdown dei partner commerciali. I dati da maggio ad agosto mostrano che la domanda estera di beni cinesi è ancora una volta in ripresa, ma anche che la diffusione della pandemia di COVID-19 ha portato a un disallineamento tra la crescita economica più ampia, rispecchiata dal PMI composito relativo al prodotto cinese di Caixin, e la componente relativa ai nuovi ordinativi dall'estero (cfr. il grafico 12). Poiché questi ultimi hanno superato la soglia di espansione di 50 soltanto ad agosto, la ripresa della Cina è stata finora trainata principalmente da fattori interni.

## Grafico 12

### PMI: composito relativo al prodotto e ai nuovi ordinativi dall'estero

(indice di diffusione)



Fonti: Caixin e IHS Markit.

Note: "Composito relativo al prodotto" indica il PMI composito relativo al prodotto cinese di Caixin; "Composito relativo ai nuovi ordinativi dall'estero" indica il PMI composito relativo ai nuovi ordinativi dall'estero cinesi di Caixin. L'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2020.

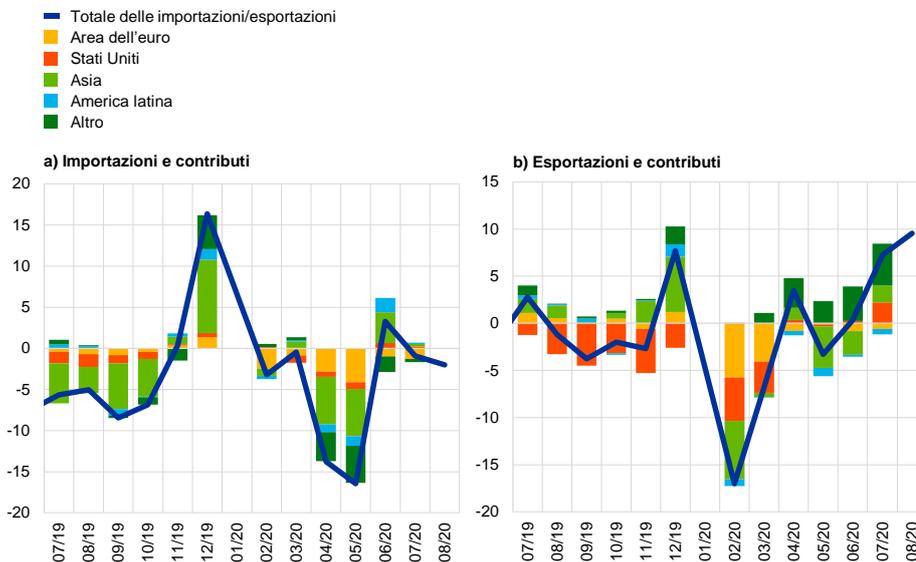
### In prospettiva, anche gli andamenti al livello internazionale al di fuori della Cina saranno importanti per le prospettive a breve termine dell'economia.

Nel momento in cui la Cina è uscita dal lockdown, revocando le restrizioni imposte alle imprese e ai cittadini, importanti partner commerciali come l'Europa e gli Stati Uniti hanno imposto misure di contenimento. Ciò ha inciso sulla domanda estera cinese in un momento in cui la ripresa interna resta ancora relativamente fragile. Il crollo degli scambi commerciali nei primi mesi dell'anno e il forte calo delle esportazioni ha comportato un contributo negativo del commercio netto alla crescita (cfr. il grafico 13). Ad aprile la crescita delle esportazioni di beni è tornata in territorio positivo, per poi diminuire nuovamente il mese successivo in quanto i principali partner commerciali della Cina hanno attuato misure di contenimento. Tuttavia, a partire da giugno, la crescita delle esportazioni sul periodo corrispondente è aumentata. Le importazioni si sono mantenute molto modeste a causa dell'indebolimento della domanda interna e della diminuzione dei prezzi del petrolio. Inoltre, le dinamiche di esportazioni e importazioni sono interconnesse: una parte considerevole delle importazioni cinesi finisce per alimentare le esportazioni del paese, vista la sua posizione di primo piano nelle catene globali del valore. I recenti dibattiti, in un certo numero di paesi, circa l'accesso alle attrezzature mediche e ai farmaci possono inoltre avere implicazioni a più lungo termine per le catene di approvvigionamento mondiali. Per alcuni settori, come quelli considerati critici per la salute o la sicurezza nazionale, i paesi possono scegliere di riportare in patria determinate fasi di produzione per averne un maggiore controllo interno, interrompendo a tutti gli effetti le catene di approvvigionamento. Ciò potrebbe incidere sulla crescita economica dei paesi fortemente interconnessi con le relative catene globali del valore.

### Grafico 13

#### Importazioni ed esportazioni per partner commerciale

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



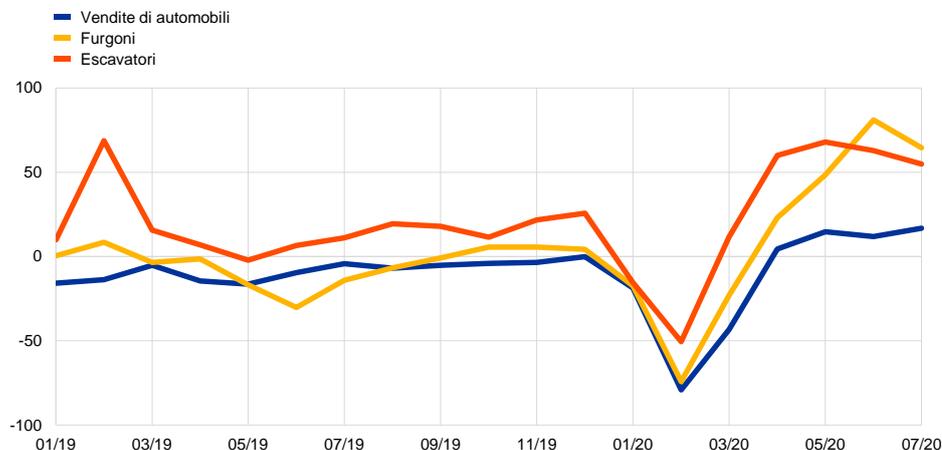
Fonti: Amministrazione generale delle dogane cinese, CEIC Data ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: i dati per gennaio e febbraio 2020 sono aggregati poiché i contributi mensili non sono disponibili.

**Nel contempo alcune componenti della domanda interna mostrano segni di rafforzamento.** Ad esempio, le vendite di automobili sono entrate in territorio positivo ad aprile per la prima volta dalla metà del 2018 (cfr. il grafico 14). Ciò riflette in parte gli arretrati della domanda interna, a seguito di un periodo di vendite di automobili molto basse. Potenzialmente riflette anche un allontanamento dal trasporto pubblico. Inoltre, l'aumento della spesa per le infrastrutture ha determinato una crescita particolarmente forte delle vendite di veicoli commerciali, come i furgoni e i veicoli per l'edilizia. Anche le vendite di beni immobili hanno registrato un recupero e raggiunto i loro livelli del 2019, indicando una ripresa più ampia della domanda interna. A metà giugno le entrate dei ristoranti, invece, erano ancora in calo, pari a circa il 34 per cento del livello dell'anno precedente.

## Grafico 14

### Vendite di veicoli in Cina

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Associazione cinese dei costruttori di autoveicoli ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2020.

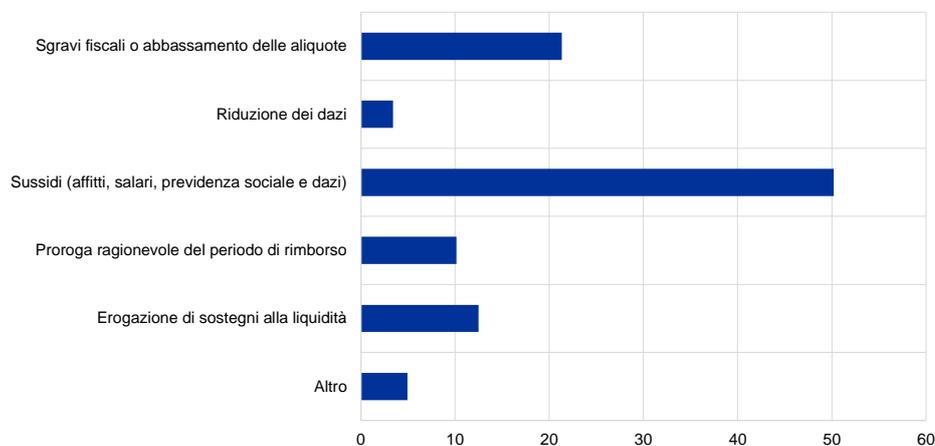
**Le autorità cinesi stanno attuando considerevoli stimoli fiscali e monetari per attenuare lo shock economico.** Per quanto riguarda la politica di bilancio, essi mirano a stabilizzare l'occupazione e la crescita economica aumentando l'assicurazione contro la disoccupazione, gli investimenti e gli sgravi fiscali. Sono state annunciate misure discrezionali di bilancio pari a circa il 4 per cento del PIL, ma si prevede che il pacchetto di bilancio complessivo sarà maggiore (cfr. il grafico 15). In particolare, le piccole e medie imprese (PMI) sembrano attendersi un ulteriore notevole sostegno da parte del governo, che comprende sgravi fiscali e sovvenzioni, secondo un'indagine condotta dalle Università di Tsinghua e di Pechino<sup>66</sup>. Le autorità prevedono di anticipare la spesa per le infrastrutture, di ridurre gli oneri fiscali per le industrie esportatrici e di sovvenzionare gli acquisti di beni durevoli.

<sup>66</sup> Cfr. Huang, Y. et al., "Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons", *VoxEU*, marzo 2020, basato su Zhu, W. et al., "COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences", *CEIBS Business Review*, 2020.

## Grafico 15

### Sostegno pubblico atteso alla luce degli shock legati al COVID-19

(valori percentuali)



Fonte: Huang, Y. et al., "Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons", *VoxEU*, marzo 2020, basato su Zhu, W. et al., "COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences", *CEIBS Business Review*, 2020.

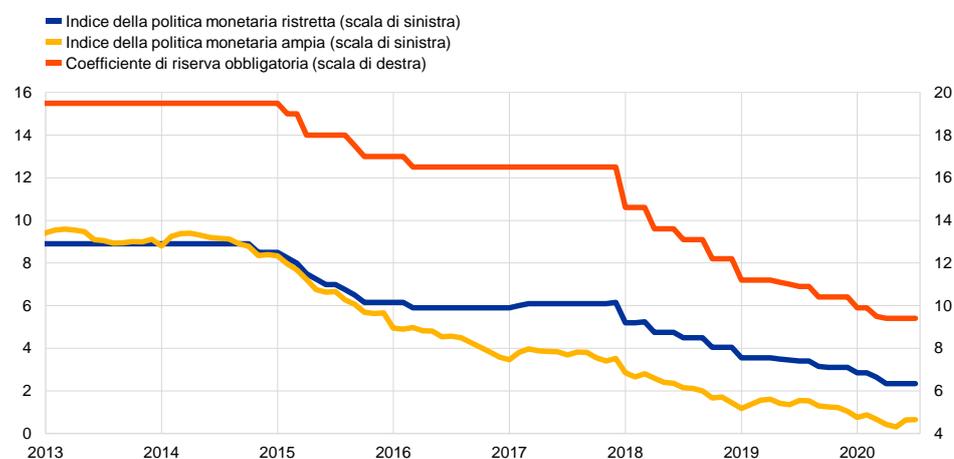
Nota: l'asse delle ascisse mostra la percentuale di intervistati che si attende la realizzazione della determinata misura di sostegno.

**Le misure di politica monetaria integrano la politica di bilancio garantendo sufficiente liquidità nel sistema bancario.** La banca centrale della Repubblica Popolare Cinese ha ridotto i tassi di riferimento e gli obblighi di riserva. Dall'inizio del 2020 la politica monetaria è stata ulteriormente allentata al fine di sostenere l'attività economica, secondo gli indicatori sintetici delle condizioni di politica monetaria (cfr. il grafico 16). Inoltre la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese ha ordinato alle banche di consentire ritardi nei rimborsi dei prestiti da parte delle imprese e le autorità di regolamentazione del settore bancario hanno fornito agli istituti una semplificazione degli obblighi normativi. Tali politiche hanno impedito aumenti più consistenti di fallimenti e disoccupazione.

## Grafico 16

### Indice della politica monetaria e coefficiente di riserva obbligatoria

(valori percentuali)



Fonti: Lodge, D. e Soudan, M., "Credit, financial conditions and the business cycle in China", Working Paper Series, n. 2244, BCE, Francoforte sul Meno ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'indice della politica monetaria è un indicatore sintetico di diversi strumenti di politica monetaria della banca centrale della Repubblica Popolare Cinese sviluppato dalla BCE, che comprende tassi di interesse e strumenti quantitativi corretti in base alla loro importanza relativa nel tempo.

## 4 Prospettive e rischi per la ripresa

### Le prospettive economiche cinesi rimangono molto incerte nonostante la graduale ripresa.

Nel breve termine, le prospettive della Cina dipenderanno dalla capacità di tenuta della domanda interna in presenza di una maggiore incertezza e dagli andamenti del contesto esterno. Inoltre, le prospettive sono parzialmente influenzate dalla misura in cui l'impatto del COVID-19 determina cambiamenti radicati nei modelli strutturali e comportamentali dell'economia. Nell'ultima Assemblea nazionale del popolo, a maggio 2020, per la prima volta in vent'anni le autorità non hanno annunciato un obiettivo ufficiale di crescita per l'anno. Ciò sottolinea l'attuale incertezza che circonda i risultati economici della Cina, evidenziando nel contempo le difficoltà di raggiungere un tasso di crescita anche prossimo a quello atteso prima dell'attuale crisi. Inoltre, le pandemie possono avere effetti duraturi attraverso un aumento del risparmio a fini precauzionali e minori opportunità di investimento. Questi potenziali effetti rappresentano ulteriori rischi per le prospettive a medio termine della Cina e riducono la possibilità di una rapida convergenza verso i livelli di reddito attesi prima della diffusione del COVID-19.

### In mancanza di una soluzione medica per il COVID-19, le misure di distanziamento sociale continueranno a frenare la crescita economica.

Fino a quando non sarà stata messa a punto e resa disponibile su larga scala una soluzione medica, è probabile che le misure di distanziamento sociale rimangano in vigore. Tali misure, pur se essenziali per controllare la pandemia, continueranno a influenzare l'economia in vari modi. In alcuni settori i requisiti di distanziamento riducono direttamente la capacità, ad esempio nei ristoranti e in altre strutture che ospitano un elevato numero di clienti. Più in generale, i rischi per la salute scoraggiano la domanda di servizi associati a luoghi più densamente frequentati da

clienti e personale. Inoltre, alcuni settori possono subire perdite permanenti della domanda. Ad esempio, una maggiore esperienza in materia di lavoro a distanza può ridurre in modo permanente la domanda di viaggi d'affari e dei relativi servizi. Per i lavoratori di questi settori che sono stati licenziati sarà necessario del tempo per essere ricollocati in altri settori dell'economia. A sua volta, la perdita di posti di lavoro riduce il reddito disponibile e può gravare ulteriormente sui consumi.

**La ripresa della Cina è soggetta a una serie di rischi e potrebbe essere compromessa se il paese sperimentasse una seconda ondata di contagi nel prosieguo dell'anno.** Poiché permangono incertezze elevate circa la disponibilità di una soluzione medica per il COVID-19 non si può escludere che, nel momento in cui le misure di contenimento e il distanziamento sociale vengano ridotti, una seconda ondata di contagi possa costringere il governo a reintrodurre delle restrizioni. Anche la persistenza della contrazione della domanda estera, dovuta alla diffusione della pandemia nel resto del mondo, potrebbe influire sulla ripresa della Cina. Ad esempio, gli effetti più durevoli sui partner commerciali cinesi, i ritardi nel contenimento della pandemia in tutto il mondo o la comparsa di seconde ondate potrebbero tutti incidere sul settore delle esportazioni cinesi. Ulteriori rischi per la ripresa derivano da un potenziale nuovo inasprimento delle tensioni commerciali tra la Cina e gli Stati Uniti. Sebbene tali tensioni siano state attenuate dall'accordo raggiunto all'inizio di quest'anno sulla "Fase uno", la pandemia e le sue implicazioni economiche hanno aumentato il rischio che gli obiettivi concordati non vengano raggiunti. Un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali tra le due economie e le conseguenti ricadute negative potrebbero frenare ulteriormente la ripresa della Cina. I livelli attualmente elevati della leva finanziaria e gli altri squilibri finanziari continuano a segnalare rischi per la stabilità finanziaria. Sebbene negli ultimi anni le autorità cinesi abbiano arginato con successo la crescita del credito, l'indebitamento accumulato è ancora relativamente elevato, sia a livello delle famiglie che delle imprese. Inoltre, sebbene le politiche macroprudenziali abbiano frenato la crescita del sistema bancario ombra, il suo livello si mantiene elevato. In particolare, la struttura di finanziamento a breve termine in ampie parti del sistema bancario ombra potrebbe essere esposta a improvvisi cambiamenti nella propensione al rischio degli investitori e pertanto soggetta a rischi di liquidità e di rinnovo dei prestiti.

## 5 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo esamina sia i dati tradizionali sia gli indicatori non convenzionali ad alta frequenza per valutare il ritmo della ripresa economica in Cina.** A seguito di un rallentamento manifestatosi con una velocità senza precedenti all'inizio del 2020, l'economia ha mostrato un ritorno a livelli di attività prossimi a quelli osservati prima della diffusione del COVID-19 nel giro di tre mesi. Questo ritmo di ripresa relativamente rapido è dovuto alla natura della recessione, derivante da uno shock dal lato dell'offerta, il che significa che la capacità produttiva è stata in grado di riprendersi in un periodo di tempo relativamente breve. Tuttavia, la normalizzazione della contrazione della domanda richiederà più tempo, poiché il necessario distanziamento sociale grava sulle attività che comportano più fitte aggregazioni di persone.

### **Le prospettive dell'economia cinese dipendono da diversi fattori incerti.**

Il primo e più importante fattore è il tempo necessario per lo sviluppo e l'attuazione di una soluzione medica alla pandemia. Il secondo sono le potenziali esplosioni di nuovi casi e le seconde ondate di COVID-19 prima che una soluzione medica diventi disponibile. Il terzo fattore è costituito dal ritmo di ripresa dei partner commerciali cinesi. Infine, anche una serie di fattori strutturali e geopolitici influenza il futuro percorso di crescita della Cina, compresa la portata del potenziale disallineamento dalle catene globali del valore, nonché le future relazioni commerciali con i principali partner, in particolare gli Stati Uniti. Mentre una normalizzazione dell'attività economica nel corso del 2021 sembra lo scenario più probabile, i suddetti fattori potrebbero comportare deviazioni significative rispetto a questo scenario di riferimento. Tenuto conto del ruolo sempre più importante della Cina nel determinare la crescita globale, i fattori di incertezza che ne caratterizzano la ripresa sono della massima importanza per le prospettive economiche mondiali.

## Gli effetti virali del commercio estero e le reti di approvvigionamento nell'area dell'euro

a cura di Virginia Di Nino e Bruno Veltri

Gli shock avversi indotti dalle misure di contenimento adottate in risposta al coronavirus (COVID-19) non si limitano al paese in cui hanno avuto origine. Il commercio estero, pur non essendo l'unico meccanismo di propagazione, trasmette tali shock alle varie economie. Nell'area dell'euro la profonda integrazione delle imprese nelle catene di approvvigionamento regionali, nonché i forti legami di domanda, producono un effetto di amplificazione. Il presente articolo quantifica la propagazione e l'impatto degli shock avversi che hanno origine nell'area dell'euro sul PIL dell'area, sul commercio estero e sui saldi commerciali, concludendo che la trasmissione verso il resto dell'area dell'euro di uno shock proveniente da uno dei cinque maggiori Stati membri dell'area oscilla tra il 15 e il 28 per cento dell'entità iniziale dello shock stesso. Gli effetti di propagazione avversi impattano maggiormente sui paesi aperti e su quelli più interconnessi tramite reti di produzione regionali.

### 1 Introduzione

**Nel tentativo di limitare la diffusione della pandemia di COVID-19 tutti i governi dell'area dell'euro hanno introdotto provvedimenti di chiusura e misure di contenimento, generando un insieme di shock di offerta e di domanda, i quali hanno colpito le economie di tali paesi aggiungendosi alle conseguenze economiche della malattia stessa.** Con il diffondersi della pandemia su scala mondiale, molti altri paesi hanno adottato misure analoghe, provocando ulteriore tensione nell'area dell'euro poiché le attività commerciali ed economiche sono state chiuse, gli spostamenti consentiti solo in caso di necessità e i viaggi limitati alle attività strettamente necessarie o giustificate da cause di forza maggiore. Le gravi ricadute a livello nazionale sulla capacità di spesa, sui consumi e sulle preferenze di investimento degli operatori economici si sono diffuse in tutto il mondo, con diversa intensità a seconda del grado di interconnessione economica e industriale.

**Per analizzare come il commercio estero propaghi gli shock avversi causati dai provvedimenti di chiusura e dalle misure di contenimento in tutta l'area dell'euro questo articolo utilizza tavole input-output multiregionali<sup>67</sup>.**

<sup>67</sup> La letteratura sugli effetti macroeconomici del COVID-19 è in rapido sviluppo, e affronta anche il tema degli effetti dei provvedimenti di chiusura e delle misure di contenimento sul PIL e sul commercio delle economie dei paesi partner. Cfr. Barrot, J.-N., Grassi, B. e Sauvagnat, J., "[Sectoral Effects of Social Distancing](#)", HEC Paris Research Paper n. FIN-2020-1371, 2 aprile 2020, Navaretti, G.B., Calzolari, G., Dossena, A., Lanza, A. e Pozzolo, A.F., "In and out of lockdowns: Identifying the centrality of economic activities", *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n. 17, Centre for Economic Policy Research, 13 maggio 2020, Bonadio, B., Huo, Z., Levchenko, A.A. e Pandalai-Nayar, N., "[Global Supply Chains in the Pandemic](#)", *Working Paper*, n. 27224, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, maggio 2020, Bodenstein, M., Corsetti, G. e Guerrieri, L., "[Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic](#)", *Finance and Economics Discussion Series 2020-031*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 16 aprile 2020, e Baqaee, D. e Farhi, E., "[Nonlinear Production Networks with an Application to the Covid-19 Crisis](#)", *Working Paper*, n. 27281, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, maggio 2020.

Questa metodologia presenta diversi vantaggi. Optare per una rappresentazione completa della produzione per paese/settore e dei collegamenti con la domanda ci consente di valutare gli effetti di propagazione a monte e a valle di qualsiasi shock idiosincratico sul prodotto, sul valore aggiunto e sul commercio interno ed estero di qualsiasi altro paese e settore all'interno di un unico quadro generale.

La metodologia ci permette di ottenere una scomposizione dell'intero meccanismo di trasmissione dello shock in effetti diretti sui partner commerciali e in effetti di propagazione sui vari settori industriali e sui paesi terzi per il tramite dei partner commerciali. Questi ultimi sono interessati solo indirettamente, per via dell'impatto sugli input del settore direttamente interessato dalle misure restrittive. La nostra metodologia consente l'analisi di una serie di shock, segnatamente quelli riferiti a un solo paese, quelli riferiti a più paesi, gli shock settoriali e gli shock al commercio estero. Queste caratteristiche sono particolarmente rilevanti se si considera la marcata interdipendenza fra le economie dell'area dell'euro e il fatto che l'articolo tratta di shock che hanno origine per l'appunto nell'area. In tale contesto, le analisi basate su metodologie che non tengono conto delle interconnessioni all'interno dell'area dell'euro rischiano di sottostimare l'impatto effettivo dello shock causato dal COVID-19.

**Il resto dell'articolo è strutturato come segue.** Il quadro metodologico, gli scenari e le relative ipotesi sono descritti nella sezione 2. La sezione 3 descrive i canali di trasmissione e nella sezione 4 vengono illustrate le ripercussioni sull'economia dell'area dell'euro dei provvedimenti di chiusura e delle misure di contenimento posti in essere nelle sue cinque maggiori economie. Si approfondiscono inoltre gli effetti di attenuazione che dovrebbero derivare dalle politiche elaborate dai governi per sostenere il reddito dei cittadini e le attività commerciali nel corso della pandemia. La sezione 5 conclude passando in rassegna gli elementi principali emersi dall'analisi e analizzando i cambiamenti economici strutturali potenzialmente generati dal COVID-19.

## 2 Dati e metodologia

**L'articolo si avvale di dati desunti dalla base dati input-output multiregionale (MRIO) della Asian Development Bank (ADB), che ricostruisce i flussi nazionali e internazionali fra coppie paese-settore, nonché la domanda finale a livello settoriale.** Il database copre tutte le economie dell'area dell'euro e un cospicuo gruppo di altri paesi. Rispetto ad altre fonti fornisce anche informazioni più recenti, fino al 2018 (cfr. il riquadro 1 per una descrizione dettagliata del database e della nostra metodologia)<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> Le conclusioni che abbiamo tratto dalle nostre analisi empiriche sono state sottoposte a controllo incrociato utilizzando le tavole input-output del World Input-Output Database (WIOD), fonte alternativa sui legami fra settori in diversi paesi che copre 45 paesi e 56 settori, ma i cui dati non sono aggiornati (quelli più recenti risalgono al 2014). Il WIOD è un progetto finanziato dalla Commissione europea che copre il periodo fra il 2000 e il 2014 e che è stato sviluppato da un consorzio di università e istituti di ricerca. Il database MRIO sviluppa ulteriormente il WIOD muovendosi principalmente su due direttrici: amplia le tavole in modo da includere dati più recenti (gli ultimi sono del 2018) e aggiunge diverse economie asiatiche. Dispone, tuttavia, di un novero più limitato di settori (35 a fronte dei 56 del WIOD), poiché le attività connesse ai servizi sono definite in maniera meno dettagliata. Il database MRIO è stato ampiamente utilizzato in letteratura.

**L'analisi utilizza una rappresentazione statica dei collegamenti economici fra settori e paesi per valutare gli effetti economici sulle singole industrie delle politiche volte a contrastare il virus.** Settori differenti sono interessati in diversa misura dalle turbative dal lato dell'offerta e dalle misure di chiusura. L'intera industria manifatturiera, fatta eccezione per i beni alimentari, le bevande, i tabacchi e i prodotti farmaceutici, è stata notevolmente danneggiata dalle misure di contenimento legate al COVID-19. Le ripercussioni sono state meno gravi per agricoltura e acquacoltura, così come per alcuni servizi che possono essere forniti da remoto, come ad esempio le telecomunicazioni (che potrebbero addirittura aver ricevuto uno stimolo a seguito del mutato atteggiamento degli operatori economici durante la pandemia). Nella sezione 4 diamo conto di questo fenomeno differenziando accuratamente fra i vari shock alla produzione. Si ipotizza, per contro, che altre aree – segnatamente i trasporti, il turismo e gli alloggi – abbiano subito le conseguenze avverse più rilevanti.

## Riquadro 1

### Uno strumento di lavoro: le tavole input-output internazionali

Il presente riquadro descrive la struttura delle tavole input-output internazionali (tavole ICIOT) e il modo in cui i vari tipi di shock possono essere a esse applicati. Una tavola ICIOT (cfr. la tavola A) si struttura intorno a due matrici principali: il mercato internazionale dei beni intermedi, Z, e il mercato internazionale dei beni finali, Y. Le righe di Z indicano i paesi-settori produttori mentre le colonne indicano i paesi-settori consumatori. Le colonne di Y sono coppie di paesi e di tipologie di domanda finale (ad esempio consumi privati e investimenti), di cui solo una è rappresentata nell'illustrazione semplificata riportata qui di seguito. Sia Y che Z sono costituiti da sottomatrici GxG che contengono i legami di offerta settoriali bilaterali fra tutte le coppie di paesi.

### Tavola A

Struttura della tavola input-output internazionale, con G paesi e N settori

		Output				Domanda finale				Output totale
		1	2	...	G	1	2	...	G	
Input	1	Z11	Z12	...	Z1G	Y11	Y12	...	Y1G	X1
	2	Z21		...	Z2G	Y21		...	Y2G	X2
	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	G	ZG1	ZG2	...	ZGG	YG1	YG2	...	YGG	XG
Valore aggiunto		VA1	VA2	...	VAG					
Output totale		(X1)'	(X2)'	...	(XG)'					

Nota:  $Z_{ij}$  è la matrice NxN degli input intermedi prodotti nel paese  $i \in \{1, \dots, G\}$  e consumati nel paese  $j \in \{1, \dots, G\}$ ,  $VA_i$  è il vettore 1xN del valore generato nel paese  $i \in \{1, \dots, G\}$ ,  $X_i$  è il vettore Nx1 dell'output totale prodotto nel paese  $i \in \{1, \dots, G\}$  e  $Y_{ij}$  è il vettore Nx1 dei beni e servizi finali completati nel paese  $i$  e assorbiti nel paese  $j \in \{1, \dots, G\}$ .

Dalle tavole ICIOT si possono desumere una serie di statistiche descrittive aggregate e più granulari, come si evince da alcuni esempi riportati di seguito.  $z_{ijst}$ ,  $y_{ijs}$ ,  $x_{is}$ ,  $va_{is}$  denotano gli elementi delle rispettive matrici, dove  $s, t \in \{1, \dots, N\}$  denotano rispettivamente il settore delle esportazioni e quello delle importazioni. Il valore aggiunto a livello settoriale per il paese 1 viene poi calcolato per ciascun settore sottraendo l'input intermedio all'output totale,

$$va_{1\sigma} = x_{1\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1j\sigma t} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

Le esportazioni a livello di settore del paese 1 equivalgono all'output totale di settore meno l'output di settore consumato sul mercato interno dei beni intermedi e sul mercato finale,

$$exp_{1\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1j\sigma t} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11\sigma t} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\},$$

mentre le importazioni a livello di settore equivalgono agli input intermedi totali più la domanda finale prodotta dal settore in esame meno i consumi intermedi e finali provenienti dalla produzione interna del settore.

$$imp_{1\sigma} = \sum_{i=1}^G \sum_{t=1}^N z_{i1\sigma t} + \sum_{i=1}^G y_{i1\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11\sigma t} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

La somma di (1), (2) e (3) fra i vari settori dà, rispettivamente, il PIL, i valori relativi al totale delle esportazioni e quelli relativi al totale delle importazioni del paese 1.

Applichiamo shock settoriali dal lato dell'offerta alle righe e shock dal lato della domanda alle colonne. Tali shock sono calibrati sulla base di analisi interne ed esterne delle ripercussioni delle misure di contenimento adottate dai vari paesi<sup>69</sup>. Nella tavola A le matrici interessate da uno shock alla produzione riferito a un unico paese sono rappresentate da una riga continua rossa, uno shock dal lato della domanda di beni intermedi da una linea tratteggiata verde e uno shock della domanda finale da dei puntini blu. A seconda dello scenario, uno shock ( $s$ ) può essere riconducibile a un unico paese o a più paesi e fornire una modellizzazione degli shock alla produzione o degli shock alla domanda finale. L'ICIOT ( $Z^* Y^*$ ) che comprende gli shock alla produzione si ottiene moltiplicando le righe delle matrici interessate per il vettore di shock  $N \times 1$   $\mathbf{s}$  ( $Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes s1'$ , dove  $\otimes$  è il prodotto di Hadamard) mentre l'ICIOT che comprende lo shock dal lato della domanda si ottiene moltiplicando le colonne delle matrici interessate per il vettore di shock trasposto ( $Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes 1s'$ ). L'impatto di ciascuno shock sull'attività dell'area dell'euro e sul commercio estero corrisponde alla differenza tra i valori ottenuti dall'ICIOT precedente lo shock e dall'ICIOT successiva allo shock<sup>70</sup>. In una seconda fase vengono applicati gli shock indiretti, così da fornire una modellizzazione degli adattamenti delle catene di approvvigionamento allo shock avvenuto nella prima fase. La loro calibrazione è una funzione dello shock iniziale, della struttura del WIOT e dell'ipotesi sull'elasticità dell'output riferita ai beni intermedi, che è illustrata di seguito. Il meccanismo economico è spiegato nella sezione 3.

In relazione a questo approccio vi è, tuttavia, un motivo di cautela, che riguarda il trattamento delle intersezioni fra i vettori di shock. Si prenda l'esempio di uno shock che colpisce l'economia  $c$  provocando effetti differenti su tutti i vari settori. Le interconnessioni  $Z_{cc}(1,2)$ , vale a dire gli input intermedi del settore 1 del paese  $c$  utilizzati dal settore 2 del paese  $c$ , potrebbero venir ridimensionate o dallo shock alla produzione nel settore 1 o dallo shock dal lato della domanda di beni intermedi nel settore 2. In tali circostanze ipotizziamo che l'equilibrio sia determinato dall'offerta, il che significa che gli shock alla produzione costituiscono l'impulso iniziale e non sono

<sup>69</sup> Queste analisi tengono conto degli effetti delle misure di bilancio e di politica monetaria sull'attività dei diversi settori e sul PIL dei diversi paesi. Pertanto, sebbene gli effetti delle politiche poste in essere non vengano misurati in modo esplicito, indirettamente il nostro lavoro, nel calibrare gli shock, li prende in considerazione.

<sup>70</sup> I valori delle statistiche economiche precedenti lo shock e successivi allo shock sono stati ottenuti utilizzando ICIO, un programma integrato in Stata; cfr. Belotti, F., Borin, A. e Mancini, M., "icio: Economic Analysis with Inter-Country Input-Output Tables in Stata", *Policy Research Working Paper*, n. 9156, Banca mondiale, Washington DC, febbraio 2020.

alla base delle successive ricadute sull'attività del settore 1, riconducibili alla minore domanda intermedia proveniente dal settore 2<sup>71</sup>.

---

**Un'importante ipotesi semplificatrice presente nel nostro approccio è quella per cui uno shock alla produzione in una coppia paese-settore innesca uno shock equivalente dal lato della domanda di beni intermedi e viceversa.**

La nostra ipotesi di stretta proporzionalità è simile all'ipotesi per cui il numero di riproduzione di base ( $r_0$ ) equivale all'unità ed è costante nel tempo, perciò ogni shock che si vada ad aggiungere avrà sempre un effetto comparabile sull'economia<sup>72</sup>. Si tratta nondimeno di una semplificazione poiché, in un contesto in così rapido cambiamento, le dinamiche di propagazione di uno shock attraverso il commercio estero sono simili a quelle che caratterizzano la diffusione di un virus e il tasso di contagio nell'evoluzione dell'"epidemia" economica aumenta rapidamente nelle prime fasi, quando le economie e i settori contagiati sono ancora poco numerosi. Nel brevissimo periodo, la componentistica fondamentale e i servizi essenziali che improvvisamente non possono più essere forniti sono in grado di bloccare intere catene di produzione, ma il contagio progressivamente si appiattisce, attenuandosi man mano che sempre più economie vengono colpite.

**Nel nostro quadro concettuale, posto che la grandezza relativa delle innovazioni a livello di settore rimanga inalterata, gli effetti finali di un determinato shock sono proporzionali allo shock iniziale.** Poiché il nostro è un modello lineare, gli effetti degli shock sulle variabili macroeconomiche possono essere incrementati oppure ridotti posto che la distribuzione per settori (se si parla di uno shock riferito a un unico paese) o la distribuzione relativa fra paesi (se si parla di uno shock su più paesi) rimanga la stessa. Le nostre elaborazioni possono quindi essere adattate per analizzare gli effetti delle traiettorie più moderate oppure più repentine che la pandemia potrebbe disegnare. Gli shock settoriali sono riportati come percentuali degli shock più consistenti. Pertanto, l'industria la cui produzione subisce la contrazione più forte assume un valore pari a 100 e gli shock in altri settori sono indicizzati a tale valore. Calibriamo gli shock sulla base delle informazioni di settore disponibili in merito agli effetti delle misure restrittive e sulla base di analisi elaborate da colleghi esperti e da fonti esterne. Ad esempio, lo shock all'attività aggregata ponderata in ciascun paese è definito come valore pari alla contrazione del PIL indicata nelle proiezioni macroeconomiche di giugno 2020 (Broad Macroeconomic Projection Exercise, BMPE).

**Le analisi si basano su alcune ipotesi fondamentali e presentano alcuni limiti, ad esempio:**

---

<sup>71</sup> Di conseguenza, lo shock alla produzione non è precisamente equivalente allo shock al valore aggiunto; secondo le nostre elaborazioni, l'ordine di grandezza di tali discrepanze è di due decimali. Inoltre, ciò vale per gli effetti di propagazione settoriali nel mercato interno, mentre l'articolo analizza la trasmissione degli shock idiosincratici a livello internazionale, che non è interessata da tale fenomeno.

<sup>72</sup> Nello scenario estremo, in cui nel processo di produzione non è possibile alcuna sostituzione di input, origini o destinazioni finali, l'intera rete di approvvigionamento risulta già perturbata al momento del primo shock. In tali circostanze  $r_0$  va verso infinito, ma poi scende rapidamente a zero al verificarsi di shock successivi.

- eliminano l'impatto sui prezzi delle politiche adottate;
- non forniscono informazioni sulle implicazioni delle misure di politica monetaria di un certo rilievo, né sulle interazioni con queste ultime, sebbene gli effetti delle misure di bilancio e di politica monetaria adottate influenzino indirettamente gli esercizi, fino al punto da modificare le previsioni per il 2020 sugli andamenti del prodotto aggregato;
- inoltre, essendo statiche, le valutazioni non tengono conto di possibili variazioni permanenti nelle strutture delle economie, che potrebbero derivare dal ritrasferimento delle attività, dalla diversificazione dei processi produttivi essenziali o dai cambiamenti nello stile di vita, nell'allocazione del tempo dedicato alle varie attività, nelle preferenze di consumo e nei bisogni quotidiani.

I possibili effetti derivanti dal riorientamento degli scambi non vengono contemplati in quanto essi potrebbero manifestarsi con ritardo mentre la nostra analisi verte sul 2020. L'ipotesi per cui non c'è sostituibilità di offerta e domanda fra paese di origine e paese di destinazione (minori esportazioni da parte di un paese non saranno sostituite dalle esportazioni di altri paesi) è un'ipotesi forte<sup>73</sup>, che discende dall'idea secondo cui, esattamente come accade per i virus, l'immunità dagli shock che creano perturbazioni alle catene globali del valore (CGV) richiede tempo. Potrebbe essere necessario, ad esempio, che vengano avviate nuove linee di produzione o che la domanda sia riorientata verso altri fornitori, i quali potrebbero dimostrarsi sostituiti imperfetti a causa di una limitata capacità produttiva o di altri fattori.

### 3 I canali di trasmissione

**In letteratura numerosi contributi sulle catene globali del valore mostrano che le reti produttive propagano gli shock idiosincratici e possono rappresentare una fonte di fluttuazioni a livello aggregato<sup>74</sup>.** In questa sezione illustriamo i vari canali che sono coinvolti quando ciò avviene e il modo in cui gli shock nascono in paesi-settori e si propagano verso il resto del mondo, amplificati dal commercio estero.

**Gli shock alla produzione domestica applicati all'ICIOT vengono trasmessi ai partner commerciali a monte e a valle e, ancora più a monte e a valle della catena, ai partner dei partner commerciali tramite i canali dell'importazione e dell'esportazione.** Intuitivamente, poiché interrompono la produzione domestica, le misure di lockdown comportano una carenza di quei beni intermedi prodotti internamente che entrano nei processi produttivi dei paesi esteri tramite i partner commerciali (ciò che si definisce canale dell'esportazione). Tali carenze danno

<sup>73</sup> Si tratta di un'ipotesi ragionevole se riferita ad alcune attività manifatturiere o servizi altamente specializzati, nel breve o nel medio periodo, situazione in cui è difficile trovare fornitori alternativi per parti e componenti specifici, in particolare durante gli shock di portata mondiale.

<sup>74</sup> Cfr. Acemoglu, D., Kacigit, U. e Kerr, W., "Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration", *NBER Macroeconomics Annual 2015*, vol. 30, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, giugno 2016, pagg. 273-335, Acemoglu, D., Carvalho, V.M., Ozdaglar, A. e Tahbaz-Salehi, A., "The Network Origins of Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, vol. 80, n. 5, settembre 2012, pagg. 1977-2016 e Gabaix, X., "The Granular Origins of Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, vol. 79, n. 3, maggio 2011, pagg. 733-772.

origine a shock avversi negativi dal lato dell'offerta per le imprese che si collocano a valle della catena, riducendo nel contempo la domanda di beni intermedi esteri utilizzati nei processi produttivi domestici (ciò che si definisce canale dell'importazione). La chiusura delle imprese genera anche shock avversi dal lato della domanda per quelle imprese che si collocano a monte del processo produttivo, rispetto alle imprese sottoposte a lockdown in prima battuta. Nella misura in cui i beni intermedi non possono essere sostituiti, l'intera linea di produzione estera è ostacolata e, di conseguenza, gli acquisti di beni intermedi da qualsiasi altro paese diminuiscono in misura proporzionale. L'operatività del canale dell'esportazione fa ulteriormente propagare gli shock iniziali dal lato dell'offerta a valle della catena. Analogamente, la minore domanda di importazioni di beni intermedi esteri produce un effetto negativo non solo sulla produzione degli stessi nelle economie dei paesi partner, ma anche in altri paesi che forniscono input per i medesimi processi. Il canale dell'importazione ha quindi un impatto indiretto su tutte le imprese a monte del processo. Oltre alle interconnessioni nella produzione di beni intermedi, le misure di chiusura riducono anche le esportazioni di prodotti finali, vincolando così le possibilità di consumo e potenzialmente generando risparmi aggiuntivi non preventivati e di natura temporanea.

**Nell'ICIOT gli shock alla domanda finale si trasmettono solo a monte della catena del valore e hanno pertanto un impatto diretto più limitato sui paesi esteri.**

Gli shock avversi dal lato della domanda hanno un effetto negativo diretto sulle importazioni, che genera una riduzione della produzione in altri paesi (a meno che le imprese non le sostituiscano con esportazioni verso altre destinazioni); ciò a sua volta porta a una diminuzione della loro domanda di beni intermedi. Tale processo si potrebbe reiterare più e più volte salendo nella catena del valore. Noi, tuttavia, forniamo un modello che contempla unicamente i primi due passaggi, ossia la riduzione delle importazioni e della produzione estera e lo shock alla domanda di beni intermedi esteri. Ciò serve a tener conto dello scarto temporale necessario per gli adeguamenti della produzione, ma è altresì dovuto al fatto che la portata degli effetti indiretti si riduce a ogni iterazione.

**Per illustrare il meccanismo di trasmissione prendiamo in esame le chiusure dei negozi e, più nello specifico, illustriamo l'esempio di un bar costretto a rimanere chiuso.**

Intuitivamente, se si ipotizza che la fornitura di cibo e servizi di intrattenimento scenda del 10 per cento e che tali servizi corrispondano al 10 per cento del PIL, tali misure avranno un effetto avverso diretto sul PIL pari all'1 per cento. Il bar, però, ridurrà il proprio approvvigionamento di birra, con un impatto sulle entrate dei produttori di birra pari alla quota dei costi totali dei bar. Se ipotizziamo che tale quota sia pari al 20 per cento, di conseguenza si verificherà un'ulteriore contrazione dello 0,2 per cento del PIL. Se si analizza il processo di produzione della birra ancora più a monte si vede che, nel momento in cui la vendita di birra cala, i produttori ordinano e acquistano meno luppolo, in misura proporzionale alla quota di luppolo sui costi totali. Se tale ingrediente corrisponde al 25 per cento dei costi di produzione della birra, il PIL risulterà ulteriormente ridotto dello 0,05 per cento. L'effetto complessivo sul PIL del paese equivarrà al -1,25 per cento se la catena di produzione è completamente interna, mentre l'impatto negativo sarà condiviso a livello internazionale nel caso in cui nella catena di approvvigionamento operino

imprese estere. La nostra analisi degli effetti di propagazione si ferma al luppolo, sebbene contempli tutti i legami economici che il bar e i produttori di birra intrattengono con altri settori ed economie.

#### 4 Ripercussioni nell'area dell'euro delle misure di contenimento adottate dalle cinque maggiori economie

**Il COVID-19 è migrato dalla Cina espandendosi nell'area dell'euro prima di diffondersi nel resto dell'emisfero occidentale, e quindi, al di fuori della Cina, l'Europa è stata la prima ad adottare misure di contenimento<sup>75</sup>.**

Utilizzando i canali di trasmissione sopra illustrati, abbiamo valutato gli effetti di propagazione derivanti da provvedimenti di lockdown, chiusure temporanee, limitazioni alla circolazione e da altre misure di contenimento adottate dall'inizio di marzo 2020 dalle cinque maggiori economie dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi).

**La distribuzione settoriale degli shock alla produzione riflette il previsto impatto differenziale delle misure di contenimento nei vari settori.**

La distribuzione secondo la principale categoria NACE<sup>76</sup> è riportata nella tavola 1. Come previsto, il commercio, i trasporti e i servizi di alloggio e ristorazione sono tra i più colpiti in tutti i paesi, mentre per altri settori, in particolare quello manifatturiero, si riscontrano differenze significative. Gli shock iniziali del PIL aggregato relativi alle cinque maggiori economie dell'area dell'euro nel 2020 corrispondono alle proiezioni per le economie dell'area formulate nell'ambito del BMPE di giugno 2020<sup>77</sup>. Tuttavia, come già menzionato, la dimensione complessiva dello shock non è rilevante ai fini del calcolo della trasmissione dello shock stesso in questo contesto, poiché i risultati possono essere riscaldati proporzionalmente.

---

<sup>75</sup> Inizialmente il COVID-19 ha interessato la Cina prima di arrivare in Europa e diffondersi a livello mondiale fino a diventare una vera e propria pandemia. Il presente articolo studia i suoi effetti nell'area dell'euro, analizzando in particolare il periodo in cui il contagio si è diffuso soprattutto in Europa. Tuttavia, poiché misure per contrastare la pandemia sono state adottate in tutto il mondo, abbiamo effettuato ulteriori analisi per quantificarne l'impatto sull'economia dell'area dell'euro. Da tali analisi emerge che nell'area dell'euro si registrerebbe una contrazione del 2 per cento del PIL nel momento in cui la domanda aggregata pesata per il PIL nel resto del mondo diminuisce del 9,7 per cento. Gli effetti diretti sulle economie dell'area sono il risultato di minori esportazioni di prodotti finali verso il resto del mondo. La produzione nell'area dell'euro si ridimensiona in seguito alle minori esportazioni e si registra anche una contrazione della domanda di beni intermedi da parte dei produttori dell'area, sia dall'interno che dall'esterno della regione. Pertanto, il corretto meccanismo di trasmissione della filiera produttiva si attiva in una seconda fase e contribuisce per circa un quarto alla propagazione dello shock della domanda estera all'interno dell'area dell'euro (0,5 punti percentuali).

<sup>76</sup> La "Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea" (derivante dalla *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne* francese).

<sup>77</sup> Cfr. il 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.

## Tavola 1

Calibrazione degli shock: indici degli shock settoriali alla produzione dovuti alle misure di contenimento in base al principale settore di attività

Settore	Germania	Francia	Italia	Spagna	Paesi Bassi
Agricoltura	25,0	6,2	25,0	15,0	25,0
Industria (esclusi il settore manifatturiero e le costruzioni)	75,0	9,9	75,0	15,0	75,0
Settore manifatturiero	75,0	35,8	75,0	31,3	75,0
Costruzioni	75,0	100,0	75,0	73,1	75,0
Commercio al dettaglio, trasporti, servizi di alloggio e di ristorazione	100,0	64,2	100,0	98,5	100,0
Servizi privati	47,5	22,1	25,0	41,5	51,6
Pubblica amministrazione	25,0	18,5	25,0	-3,0	25,0
Attività artistiche, di intrattenimento, ricreative e altre attività	75,0	70,4	75,0	100,0	75,0

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: lo shock nel settore più fortemente colpito in conseguenza delle misure di contenimento è indicizzato a 100; gli shock negli altri settori sono calcolati come percentuali di quest'ultimo. I servizi privati comprendono diverse attività: informazione e comunicazione, attività finanziarie e assicurative, attività immobiliari e professionali, attività scientifiche, amministrative e tecniche.

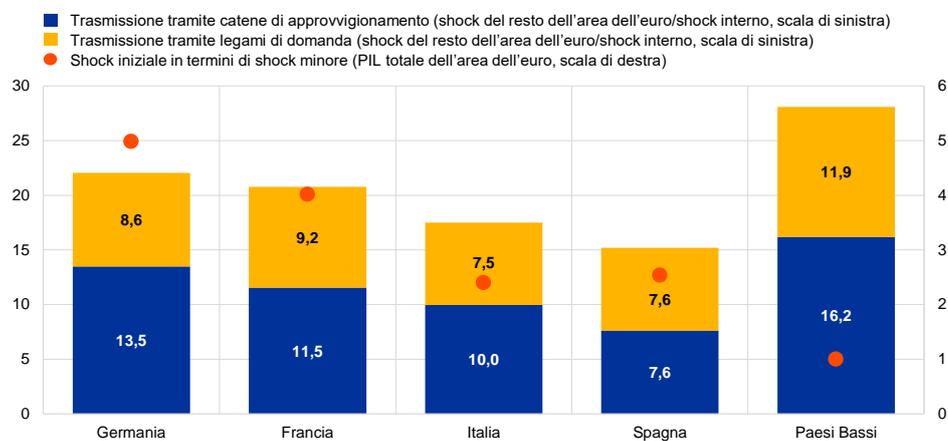
### La trasmissione degli shock domestici delle cinque maggiori economie dell'area dell'euro all'attività aggregata del resto dell'area è molto elevata.

I risultati aggregati sono riportati nel grafico 1. In base all'attuale struttura dei paesi dell'area dell'euro e alle loro interdipendenze, alle ipotesi qui formulate e alla calibrazione per settore sopra descritta, l'impatto di uno shock simile alle misure di contrasto al COVID-19 applicato alle cinque maggiori economie dell'area sarebbe amplificato del 15-28 per cento. Ciò si verifica in due fasi. Dapprima, in tale scenario, una perdita di prodotto interno lordo pari a 100 euro in Germania causa una perdita di 13,50 euro nel resto dell'area attraverso le catene di approvvigionamento (cfr. gli istogrammi blu nel grafico 1). La perdita di prodotto determina una riduzione del reddito se lo shock originario non viene contrastato da misure di politica economica. Successivamente, lo shock del reddito innesca un identico shock dal lato della domanda che è distribuito in maniera omogenea tra le componenti della spesa e la produzione interna ed estera, determinando una contrazione del PIL dell'area dell'euro pari a ulteriori 8,60 euro (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 1). La principale conclusione del presente esercizio è che il grado di interconnessione influenza l'amplificazione degli shock iniziali.

## Grafico 1

### La trasmissione degli shock di un singolo paese alle cinque maggiori economie dell'area dell'euro tramite legami di offerta e di domanda

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



Fonti: WIOD, base dati input-output multiregionali (MRIO) della Asian Development Bank (ADB) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli shock sono indicizzati al minore degli shock in termini di PIL dell'area dell'euro (Paesi Bassi), che è fissato a 1; gli altri shock aggregati sono multipli di quest'ultimo. Ad esempio, lo shock iniziale relativo alla Germania assume il valore cinque perché il paese ha un peso di cinque volte maggiore nel PIL dell'area dell'euro.

**Il commercio estero dell'area dell'euro si riduce in misura maggiore rispetto all'attività aggregata e le misure di lockdown portano a ridimensionamenti delle CGV.** Il riquadro "Il calo dell'attività manifatturiera e dei servizi nell'area dell'euro: shock esterni e interni", pubblicato nel numero di aprile di questo Bollettino esamina la rete di produzione regionale dell'area dell'euro, concentrandosi su come è evoluta a partire dalla crisi finanziaria internazionale.

### **Gli shock provocati dal COVID-19 hanno causato un peggioramento della posizione commerciale netta degli Stati membri dell'area dell'euro.**

Il commercio netto ha subito una contrazione in tutte le cinque maggiori economie dell'area dell'euro, contribuendo in misura notevole a trasmettere al PIL lo shock iniziale interno. Si rileva che il peggioramento è più forte per i paesi più aperti, per quelli con ingenti avanzi commerciali e per le economie (Paesi Bassi e Germania) che più interagiscono con quelle interessate dagli shock. In base ai dati mensili sull'interscambio relativi ad aprile e maggio, le indicazioni parziali sulle variazioni del saldo commerciale dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020 sostengono l'ipotesi di un peggioramento della posizione sull'estero dell'area dell'euro.

## Tavola 2

### Paesi e settori più colpiti dagli shock nell'area dell'euro

Paese colpito da shock	Shock alla produzione: paesi più colpiti e effetto relativo rispetto alla media del resto dell'area dell'euro	Shock della domanda finale: paesi più colpiti e effetto relativo rispetto alla media del resto dell'area dell'euro	Shock alla produzione: settori più colpiti e effetto relativo rispetto alla media del resto dell'area dell'euro	Shock della domanda finale: settori più colpiti e effetto relativo rispetto alla media del resto dell'area dell'euro
<b>Germania</b>	NL (5,5), LU (4,1), BE (3,3)	LU (4,7), NL (3,6), SK (3,2)	Coke, Prodotti petroliferi, Carburante (2,8), Produzione di attrezzature per i trasporti (2,4), Attrezzature elettriche e ottiche (2,2)	Coke, Prodotti petroliferi, Carburante (2,4), Prodotti in legno (1,0), Minerali non metallici (1,0)
<b>Francia</b>	BE (3,4), LU (3,3), NL (1,9)	LU (2,9), BE (2,8), NL (1,7)	Costruzioni (3,5), Trasporto aereo (2,8), Commercio al dettaglio (2,0)	Coke, Prodotti petroliferi, Carburante (1,5), Costruzioni (1,1), Alimentari e bevande, Tabacchi (1,1)
<b>Italia</b>	SI (5,0), LU (4,0), MT (3,9)	LU (4,8), MT (3,7), SI (3,0)	Prodotti in pelle e calzature (4,3), Prodotti tessili (3,7), Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro (3,4)	Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro (2,7), Coke, Prodotti petroliferi, Carburante (1,8), Industria mineraria ed estrattiva (1,3)
<b>Spagna</b>	PT (4,9), FR (1,8), NL (1,1)	PT (3,4), LU (1,6), IE (1,3)	Alberghi e ristoranti (5,2), Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro (4,0), Trasporto aereo (3,1)	Coke, Prodotti petroliferi, Carburante (2,4), Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro (2,0), Alberghi e ristoranti (1,9)
<b>Paesi Bassi</b>	BE (7,3), IE (6,7), LU (6,5)	BE (3,9), LU (3,5), IE (2,5)	Industria mineraria ed estrattiva (4,6), Coke, Prodotti petroliferi, Carburante (3,7), Commercio all'ingrosso (2,8)	Sanità e assistenza sociale (1,0), Coke, Prodotti petroliferi, Carburante (1,0), Intermediazione finanziaria (0,8)

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le cifre tra parentesi indicano i multipli dell'effetto medio, ossia quanto più grande è l'effetto dello shock sul rispettivo paese o settore rispetto all'effetto medio sull'area dell'euro escluso il paese (i paesi) colpito da shock o rispetto all'effetto medio sull'area dell'euro (settori).

## Riquadro 2

### La rete di produzione regionale dell'area dell'euro

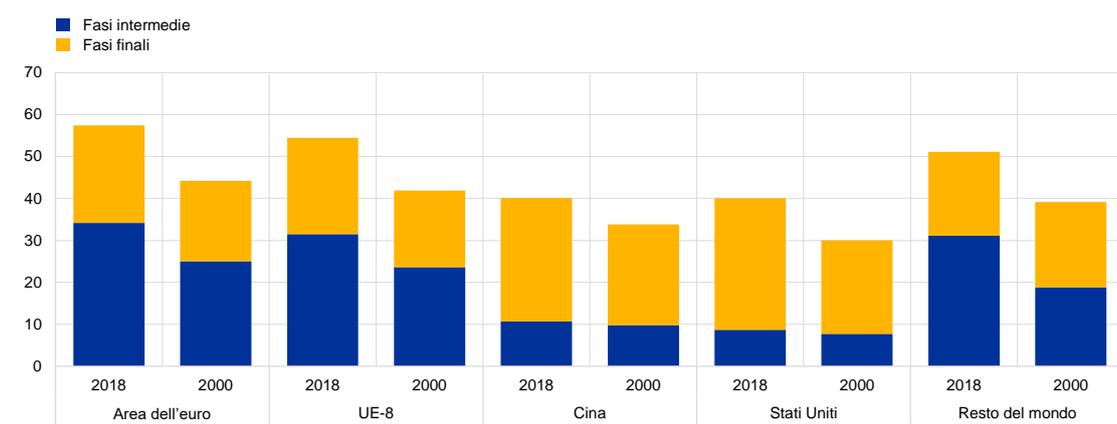
L'area dell'euro è un esempio unico di rete di produzione regionale. Le catene globali del valore (CGV) della regione rispecchiano una rete di approvvigionamento complessa con diversi poli, comprendente la produzione, il trasporto e i centri finanziari. In tali reti, i beni intermedi che viaggiano attraverso diverse frontiere costituiscono la gran parte degli interscambi dell'area dell'euro, mentre gli shock si trasmettono in tutta la regione sia a causa dell'indisponibilità di input da un altro paese dell'area (legami a valle), sia per il calo della domanda estera di beni intermedi domestici dovuto alla riduzione della produzione da parte delle aziende nel resto dell'area dell'euro (legami a monte). In tale contesto gli shock di domanda e di offerta si combinano e si rafforzano a vicenda man mano che si propagano tra i vari Stati membri.

Il presente riquadro descrive la rete di produzione dell'area dell'euro e ne analizza l'evoluzione, concentrandosi in particolare sul periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale. Il commercio legato alle CGV all'interno dell'area dell'euro è messo a confronto con il commercio con gli altri principali partner/regioni (le otto economie dell'Unione europea non appartenenti all'area dell'euro, la Cina, gli Stati Uniti e il resto del mondo). L'analisi si avvale di una definizione precisa del commercio legato alle CGV, che effettua una distinzione tra catene globali del valore deboli e forti. In particolare, il commercio relativo alle CGV è definito nella letteratura come la percentuale di esportazioni e importazioni che attraversa almeno due frontiere (relative a tre economie) prima di raggiungere la destinazione finale<sup>78</sup>. Tale definizione è qui ulteriormente suddivisa in commercio relativo a CGV forti e a CGV deboli. Il primo rappresenta la percentuale di beni intermedi esportati e importati che entrano nelle fasi intermedie di produzione nel paese importatore-esportatore (cfr. gli istogrammi blu del grafico A); il secondo si verifica quando l'interscambio di beni e servizi prodotti in una rete globale avviene direttamente con il partner destinatario finale (cfr. gli istogrammi gialli del grafico A). Tali ulteriori definizioni sono fondamentali quando occorre distinguere fra gli scambi all'interno di una rete di produzione e il commercio relativo alle CGV con altre reti di produzione.

## Grafico A

### Esportazioni relative alle CGV per principale partner commerciale/regione dell'area dell'euro

(in percentuale delle esportazioni bilaterali totali)



Fonti: WIOD, base dati input-output multiregionali (MRIO) della Asian Development Bank (ADB) ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: la somma degli istogrammi blu e gialli rappresenta le esportazioni relative alle CGV, cioè la quota di esportazioni totali che attraversa almeno due frontiere prima di raggiungere la destinazione finale. Il grafico scompone il commercio totale legato alle CGV in catene deboli, ossia la percentuale che arriva direttamente all'economia di trasformazione finale (istogrammi gialli) e le esportazioni legate alle catene forti, ossia i beni intermedi trasformati e poi riesportati per successive lavorazioni (istogrammi blu).

La rete di produzione europea rimane il motore dell'attività aggregata nell'area dell'euro. Nel 2018, tre quarti dei beni intermedi esportati dai paesi dell'area all'interno dell'Unione europea sono stati destinati a successiva trasformazione e riesportazione; due terzi sono arrivati in un altro paese dell'area dell'euro. La quota di commercio legato alle CGV in beni intermedi esportati nelle fasi di produzione intermedie (calcolata sul commercio totale all'interno dell'area dell'euro) è pari a tre volte quello con la Cina (33 contro 11 per cento, cfr. gli istogrammi blu nel grafico A) e a quattro volte quello con gli Stati Uniti (8 per cento). In realtà, la maggior parte degli scambi con altre regioni avviene nelle fasi finali della produzione e riguarda i beni intermedi incorporati direttamente nei prodotti finiti (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico A).

<sup>78</sup> Borin A. e Mancini, M., "Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade", World Bank Policy Research Working Paper N. 8804, World Development Report 2020, 4 aprile 2019.

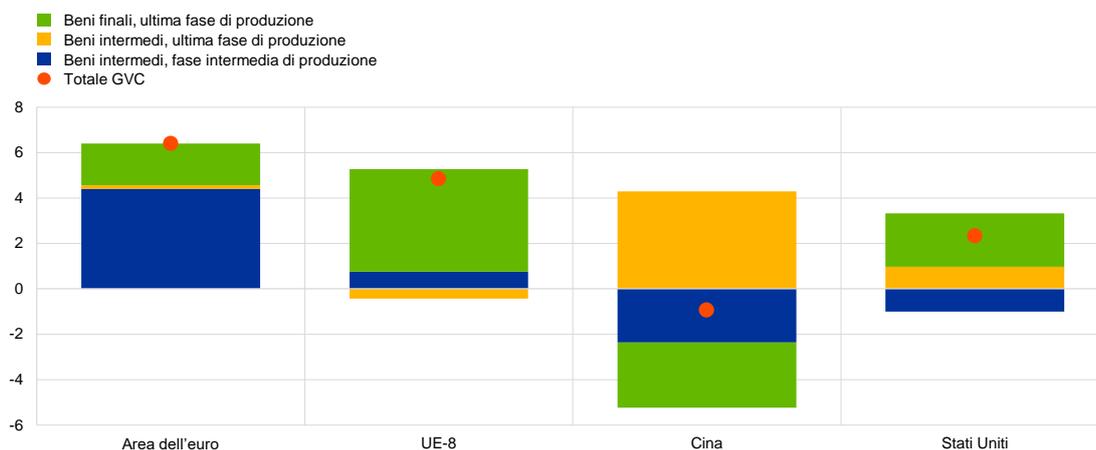
Nell'area dell'euro è continuata l'espansione delle catene di approvvigionamento mentre, sin da prima della crisi finanziaria internazionale, si registrava un calo della percentuale di esportazioni mondiali totali in termini di CGV. Sebbene il rallentamento del commercio su scala mondiale non abbia risparmiato l'interscambio nell'area dell'euro, quest'ultima in realtà dopo la crisi finanziaria mondiale ha rafforzato la sua posizione di preminenza nelle catene globali del valore in confronto ad altre regioni. Più della metà delle esportazioni totali è costituita da prodotti lavorati in diversi paesi, una percentuale assai più elevata rispetto alla Cina e agli Stati Uniti (in entrambi circa il 30 per cento).

A partire dalla crisi finanziaria mondiale l'area dell'euro ha riorganizzato la rete di produzione interna, rafforzando il proprio nucleo regionale ed estendendo la propria influenza sul resto dell'Unione europea<sup>79</sup>. Il grafico B scompone la variazione delle esportazioni relative alle CGV che si è verificata tra il 2008 e il 2018 all'interno dell'area dell'euro e con i suoi principali partner commerciali (Stati Uniti, Cina ed economie dell'UE non appartenenti all'area dell'euro) ed evidenzia le esportazioni relative alle CGV deboli (istogrammi verdi e gialli) e quelle relative alle CGV forti (istogrammi blu). Dal punto di vista dell'area dell'euro, l'accorciamento delle catene del valore a livello mondiale è stato controbilanciato da una ulteriore integrazione all'interno della rete regionale nell'area stessa e con il resto dell'UE (rispettivamente di 6 e quasi 5 punti percentuali, cfr. i punti rossi nel grafico B). Tale progresso contrasta con il declino osservato con la Cina e con il significativo rallentamento con gli Stati Uniti. Inoltre, la parte predominante delle catene di approvvigionamento dell'area dell'euro, quella forte, ha continuato ad espandersi (istogrammi blu nel grafico B), mentre il commercio relativo alle CGV con altre regioni ha riguardato soprattutto i legami deboli (istogrammi verdi e gialli).

## Grafico B

### Variazioni delle esportazioni, catene del valore deboli e forti (2018-2008)

(in percentuale delle esportazioni bilaterali totali)



Fonti: WIOD, base dati input-output multiregionali (MRIO) della Asian Development Bank (ADB) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico scompone le variazioni totali delle esportazioni relative alle CGV (la percentuale degli scambi che attraversano almeno due frontiere prima di raggiungere la destinazione finale, cfr. i punti rossi) tra il 2008 e il 2018 in tre componenti principali: la percentuale consistente nei beni intermedi incorporati nel prodotto finito (istogrammi gialli), quella delle esportazioni di beni finali prodotti in una catena di approvvigionamento (istogrammi verdi) e infine la percentuale di beni intermedi trasformati dall'importatore e riesportati per successive lavorazioni (istogrammi blu).

All'interno dell'area dell'euro l'integrazione è concentrata intorno ad alcune economie (in particolare Germania e Paesi Bassi). Sulla base dei flussi bilaterali di beni intermedi che attraversano almeno

<sup>79</sup> Il resto dell'UE comprende Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Croazia, Ungheria, Polonia, Romania e Svezia.

due frontiere, le cinque maggiori economie dell'area dell'euro sono integrate principalmente con i Paesi Bassi, che rappresentano per l'area dell'euro il punto di consegna e di arrivo delle esportazioni e delle importazioni dal resto del mondo. La Germania è il polo manifatturiero, ma anche l'Italia sembra avere una posizione più centrale rispetto a Francia e Spagna. Altri paesi membri dell'Unione europea condividono una fitta rete di scambi bilaterali legati alle CGV con l'area dell'euro, in particolare con Germania, Austria e Italia.

Il successo delle catene di approvvigionamento regionali dell'area dell'euro dopo la crisi finanziaria mondiale è ascrivibile all'allargamento a est dell'area stessa e ai miglioramenti conseguiti nei paesi colpiti dalla crisi. La presente analisi indica che, nonostante le condizioni meno favorevoli a livello mondiale, le crescenti misure protezionistiche e l'azzeramento della globalizzazione in altre regioni, le reti di approvvigionamento nell'area dell'euro hanno beneficiato della maggiore integrazione dei nuovi Stati membri (Lituania, Slovacchia ed Estonia) con il nucleo dell'area<sup>80</sup>. Non solo tali paesi hanno consolidato la loro posizione nella rete regionale sia come origine che come destinazione di parti e componenti, ma alcuni di essi hanno anche attratto una quota crescente di produzione da altre regioni (Stati Uniti e Cina), incorporandola nei propri processi<sup>81</sup>. Un contributo significativo viene anche da altri paesi quali Spagna, Portogallo e Grecia, che hanno rafforzato la propria partecipazione nelle catene del valore regionali rispetto ai valori precedenti la crisi finanziaria mondiale<sup>82</sup>.

Dal 2008 le importazioni dal resto del mondo di beni intermedi successivamente lavorati nell'area dell'euro sono notevolmente aumentate, in quanto altre economie emergenti hanno incrementato la propria partecipazione alle CGV<sup>83</sup>. Sebbene sia prematuro trarre delle conclusioni, il ruolo del gruppo eterogeneo di paesi che compongono il "resto del mondo" – comprendente esportatori di materie prime e paesi quali Vietnam, Turchia e Filippine – sta diventando sempre più importante in termini di partecipazione alle CGV. Un'interpretazione positiva di tali evidenze dal punto di vista dell'economia mondiale è che le CGV potrebbero non disgregarsi, ma piuttosto modificarsi per

---

<sup>80</sup> Per la Lettonia le evidenze empiriche sono meno forti; il paese ha accresciuto la sua importanza come produttore di beni intermedi, ma non è riuscito ad attrarre al suo interno una maggiore quota di esportazioni riferibili alle CGV.

<sup>81</sup> Dopo la crisi finanziaria internazionale, l'integrazione dell'area dell'euro con gli Stati Uniti è rimasta sostanzialmente stabile. Tuttavia, i dati aggregati non mostrano il declino della Germania come destinazione, poiché compensato da un aumento degli scambi di parti e componenti provenienti dagli Stati Uniti e destinati ai nuovi Stati membri.

<sup>82</sup> L'integrazione relativa alle CGV dell'area dell'euro con altre regioni rimane scarsa. Il 60 per cento delle esportazioni verso la Cina e gli Stati Uniti consiste in produzione domestica per l'assorbimento finale diretto, contro solo il 40 per cento delle esportazioni verso altri Stati membri. Analogamente, quasi il 50 per cento dei beni intermedi esportati verso l'Asia e l'America sono consegnati direttamente alla destinazione finale, che si occupa soltanto della trasformazione in beni finiti e li assorbe a livello nazionale. Quando i beni intermedi provenienti dall'area dell'euro sono oggetto di ulteriori scambi da parte di imprese asiatiche e americane, nella maggior parte dei casi essi sono riesportati all'interno della regione. Cfr. anche Li, X., Meng, B. e Wang, Z., "Recent patterns of global production and GVC participation", *Global Value Chain Development Report 2019: Technological Innovation, Supply Chain Trade, and Workers in a Globalized World*, World Trade Organization, 13 aprile 2017, pagg. 9-43.

<sup>83</sup> L'espansione delle catene di approvvigionamento interne all'area dell'euro non ha comportato una riduzione della sua integrazione commerciale con il resto del mondo. Sebbene inizialmente fossero state penalizzate, le esportazioni e le importazioni dal resto del mondo sono progredite a un ritmo comparabile a quello dell'attività mondiale all'indomani della crisi finanziaria. L'integrazione commerciale con la Cina ha imboccato una nuova strada, poiché la domanda di prodotti dell'area dell'euro è cresciuta costantemente, facendo della Cina una delle principali destinazioni per la produzione delle imprese europee. In effetti, il contenuto domestico delle esportazioni dell'area dell'euro verso la Cina è aumentato dopo la crisi finanziaria mondiale, mentre i beni intermedi, le parti e componenti con diversa destinazione hanno subito un calo. Una possibile interpretazione di tali evidenze è che le imprese dell'area dell'euro si sono progressivamente convertite alla produzione locale, ossia l'interscambio è stato sostituito da investimenti diretti esteri. Nondimeno, il contenuto di produzione cinese delle importazioni dell'area dell'euro non è diminuito, ma è rimasto stabile.

accomodare una serie più ampia di partecipanti, portando così a una rete di produzione internazionale meno concentrata.

---

## 5 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo analizza il modo in cui gli shock avversi nazionali generati dalle misure di contenimento sono trasmessi e amplificati all'interno dell'area dell'euro.** L'interconnessione e l'apertura a livello internazionale di paesi e settori determinano la forza di propagazione degli shock tramite il commercio estero, ma la nostra analisi ha dimostrato che gli effetti di amplificazione e i canali di trasmissione variano a seconda del tipo di shock.

**Gli shock si diffondono ampiamente nell'area dell'euro perché la regione è un tipico esempio di rete di produzione regionale in cui anche i legami relativi alla domanda finale sono molto importanti.** La trasmissione al resto dell'area di uno shock che ha avuto origine in uno dei cinque maggiori Stati membri varia dal 15 al 28 per cento, tenendo conto dei canali di offerta e di domanda. Una risposta comune o coordinata mediante politiche di bilancio mirate può contribuire a prevenire tali effetti di amplificazione. Inoltre, tali effetti devono essere presi in considerazione quando si valuta l'impatto sul PIL in termini reali e sull'inflazione e si stabilisce la risposta di politica monetaria più appropriata.

**La complessa struttura a catena del modello di produzione può essere migliorata.** La cooperazione internazionale potrebbe essere rafforzata al fine di evitare carenze di prodotti essenziali, come medicinali o dispositivi medici, riducendo l'eccessiva concentrazione della produzione di componenti essenziali in singoli stabilimenti e consentendo una maggiore diversificazione geografica. Anche se le economie di scala continueranno a operare a favore della concentrazione della produzione, l'equilibrio dei costi e dei benefici va al di là delle semplici prospettive di breve termine e della convenienza economica. Come messo in evidenza dal COVID-19, anche le considerazioni non economiche relative a situazioni critiche sono fattori di cui tenere conto.

**Al tempo stesso, le reti di produzione possono rappresentare un meccanismo di sicurezza per le imprese partecipanti in tempi di crisi.** Durante una crisi, gli anelli più deboli della rete possono essere soccorsi, fusi o acquisiti e le holding finanziarie di grandi gruppi possono fornire liquidità al fine di evitare strette creditizie. Le difficoltà di finanziamento possono essere mitigate anche ottenendo temporaneamente condizioni di pagamento più favorevoli da parte dei fornitori partecipanti alla rete. Infine, in caso di riduzioni di produzione, le imprese all'interno della rete riceveranno un trattamento preferenziale rispetto a quelle che si collocano al di fuori e saranno le ultime a risentire della carenza di approvvigionamenti di beni intermedi. Tuttavia, la rete di sicurezza contribuisce soprattutto a superare le battute d'arresto temporanee, ma nel medio termine non potrà proteggere le imprese in difficoltà; pertanto, resta dovere dei governi evitare che la pandemia lasci il segno nel lungo periodo.

**L'analisi ha presentato alcune rappresentazioni sintetiche delle nuove tendenze che caratterizzeranno l'interazione di persone ed economie nel futuro.**

Il COVID-19 ha accelerato trasformazioni che erano già in corso. È probabile che il lavoro da remoto, le teleconferenze, il minor numero di riunioni organizzate in luoghi pubblici o nelle sedi di lavoro, la riduzione dell'uso dei trasporti pubblici, un turismo più controllato e una diminuzione degli spostamenti e dei viaggi svolgeranno ancora un ruolo importante per un lungo periodo di tempo. Parallelamente, si stanno verificando cambiamenti significativi nel nostro stile di vita e nel modo in cui trascorriamo il tempo lavorativo e il tempo libero. Probabilmente ciò avrà implicazioni durature per le modalità in cui le economie e i loro sistemi di produzione sono strutturati.

### 3 Gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro e la crisi del COVID-19

a cura di Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich e Kamila Stawińska

#### 1 Introduzione

**Le autorità dell'area dell'euro hanno adottato politiche di natura eccezionale per attenuare le ricadute economiche della pandemia di coronavirus (COVID-19).** In tal senso, la BCE è impegnata a sfruttare appieno il potenziale degli strumenti di politica monetaria di cui dispone nell'ambito del proprio mandato. Al tempo stesso, i governi dell'area dell'euro hanno varato corposi pacchetti di misure di bilancio, che consistono, in particolare, in misure di stimolo fiscale di carattere discrezionale. A fine maggio 2020 tali misure ammontavano, da sole, a circa il 3,25 per cento del PIL a livello dell'intera area dell'euro<sup>84</sup>. Inoltre, i leader a livello europeo hanno concordato un importante piano per la ripresa integrato nel bilancio dell'UE. Una volta attuato tale piano, il bilancio dell'UE risulterà quasi raddoppiato, in via temporanea, fino a circa il 2 per cento del PIL<sup>85</sup>.

**Oltre a queste misure di carattere discrezionale, gli stabilizzatori automatici di bilancio nei paesi dell'area dell'euro svolgono un ruolo importante nell'attenuare lo shock economico causato dalla pandemia.**

Gli stabilizzatori automatici di bilancio sono quegli elementi, integrati nelle entrate e nelle spese pubbliche, che riducono le oscillazioni dell'attività economica senza che siano necessarie azioni discrezionali da parte delle amministrazioni pubbliche. Assieme alle misure di bilancio discrezionali, essi assumono particolare rilevanza in un'unione monetaria come l'UEM, in cui – accanto alla politica monetaria ordinaria – si rendono necessari strumenti che tengono conto degli shock idiosincratici specifici di ciascun paese. In linea di principio, gli stabilizzatori automatici hanno il vantaggio di svolgere un'azione a carattere tempestivo, mirato e temporaneo nella regolazione del ciclo economico. Inoltre non presentano gli stessi inconvenienti delle misure di bilancio discrezionali, come la necessità di misurare il ciclo economico o i ritardi di attuazione.

**Il presente articolo esamina gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro e la rispettiva capacità di assicurare la stabilizzazione dell'economia nella crisi causata dal COVID-19<sup>86</sup>.** Anche se si tratta di un concetto ben consolidato in macroeconomia, in letteratura il termine “stabilizzatori automatici di bilancio” non è utilizzato in modo del tutto coerente e può fare riferimento a concetti alquanto diversi, come illustrato nella sezione 2. Le stime effettuate dal Sistema

<sup>84</sup> Cfr. il riquadro *La crisi COVID-19 e le sue implicazioni per le politiche di bilancio* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

<sup>85</sup> Cfr. le *conclusioni della riunione straordinaria del Consiglio europeo*, Bruxelles, 17-21 luglio 2020.

<sup>86</sup> L'articolo prende spunto anche dai lavori svolti dalle banche centrali nazionali e dalla Banca centrale europea (BCE) nell'ambito del gruppo di lavoro sulla finanza pubblica, che opera in seno al Comitato di politica monetaria.

europeo di banche centrali (SEBC), come spiegato nella sezione 3, indicano che gli stabilizzatori automatici di bilancio sono generalmente di entità rilevante ma variano notevolmente tra i diversi paesi dell'area dell'euro. Il riquadro 1 mostra come tale valutazione sia ampiamente confermata anche da altre stime comparabili. Sebbene vi sia una correlazione, le dimensioni degli stabilizzatori automatici di bilancio dovrebbero considerarsi distinte dalla loro efficacia in termini di impatto sulla riduzione delle oscillazioni dell'attività economica. Durante la crisi provocata dal COVID-19 una serie di fattori può aver limitato l'efficacia degli stabilizzatori automatici nel contribuire alla stabilizzazione macroeconomica (sezione 4). A tale riguardo, il riquadro 2 fornisce una quantificazione ricavata da un modello dell'efficacia degli stabilizzatori automatici a livello dell'area dell'euro in condizioni normali e in circostanze analoghe a quelle della fase di chiusura (lockdown) verificatasi nel corso della crisi del COVID-19. Nel complesso, sia la gravità sia la natura di tale crisi costituiscono un forte argomento a favore di ulteriori misure di bilancio, come deciso e attuato a livello nazionale ed europeo. In tale contesto, l'articolo esamina le proposte per istituire strumenti di bilancio semi-automatici che potrebbero contribuire a un'ulteriore stabilizzazione macroeconomica dell'area dell'euro dal carattere tempestivo, mirato e temporaneo. L'articolo sviluppa inoltre importanti considerazioni sull'efficienza rispetto al ciclo e la necessità di costituire margini di bilancio in periodi di congiuntura economica favorevole (sezione 5). La sezione 6 presenta le conclusioni generali.

## 2 Elementi di stabilizzazione automatica del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche

### **Dinanzi a uno shock recessivo, i governi possono fornire supporto**

**all'economia in diversi modi.** In primo luogo, le amministrazioni possono decidere di adottare misure di politica di bilancio discrezionali. Tra le misure discrezionali figurano normalmente le politiche finalizzate a incrementare la fiducia di famiglie e imprese, e le opportunità di consumo e investimenti. Possono anche includere, tra le altre cose, la riduzione delle aliquote di imposta, sgravi fiscali, programmi di rottamazione delle autovetture e misure di sostegno ai programmi di investimento privati. I governi possono inoltre decidere di fornire garanzie (o altre forme di passività potenziali implicite o esplicite), in forma, ad esempio, di un sostegno di liquidità all'economia, al fine di prevenire gravi turbative dal lato dell'offerta o contagi attraverso i canali finanziari. A un livello meno evidente, accade anche che la maggior parte delle entrate e parte delle spese pubbliche si adeguino automaticamente al ciclo economico, senza che siano necessari interventi specifici da parte del governo. Ancor meno evidente è il fatto che, durante una recessione, i governi contribuiscono implicitamente ad attenuare le ripercussioni degli shock macroeconomici negativi mantenendo gran parte della loro spesa sugli importi previsti da bilancio, anziché ridurla.

**Gli stabilizzatori automatici di bilancio sono quegli elementi integrati nel bilancio delle amministrazioni pubbliche che riducono le oscillazioni dell'attività economica senza la necessità di interventi di carattere discrezionale.** La prima fonte di stabilizzazione automatica risiede in quegli elementi

del bilancio delle amministrazioni pubbliche che reagiscono al ciclo economico. Faremo riferimento a tali componenti del saldo di bilancio come agli elementi ciclici degli stabilizzatori automatici. La seconda fonte consiste nelle componenti del saldo di bilancio non legate al ciclo (che assumono principalmente la forma di spesa pubblica), caratterizzate da un livello di inerzia relativamente elevato e anch'esse capaci di espletare funzioni di stabilizzazione automatica. Faremo riferimento a tali componenti del saldo di bilancio come agli elementi impliciti e non ciclici degli stabilizzatori automatici di bilancio<sup>87</sup>. Sebbene il presente articolo si focalizzi sugli shock recessivi, come quello provocato dalla crisi del COVID-19, in linea di principio gli stabilizzatori di bilancio operano in entrambe le direzioni, assorbendo l'impatto macroeconomico tanto di shock negativi (come le recessioni) quanto di shock positivi (come il surriscaldamento dell'economia). Queste due fonti di stabilizzazione automatica sono esaminate nel dettaglio di seguito.

- **In primo luogo, gli elementi di stabilizzazione automatica sono voci di bilancio sensibili al ciclo economico.** Si tratta di voci che riproducono da vicino gli andamenti delle rispettive basi macroeconomiche – la variabile macroeconomica che determina le entrate e le spese pubbliche, come il numero di disoccupati nel caso dei sussidi di disoccupazione – e reagiscono immediatamente agli shock. Dal lato delle entrate, la riduzione delle entrate fiscali e contributive, unitamente all'aumento dei trasferimenti alle famiglie, rappresentano la fonte di stabilizzazione automatica nota alla maggior parte degli economisti. Tuttavia, tale diminuzione delle entrate può essere ulteriormente scomposta in due elementi: a) il calo proporzionale delle entrate rispetto al PIL dovuto alla riduzione di tasse e contributi per famiglie e imprese, in linea con il rispettivo reddito (una situazione che riduce le oscillazioni economiche rispetto, ad esempio, a uno scenario controfattuale caratterizzato da imposte capitarie o forfettarie)<sup>88</sup>; b) la progressività del regime fiscale che generalmente implica un calo delle entrate maggiore rispetto a quello del PIL, per esempio quando le famiglie vengono riassegnate a uno scaglione di imposta inferiore nel regime basato sul reddito delle persone fisiche. La progressività del regime fiscale è considerato un importante fattore di stabilizzazione della domanda nel caso di shock di reddito negativi, poiché la tassazione sul reddito delle persone fisiche svolge un ruolo di rilievo nel ridurre la volatilità del reddito disponibile<sup>89</sup>. Dal lato delle spese, i sussidi di

---

<sup>87</sup> In letteratura, vi si fa spesso riferimento come alle dimensioni del settore pubblico o all'inerzia di spesa.

<sup>88</sup> L'imposta capitaria è un tributo di importo fisso che viene applicato a ogni singolo individuo, famiglia o altro soggetto contribuente.

<sup>89</sup> È stato riscontrato su un campione di paesi dell'OCSE che il grado di progressività dei regimi fiscali basati sul reddito delle persone fisiche presenta una correlazione negativa con la volatilità del prodotto. L'effetto si somma al ruolo stabilizzante dato dalle dimensioni della spesa pubblica. Cfr. Rieth, M., Checherita-Westphal, C. e Attinasi, M., "Personal income tax progressivity and output volatility: Evidence from OECD countries", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, vol. 49, n. 3, Wiley, Hoboken, 2016, pagg. 968-996.

disoccupazione rappresentano lo stabilizzatore automatico più significativo di questa tipologia<sup>90</sup>.

- **In secondo luogo, il saldo di bilancio esercita un'azione di stabilizzazione implicita anche attraverso gli elementi non legati al ciclo, in particolare dal lato delle spese.** In tempi di congiuntura economica negativa di carattere transitorio, generalmente i governi non riducono i propri livelli di spesa in maniera significativa (ovvero in termini di milioni di euro). Tale inerzia della spesa pubblica contribuisce alla stabilizzazione del prodotto complessivo durante le fasi di rallentamento poiché il grosso della spesa pubblica già approvata – come i salari, i trasferimenti o i consumi intermedi – non reagisce al calo del prodotto. Nello scenario controfattuale, l'amministrazione pubblica ridurrebbe la propria spesa per mantenere invariato il saldo di bilancio in reazione al rallentamento dell'economia. Ciò non implicherebbe una stabilizzazione. Le dimensioni del settore pubblico sono spesso considerate, pertanto, una variabile proxy che determina l'entità degli stabilizzatori automatici di bilancio di un paese. Occorre notare che le dimensioni della spesa pubblica contribuiscono anche a frenare un'economia in surriscaldamento, dato che la spesa pubblica iscritta a bilancio non viene immediatamente incrementata nei momenti di maggior vigore dell'economia. La ricerca dimostra che esiste una correlazione negativa tra le dimensioni del settore pubblico e la volatilità del ciclo economico nelle economie dei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)<sup>91</sup>.

**Il grafico 1 illustra tali elementi stabilizzanti del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche.** I governi forniscono sostegno fiscale all'economia, come rilevabile sostanzialmente a posteriori nella variazione del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL. Tale sostegno fiscale totale fornito attraverso il bilancio può essere scomposto in due categorie principali: le componenti discrezionali e le componenti cicliche del saldo di bilancio (sezioni verdi e blu degli istogrammi, rispettivamente)<sup>92</sup>. Gli elementi non ciclici degli stabilizzatori automatici di bilancio, che esercitano la loro azione stabilizzante a fronte di un calo controfattuale degli investimenti e dei consumi collettivi, non fanno parte della variazione del saldo di bilancio (sezione rossa dell'istogramma).

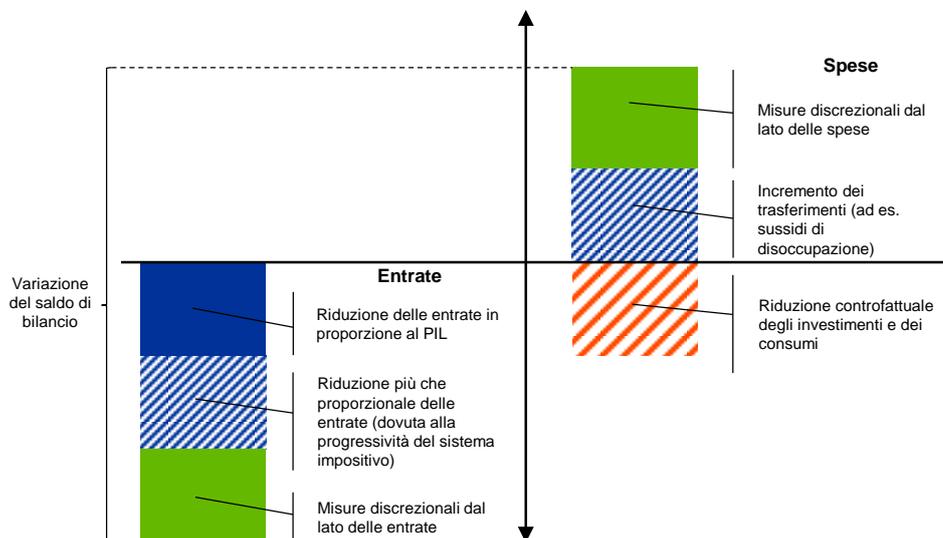
<sup>90</sup> Alcuni autori sostengono che anche la spesa pubblica associata all'invecchiamento e allo stato di salute della popolazione reagisce al ciclo producendo effetti stabilizzanti. Ciò è dovuto, ad esempio, al fatto che durante le fasi di rallentamento ciclico la propensione dei lavoratori più anziani ad aderire a regimi di prepensionamento aumenta. Cfr. Darby, J. e Melitz J., "Social Spending and Automatic Stabilizers in the OECD", *Economic Policy*, vol. 23, n. 56, Oxford University Press, 2008, pagg. 715-756.

<sup>91</sup> Cfr., ad esempio, Gali, J., "Government size and macroeconomic stability", *European Economic Review*, vol. 38, n. 1, 1994, pagg. 117-132, nonché Fatás, A. e Mihov, I., "Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence", *Journal of International Economics*, vol. 55, n. 1, Fontainebleau, 2001, pagg. 3-28.

<sup>92</sup> Più precisamente, la parte della variazione del saldo di bilancio a carattere discrezionale è rilevabile nel saldo primario corretto per il ciclo (o strutturale), o intonazione delle politiche di bilancio, che consiste in misure discrezionali di politica di bilancio e una serie di fattori non collegati a specifiche politiche. La componente ciclica del saldo di bilancio rileva le variazioni all'interno di quest'ultimo associate al ciclo economico. Oltre alla componente discrezionale e ciclica del saldo di bilancio, una ulteriore componente (in parte esogena al bilancio) è rappresentata dalla variazione dei pagamenti per interessi, che costituisce un flusso finanziario tra le amministrazioni pubbliche e altri settori interni o esterni dell'economia. Cfr. Van Riet, A. (a cura di), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2010.

## Grafico 1

Elementi di stabilizzazione nel saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche in reazione a uno shock macroeconomico negativo



Fonte: illustrazione degli autori.

Note: la somma delle sezioni verdi degli istogrammi riflette le misure di politica di bilancio discrezionali. La somma delle sezioni blu corrisponde agli elementi ciclici degli stabilizzatori automatici di bilancio. La sezione di istogramma rossa rappresenta uno scenario controfattuale in cui vengono ridotti gli investimenti e i consumi collettivi durante una fase di rallentamento economico. Le dimensioni degli istogrammi sono indicative.

### Gli stabilizzatori automatici di bilancio sono considerati particolarmente

**efficaci nell'ammortizzare gli shock specifici di ciascun paese.** Come dimostrato durante la crisi del COVID-19, le misure di bilancio discrezionali possono fornire un rapido sostegno in tempi di crisi, favorendo la stabilizzazione delle aspettative.

Le misure discrezionali, tuttavia – in particolare quelle il cui impatto positivo a lungo termine è maggiore, come gli investimenti produttivi delle amministrazioni pubbliche – possono essere attuate solo con ritardo. Inoltre i governi potrebbero avere difficoltà a invertire i picchi di spesa una volta rientrata la crisi. Gli stabilizzatori automatici di bilancio hanno il vantaggio di fornire sostegno fiscale: a) nel momento in cui si verifica il rallentamento dell'economia e senza ritardi (aspetto della "tempestività"), b) ai soggetti che ne hanno più bisogno (aspetto dell'"azione mirata") e c) solo per il tempo necessario (aspetto della "temporaneità").

### Sebbene assicurino benefici dal punto di vista della stabilizzazione macroeconomica, gli stabilizzatori automatici di bilancio potrebbero

**comportare dei costi in termini di efficienza economica.** Come sopra descritto, gli stabilizzatori automatici di bilancio di portata considerevole si associano a entrate e spese pubbliche ingenti, in percentuale del PIL, e a un regime fiscale progressivo. Come emerge in letteratura, dal momento che le imposte alterano, generalmente, le decisioni economiche, un settore pubblico imponente può rappresentare un freno per la crescita (potenziale), specie se accompagnato da un elevato grado di indebitamento. Dalla valutazione degli effetti della struttura impositiva sulla volatilità del prodotto, emergono evidenze che, per elevati livelli complessivi di imposta in rapporto al PIL, ulteriori aumenti del carico fiscale sarebbero destabilizzanti per

l'economia<sup>93</sup>. Inoltre, se gli stabilizzatori automatici sono in grado di ammortizzare gli shock temporanei, la loro efficacia è limitata nel caso di shock duraturi o permanenti<sup>94</sup>. In questi casi, gli stabilizzatori automatici possono comportare un aumento del debito pubblico e mettere a rischio la sostenibilità dei conti pubblici. Per contrastare tali shock permanenti o a lungo termine sono necessari altri tipi di misure e di politiche, in particolare riforme strutturali (anche in ambito di finanza pubblica).

### 3 Stima dell'entità degli stabilizzatori automatici di bilancio nei paesi dell'area dell'euro

**Per stimare l'entità degli stabilizzatori automatici è possibile ricorrere a un approccio microeconomico, macroeconomico o statistico<sup>95</sup>.**

L'approccio microeconomico stima la misura in cui uno shock al reddito di mercato delle famiglie si traduce in una variazione del reddito disponibile, con l'ausilio di microdati relativi ai regimi fiscali e di prestazioni assistenziali. Il metodo macroeconomico prende in considerazione anche gli effetti di retroazione e le risposte comportamentali degli operatori economici, quantificando l'effetto stabilizzante della politica di bilancio sul reddito complessivo. L'approccio statistico, infine, valuta l'effetto della stabilizzazione automatica di un saldo di bilancio in termini di variazioni dell'attività economica. Esso considera non soltanto le proprietà di stabilizzazione in relazione alle dimensioni dell'amministrazione pubblica – misurate in base al rapporto spesa pubblica/PIL – ma anche le imposte dirette pagate dalle famiglie, le imposte indirette e i trasferimenti. Quest'ultimo approccio rileva la componente ciclica del saldo di bilancio (in percentuale del PIL) ed è quello più ampiamente utilizzato per la sorveglianza dei conti pubblici da parte delle istituzioni.

**Questa sezione analizza l'approccio statistico e pertanto stima l'entità degli stabilizzatori automatici di bilancio quali elementi del saldo di bilancio che si adeguano automaticamente al ciclo economico<sup>96</sup>.** L'approccio statistico è in

<sup>93</sup> Per quanto riguarda l'impatto sulla crescita, diversi studi dell'OCSE mettono in evidenza, tra le altre cose, come settori pubblici di dimensioni eccessive – sia dal punto di vista delle imposte che da quello delle spese – tendano a limitare la crescita se non si accompagnano a un'elevata efficienza dell'amministrazione. Cfr., ad esempio, Johansson, A., "Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1346, OECD Publishing, Parigi, 2016. Oltre all'impatto sulla crescita, alcuni studi forniscono evidenze di effetti non lineari delle dimensioni del settore pubblico sulla volatilità del prodotto; vale a dire che gli effetti di stabilizzazione macroeconomica delle amministrazioni pubbliche si attenuano, o addirittura vengono meno, quando le dimensioni del settore pubblico sono molto consistenti. Cfr. ad esempio, Crespo Cuaresma, J., Reitschuler, G. e Silgoner, M., "On the effectiveness and limits of fiscal stabilizers", *Applied Economics*, vol. 43, n. 9, 2009, pagg. 1079-1086.

<sup>94</sup> Cfr. anche la discussione in 't Veld, J., Larch, M. e Vandeweyer, M., "Automatic Fiscal Stabilisers: What they are and what they do", *European Economy – Economic Papers 2008-2015* 452, Commissione europea, Bruxelles, 2012.

<sup>95</sup> Cfr. Mohl, P., Mourre, G. e Stovicek, K., "Automatic fiscal stabilisers in the EU: size and effectiveness", *European Economy Economic Briefs*, documento 045, Commissione europea, Bruxelles, maggio 2019.

<sup>96</sup> È possibile stimare la reazione automatica di un saldo di bilancio utilizzando due diversi approcci: l'approccio aggregato e quello disaggregato. L'approccio aggregato si avvale di una sola misura sintetica di un ciclo economico, ovvero l'output gap, applicandola a tutte le voci di bilancio. Nell'approccio disaggregato gli andamenti ciclici sono identificati separatamente per tutte le componenti del saldo di bilancio. Il metodo aggregato è correntemente utilizzato da tutte le principali istituzioni, incluso il SEBC, per stimare la componente ciclica di un saldo di bilancio.

grado di rilevare entrambi gli elementi di stabilizzazione automatica discussi nella sezione 2. Quando si fa riferimento alle elasticità delle entrate e delle spese cicliche all'output gap, si effettua una stima degli stabilizzatori automatici di bilancio come variazioni delle voci di bilancio cicliche<sup>97</sup>. Se invece l'analisi si sposta sulle elasticità delle entrate e delle spese in rapporto al PIL (il concetto di semi-elasticità<sup>98</sup>), l'approccio statistico determina una stima dell'entità degli stabilizzatori automatici di bilancio che si focalizza principalmente sull'effetto stabilizzante della spesa pubblica inerte e, in misura minore, su altre componenti del saldo di bilancio. Tali componenti reagiscono al ciclo economico in maniera non proporzionale, ad esempio la progressività delle imposte sul reddito fa sì che il gettito fiscale cresca più rapidamente del PIL.

**Il metodo impiegato dal SEBC per stimare la componente ciclica fa riferimento al concetto di semi-elasticità per valutare la reazione del rapporto tra il saldo di bilancio e il PIL alle condizioni cicliche<sup>99</sup>.** In tale approccio, la semi-elasticità del bilancio è misurata come la differenza tra le semi-elasticità delle componenti delle entrate e delle spese. Le semi-elasticità delle categorie di bilancio pertinenti vengono stimate considerando sia la risposta delle singole categorie alla relativa base macroeconomica, sia la reazione di quest'ultima all'output gap<sup>100</sup>. Una delle principali novità del metodo SEBC consiste nell'incorporare la reazione ritardata di un bilancio agli shock macroeconomici. Eventuali ritardi nella raccolta del gettito fiscale e nella risposta delle basi macroeconomiche al ciclo – ad esempio nel caso di reazioni ritardate dei salari al ciclo economico – oltre a produrre una contemporanea variazione del saldo di bilancio in reazione al ciclo economico, contribuiscono a ulteriori adeguamenti negli anni successivi.

**Secondo le stime del SEBC, l'entità degli stabilizzatori automatici nell'area dell'euro, in termini cumulativi e standardizzati, è pari a 0,48 (cfr. il grafico 2), sebbene via sia un'ampia eterogeneità tra i diversi paesi<sup>101,102</sup>.** In generale, nella totalità dei paesi, la gran parte della stabilizzazione automatica viene fornita dalle spese non cicliche, e di conseguenza riflette l'inerzia di spesa. L'entità della stabilizzazione è maggiore nei paesi dell'Europa occidentale, quali Belgio e Francia, mentre è notevolmente minore nei paesi dell'Europa centrale ed orientale, come la Slovacchia e la Lettonia. La maggiore entità degli stabilizzatori automatici di bilancio

<sup>97</sup> Le entrate correlate al ciclo aumentano nei periodi di espansione economica e diminuiscono nei periodi di recessione, mentre per la spesa ciclica è vero il contrario.

<sup>98</sup> La semi-elasticità del bilancio misura la variazione del saldo di bilancio, in percentuale del PIL, a fronte di una variazione dell'output gap pari all'1 per cento.

<sup>99</sup> Bouabdallah, O., Morris, R. e Reiss, L. (a cura di) (di prossima pubblicazione), "Gauging the typical influence of the economic cycle on government finances: New (Eurosystem) methodology" *Working Paper Series*, BCE, Francoforte sul Meno.

<sup>100</sup> La base macroeconomica determina l'entità delle entrate e delle spese dell'amministrazione pubblica. Ad esempio, tutti i beni e i servizi soggetti a tassazione costituiscono una base imponibile. Dal momento che è difficile misurare e prevedere con esattezza tali basi, si utilizzano come basi macroeconomiche alcune variabili proxy; i consumi delle famiglie vengono considerati, ad esempio, una base proxy per il gettito IVA.

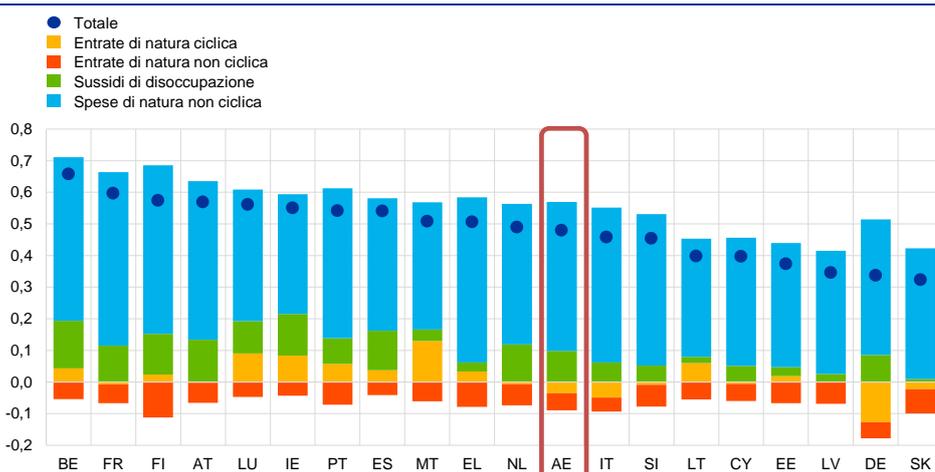
<sup>101</sup> In generale, l'entità degli stabilizzatori automatici viene stimata moltiplicando la semi-elasticità per un valore di output gap. Pertanto, l'entità degli stabilizzatori automatici è proporzionale alle dimensioni di un output gap. Per migliorare la comparabilità dei risultati, si presume un output gap pari all'1 per cento del PIL potenziale in tutti i paesi dell'area dell'euro.

<sup>102</sup> Per semplificare l'analisi e garantire la comparabilità dei risultati, nel presente articolo si fa riferimento alle dimensioni cumulative degli stabilizzatori automatici.

nei paesi dell'Europa occidentale e, in certa misura, dell'Europa meridionale, è riconducibile a tre principali fattori: a) le più ampie dimensioni del settore pubblico; b) la presenza di sistemi previdenziali più generosi; c) la maggiore progressività delle imposte dirette. La generosità dei sussidi di disoccupazione giustifica, in parte, le differenze osservate tra i diversi paesi nel contributo fornito da tale spesa alla semi-elasticità complessiva, che è marginale nei paesi dell'Europa centrale ed orientale e maggiore nel caso del Belgio. Altri aspetti degli stabilizzatori automatici di bilancio sono la progressività dei regimi fiscali e la ciclicità dei contributi previdenziali. Ad esempio, sebbene la progressività dei regimi fiscali sia comparabile tra i diversi paesi, le proprietà stabilizzatrici della tassazione sul reddito delle persone fisiche potrebbero comunque differire per via delle contrattazioni salariali collettive, che possono incrementare la rigidità salariale. La relativa stabilità di salari e occupazione, accanto alla tendenza delle famiglie a distribuire i propri consumi nell'arco del ciclo economico, possono in parte spiegare l'impatto negativo delle entrate cicliche in alcuni paesi, quali Germania e Italia.

## Grafico 2

L'entità degli stabilizzatori automatici di bilancio nei paesi dell'area dell'euro



Fonte: SEBC

Note: l'entità degli stabilizzatori automatici viene stimata moltiplicando la semi-elasticità per un output gap standardizzato pari all'1 per cento del PIL potenziale. Poiché il metodo SEBC incorpora la risposta ritardata di un bilancio a shock macroeconomici e l'effetto ritardato della riscossione dei tributi, gli stabilizzatori automatici illustrati sono espressi in termini cumulativi su un periodo di tre anni ( $T - T+2$ ). La media dell'area dell'euro è calcolata indicativamente come media ponderata delle singole semi-elasticità di tutti i paesi dell'area dell'euro, facendo riferimento al PIL del 2019 in termini nominali.

**Ci si attende che, durante la crisi del COVID-19, gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro assumano entità considerevole, in considerazione delle notevoli dimensioni dello shock.** Si prevede che gli stabilizzatori automatici vadano a rappresentare circa un terzo dell'ampio disavanzo di bilancio del 2020, più precisamente il 2,8 sull'8,5 per cento del PIL. Tale valore sale al 5,2 per cento del PIL, in termini cumulati, per il periodo 2020-2021 (cfr. il grafico 3)<sup>103</sup>. Gli stabilizzatori di bilancio sono costituiti per la maggior parte dell'inerzia della spesa pubblica non ciclica, mentre le entrate riducono l'impatto complessivo. Ciò è dovuto, in parte, all'elasticità dei contributi sociali al prodotto che, inferiore all'unità, più che compensa

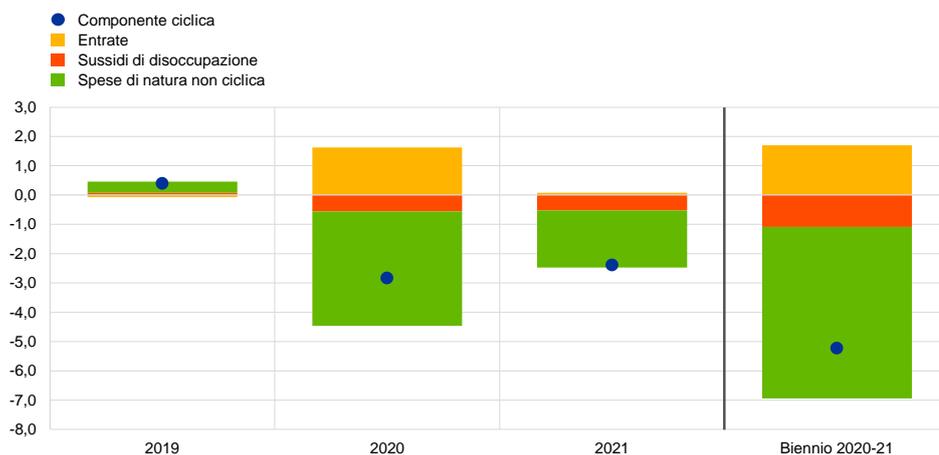
<sup>103</sup> In letteratura, la variazione sui dodici mesi della componente ciclica è utilizzata anche come proxy dell'entità degli stabilizzatori automatici. Cfr., ad esempio, [la panoramica e la valutazione contenute negli Stability & Convergence Programmes della Commissione europea](#).

l'effetto stabilizzante della progressività della tassazione sul reddito nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.

### Grafico 3

L'entità attesa degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro durante la crisi del COVID-19

(percentuale del PIL potenziale)



Fonte: Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020.

Note: il metodo SEBC della stima delle semi-elasticità incorpora la risposta ritardata di un bilancio agli shock macroeconomici e l'effetto ritardato della riscossione dei tributi. L'output gap ipotizzato nelle proiezioni, pertanto, non può essere ricavato a partire dai valori presentati nei grafici 2 e 3.

### In seguito a una grave recessione economica, la precisione della stima dell'entità degli stabilizzatori automatici dovrebbe essere valutata con attenzione.

In primo luogo, la stima della componente ciclica si basa su una sola misura sintetica del ciclo economico – l'output gap – che è caratterizzata da incertezza, soprattutto nelle stime in tempo reale<sup>104</sup>. In secondo luogo, la natura dello shock iniziale può provocare reazioni differenti alle principali basi macroeconomiche rilevanti per il gettito fiscale. Infine, dal momento che la stima delle semi-elasticità si basa su dati relativi al passato, essa riflette la reazione tipica del bilancio delle amministrazioni pubbliche alle oscillazioni cicliche dell'economia. Nella crisi corrente, la natura insolita dello shock iniziale, le sue dimensioni e le sue implicazioni per le diverse variabili macroeconomiche invitano alla prudenza nello stimare l'entità degli stabilizzatori automatici.

## Riquadro 1

### Confronto tra le stime degli stabilizzatori automatici di bilancio

a cura di Carolin Nerlich e Kamila Sławińska

La letteratura offre stime alquanto diverse dell'entità degli stabilizzatori automatici per l'area dell'euro. Il presente riquadro confronta le stime del SEBC con quelle di altri studi, relative tanto all'aggregato dell'area dell'euro quanto ai suoi paesi. I risultati sono successivamente valutati sia

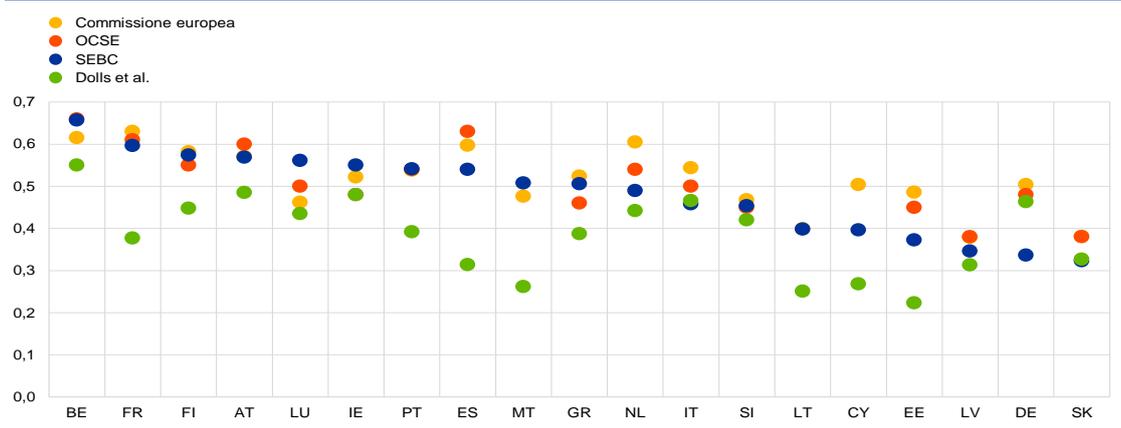
<sup>104</sup> Cfr, ad esempio, Grigori, F., Herman, A., Swiston, A. e Di Bella, G., "Output gap uncertainty and real-time monetary policy", *Russian Journal of Economics*, vol. 1, n. 4, Mosca, 2015.

considerando le stime degli stabilizzatori automatici di bilancio degli Stati Uniti sia richiamando brevemente le differenze relative agli assetti istituzionali del paese.

Per l'aggregato dell'area dell'euro le stime degli stabilizzatori automatici di bilancio variano tra i diversi studi. Tale eterogeneità deriva: a) da differenze negli approcci al processo di stima; b) dall'origine degli stabilizzatori automatici di bilancio, come illustrato nel capitolo 2; c) dall'orizzonte temporale considerato. La stima della Commissione europea per l'area dell'euro è pari a 0,56<sup>105</sup>, più elevata delle stime del SEBC e dell'OCSE (0,48 e 0,54 rispettivamente)<sup>106</sup>. Le tre istituzioni utilizzano tutte il medesimo concetto di misurazione (ovvero, le semi-elasticità). I risultati, tuttavia, potrebbero non essere pienamente comparabili per effetto delle risposte ritardate incluse nel metodo del SEBC. Per contro, le stime degli stabilizzatori automatici ricavate da Dolls et al. (basate su un approccio di microsimulazione) risultano inferiori<sup>107</sup>. In tale studio l'entità dello stabilizzatore automatico è ottenuta stimando la risposta del reddito disponibile delle famiglie a seguito di uno shock del reddito di mercato e di uno shock della disoccupazione. Per l'area dell'euro, i risultati relativi al coefficiente di stabilizzazione del reddito sono pari, rispettivamente, a 0,38 e a 0,42.

## Grafico A

Entità degli stabilizzatori automatici di bilancio nei paesi dell'area dell'euro



Fonti: SEBC, Commissione europea, OCSE e Dolls et al.

Note: il grafico mostra l'entità degli stabilizzatori automatici ottenuta con le diverse metodologie, dato un output gap pari all'1 per cento del prodotto potenziale. Per Dolls et al. (cfr. *Fiscal Consolidation and Automatic Stabilization: New Results*, op. cit.) si assume uno shock del 5 per cento del reddito e sono mostrati solo i risultati dello shock al reddito. Le stime del SEBC qui riportate includono l'impatto ritardato. I paesi nel grafico sono ordinati secondo l'entità delle rispettive stime basate sul metodo del SEBC.

Guardando ai membri dell'area dell'euro, le stime degli stabilizzatori automatici di bilancio variano notevolmente tra paesi e studi. L'entità stimata dal SEBC è compresa tra lo 0,66 del Belgio e lo 0,35 circa della Slovacchia (cfr. il grafico A). Rispetto a tali dati, le stime elaborate dalla Commissione europea sono più elevate per la maggior parte dei paesi, in modo particolare per Germania, Estonia, Cipro e Paesi Bassi, ma significativamente inferiori per il Lussemburgo.

<sup>105</sup> Cfr. Mourre, G., Poissonnier, A. e Lauegger, M., "The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis", *European Economy Discussion Papers*, n. 098, Commissione europea, Lussemburgo, 2019. La stima relativa all'area dell'euro corrisponde alla somma ponderata delle stime nazionali.

<sup>106</sup> Cfr. Price, R., Dang, T. e Guillemette, Y., "Adjusting fiscal balances for the business cycle: New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1174, OECD Publishing, Parigi, 2014. L'aggregato dell'area dell'euro è calcolato come media ponderata e corretto per i valori mancanti di Cipro, Lituania e Malta.

<sup>107</sup> Cfr. Dolls, M., Fuest, C., Peichl, A. e Wittneben, C., "Fiscal Consolidation and Automatic Stabilization: New Results", *CESifo Working Papers*, n. 8021, CESifo, Monaco di Baviera, 2019.

Analogamente, le stime dell'OCSE sono in prevalenza superiori rispetto a quelle del SEBC, soprattutto in Germania, Estonia e Spagna.

Nel confronto con i paesi dell'area dell'euro, le stime degli stabilizzatori automatici di bilancio relative agli Stati Uniti sembrano essere molto più contenute, indicando, per la maggior parte, un'entità compresa tra circa 0,3 e 0,4<sup>108</sup>. L'entità più ridotta degli stabilizzatori automatici negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro discende, in particolare, dalle minori dimensioni del settore pubblico, da una struttura delle imposte sul reddito delle persone fisiche meno progressiva e da un sistema di prestazioni assistenziali meno generoso. Si stima, pertanto, che l'effetto di stabilizzazione del reddito conseguente, ad esempio, a uno shock della disoccupazione sia notevolmente inferiore negli Stati Uniti che nell'area dell'euro<sup>109</sup>. Negli Stati Uniti, inoltre, gli stabilizzatori automatici potrebbero essere meno efficaci a causa dei rigidi quadri di riferimento per le politiche di bilancio, inclusi i requisiti sul pareggio di bilancio, in vigore nella maggior parte degli Stati del paese<sup>110</sup>. Si è rilevato che, di fatto, tali norme sul pareggio di bilancio reagiscono in maniera prociclica, compensando quindi ampiamente l'effetto di stabilizzazione a livello federale<sup>111</sup>.

#### 4 Efficacia degli stabilizzatori automatici di bilancio per la stabilizzazione macroeconomica

**Gli stabilizzatori automatici di bilancio si traducono in genere in un'efficace attenuazione delle oscillazioni dell'economia attraverso la stabilizzazione della domanda aggregata.** L'entità dell'effetto che tali stabilizzatori automatici di bilancio hanno sulla domanda dipende dal comportamento degli operatori economici. La propensione al consumo delle famiglie svolge un ruolo importante. Se e come le persone adattino il proprio consumo alle oscillazioni del proprio reddito disponibile dipende da quante famiglie presentano difficoltà di liquidità e di accesso al credito. Solo le famiglie che si trovano a fronteggiare difficoltà di accesso al mercato del credito riducono la propria spesa individuale a seguito di una temporanea diminuzione del reddito, che non incide, invece, sulle abitudini di consumo delle famiglie non interessate da vincoli di liquidità.

**Le simulazioni basate sui modelli per l'area dell'euro suggeriscono che gli stabilizzatori automatici di bilancio attenuano uno shock standard del PIL dal**

<sup>108</sup> Il Congressional Budget Office statunitense stima che dal 1970 lo stabilizzatore automatico nel paese è pari, in media, allo 0,3 per cento del PIL potenziale. Cfr. Russek, F. e Kowalewski, K., "How CBO Estimates Automatic Stabilizers", *Working Paper Series*, n. 7, Congressional Budget Office, Washington, DC, 2015. Gli studi di Dolls et al. pervengono a risultati analoghi per la stabilizzazione dello shock del reddito negli Stati Uniti. Cfr. Dolls, M., Fuest, C., Kock, J., Peichl, A., Wehrhöffer, N. e Witneben, C., "Automatic stabilizers in the Eurozone: analysis of their effectiveness at the member states and euro area level and in international comparison", ZEW *Abschlussbericht zu Forschungsvorhaben fe 5/14*, 2014; Dolls, M., Fuest, C., Kock, J. e Peichl, A., "Automatic stabilizers and economic crisis: US vs Europe", *Journal of Public Economics*, 96, 2012. In contrasto con la maggior parte delle stime relative agli Stati Uniti, le ultime stime dell'OCSE (cfr. Price et al., op. cit.) si distinguono poiché indicano una revisione al rialzo della stima dello 0,5 per cento del PIL.

<sup>109</sup> Cfr. Dolls et al., op. cit.

<sup>110</sup> Per un confronto tra quadri di riferimento per le politiche di bilancio a livello subnazionale, cfr. l'articolo *Le regole di bilancio nell'area dell'euro e gli insegnamenti acquisiti nell'ambito di altre unioni monetarie* nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

<sup>111</sup> Cfr. Lee, V. e L. Sheiner, L., "What are automatic stabilisers?", *The Hutchins Center Explains Series*, Brookings Institution, Washington, DC, luglio 2019.

**10 al 30 per cento circa (cfr. il riquadro 2).** Ciò significa che il valore aggregato degli stabilizzatori automatici di bilancio per l'area dell'euro, pari a 0,48, comporta l'attenuazione di uno shock standard all'economia compresa tra il 10 e il 30 per cento. I valori limite di questo intervallo di stime sono determinati, in primo luogo, dagli elementi di stabilizzazione automatica di bilancio che vengono inclusi nell'analisi. L'inclusione dei soli elementi ciclici di stabilizzazione automatica riduce significativamente la stabilizzazione macroeconomica rispetto a un'analisi che comprenda anche i (più ampi) elementi non ciclici. Anche la natura strettamente connessa allo stato delle variabili economiche è fonte di incertezze di modellizzazione. Per esempio, la quota di famiglie con vincoli di liquidità non è indipendente dallo stato dell'economia e potrebbe aumentare durante una crisi.

**La maggior parte delle stime dell'effetto di regolazione del prodotto derivante dagli stabilizzatori automatici di bilancio nelle economie avanzate è compresa nell'intervallo descritto in questo articolo.** Le stime dipendono dall'origine dello shock iniziale (ad esempio domanda esterna o interna). In generale, uno shock indotto dalle esportazioni è caratterizzato da un minore gettito fiscale e, di conseguenza, viene stabilizzato in misura inferiore dal bilancio stesso, come si evince da molti modelli. Gli stabilizzatori automatici tendono ad assorbire molto meglio uno shock dei consumi privati rispetto a uno shock degli investimenti privati e delle esportazioni<sup>112</sup>. Le stime dipendono anche dalle elasticità di bilancio specifiche del modello (reazione delle componenti di bilancio a basi macroeconomiche) e dai moltiplicatori di bilancio intrinseci (reazione del prodotto a uno shock di bilancio)<sup>113</sup>. Non da ultimo, le stime dipendono anche dalla definizione di stabilizzatori automatici di bilancio adottata (che determina lo scenario controfattuale in assenza di stabilizzatori). In base alla visione ciclica degli stabilizzatori automatici di bilancio, in cui le imposte e i trasferimenti alle famiglie svolgono il ruolo di stabilizzatori, il grado di attenuazione delle oscillazioni del prodotto, dopo lo shock, varia all'incirca tra il 9 e il 17 per cento. Se si considerano gli stabilizzatori automatici di bilancio da una prospettiva che tenga conto delle dimensioni del settore pubblico, nell'ipotesi che il ruolo stabilizzante si abbia soprattutto dal lato delle spese, il grado di stabilizzazione del prodotto va dal 25 al 27 per cento circa<sup>114</sup>.

**L'efficacia degli stabilizzatori automatici di bilancio dipende dalla natura dello shock economico.** La contrazione determinata dalla crisi del COVID-19 non è solo

<sup>112</sup> Cfr., per esempio, Tödter, K-H e Scharnagl, M., "How effective are automatic stabilisers? Theory and empirical results for Germany and other OECD countries", *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, n. 2004, 21, Deutsche Bundesbank. Gli autori impiegano il modello BbKM della Deutsche Bundesbank da cui risulta che la capacità di regolazione per la Germania sia al massimo del 26 per cento per uno shock dei consumi privati, del 15 per cento per uno shock degli investimenti e del 13 per cento per uno shock delle esportazioni. Con le stesse premesse, impiegando il modello QUEST, si ottiene un effetto di regolazione massimo rispettivamente del 24, 13 e 14 per cento.

<sup>113</sup> Per quanto riguarda i moltiplicatori di bilancio (direttamente pertinenti nel contesto delle misure discrezionali), la maggior parte delle stime basate sui modelli per uno shock di bilancio temporaneo di un anno senza accomodamento di politica monetaria si mantengono intorno a 1 per le voci di spesa come i consumi e gli investimenti delle amministrazioni pubbliche e sono molto inferiori, tra 0,2 e 0,4, per trasferimenti generali e imposte (dirette e indirette).

<sup>114</sup> Per l'area dell'euro, con due analisi del 2002 e del 2017 che impiegano il modello QUEST si ottengono stime della regolazione del prodotto comprese tra il 13 e il 17 per cento per il primo parametro e tra il 26 e il 27 per cento per il secondo. Da ciò si conclude che l'attenuazione delle oscillazioni cicliche dovuta all'inerzia delle spese discrezionali supera ampiamente l'effetto di regolazione del gettito fiscale. Cfr. 't Veld, J. et al., op. cit., e il documento della Commissione europea "Automatic stabilisers in the euro area: A model-based assessment", *European Economic Forecast – Autumn 2017*, pagg. 65-68.

più veloce e più ampia di quella osservata durante la grande crisi finanziaria, ma anche di natura differente rispetto al passato. Storicamente le recessioni sono il risultato di squilibri economici e finanziari, la cui correzione comporta una diminuzione della domanda economica aggregata a causa di adeguamenti in termini di prezzi e redditi e a causa dell'incertezza che pervade l'economia. In questo contesto, stabilizzare i redditi delle famiglie attraverso i regimi fiscali e di prestazioni assistenziali in particolare può contribuire a sostenere la domanda. Per contro, la crisi causata dal COVID-19 è in gran parte uno shock esogeno con gravi ripercussioni economiche non solo sulla domanda ma anche sull'offerta. Nella prima fase della crisi i governi hanno introdotto restrizioni rigide alle attività sociali ed economiche per contenere la diffusione del virus, con conseguenti forti vincoli sul lato dell'offerta. Per esempio, la chiusura dei confini ha interrotto le catene di approvvigionamento mondiali, quella delle fabbriche ha esaurito le scorte di prodotti e il lockdown ha ridimensionato il commercio al dettaglio presso esercizi commerciali. Di conseguenza, la stabilizzazione del reddito, sostenuta sia dagli stabilizzatori automatici che dalle misure discrezionali adottate dai governi, non si è tradotta in una stabilizzazione dei consumi e degli investimenti nella misura in cui era accaduto in recessioni passate, comportando, invece, un aumento temporaneo del tasso di risparmio del settore privato. Per esempio, la stabilizzazione dei consumi delle famiglie è stata ostacolata temporaneamente dal fatto che anche le famiglie con vincoli di liquidità sono state costrette a modificare i propri comportamenti di consumo e ad aumentare i loro tassi di risparmio. Allo stesso tempo, i governi di alcuni paesi hanno dovuto sospendere i propri investimenti a causa, tra l'altro, delle restrizioni imposte alla circolazione delle persone.

**Con l'allentamento delle misure di lockdown nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, gli stabilizzatori automatici di bilancio dovrebbero recuperare la loro normale efficacia.**

Da un lato, con l'allentamento delle condizioni dell'offerta e delle misure restrittive ci si attende che le famiglie consumino quanto sono state costrette a risparmiare durante il lockdown e che ci sia anche una ripresa degli investimenti di privati e delle amministrazioni pubbliche che potrebbero aver registrato una flessione in quella fase. D'altro canto, anche se il risparmio a fini precauzionali connesso alla grande incertezza provocata dalla crisi potrebbe protrarsi più a lungo, la presenza di stabilizzatori automatici di bilancio (e di altre misure di sostegno adottate dai governi) dovrebbe attenuare tali effetti.

**Occorre notare che la crisi legata al COVID-19 potrebbe lasciare un segno duraturo sull'entità degli stabilizzatori di bilancio.**

Le basi imponibili e i profili di spesa potrebbero essersi modificati in risposta alla struttura dell'economia o nell'ambito del sistema previdenziale. Per esempio, in molti paesi la crisi del COVID-19 potrebbe rappresentare un catalizzatore per una più rapida digitalizzazione, con conseguenti variazioni nella struttura occupazionale dell'economia. Alcune delle misure adottate dai governi – come i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro – potrebbero restare in vigore dopo la crisi, con un effetto positivo a lungo termine sull'efficacia degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'economia.

## Riquadro 2

### Simulazione dell'efficacia degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro

a cura di Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler, Georg Müller

Il presente riquadro valuta, con l'ausilio di modelli macroeconomici, l'efficacia degli stabilizzatori automatici nel contenere le oscillazioni del prodotto. Le simulazioni sono condotte mediante due serie di modelli regolarmente utilizzate nell'ambito degli esercizi di previsione condotti dall'Eurosistema: il nuovo modello della BCE a più paesi (New Multi-Country Model, NMCM)<sup>115</sup> e le elasticità del modello base (Basic Model Elasticities, BMEs), una piattaforma incentrata sui modelli macroeconomici delle banche centrali nazionali. Tali simulazioni stilizzate si concentrano sugli effetti di limitazione delle variazioni del PIL in termini reali, al livello dell'area dell'euro, prodotti dagli stabilizzatori automatici stimati nella sezione 3. Nelle simulazioni si tenta inoltre di ricreare le caratteristiche della crisi indotta dal COVID-19 legate agli effetti delle misure di lockdown che potrebbero ridurre l'efficacia degli stabilizzatori automatici.

Il presente riquadro utilizza le semi-elasticità presentate nella sezione 3: ipotizzando uno shock standardizzato negativo del PIL (all'apertura dell'output gap di un punto percentuale nell'anno T), si stima che il rapporto tra saldo di bilancio e PIL dell'area dell'euro diminuisca cumulativamente di 0,48 punti percentuali in tre anni (da T a T+2, cfr. il grafico 2), dei quali 0,35 nell'anno dello shock (T). Ci si sofferma sugli effetti di contenimento delle oscillazioni del prodotto al momento dell'impatto (T), che sono i più rilevanti per entità dato il carattere temporaneo degli stabilizzatori<sup>116</sup>. Per quanto attiene al metodo di modellizzazione, gli shock di bilancio sono costruiti sulla base delle semi-elasticità precedentemente descritte e della loro disaggregazione per componenti (quelle che incidono direttamente sulla domanda) e successivamente inseriti nei modelli macroeconomici per valutare l'effetto sul prodotto.

Seguendo la letteratura elaborata sulla base di modelli, il grado di stabilizzazione automatica è valutato in relazione a scenari di riferimento privi di stabilizzatori automatici. Il grafico A mostra i risultati relativi a due scenari, che riflettono i due aspetti principali degli stabilizzatori automatici di bilancio trattati nella sezione 2, e la loro media (considerata come proxy complessiva della stabilizzazione del prodotto).

- Lo scenario 1 riflette l'aspetto anticiclico degli stabilizzatori automatici (variazioni del saldo di bilancio in *livelli*), tenendo conto di quelle componenti del bilancio sensibili al ciclo, quali variazioni delle imposte e dei sussidi di disoccupazione. Nella costruzione di tale scenario, gli strumenti di bilancio ricalcano gli shock all'aliquota fiscale sui redditi da lavoro, a quella sui consumi e ai trasferimenti pubblici alle famiglie<sup>117</sup>.

<sup>115</sup> Cfr. Dieppe, A., Gonzalez Pandiella, A., Hall, S. e Willman, A., "Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model", *Economic Modelling*, vol. 33, n. C, Elsevier, Paesi Bassi, 2013, pagg. 808-825.

<sup>116</sup> Dal lato delle entrate, nella simulazione vengono considerati anche gli effetti ritardati nei periodi T+1 e T+2.

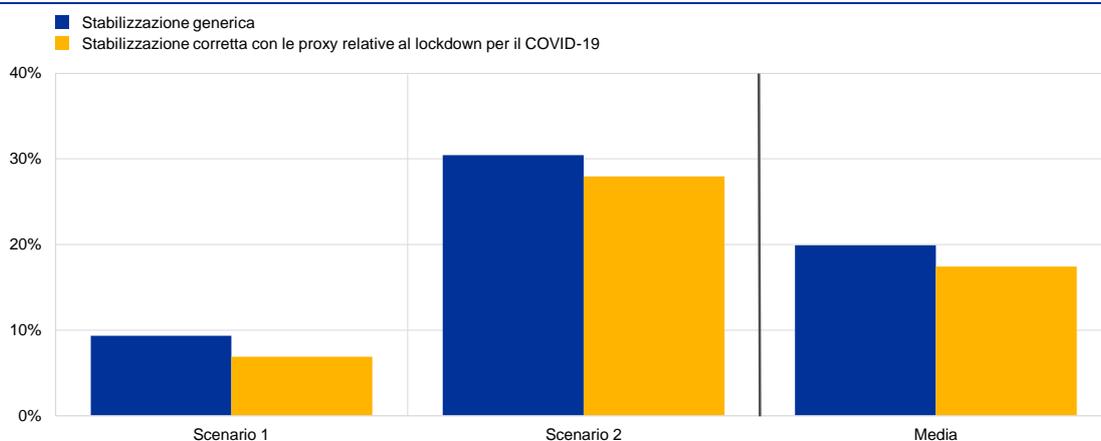
<sup>117</sup> La correzione delle semi-elasticità discusse nella sezione 3 al fine di misurare le elasticità dei livelli di entrate e spese anziché le elasticità dei loro rapporti con il PIL produce un deterioramento stimato del saldo di bilancio, nell'anno T, pari a 0,33 punti percentuali.

- Lo scenario 2 riflette l'aspetto degli stabilizzatori automatici legato alle dimensioni del settore pubblico/all'inerzia della spesa (variazioni del saldo di bilancio nei *rapporti con il PIL*). Nella costruzione di tale scenario, gli shock sono attuati come variazioni di consumi, investimenti e trasferimenti pubblici (diversi dai sussidi di disoccupazione) secondo le rispettive quote di bilancio.

Il contributo degli stabilizzatori automatici di bilancio all'attenuazione dell'impatto sul prodotto è calcolato come l'effetto sul PIL in termini reali in questi due scenari rispetto allo shock standardizzato iniziale<sup>118</sup>.

## Grafico A

Contenimento delle oscillazioni del prodotto operato dagli stabilizzatori automatici nell'area dell'euro



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grado di limitazione delle oscillazioni del prodotto è calcolato come deviazione media percentuale del livello del PIL durante il primo anno in uno scenario con reazione derivante dagli stabilizzatori automatici rispetto alla deviazione percentuale del livello del PIL in uno scenario privo di reazione data dagli stabilizzatori automatici (controfattuale). Per lo scenario 1 l'esercizio controfattuale privo di stabilizzazione di bilancio si svolge in un contesto in cui le entrate e le spese pubbliche sono fisse (visione anticiclica degli stabilizzatori automatici). Nello scenario 2 l'esercizio controfattuale ipotizza una situazione in cui le entrate e le spese sono mantenute costanti in rapporto al PIL (principalmente inerzia della spesa). L'impatto sui prezzi non è riprodotto nella costruzione degli shock standardizzati in presenza di stabilizzatori automatici in nessuno degli scenari (standardizzati o corretti per la crisi). I risultati per gli scenari 1 e 2 sono le medie di modello dell'attenuazione della variazione del prodotto ottenuta dalle simulazioni con le BME e l'NMCM. Negli scenari con le proxy delle restrizioni conseguenti al COVID-19, le simulazioni riflettono un aumento dei tassi di risparmio riducendo i livelli di propensione al consumo impliciti nel modello. Per le BME le simulazioni che prevedono un maggiore tasso di risparmio non tengono conto degli effetti di equilibrio generale, ma soltanto degli effetti diretti del minore consumo sulla crescita del PIL in termini reali.

Passando alla crisi legata al COVID-19, data l'estrema incertezza associata allo shock e ai suoi effetti macroeconomici (offerta rispetto alla domanda) e di bilancio, si utilizzano correzioni illustrative per riprodurre le condizioni della crisi e valutare l'impatto potenziale in termini di efficacia degli stabilizzatori automatici. Al fine di illustrare l'impatto delle misure di lockdown per il COVID-19, che non hanno precedenti, si considera un incremento del risparmio (sia forzato che precauzionale), in linea con le stime risalenti alle prime fasi della crisi. Si valuta tale scenario alternativo riducendo la propensione al consumo implicita nel modello, in maniera coerente con l'aumento del tasso di risparmio. Ne consegue che gli strumenti di bilancio a sostegno del reddito disponibile delle famiglie hanno un effetto più contenuto sui profili di consumo. Inoltre, si corregge lievemente l'esercizio controfattuale dal lato della spesa, quello degli investimenti pubblici:

<sup>118</sup> Ciò equivale sostanzialmente a un altro scenario controfattuale in cui si determinerebbe ex ante lo shock di bilancio necessario a compensare l'impatto sul saldo di bilancio degli stabilizzatori automatici e si stimerebbe successivamente l'impatto di tale shock sul PIL in termini reali. La differenza relativa tra tale impatto e lo shock iniziale darebbe come risultato l'entità dell'attenuazione delle oscillazioni del prodotto fornita dagli stabilizzatori automatici.

probabilmente l'ambito più colpito dalle misure di lockdown<sup>119</sup>. Ciò determina, nell'insieme, un più ridotto contributo automatico implicito della stabilizzazione di bilancio, come mostrato nel grafico A. Calcolando la media dei risultati dei diversi modelli e scenari, la regolazione degli stabilizzatori automatici di bilancio diminuisce, passando da circa il 20 al 17 per cento nell'anno T. Per lo scenario 1 si rileva un effetto relativo più ampio: l'efficacia degli stabilizzatori automatici di bilancio scende di quasi il 25 per cento poiché si considerano in prevalenza trasferimenti e imposte, fortemente influenzati dall'aumento del tasso di risparmio<sup>120</sup>.

Tali stime sono caratterizzate da un elevato grado di incertezza. In primo luogo, vi è l'incertezza legata al modello che implica l'incertezza dei moltiplicatori fiscali. Da un lato, la letteratura riporta evidenze di moltiplicatori fiscali più elevati in periodi di recessione, così come in contesti caratterizzati da bassi tassi di interesse. Dall'altro emerge che, soprattutto nei paesi con livelli di debito elevati, i moltiplicatori fiscali sono inferiori e l'efficacia degli stabilizzatori automatici può essere ridotta mediante gli effetti ricardiani e la previsione di future esigenze di risanamento. In secondo luogo, vi è incertezza riguardo al metodo di aggiustamento ciclico descritto nella sezione 3. In terzo luogo, e aspetto più importante, le stime relative all'entità e all'efficacia degli stabilizzatori automatici durante la crisi legata al COVID-19 sono particolarmente incerte, data la natura senza precedenti di tale crisi nell'area dell'euro. Gli esercizi di simulazione descritti, inoltre, si basano su proxy per la calibrazione e riflettono solo in parte i possibili canali attraverso cui può modificarsi l'efficienza della stabilizzazione di bilancio durante la crisi indotta dal COVID-19 (cfr. la sezione 4).

## 5 Verso una seconda generazione di stabilizzatori automatici di bilancio

**La crisi causata dal COVID-19 rappresenta un'occasione per rivedere il ruolo della politica di bilancio in una grave recessione economica.** Se da un lato la politica monetaria rimane prossima al limite inferiore effettivo, giustificando un ruolo più forte della politica di bilancio<sup>121</sup>, dall'altro gli stabilizzatori automatici di bilancio tradizionali potrebbero non essere sufficienti a controbilanciare la forte recessione economica e dimostrarsi meno efficaci rispetto a circostanze normali. Si consideri anche che essi presentano molte differenze nei vari paesi dell'area dell'euro in termini di dimensioni e composizione. Al tempo stesso, le misure di carattere discrezionale potrebbero dare luogo a una reazione troppo tardiva perché si riscontri un'efficace attenuazione degli effetti di una grave recessione economica come quella

<sup>119</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020*, BCE, Francoforte sul Meno, e i conti settoriali dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2020, che segnalano entrambi un aumento del risparmio delle famiglie. I conti settoriali indicano inoltre un rallentamento della crescita degli investimenti pubblici.

<sup>120</sup> Occorre notare che uno shock più persistente con conseguenze più ampie sul prodotto potenziale rispetto a quanto attualmente ipotizzato ridurrebbe sia l'entità sia l'efficacia degli stabilizzatori automatici.

<sup>121</sup> In genere quando la politica monetaria raggiunge il limite inferiore i moltiplicatori di bilancio sono più elevati. Cfr., per esempio, Christiano, L., Eichenbaum, M. e Rebelo, S., "When is the Government Spending Multiplier Large?" *Journal of Political Economy*, vol. 119, n. 1, The University of Chicago Press, Chicago, febbraio 2011, pagg. 78-121, e Coenen, G. et al., "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *IMF Working Paper*, vol. 10, n. 73, Fondo monetario internazionale, Washington, DC, marzo 2010.

verificatasi in seguito alla pandemia, e si evitino effetti di isteresi. Tali considerazioni hanno portato alla formulazione di proposte volte a rafforzare gli strumenti di bilancio semi-automatici<sup>122</sup>.

**I cosiddetti stabilizzatori automatici di bilancio di seconda generazione potrebbero contribuire a fornire risposte più tempestive, mirate e consistenti.**

A differenza degli stabilizzatori automatici di bilancio tradizionali, che sono per lo più una conseguenza della struttura e dell'entità delle entrate e delle spese pubbliche, quelli di seconda generazione – detti anche “asimmetrici” o “semi-automatici” – sono strumenti di bilancio concepiti e attuati al fine specifico di stabilizzare il contesto macroeconomico. Gli stabilizzatori automatici di seconda generazione funzionano come programmi che si attivano solo in caso di grave recessione economica: quando gli indicatori specifici tornano ai livelli pre-crisi si ripristinano automaticamente i valori normali. Si definiscono automatici in quanto la loro attivazione avviene in base a determinate regole piuttosto che in seguito a una decisione del governo. A differenza degli stabilizzatori automatici tradizionali, sono asimmetrici in quanto attivati solo in caso di recessione economica<sup>123</sup>.

**Si possono identificare due tipi di stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici, a seconda che agiscano tramite le spese o le entrate pubbliche.**

Nel primo caso, dal lato delle spese, gli stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici possono contribuire principalmente a stabilizzare la spesa delle famiglie, per esempio attraverso sussidi di disoccupazione o di assistenza sociale individuali più elevati o di durata maggiore, al raggiungimento di una soglia predefinita<sup>124</sup>. I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro attivabili in caso di gravi recessioni ne sono un esempio degno di nota. In alternativa, gli stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici possono agire direttamente attraverso una spesa pubblica più elevata, per esempio con progetti di investimento nelle infrastrutture<sup>125</sup>. Nel secondo caso, gli stabilizzatori asimmetrici che agiscono dal lato delle entrate possono influenzare i tempi della spesa delle famiglie attraverso effetti di sostituzione intertemporale. Esempi tipici sono differimenti o crediti di imposta temporanei, come ad esempio una riduzione temporanea dell'IVA finalizzata a stimolare i consumi nel breve periodo<sup>126</sup>.

<sup>122</sup> Per una trattazione sugli stabilizzatori di seconda generazione cfr. Eichenbaum, M., “[Rethinking fiscal policy in an era of low interest rates](#)”, mimeo, aprile 2019; Blanchard, O. e Summers, L., “[Automatic stabilisers in a low-rate environment](#)”, *PIIE Policy Briefs*, documento n. 20-2, Peterson Institute of International Economics, Washington, febbraio 2020; Boushey, H., Nunn, R. e Shambaugh, J., *Recession Ready: Fiscal policies to stabilize the American economy*, Brookings Report, Washington, 2019. L'idea di stabilizzatori asimmetrici non è del tutto nuova. Cfr., ad esempio, Braungard, T. e Symansky, S., “[Automatic fiscal stabilisers](#)”, *IMF Staff Position Notes*, n. 09/23, settembre 2009.

<sup>123</sup> Gli stabilizzatori automatici di bilancio tradizionali riducono le oscillazioni dell'economia in entrambe le direzioni, attenuando anche i rischi o il surriscaldamento dell'economia.

<sup>124</sup> Sono stati proposti, ad esempio, pagamenti forfettari ai singoli da attivare automaticamente quando la media mobile trimestrale del tasso di disoccupazione risulti maggiore di almeno 0,5 punti percentuali del minimo registrato nei 12 mesi precedenti. Cfr. Sahm, C., “[Direct stimulus payments to individuals](#)”, in Boushey, H. et al., op. cit.

<sup>125</sup> A ogni modo, Auerbach (2009) ha sollevato dubbi sull'impiego dei progetti infrastrutturali “ready to go”, che verrebbero realizzati solo in presenza di segnali di recessione economica, in quanto sospendere degli investimenti pubblici necessari potrebbe non essere ottimale per l'economia. Cfr. Auerbach, A.J., “[Fiscal Policy](#)”, atto di conferenza, Peterson Institute of International Economics, ottobre 2017.

<sup>126</sup> Cfr. Braungard e Symansky, op. cit.

**Il modo in cui sono concepiti gli stabilizzatori di bilancio semi-automatici ne influenza l'efficacia.** La scelta degli indicatori economici e della soglia che innesci l'attivazione del programma è cruciale, così come la struttura dei piani di spesa o delle riduzioni temporanee delle imposte. Riguardo agli stabilizzatori asimmetrici che agiscono attraverso l'erogazione di sussidi di disoccupazione, Blanchard e Summers suggeriscono che l'attivazione si basi sul tasso di disoccupazione piuttosto che sui movimenti del prodotto, che potrebbero anche essere influenzati da shock relativi al prodotto potenziale<sup>127</sup>.

**Se ben concepiti, gli stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici potrebbero rappresentare un valido strumento per attenuare efficacemente una grave recessione economica.** È probabile che si dimostrino più efficaci rispetto agli stabilizzatori tradizionali, in quanto pensati specificamente per stabilizzare la situazione macroeconomica in una fase di rallentamento economico. Gli stabilizzatori automatici asimmetrici solitamente non reagiscono ai normali andamenti ciclici, ma una volta attivati assumono dimensioni di gran lunga più considerevoli. Di per sé non contribuiscono a un aumento ulteriore e permanente dell'entità della spesa pubblica. Sulla base di un'analisi controfattuale stilizzata, Blanchard e Summers concludono che gli stabilizzatori automatici asimmetrici possono limitare efficacemente l'impatto di una recessione, benché i risultati dipendano dal ruolo delle misure discrezionali e dalla durata del periodo di attivazione dello stimolo automatico<sup>128</sup>. L'FMI sostiene che i paesi con regimi fiscali e di prestazioni assistenziali relativamente ridotti potrebbero trarre beneficio dall'introduzione di stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici<sup>129</sup>.

**Al tempo stesso, gli stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici presentano dei limiti.** Ciò dipende da almeno tre ragioni: a) potrebbero disincentivare l'introduzione di necessari adeguamenti dell'economia, in particolare nel caso di una crisi causata dall'accumularsi di squilibri economici e finanziari, come nel caso della crisi finanziaria; b) in quanto intrinsecamente asimmetrici, essi non contribuiscono automaticamente al consolidamento dei conti pubblici in periodi caratterizzati da un andamento positivo dell'economia, a fronte di uno spostamento dei paesi verso una traiettoria di debito elevato durante la recessione, mentre per contenere i rischi di sostenibilità è importante che i paesi costituiscano margini di bilancio nei periodi positivi; c) in ragione della loro portata considerevole, tali strumenti potrebbero di fatto non essere accessibili ai paesi con elevati livelli di debito, che riscontrano difficoltà d'accesso ai mercati finanziari.

**Fino a tempi recenti nella pratica esistevano solo pochi esempi di stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici.** Negli Stati Uniti, la durata del periodo di erogazione dei sussidi di disoccupazione aumenta automaticamente non appena il tasso di disoccupazione supera una determinata soglia. Anche le prestazioni sociali in natura, come ad esempio il sostegno all'acquisto di generi alimentari, aumentano automaticamente al raggiungimento di una soglia.

---

<sup>127</sup> Cfr. Blanchard e Summers, op. cit.

<sup>128</sup> Cfr. Blanchard e Summers, op. cit.

<sup>129</sup> Cfr. "Fiscal Monitor", Fondo monetario internazionale, aprile 2020.

**Durante la crisi causata dal COVID-19, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro si è ampiamente avvalsa di strumenti di bilancio discrezionali semi-automatici, molto simili agli stabilizzatori automatici asimmetrici.**

In particolare, si è fatto largo impiego dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, nonché di differimenti o crediti di imposta temporanei<sup>130</sup>. I primi comprendono compensazioni economiche, sotto forma di sussidi o di sovvenzioni alle imprese, erogati a patto che non vengano licenziati lavoratori che altrimenti sarebbero potuti risultare temporaneamente in esubero a causa della crisi economica. Lo scopo è di contenere la perdita di reddito delle famiglie e i costi salariali delle imprese. I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro esistevano già in diversi paesi, in particolare in Germania, Francia e Belgio, benché mancasse la normativa per l'attivazione e il potenziamento di tali strumenti<sup>131</sup>. In molti paesi sono stati introdotti per la prima volta durante la crisi legata al COVID-19. Anche differimenti di imposta e tagli temporanei dell'IVA sono stati ampiamente utilizzati dalla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro.

## 6 Osservazioni conclusive

**In tempi normali gli stabilizzatori automatici di bilancio svolgono un ruolo importante per la stabilizzazione macroeconomica dell'area dell'euro.** In base alle stime elaborate dal SEBC, gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro assumono dimensioni considerevoli, ma con notevoli differenze tra i vari paesi membri. Sono particolarmente ingenti in alcuni paesi dell'Europa occidentale, che applicano normalmente ampi sistemi di trasferimento di risorse, e in cui il settore pubblico ha dimensioni più consistenti. In periodi di normalità sembrano essere sufficienti ad assorbire una quota di shock economico che va dal 10 al 30 per cento.

**L'efficacia degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'attenuare gli impatti di un rallentamento dell'economia è risultata meno evidente durante l'attuale crisi legata al COVID-19, in particolare nella fase di applicazione delle misure di lockdown.** A causa della grave recessione economica che ha colpito l'area dell'euro, e con la politica monetaria prossima al limite inferiore effettivo, è necessario rivedere il ruolo della politica di bilancio. I cosiddetti stabilizzatori automatici di bilancio di seconda generazione potrebbero contribuire a mettere in atto misure più tempestive, mirate e consistenti al fine di preservare la crescita potenziale ed evitare effetti di isteresi. Durante la crisi del COVID-19, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha adottato misure volte a tutelare il prodotto potenziale preservando le strutture economiche che si presuppone rimangano attive dopo la crisi. Più specificamente, le autorità di alcuni paesi hanno adottato regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro perché i lavoratori potessero mantenere il

<sup>130</sup> Stime relative ai cinque maggiori paesi dell'area dell'euro indicano che di fatto una percentuale considerevole di dipendenti si trova in regime di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro o di licenziamento temporaneo, con valori che vanno dal 45 per cento del totale degli impiegati in Francia, al 21 per cento nei Paesi bassi. Cfr. i riquadri *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino e *Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

<sup>131</sup> Le stime elaborate dal SEBC relative agli stabilizzatori automatici non includono i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, tranne in Germania.

proprio impiego e hanno offerto sostegno di liquidità alle imprese per evitarne il fallimento.

**In prospettiva, vi sono forti argomenti a favore di una più diffusa adozione di stabilizzatori automatici di bilancio efficienti di seconda generazione.**

L'istituzionalizzazione di stabilizzatori automatici di bilancio asimmetrici – quali l'istituzione per legge di regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro – potrebbe fornire una maggiore stabilità macroeconomica senza sovraccaricare il settore pubblico. Tali strumenti, comunque, dovrebbero essere ben concepiti per garantire l'applicazione di sistemi di incentivi. Inoltre, per contenere i rischi di sostenibilità è importante che tutti i paesi dell'area dell'euro costituiscano margini di bilancio nei periodi caratterizzati da condizioni economiche favorevoli.

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

## 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	3,8	2,3	1,9	2,2	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,6	3,0	1,3	0,3	6,6	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,5	0,7	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 3° trim.	0,7	0,6	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	0,6	0,0	-1,8	1,3	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 1° trim.	-3,4	-1,3	-2,2	-0,6	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
2° trim.	.	-9,1	-20,4	-7,9	11,5	-11,8	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
2020 mar.	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7
apr.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,6	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
mag.	-	-	-	-	-	-	0,7	1,5	0,1	0,5	0,1	2,4	0,1
giu.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,6	0,6	0,6	0,1	2,5	0,3
lug.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4
ago. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,2

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

3) Il dato 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	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,0	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 3° trim.	51,3	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,6	48,5	1,2	1,6	0,9
4° trim.	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-2,9	0,6
2020 1° trim.	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,7	-3,1	-2,4
2° trim.	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-10,6	-11,1	-10,2
2020 mar.	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,7	-3,1	-2,4
apr.	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	-5,4	-6,2	-4,9
mag.	37,2	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	-8,8	-9,3	-8,5
giu.	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-10,6	-11,1	-10,2
lug.	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,7	46,3	.	.	.
ago.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,2	52,3	49,5	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <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
2020 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
giu.	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05
lug.	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05
ago.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05

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
2020 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
giu.	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03
lug.	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04
ago.	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15

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	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2020 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
giu.	353,9	3.237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3.104,7	22.486,9
lug.	362,0	3.316,3	773,2	271,5	666,9	226,7	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	3.207,6	22.529,5
ago.	361,8	3.297,7	785,5	278,3	666,1	225,5	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3.391,7	22.874,2

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							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 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	16,50	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	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
dic.	0,03	0,42	0,22	0,79	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	16,55	5,62	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	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.	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,58	5,45	5,91	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,64	1,39
apr.	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,71	5,50	5,58	1,99	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44
mag.	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
giu.	0,02	0,35	0,23	0,72	5,29	16,01	4,52	5,14	5,59	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
lug. <sup>(p)</sup>	0,02	0,35	0,22	0,71	5,17	15,92	4,86	5,26	5,72	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40

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 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	1,45	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	1,56
2020 gen.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,31	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.	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
apr.	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
mag.	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
giu.	0,00	-0,12	0,33	1,96	1,87	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
lug. <sup>(p)</sup>	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,96	1,84	1,87	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51

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
<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	1.283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020 gen.	1.368	598	177	.	99	422	73	507	208	84	.	56	100	57
feb.	1.371	601	178	.	103	415	74	416	173	89	.	47	69	37
mar.	1.368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
apr.	1.477	527	185	.	117	537	111	552	150	88	.	65	171	78
mag.	1.593	521	183	.	129	617	144	544	162	81	.	60	159	81
giu.	1.668	535	187	.	119	673	153	505	191	78	.	46	139	50
<b>A lungo termine</b>														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.312	3.818	3.397	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 gen.	16.400	3.855	3.408	.	1.325	7.188	625	322	118	68	.	16	110	10
feb.	16.487	3.866	3.408	.	1.338	7.244	630	265	72	60	.	22	101	10
mar.	16.514	3.845	3.422	.	1.335	7.276	636	250	58	67	.	16	91	19
apr.	16.706	3.942	3.417	.	1.373	7.326	648	459	135	69	.	54	180	20
mag.	16.875	3.944	3.413	.	1.406	7.449	663	341	58	50	.	50	164	19
giu.	17.096	3.967	3.445	.	1.435	7.575	675	414	96	86	.	38	176	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				
<b>Consistenze</b>											
2017	16.593,1	4.079,8	3.214,5	.	1.293,2	7.304,7	700,9	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.962,1	4.192,8	3.331,2	.	1.318,8	7.445,8	673,5	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.595,1	4.368,1	3.578,0	.	1.405,3	7.557,2	686,5	8.595,6	546,0	1.410,7	6.638,8
2020 gen.	17.768,8	4.452,4	3.585,3	.	1.424,0	7.609,8	697,4	8.478,3	525,3	1.391,5	6.561,6
feb.	17.857,9	4.466,9	3.586,4	.	1.441,8	7.659,1	703,7	7.754,9	488,4	1.238,7	6.027,8
mar.	17.881,8	4.391,5	3.603,8	.	1.438,7	7.725,9	721,9	6.448,6	333,9	975,0	5.139,7
apr.	18.182,4	4.469,0	3.601,2	.	1.489,9	7.863,6	758,7	6.971,3	343,3	1.081,6	5.546,4
mag.	18.468,8	4.465,1	3.595,3	.	1.534,9	8.066,2	807,3	7.278,3	362,9	1.115,6	5.799,7
giu.	18.763,5	4.501,3	3.632,2	.	1.553,5	8.248,1	828,4	7.515,4	392,0	1.170,8	5.952,6
<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	0,0	0,0
2020 gen.	3,1	4,1	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	0,0	0,0
feb.	3,0	3,6	4,6	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0
mar.	2,7	1,7	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	0,0	0,0
apr.	4,4	3,4	4,5	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
mag.	5,8	3,1	4,0	.	10,2	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0
giu.	7,2	4,3	4,3	.	11,8	8,3	20,1	0,1	-0,2	0,1	0,1

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2017	97,5	93,5	92,4	89,0	80,3	94,2	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	93,9	90,4	80,6	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,2	88,6	78,8	92,9	115,5	92,4
2019 3° trim.	98,5	93,5	92,3	88,8	79,1	93,2	115,6	92,5
4° trim.	97,7	92,4	91,8	88,2	78,0	92,0	114,9	91,4
2020 1° trim.	97,5	91,8	91,6	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
2° trim.	98,8	93,2	92,7	.	.	.	118,1	93,4
2020 mar.	99,0	93,1	92,8	-	-	-	117,8	93,1
apr.	98,2	92,7	92,4	-	-	-	117,5	93,1
mag.	98,4	92,8	92,1	-	-	-	117,6	93,0
giu.	99,8	94,0	93,6	-	-	-	119,1	94,1
lug.	100,5	94,6	94,1	-	-	-	120,3	94,9
ago.	101,6	95,0	95,0	-	-	-	122,4	96,0
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2020 ago.	1,1	0,5	1,0	-	-	-	1,7	1,1
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2020 ago.	2,7	1,2	2,6	-	-	-	5,3	3,2

Fonte: BCE.

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

### 2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 3° trim.	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
4° trim.	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 1° trim.	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
2° trim.	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
2020 mar.	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
apr.	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
mag.	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
giu.	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
lug.	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
ago.	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2020 ago.	2,0	-0,3	-1,3	0,0	-0,6	2,5	-1,1	-0,4	0,0	-0,4	0,5	3,2
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2020 ago.	4,3	1,6	1,4	-0,2	6,7	6,1	1,2	-1,6	2,3	-4,0	-1,1	6,3

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 2° trim.	26.677,5	27.027,6	-350,1	10.948,6	9.055,7	9.193,8	11.378,6	-75,5	5.839,8	6.593,3	770,8	14.786,3
3° trim.	27.833,8	27.966,7	-132,9	11.345,4	9.372,2	9.646,7	11.849,4	-91,0	6.105,8	6.745,1	827,0	15.131,5
4° trim.	27.565,7	27.645,3	-79,5	11.214,8	9.334,5	9.908,2	11.943,4	-48,4	5.677,6	6.367,4	813,6	14.541,2
2020 1° trim.	27.220,8	27.363,4	-142,6	11.065,8	9.307,4	8.900,1	11.058,9	-71,2	6.459,7	6.997,0	866,3	15.316,9
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2020 1° trim.	228,7	229,9	-1,2	93,0	78,2	74,8	92,9	-0,6	54,3	58,8	7,3	128,7
<i>Transazioni</i>												
2019 3° trim.	492,1	382,6	109,5	180,8	150,9	149,2	191,5	4,2	157,8	40,2	0,1	-
4° trim.	-295,7	-375,7	80,0	-82,4	-49,4	145,0	0,9	-5,5	-350,3	-327,2	-2,5	-
2020 1° trim.	587,7	563,6	24,1	-41,7	-62,3	-144,9	50,6	42,2	728,6	575,3	3,4	-
2° trim.	199,3	149,5	49,8	115,5	158,5	364,6	195,9	28,9	-312,9	-204,9	3,3	-
2020 gen.	415,9	425,4	-9,6	7,2	-8,0	61,7	114,9	16,4	329,5	318,5	1,0	-
feb.	188,4	162,3	26,2	15,2	-4,2	9,4	40,6	16,9	148,1	125,8	-1,1	-
mar.	-16,5	-24,1	7,6	-64,1	-50,1	-216,0	-104,9	8,9	251,1	131,0	3,6	-
apr.	111,8	118,3	-6,5	-6,1	6,6	161,4	10,2	4,0	-49,1	101,5	1,7	-
mag.	152,1	144,0	8,1	131,8	151,4	99,1	70,8	3,5	-83,9	-78,2	1,7	-
giu.	-64,6	-112,8	48,2	-10,3	0,5	104,1	114,9	21,5	-179,9	-228,3	-0,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 giu.	983,5	720,0	263,4	172,2	197,8	513,9	438,8	69,8	223,2	83,4	4,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2020 giu.	8,5	6,2	2,3	1,5	1,7	4,5	3,8	0,6	1,9	0,7	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	
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2017	11.221,4	10.733,1	6.043,2	2.301,2	2.313,8	1.100,8	716,5	490,0	75,0	488,2	5.300,8	4.812,6
2018	11.583,7	11.110,1	6.221,8	2.368,4	2.430,7	1.176,4	748,9	498,7	89,2	473,6	5.569,2	5.095,7
2019	11.934,2	11.488,8	6.378,4	2.452,8	2.626,2	1.258,1	775,8	585,0	31,3	445,4	5.751,7	5.306,3
2019 3° trim.	2.994,8	2.861,2	1.600,6	616,5	641,1	316,5	194,8	128,0	3,1	133,6	1.446,9	1.313,3
4° trim.	3.014,2	2.905,2	1.607,2	620,8	678,9	317,4	193,9	165,8	-1,7	109,0	1.449,6	1.340,6
2020 1° trim.	2.918,0	2.819,2	1.539,5	624,4	649,4	312,0	175,1	160,4	5,9	98,8	1.387,1	1.288,3
2° trim.	2.598,7	2.515,9	1.348,9	621,8	542,4	273,7	141,0	125,8	2,9	82,8	1.108,5	1.025,7
<i>in percentuale del PIL</i>												
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	-	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 3° trim.	0,3	-1,0	0,4	0,6	-5,1	0,7	-0,6	-21,3	-	-	0,6	-2,3
4° trim.	0,1	1,1	0,1	0,3	5,7	-0,3	-0,5	29,6	-	-	0,0	2,2
2020 1° trim.	-3,7	-3,4	-4,5	-0,7	-5,2	-2,3	-10,0	-4,9	-	-	-3,9	-3,2
2° trim.	-11,8	-11,2	-12,4	-2,6	-17,0	-12,5	-19,6	-23,1	-	-	-18,8	-18,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,2	2,6	-	-	5,5	5,1
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,5	3,8	1,0	-	-	3,6	3,6
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,2	16,3	-	-	2,5	4,0
2019 3° trim.	1,4	1,4	1,5	2,1	3,3	3,4	1,7	5,4	-	-	2,8	2,9
4° trim.	1,0	1,4	1,2	1,9	5,0	2,0	0,6	17,1	-	-	1,8	2,7
2020 1° trim.	-3,2	-1,7	-3,8	0,6	1,2	-2,3	-10,4	27,7	-	-	-3,1	0,2
2° trim.	-14,7	-14,1	-15,9	-2,5	-21,1	-14,2	-28,5	-25,5	-	-	-21,5	-20,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 3° trim.	0,3	-1,0	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,2	1,3	-	-
4° trim.	0,1	1,0	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0	1,3	-0,3	-1,0	-	-
2020 1° trim.	-3,7	-3,3	-2,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	0,5	-0,5	-	-
2° trim.	-11,8	-10,8	-6,6	-0,6	-3,8	-1,3	-1,2	-1,3	0,1	-0,9	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	0,4	-	-
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 3° trim.	1,4	1,3	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	-	-
4° trim.	1,0	1,4	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,4	-	-
2020 1° trim.	-3,2	-1,6	-2,0	0,1	0,3	-0,2	-0,7	1,2	0,0	-1,6	-	-
2° trim.	-14,7	-13,7	-8,5	-0,5	-4,8	-1,5	-1,9	-1,4	0,1	-1,0	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) Includo 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	10.060,3	176,1	2.003,9	501,7	1.909,5	470,0	464,6	1.135,8	1.147,9	1.899,8	350,9	1.161,1
2018	10.380,0	175,2	2.050,4	532,0	1.967,9	498,1	471,5	1.170,1	1.201,5	1.957,4	355,8	1.203,7
2019	10.692,5	178,4	2.061,7	574,7	2.030,4	526,7	479,7	1.208,1	1.246,9	2.020,1	365,8	1.241,7
2019 3° trim.	2.683,1	44,7	516,1	144,9	509,6	132,7	120,5	302,7	313,1	506,8	91,9	311,7
4° trim.	2.701,1	45,1	518,3	146,4	511,8	134,0	120,9	306,1	314,9	511,3	92,4	313,1
2020 1° trim.	2.624,9	45,0	497,7	143,1	480,2	132,1	121,4	304,3	304,0	510,6	86,5	293,1
2° trim.	2.343,2	44,7	429,0	126,5	382,0	126,5	117,3	299,6	256,5	493,3	67,6	255,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2019	100,0	1,7	19,3	5,4	19,0	4,9	4,5	11,3	11,7	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 3° trim.	0,3	0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,7
4° trim.	0,0	0,8	-0,7	0,0	0,0	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,3	0,2
2020 1° trim.	-3,4	-1,4	-4,1	-3,1	-6,4	-1,3	-0,7	-0,8	-3,6	-2,1	-6,8	-6,4
2° trim.	-11,9	-2,4	-14,3	-12,8	-20,8	-4,4	-1,8	-2,2	-16,3	-7,2	-22,0	-11,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	0,4	3,4	2,6	2,8	6,4	1,3	0,9	5,1	1,1	1,7	2,4
2018	1,9	-0,5	1,6	2,8	2,1	6,0	0,8	1,3	3,2	1,0	0,7	1,4
2019	1,2	0,2	-1,0	3,1	1,8	4,3	2,1	1,4	1,6	1,1	1,8	1,6
2019 3° trim.	1,3	0,6	-0,8	3,2	1,9	4,5	2,3	1,4	1,8	1,2	2,3	2,0
4° trim.	0,9	0,5	-1,4	1,6	1,5	4,0	2,3	1,6	0,8	1,1	1,5	1,8
2020 1° trim.	-3,0	-0,8	-5,1	-2,8	-6,1	1,6	0,9	0,3	-3,0	-1,4	-6,2	-5,4
2° trim.	-14,6	-2,7	-18,3	-15,1	-25,6	-5,0	-1,8	-2,2	-19,1	-8,6	-27,1	-16,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 3° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 1° trim.	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
2° trim.	-11,9	0,0	-2,7	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,4	-0,7	-
<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	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	-
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	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	0,1	-
2019 3° trim.	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
4° trim.	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-
2020 1° trim.	-3,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-
2° trim.	-14,6	0,0	-3,5	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,2	-2,2	-1,6	-0,9	-

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									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<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	-0,6	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,1
2018	1,5	1,8	-0,1	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,6	-1,0	1,8	2,8	1,2	0,4
2019	1,2	1,5	-0,1	-1,8	0,8	2,4	1,3	3,7	-0,4	1,1	1,4	1,5	0,7
2019 3° trim.	1,2	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,1	1,1	3,5	-0,3	0,7	1,3	1,5	0,9
4° trim.	1,1	1,3	-0,6	-1,7	0,3	1,6	1,3	2,8	0,2	0,0	1,2	1,4	0,9
2020 1° trim.	0,4	0,7	-1,3	-3,6	-0,3	1,5	0,3	2,4	0,0	-0,4	0,3	1,3	-0,2
2° trim.	-2,9	-3,0	-2,3	-4,7	-2,2	-0,8	-5,9	-0,1	-1,8	-2,1	-4,0	0,3	-5,5
<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	6,2
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	1,1	1,6	-1,0	-1,0	0,7	1,3	1,2	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,5
2018	1,4	1,8	-0,2	0,4	1,2	2,8	1,1	3,3	-1,1	2,5	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,4	-1,4	0,4	2,0	1,0	2,8	-0,1	1,0	1,3	1,8	0,7
2019 3° trim.	1,0	1,4	-0,8	-1,8	0,4	1,5	0,8	2,7	0,2	1,2	1,1	2,0	0,8
4° trim.	0,8	1,2	-0,6	-0,9	-0,4	0,6	1,0	2,0	0,3	0,9	1,1	1,6	1,1
2020 1° trim.	-3,7	-2,8	-7,5	-4,0	-4,2	-4,3	-5,8	0,5	-2,5	-5,1	-2,4	-0,9	-8,0
2° trim.	-16,2	-15,1	-21,0	-7,3	-15,8	-17,7	-27,1	-5,2	-4,9	-11,1	-16,5	-5,4	-24,4
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6
2018	-0,1	0,0	-0,1	0,8	-0,3	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,0
2019 3° trim.	-0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	0,4	0,5	-0,2	0,4	0,0
4° trim.	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-0,8	0,1	1,0	-0,1	0,2	0,2
2020 1° trim.	-4,1	-3,5	-6,3	-0,4	-3,9	-5,7	-6,1	-1,9	-2,4	-4,7	-2,7	-2,1	-7,8
2° trim.	-13,7	-12,5	-19,1	-2,7	-14,0	-17,0	-22,5	-5,1	-3,1	-9,2	-13,0	-5,7	-20,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>										Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, 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 2019			100,0			81,8		18,3		51,3		48,7		
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 3° trim.	163,039	3,5	12,171	7,5	3,2	9,942	6,7	2,229	15,5	6,282	7,2	5,890	7,8	2,2
4° trim.	163,675	3,4	12,010	7,3	3,2	9,787	6,6	2,222	15,5	6,130	7,0	5,880	7,7	2,2
2020 1° trim.	162,865	3,4	11,846	7,3	.	9,609	6,5	2,237	15,6	6,021	6,9	5,826	7,7	1,9
2° trim.	.	.	12,167	7,5	.	9,902	6,7	2,265	16,8	6,327	7,3	5,840	7,8	.
2020 feb.	-	-	11,955	7,3	-	9,753	6,5	2,202	15,3	6,059	6,9	5,896	7,7	-
mar.	-	-	11,835	7,2	-	9,669	6,5	2,166	15,4	6,050	6,9	5,784	7,6	-
apr.	-	-	11,942	7,4	-	9,693	6,5	2,249	16,4	6,230	7,2	5,712	7,6	-
mag.	-	-	12,110	7,5	-	9,874	6,7	2,236	16,7	6,286	7,3	5,824	7,8	-
giu.	-	-	12,449	7,7	-	10,140	6,9	2,309	17,2	6,465	7,5	5,984	8,0	-
lug.	-	-	12,793	7,9	-	10,455	7,1	2,338	17,3	6,601	7,6	6,192	8,3	-

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	1,1	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,3	0,9	3,6	0,8	1,8
2019 3° trim.	-1,6	-1,5	-3,2	-1,1	0,4	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,9	4,2	1,3	0,6
4° trim.	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	2,0	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,6	3,5	-0,7	12,5
2020 1° trim.	-6,1	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,6	-3,6	-6,5	-1,3	4,8	-4,7	-10,1	-27,3
2° trim.	-20,3	-21,5	-19,7	-28,2	-13,6	-10,5	-13,6	-26,6	-6,8	3,0	-11,3	-29,4	-50,8
2020 feb.	-2,1	-1,9	-0,8	-4,3	1,0	-3,0	-0,1	-1,4	2,6	4,0	2,2	-2,0	-6,3
mar.	-13,5	-14,3	-12,6	-22,6	-3,8	-6,3	-16,4	-16,6	-8,1	9,1	-18,7	-27,2	-60,3
apr.	-28,6	-30,2	-26,7	-41,1	-18,6	-13,3	-31,0	-37,2	-19,3	2,1	-32,2	-47,8	-79,6
mag.	-20,4	-21,6	-19,6	-28,0	-14,7	-10,3	-10,5	-28,4	-2,6	5,9	-5,9	-27,0	-48,6
giu.	-12,3	-12,9	-13,1	-15,9	-7,7	-7,6	-5,9	-13,9	1,3	1,1	3,7	-14,2	-27,9
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	1,5	0,5	-10,8	.
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2020 feb.	-0,1	0,0	0,8	-2,2	0,4	0,2	-0,8	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,4	1,3
mar.	-11,8	-12,8	-11,7	-18,0	-5,7	-3,3	-15,0	-14,7	-10,4	5,3	-20,0	-26,3	-57,4
apr.	-18,0	-19,5	-16,8	-26,3	-13,1	-5,9	-18,2	-24,2	-12,0	-5,8	-16,6	-28,6	-45,7
mag.	12,3	13,4	9,7	26,0	6,1	3,0	29,4	11,9	20,6	2,8	38,6	38,2	139,9
giu.	9,1	10,0	6,7	14,2	5,6	2,6	4,0	20,1	5,3	-3,2	11,8	19,3	41,0
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	0,0	-2,9	4,3	.

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 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.	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2° trim.	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
2020 mar.	94,1	-11,2	-	-11,6	-1,0	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
apr.	64,9	-32,5	68,3	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,7	33,4	18,1	12,0	13,6
mag.	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,5	-29,8	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9
giu.	75,8	-21,6	-	-14,7	-11,3	-19,4	-35,5	-	47,4	48,9	48,3	48,5
lug.	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,6	51,8	55,3	54,7	54,9
ago.	87,7	-12,7	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9

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
2017	12,1	93,9	1,5	2,3	5,1	4,7	4,7	34,1	7,3	77,5	4,6	8,7	3,1
2018	12,5	93,5	1,8	2,0	6,8	2,5	4,5	34,3	6,0	77,5	2,2	6,9	1,5
2019	13,2	93,8	1,9	2,6	4,8	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	4,0	1,7
2019 2° trim.	13,1	93,3	2,4	2,4	4,7	4,0	3,9	33,9	6,1	78,2	1,5	18,6	1,2
3° trim.	13,3	93,4	2,4	2,5	4,1	4,5	3,6	33,7	6,2	79,0	1,7	-0,8	1,3
4° trim.	13,2	93,8	0,8	2,6	3,1	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	-6,9	1,7
2020 1° trim.	14,1	93,6	0,6	2,7	-1,7	2,8	4,0	32,6	5,2	79,0	2,1	1,7	1,8

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 3° trim.	1.089,0	996,1	92,9	604,3	519,6	251,2	222,3	205,2	184,8	28,3	69,4	9,8	7,8
4° trim.	1.089,2	1.010,5	78,7	609,2	519,7	252,9	247,8	198,0	180,1	29,2	62,9	16,5	18,7
2020 1° trim.	1.050,0	1.000,7	49,3	585,8	498,2	241,8	257,8	193,2	180,8	29,3	63,8	10,8	10,8
2° trim.	860,7	814,9	45,9	473,3	414,0	194,0	181,4	166,2	151,9	27,3	67,6	10,7	8,7
2020 gen.	364,0	350,5	13,4	201,6	174,4	84,9	88,9	67,3	61,3	10,2	25,9	2,9	3,3
feb.	362,6	339,9	22,7	200,8	171,2	84,2	90,0	67,5	60,2	10,1	18,5	3,8	3,3
mar.	323,5	310,3	13,2	183,4	152,6	72,7	78,9	58,5	59,3	8,9	19,5	4,1	4,3
apr.	275,8	261,8	13,9	144,9	131,4	63,1	58,9	58,2	50,3	9,5	21,3	4,0	3,6
mag.	283,8	272,5	11,3	157,0	136,4	64,6	60,5	53,8	49,0	8,4	26,6	3,4	2,3
giu.	301,2	280,5	20,7	171,4	146,2	66,3	62,0	54,1	52,6	9,4	19,7	3,3	2,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2020 giu.	4.089,0	3.822,2	266,8	2.272,5	1.951,5	939,8	909,2	762,5	697,7	114,1	263,7	47,7	46,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2020 giu.	35,5	33,2	2,3	19,7	16,9	8,2	7,9	6,6	6,1	1,0	2,3	0,4	0,4

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	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 3° trim.	3,3	0,5	586,5	279,3	117,9	177,9	489,1	531,7	298,3	88,0	137,3	388,2	60,2
4° trim.	2,2	-2,1	591,9	276,5	125,1	179,0	496,6	525,7	291,3	86,4	138,5	385,2	60,7
2020 1° trim.	-1,7	-4,2	577,3	275,1	115,3	175,5	480,4	506,8	283,4	82,3	133,5	369,7	56,7
2° trim.	-23,5	-21,7	447,9	.	.	.	369,4	421,3	.	.	.	317,8	.
2020 gen.	0,2	-0,6	196,8	93,5	39,0	60,1	164,7	177,7	100,1	28,7	46,1	129,0	22,3
feb.	1,2	-1,7	198,2	93,1	41,0	61,0	166,3	172,8	97,1	27,0	46,1	126,8	20,0
mar.	-6,0	-10,2	182,3	88,5	35,3	54,4	149,4	156,3	86,3	26,5	41,3	113,9	14,4
apr.	-30,0	-25,4	136,1	69,4	26,3	37,4	109,6	135,1	72,1	24,6	36,0	99,5	7,8
mag.	-29,9	-26,8	147,7	71,7	28,6	44,3	123,3	139,1	71,6	25,2	39,7	106,8	7,8
giu.	-10,0	-12,3	164,2	.	.	.	136,5	147,0	.	.	.	111,5	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 3° trim.	1,0	1,5	106,9	109,4	103,4	106,3	106,2	109,9	108,5	111,4	113,2	112,0	96,7
4° trim.	0,0	-1,8	107,2	108,4	108,3	105,8	107,1	107,4	105,5	105,6	112,9	109,9	96,4
2020 1° trim.	-4,1	-5,0	103,6	106,7	100,0	102,3	102,3	103,7	103,4	99,7	108,4	104,7	98,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 dic.	2,1	-0,9	106,3	107,7	106,6	104,1	105,6	105,7	104,2	101,1	111,2	107,7	99,2
2020 gen.	-2,8	-3,6	105,5	107,7	101,3	105,2	105,0	107,1	106,2	105,4	111,4	109,3	102,0
feb.	-1,3	-2,1	106,9	108,1	107,3	106,9	106,6	106,8	106,3	100,2	113,4	109,2	101,1
mar.	-7,8	-9,1	98,5	104,2	91,3	94,8	95,3	97,3	97,7	93,5	100,4	95,7	93,6
apr.	-30,3	-20,3	74,5	82,4	67,6	67,0	70,4	88,2	88,4	87,9	88,4	84,6	82,9
mag.	-29,5	-21,3	81,1	85,4	75,5	78,9	79,4	91,6	88,7	92,5	97,2	91,6	79,6

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 energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
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 3° trim.	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,7	0,2	-1,5	0,4	0,9	1,6	
4° trim.	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,0	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	0,6	1,2	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8	
2° trim.	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,8	3,6	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5	
2020 mar.	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	-0,1	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	3,7	-0,1	-4,8	0,2	0,3	0,6	
mag.	105,3	0,1	0,9	-0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,3	0,0	-1,7	0,1	0,0	0,6	
giu.	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,2	0,4	
lug.	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,4	-1,9	1,5	0,5	-0,2	0,4	0,4	
ago. <sup>3)</sup>	104,9	-0,2	0,4	.	0,7	-0,4	0,1	0,2	-1,6	0,0	0,0	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (includere le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione	22	23	24	25	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 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 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
2° trim.	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5
2020 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.	3,4	2,4	6,7	-3,2	0,2	-11,9	1,4	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
giu.	3,2	2,3	6,0	-2,4	0,2	-9,3	1,4	1,3	1,1	0,3	1,2	1,5
lug.	2,0	1,6	3,1	-1,2	1,6	-8,4	1,3	1,2	0,2	-0,6	0,9	1,5
ago. <sup>3)</sup>	1,7	1,6	2,3	.	-0,1	-7,8	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.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: 2015 = 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	4,4	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	4,8	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	4,2	4,6
2019 3° trim.	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,0	4,3
4° trim.	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,3	4,3
2020 1° trim.	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,2	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,4	4,9	.
2° trim.	100,2	-4,4	-3,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	.	.	.
2020 feb.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,1	1,2	2,3	3,4	0,7	-6,6	-	-	-
mar.	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,1	2,3	3,5	0,6	-11,1	-	-	-
apr.	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	1,7	2,5	0,6	-16,5	-	-	-
mag.	99,8	-5,0	-3,5	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	-	-	-
giu.	100,5	-3,7	-2,3	-0,5	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,6	-12,8	-	-	-
lug.	101,1	-3,3	-2,1	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,7	-11,6	-	-	-

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: 2015 = 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	102,0	1,1	1,5	1,3	1,6	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,8	1,9	1,4	2,2	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	105,2	1,7	1,5	1,2	1,7	2,2	0,7	0,2	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 3° trim.	105,3	1,8	1,3	1,0	1,7	2,2	0,2	-1,0	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
4° trim.	106,0	1,8	1,2	1,1	1,6	1,7	0,4	-0,8	56,5	3,7	8,6	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 1° trim.	106,6	1,9	1,4	1,2	2,6	2,1	0,0	-1,3	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
2° trim.	107,6	2,4	1,4	0,7	4,5	1,7	-1,8	-4,4	28,5	-2,6	3,7	-8,1	-4,8	-0,9	-9,2
2020 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,5	4,2	-12,1	-7,3	-2,0	-13,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,4	5,5	-7,5	-3,5	1,3	-8,7
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,3	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-2,3	-1,4	-3,2	-5,0	-5,7	-4,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	.	.	.	.	.	.

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	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 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	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
2° trim.	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
2020 mar.	-0,3	3,9	2,8	-1,1	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	-8,8	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3
giu.	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3
lug.	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
ago.	-2,1	0,7	-1,2	-7,7	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2

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	2,4	2,3	2,6	2,5	2,1	2,1
2019	106,8	2,5	2,6	2,2	2,4	2,6	2,2
2019 3° trim.	103,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,4	2,6
4° trim.	113,2	2,4	2,3	2,2	2,2	2,6	2,0
2020 1° trim.	103,2	3,4	3,4	3,6	3,1	4,2	1,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	1,7

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: 2015 =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	106,3	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	-0,9	-1,7	4,2	1,3	1,9	1,1
2018	108,3	1,9	1,5	1,8	1,5	1,4	0,3	0,4	4,7	2,4	2,3	2,6
2019	110,3	1,9	-0,8	3,4	1,0	1,6	1,1	-0,5	2,5	1,1	2,5	1,7
2019 3° trim.	110,6	1,7	-1,8	3,6	0,7	1,5	0,9	-0,9	2,3	0,9	2,4	0,9
4° trim.	110,9	1,6	-0,2	2,5	1,3	1,4	0,2	-0,6	-0,2	1,5	2,7	1,9
2020 1° trim.	114,1	4,4	-2,1	4,5	2,5	5,7	2,7	-1,3	1,9	4,7	5,2	6,9
2° trim.	119,6	8,6	-0,6	10,2	7,0	13,3	2,8	-1,0	-3,9	11,2	10,8	21,0
<b>Redditi per occupato</b>												
2017	111,4	1,7	1,1	1,6	1,6	1,5	2,0	1,1	3,3	2,6	1,9	1,7
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,8	2,1	2,6	2,2	4,2	2,8	2,0	3,0
2019	116,0	1,9	1,3	1,5	1,8	2,1	1,7	2,0	2,8	1,3	2,2	2,7
2019 3° trim.	116,6	2,0	0,7	2,0	1,7	2,3	1,8	1,7	3,0	1,3	2,1	2,3
4° trim.	116,7	1,6	2,0	0,8	1,2	1,6	1,3	1,5	1,4	1,1	2,3	2,5
2020 1° trim.	115,9	0,6	0,8	-0,5	-1,9	-1,0	1,9	-0,4	2,5	1,2	2,4	0,4
2° trim.	110,4	-4,6	1,5	-8,0	-8,4	-10,4	-2,2	-0,9	-4,0	-6,3	1,0	-6,7
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2017	104,8	1,0	0,9	2,3	1,0	0,9	2,9	2,8	-0,9	1,4	0,0	0,6
2018	105,1	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,7	2,4	1,8	-0,5	0,4	-0,2	0,3
2019	105,1	0,0	2,0	-1,8	0,7	0,5	0,6	2,4	0,3	0,2	-0,4	1,1
2019 3° trim.	105,4	0,3	2,6	-1,5	1,0	0,8	0,9	2,6	0,7	0,5	-0,3	1,4
4° trim.	105,2	-0,1	2,2	-1,7	-0,1	0,2	1,1	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,6
2020 1° trim.	101,6	-3,6	2,9	-4,8	-4,2	-6,3	-0,8	1,0	0,7	-3,3	-2,6	-6,1
2° trim.	92,3	-12,2	2,1	-16,5	-14,4	-20,9	-4,9	0,1	-0,1	-15,7	-8,9	-22,9
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2017	113,4	2,1	1,3	1,9	1,7	1,9	2,1	1,8	3,3	2,6	2,5	2,3
2018	115,9	2,2	0,9	2,0	1,2	2,2	2,8	2,4	3,4	2,8	2,0	2,7
2019	118,1	1,9	0,8	2,0	2,2	2,2	2,5	1,5	2,8	1,3	1,7	2,8
2019 3° trim.	118,2	2,0	0,9	2,4	2,3	2,3	2,5	0,9	2,4	1,3	1,5	2,4
4° trim.	118,6	1,8	1,3	1,6	2,3	1,8	2,4	1,2	0,7	1,1	2,1	2,5
2020 1° trim.	121,7	4,2	3,0	3,2	2,9	4,3	3,7	1,8	5,7	3,4	4,5	8,1
2° trim.	128,1	9,0	5,4	6,2	7,4	12,7	4,5	4,4	6,3	6,1	6,5	15,0
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2017	107,2	1,5	1,5	2,7	1,2	1,5	3,1	3,4	-0,6	1,6	0,6	1,2
2018	107,6	0,4	-0,9	0,3	0,0	1,0	2,7	2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,3
2019	107,7	0,2	1,6	-1,4	1,1	0,8	1,5	2,2	0,5	0,3	-0,7	1,0
2019 3° trim.	107,6	0,4	2,4	-1,2	1,6	1,1	1,8	2,1	0,2	0,7	-0,8	1,5
4° trim.	107,6	0,2	1,4	-1,0	0,9	0,5	2,0	2,0	0,6	-0,3	-0,5	0,4
2020 1° trim.	108,0	0,5	3,3	-0,9	1,6	-0,3	1,1	3,5	5,6	-0,7	-0,5	1,9
2° trim.	109,3	1,7	5,0	-2,9	3,1	2,0	0,2	3,3	10,0	-3,1	-3,4	-3,6

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	4		5	6	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni
1	2													
	Consistenze													
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	1.220,0	7.724,2	8.944,2	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,6		
2019 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		
2019 4° trim.	1.220,0	7.724,2	8.944,2	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,6		
2020 1° trim.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,5	2.361,4	3.439,0	12.776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13.476,0		
2020 2° trim.	1.304,5	8.401,0	9.705,5	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13.882,3		
2020 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	26,0	662,2	13.149,8		
2020 mar.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,5	2.361,4	3.439,0	12.776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13.476,0		
2020 apr.	1.276,8	8.229,6	9.506,5	1.071,0	2.376,7	3.447,7	12.954,2	94,9	546,6	37,7	679,3	13.633,4		
2020 mag.	1.296,5	8.334,7	9.631,3	1.095,1	2.389,1	3.484,2	13.115,4	96,6	556,9	26,8	680,2	13.795,6		
2020 giu.	1.304,5	8.401,0	9.705,5	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13.882,3		
2020 lug. <sup>(p)</sup>	1.311,1	8.473,0	9.784,1	1.082,7	2.409,4	3.492,0	13.276,1	109,5	607,5	10,3	727,3	14.003,4		
	Transazioni													
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	56,7	603,1	659,8	-60,0	62,8	2,7	662,5	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	607,2		
2019 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		
2019 4° trim.	15,9	122,8	138,8	-38,0	8,1	-29,9	108,8	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,8		
2020 1° trim.	41,8	346,6	388,3	6,1	-2,5	3,7	392,0	31,1	2,0	46,7	79,8	471,7		
2020 2° trim.	42,7	322,7	365,4	0,4	42,1	42,5	407,8	-12,9	51,1	-40,7	-2,4	405,4		
2020 feb.	7,9	81,9	89,8	1,2	-2,6	-1,4	88,4	9,0	3,0	1,3	13,3	101,7		
2020 mar.	25,6	249,3	274,9	12,8	1,7	14,5	289,5	25,0	-17,6	28,7	36,1	325,6		
2020 apr.	15,1	151,4	166,5	-7,8	15,2	7,4	173,9	-15,4	13,2	-18,5	-20,7	153,2		
2020 mag.	19,7	103,3	123,0	26,7	12,8	39,5	162,5	2,4	10,3	-11,7	1,0	163,5		
2020 giu.	7,9	67,9	75,9	-18,5	14,0	-4,4	71,4	0,1	27,7	-10,4	17,4	88,8		
2020 lug. <sup>(p)</sup>	6,6	151,5	158,1	11,7	6,5	18,1	176,2	14,1	22,9	-4,3	32,8	209,0		
	Variazioni percentuali													
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	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9		
2019 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		
2019 4° trim.	4,9	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	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5		
2020 2° trim.	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2		
2020 feb.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,4	2,5	5,5		
2020 mar.	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5		
2020 apr.	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,8	2,0	6,2	8,2		
2020 mag.	9,3	13,0	12,5	-2,5	2,3	0,7	9,1	35,9	5,8	-34,2	6,3	9,0		
2020 giu.	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2		
2020 lug. <sup>(p)</sup>	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,7	1,4	10,1	46,2	13,4	-64,3	12,8	10,2		

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	11	12	13
<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 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	1.151,7	226,4	475,3
2° trim.	2.867,6	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,8	4.681,9	462,7	2.204,3	0,9	1.067,8	225,3	466,0
2020 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	1.151,7	226,4	475,3
apr.	2.715,5	2.277,9	284,8	146,5	6,3	7.242,1	4.596,8	467,1	2.177,4	0,8	1.120,1	229,8	464,8
mag.	2.824,5	2.355,8	316,8	147,2	4,7	7.299,7	4.642,9	464,8	2.191,1	1,0	1.100,8	231,1	459,4
giu.	2.867,6	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,8	4.681,9	462,7	2.204,3	0,9	1.067,8	225,3	466,0
lug. <sup>(p)</sup>	2.919,1	2.433,7	333,1	147,1	5,2	7.400,2	4.729,7	456,1	2.213,3	1,1	1.037,8	243,5	473,8
<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	1,7	-0,5	394,5	358,4	-25,7	62,4	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 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	76,8	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	112,1	11,7	7,4
2° trim.	260,4	203,1	57,7	1,1	-1,5	190,4	152,7	-9,0	46,5	0,3	-88,7	-0,6	-9,2
2020 feb.	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,0	-2,5	8,5
mar.	102,7	93,5	9,6	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,6	11,1	-0,4
apr.	104,6	86,0	21,0	-1,0	-1,4	80,2	66,0	-5,1	19,1	0,2	-34,4	3,5	-10,5
mag.	112,3	80,2	33,0	0,7	-1,5	59,1	46,7	-1,9	14,2	0,1	-22,4	1,6	-5,4
giu.	43,5	36,9	3,7	1,4	1,5	51,1	40,0	-2,0	13,2	-0,1	-32,0	-5,7	6,7
lug. <sup>(p)</sup>	59,2	46,3	15,2	-1,5	-0,8	53,1	49,6	-5,8	9,1	0,2	44,5	19,0	7,9
<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 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	16,8	5,9	2,9
2° trim.	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
2020 feb.	6,5	9,0	-7,6	1,1	-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	16,8	5,9	2,9
apr.	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,0	1,0
mag.	17,7	19,2	18,3	-2,0	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,1	-0,2
giu.	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
lug. <sup>(p)</sup>	20,4	21,4	27,2	-2,8	-15,8	7,4	11,3	-10,2	3,8	-40,1	9,2	10,4	3,2

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								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	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			
	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	7	8	9	10					11	12	
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	4.652,5	984,4	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 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.	4.652,5	984,4	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.	4.775,0	1.006,9	3.756,3	14.046,9	11.688,3	12.063,7	4.601,8	5.966,5	958,5	161,5	1.558,2	800,3
2° trim.	5.300,8	1.005,8	4.283,3	14.245,5	11.783,1	12.165,5	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2
2020 feb.	4.672,1	993,0	3.667,3	13.942,3	11.531,5	11.897,5	4.488,9	5.983,3	909,1	150,1	1.565,3	845,5
mar.	4.775,0	1.006,9	3.756,3	14.046,9	11.688,3	12.063,7	4.601,8	5.966,5	958,5	161,5	1.558,2	800,3
apr.	4.962,3	1.015,5	3.935,0	14.122,9	11.728,0	12.103,9	4.670,7	5.960,9	939,7	156,8	1.609,0	785,9
mag.	5.131,2	1.017,5	4.101,9	14.225,1	11.805,1	12.179,2	4.719,2	5.981,8	949,7	154,4	1.627,1	793,0
giu.	5.300,8	1.005,8	4.283,3	14.245,5	11.783,1	12.165,5	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2
lug. <sup>(a)</sup>	5.589,1	1.003,6	4.573,7	14.126,8	11.813,4	12.183,2	4.729,6	6.015,7	914,0	154,1	1.496,8	816,6
<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	30,6	43,8
2019 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	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 1° trim.	134,0	21,9	112,2	228,6	246,0	238,3	135,7	41,8	59,6	8,8	15,0	-32,3
2° trim.	506,4	-1,7	508,0	194,8	102,5	110,3	123,1	33,0	-45,9	-7,7	80,8	11,5
2020 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.	136,3	13,8	122,5	143,5	167,1	176,9	118,6	-11,6	48,7	11,4	8,9	-32,6
apr.	194,0	8,3	185,6	68,4	38,2	38,0	71,6	-5,3	-23,5	-4,7	46,7	-16,4
mag.	159,0	1,6	157,5	103,8	79,1	76,9	51,4	22,1	7,9	-2,4	19,2	5,6
giu.	153,4	-11,5	164,9	22,6	-14,8	-4,6	0,0	16,2	-30,4	-0,6	14,9	22,4
lug. <sup>(a)</sup>	96,6	-2,1	98,7	75,0	47,7	37,7	21,6	24,4	1,1	0,6	26,7	0,7
<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 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	11,4	20,7	3,0	-0,6
2° trim.	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
2020 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	11,4	20,7	3,0	-0,6
apr.	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,7	21,2	6,3	-3,4
mag.	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,5	20,9	6,8	-2,4
giu.	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
lug. <sup>(a)</sup>	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,7	6,5	3,3	4,0	14,8	9,3	0,4

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
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
<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 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	1.002,0	915,8	2.683,9	5.966,5	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
2° trim.	4.717,7	4.827,0	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
2020 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	1.002,0	915,8	2.683,9	5.966,5	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
apr.	4.670,7	4.775,2	988,4	961,2	2.721,1	5.960,9	6.247,1	701,0	4.574,6	685,3
mag.	4.719,2	4.822,8	958,1	997,9	2.763,2	5.981,8	6.265,1	698,6	4.593,9	689,3
giu.	4.717,7	4.827,0	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
lug. <sup>(p)</sup>	4.729,6	4.831,4	950,7	997,9	2.781,1	6.015,7	6.292,4	703,2	4.620,5	692,0
<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 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	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 1° trim.	135,7	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2° trim.	123,1	130,4	-38,0	80,8	80,3	33,0	30,0	-13,2	36,8	9,4
2020 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	48,0	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
apr.	71,6	72,8	-13,4	47,0	38,0	-5,3	-6,1	-14,2	7,0	1,9
mag.	51,4	50,5	-28,4	39,1	40,8	22,1	18,8	-2,1	19,7	4,6
giu.	0,0	7,2	3,9	-5,3	1,5	16,2	17,3	3,2	10,1	3,0
lug. <sup>(p)</sup>	21,6	15,9	-6,0	10,2	17,4	24,4	18,4	3,0	18,8	2,6
<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 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
2° trim.	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
2020 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.	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,8
mag.	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,3	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
giu.	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
lug. <sup>(p)</sup>	6,5	7,0	-2,2	16,5	6,4	3,3	3,0	0,2	4,2	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	9	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	1.459,9	429,9	178,9	187,2
2019 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	1.459,9	429,9	178,9	187,2
2020 1° trim.	413,2	7.036,8	1.935,5	47,2	2.121,7	2.932,4	1.573,5	530,7	183,7	196,5
2° trim.	676,1	7.039,4	1.931,4	43,9	2.080,5	2.983,7	1.555,9	495,6	158,3	173,7
2020 feb.	417,1	7.130,4	1.942,5	48,2	2.162,2	2.977,4	1.613,8	469,2	177,9	191,2
mar.	413,2	7.036,8	1.935,5	47,2	2.121,7	2.932,4	1.573,5	530,7	183,7	196,5
apr.	521,0	7.059,6	1.930,3	46,1	2.125,7	2.957,4	1.568,2	560,6	187,6	203,3
mag.	598,8	7.046,5	1.934,1	45,1	2.101,8	2.965,4	1.543,7	540,8	196,5	211,4
giu.	676,1	7.039,4	1.931,4	43,9	2.080,5	2.983,7	1.555,9	495,6	158,3	173,7
lug. <sup>(p)</sup>	756,4	7.041,6	1.931,5	43,7	2.046,7	3.019,8	1.529,3	556,1	159,8	172,6
<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	106,9	-5,3	-3,3	27,5	88,1	310,1	11,1	-2,7	-2,5
2019 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	4,3	-1,4	-3,7	-14,3	23,7	-1,0	-29,4	-5,3	-10,9
2020 1° trim.	63,2	-47,7	-8,9	-2,9	-45,2	9,3	74,3	50,2	4,7	9,3
2° trim.	263,0	-4,7	-2,3	-3,3	-16,0	16,9	-47,6	10,2	-25,4	-22,8
2020 feb.	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,2	41,6	6,8	9,0
mar.	-3,9	-40,8	0,5	-1,0	-42,7	2,4	-27,2	28,2	5,8	5,3
apr.	107,9	-19,3	-6,0	-1,0	-1,1	-11,1	-62,5	41,9	4,0	6,8
mag.	77,8	16,4	5,7	-1,0	-8,1	19,6	1,8	-7,0	8,9	8,1
giu.	77,4	-1,8	-2,0	-1,2	-6,8	8,3	13,2	-24,7	-38,2	-37,6
lug. <sup>(p)</sup>	17,3	-9,4	-2,1	-0,2	-9,0	1,9	-33,4	78,6	1,5	-1,1
<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	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 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	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 1° trim.	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
2° trim.	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
2020 feb.	4,2	0,9	-0,3	-9,1	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
mar.	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
apr.	42,3	0,0	-0,4	-13,4	-2,2	2,1	-	-	-6,6	-4,9
mag.	63,1	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
giu.	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
lug. <sup>(p)</sup>	85,6	-0,6	-0,1	-20,2	-4,1	2,2	-	-	-16,6	-16,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
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 2° trim.	-0,7	.	.	.	.	1,1
3° trim.	-0,8	.	.	.	.	0,9
4° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 1° trim.	-1,0	.	.	.	.	0,6

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 2° trim.	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	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	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8
4° trim.	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2020 1° trim.	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,6	43,9	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6 IFM	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 2° trim.	86,2	3,1	13,4	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	85,9	3,2	13,3	69,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	84,1	3,0	13,1	68,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 1° trim.	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <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	-0,2	0,1	-0,8	0,9
2019 2° trim.	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	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	0,1	-0,9	0,9
2020 1° trim.	-0,1	-0,6	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,1	1,8

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

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

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <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	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno	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	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 2° trim.	12,5	11,0	3,6	1,4	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	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0
4° trim.	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 1° trim.	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
2020 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	1,9	0,1	1,0
apr.	13,1	11,8	4,5	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1
mag.	14,1	12,7	4,2	1,4	0,4	7,4	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,1	0,1	1,1
giu.	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
lug.	14,5	13,2	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	1,0

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
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 2° trim.	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-2,9	-2,2	-4,9
3° trim.	-1,8	1,4	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,2
4° trim.	-1,9	1,5	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
2020 1° trim.	-2,7	1,3	-1,3	0,0	1,0	-3,3	-3,5	-2,4	2,2
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 2° trim.	102,4	61,1	9,1	63,0	179,5	98,6	99,2	137,7	107,0
3° trim.	102,2	61,1	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	137,0	97,9
4° trim.	98,7	59,8	8,4	57,3	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5
2020 1° trim.	104,4	61,3	8,9	59,1	176,7	98,8	101,2	137,6	97,7

	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 2° trim.	-1,4	0,0	4,0	1,0	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
3° trim.	-1,1	-0,3	3,2	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-1,9
4° trim.	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,0
2020 1° trim.	-0,6	-0,4	1,2	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-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 2° trim.	37,5	35,9	20,3	45,5	51,0	71,7	120,7	67,7	48,7	61,5
3° trim.	37,1	35,7	20,0	43,2	49,3	71,0	120,2	68,1	48,5	60,1
4° trim.	36,9	36,2	22,1	42,9	48,7	70,3	117,7	66,1	48,0	59,2
2020 1° trim.	37,1	33,2	22,3	44,4	49,5	72,8	120,0	69,6	49,3	64,2

Fonte: Eurostat.

© **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 9 settembre 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-20-006-IT-N (online)