



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2020



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	5
2 Andamenti finanziari	9
3 Attività economica	13
4 Prezzi e costi	18
5 Moneta e credito	22
Riquadri	26
1 Aggiornamento del sistema di ponderazione impiegato nelle proiezioni relative al contesto internazionale	26
2 Nuove statistiche dell'area dell'euro sui premi, i sinistri e le spese delle società di assicurazione	31
3 Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19	35
Articoli	43
1 L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro	43
2 L'integrazione finanziaria europea durante la crisi legata al COVID-19	67
3 Nuove statistiche sui fondi pensione	92
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

La recrudescenza dei contagi da coronavirus (COVID-19) torna a porre una serie di sfide per la salute pubblica e le prospettive di crescita dell'area dell'euro e delle economie a livello mondiale. Le informazioni più recenti indicano che la ripresa economica dell'area dell'euro perde slancio più rapidamente delle attese, dopo il forte, benché parziale e disomogeneo, recupero dell'attività economica nei mesi estivi. L'incremento dei casi di COVID-19 e il connesso inasprimento delle misure di contenimento pesano sull'attività, provocando un evidente deterioramento delle prospettive a breve termine.

I dati più recenti sull'economia internazionale segnalano una rapida ripresa dell'attività mondiale nel terzo trimestre, pur registrando un rallentamento di tale dinamica positiva. Dopo una brusca contrazione nel primo semestre del 2020, l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) e gli indicatori ad alta frequenza hanno evidenziato un significativo recupero nel terzo trimestre, nonostante la stabilizzazione mostrata a settembre. Oltre alle deboli prospettive per il mercato del lavoro, è l'incertezza a gravare sul comportamento dei consumatori. Anche il commercio mondiale ha segnato una forte ripresa nel terzo trimestre, dopo una brusca e profonda contrazione nel secondo trimestre. L'inflazione a livello mondiale si è mantenuta bassa.

Nel periodo in esame, la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata lievemente verso il basso, mantenendo un profilo, pur non marcatamente, inverso. Nonostante l'inversione, la curva non fornisce indicazioni di consolidate aspettative di mercato su un'imminente riduzione dei tassi di interesse. I differenziali sulle obbligazioni sovrane a lungo termine si sono ridotti in maniera costante nei paesi dell'area dell'euro, grazie alle aspettative di ulteriore sostegno della politica monetaria e di bilancio. Gli indici dei corsi azionari sono scesi in misura significativa, facendo registrare oscillazioni considerevoli nel corso del periodo. Sui mercati dei cambi il valore dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.

I dati più recenti segnalano una forte ripresa del prodotto dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2020, dopo la brusca contrazione dell'11,8 per cento sul periodo precedente registrata nel secondo trimestre. Tuttavia, il perdurante aumento dei tassi di contagio da coronavirus rappresenta un fattore avverso per le prospettive a breve termine e condurrà, con ogni probabilità, a un significativo ridimensionamento della crescita del prodotto nell'ultimo trimestre dell'anno, come anticipato da indagini recenti. Al tempo stesso, la ripresa continua a essere disomogenea tra i diversi settori, con il settore dei servizi che si rivela il più duramente colpito dalla pandemia,

in parte a causa della sua esposizione alle misure di distanziamento sociale. In una prospettiva di più lungo periodo, la possibilità di una ripresa sostenuta continua a dipendere, in larga misura, dall'evoluzione della pandemia e dal buon esito delle politiche di contenimento. L'incertezza riguardo all'evoluzione della pandemia attenuerà verosimilmente il vigore della ripresa del mercato del lavoro nonché dei consumi e degli investimenti, tuttavia l'economia dell'area dell'euro dovrebbe continuare a essere sorretta dalle condizioni di finanziamento favorevoli, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e dal graduale rafforzamento dell'attività e della domanda a livello mondiale.

Nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC sui dodici mesi è scesa al -0,3 per cento a settembre, dal -0,2 per cento di agosto, di riflesso agli andamenti dei prezzi dei beni energetici, dei beni industriali non energetici e dei servizi. Sulla scorta dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, e tenendo conto della temporanea riduzione dell'imposta sul valore aggiunto in Germania, è probabile che l'inflazione complessiva rimanga negativa fino all'inizio del 2021. Inoltre, le pressioni sui prezzi nel breve periodo si manterranno contenute per effetto della debolezza della domanda, in particolare nei settori dei viaggi e del turismo, nonché delle minori pressioni salariali e dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Nel medio termine, una ripresa della domanda sostenuta da politiche monetarie e di bilancio accomodanti eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati e dalle indagini rimangono sostanzialmente invariate su livelli bassi.

La pandemia di coronavirus ha continuato a influenzare in misura considerevole le dinamiche della moneta e del credito all'interno dell'area dell'euro. La crescita dell'aggregato monetario è aumentata ulteriormente a settembre 2020 e il credito interno, che ha continuato a rappresentare la principale fonte di creazione di moneta, è stato sostenuto in misura crescente 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 sin dall'inizio della pandemia hanno continuato a sostenere l'estensione del credito bancario a condizioni favorevoli all'economia dell'area dell'euro. Tuttavia, come emerge dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2020, nel terzo trimestre di quest'anno le banche hanno inasprito i propri criteri di concessione dei prestiti a imprese e famiglie a causa di un aumento del rischio percepito.

Le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo dall'inizio di marzo concorrono a preservare condizioni di finanziamento favorevoli in tutti i settori e le giurisdizioni dell'area dell'euro, fornendo un contributo essenziale al sostegno dell'attività economica e alla salvaguardia della stabilità dei prezzi nel medio termine. Allo stesso tempo, nell'attuale contesto in cui i rischi sono chiaramente orientati verso il basso, il Consiglio direttivo valuterà con attenzione le informazioni più recenti, inclusi la dinamica della pandemia, le prospettive sul rilascio di un vaccino e l'andamento del tasso di cambio. Il prossimo esercizio delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema che si svolgerà a dicembre consentirà un riesame approfondito delle prospettive economiche e del quadro complessivo dei rischi.

Sulla base di tale valutazione aggiornata, il Consiglio direttivo ricalibrerà i suoi strumenti, ove opportuno, al fine di rispondere all'evolvere della situazione e di assicurare che le condizioni di finanziamento restino favorevoli per sostenere la ripresa economica e contrastare l'impatto negativo della pandemia sul profilo previsto per l'inflazione. Questo agevolerà una stabile convergenza dell'inflazione verso il livello perseguito, in linea con il suo impegno alla simmetria.

Nel frattempo, il Consiglio direttivo ha deciso di riconfermare il proprio orientamento di politica monetaria accomodante.

Il Consiglio direttivo lascerà invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Si prevede che essi permangeranno 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.

Il Consiglio direttivo proseguirà gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) con una dotazione finanziaria totale 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 esercitato dalla 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 diversi paesi, consentendo al Consiglio direttivo di contrastare efficacemente i rischi per l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine di giugno 2021 e, in ogni caso, finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus; reinvestirà, inoltre, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno fino alla fine del 2022. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita allo scopo di evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.

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. 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 successivo 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.

Continuerà inoltre a fornire abbondante liquidità attraverso le sue operazioni di rifinanziamento. In particolare, la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) resta per le banche una fonte di finanziamento appetibile, a sostegno del credito bancario alle imprese e alle famiglie.

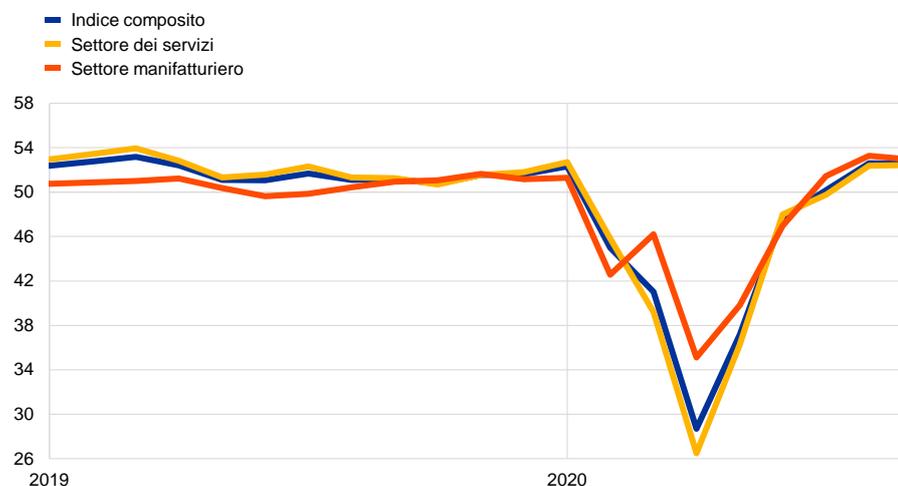
I dati più recenti segnalano una rapida ripresa dell'attività mondiale nel terzo trimestre, ma anche il successivo rallentamento del suo slancio.

Dopo una brusca contrazione nel primo semestre del 2020, il PMI mondiale composito relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) ha registrato un significativo recupero nel terzo trimestre, passando da 37,9 del periodo precedente a 51,8. È tuttavia rimasto invariato a settembre, in quanto l'incremento marginale osservato nel settore dei servizi è stato compensato da un lieve calo dell'indice PMI relativo al settore manifatturiero (cfr. il grafico 1). Nel complesso, i servizi caratterizzati da un elevato grado di prossimità fisica, quali il turismo e le attività ricreative, i trasporti e i servizi di consumo, hanno continuato a mostrarsi deboli nel terzo trimestre. Anche alcuni indicatori ad alta frequenza non convenzionali, come le tendenze della mobilità e la fiducia dei consumatori, segnalano una dinamica in attenuazione al termine del terzo trimestre, soprattutto nelle economie avanzate. Ciò potrebbe indicare il protrarsi di un atteggiamento di cautela da parte di imprese e famiglie nelle decisioni di spesa, in un contesto caratterizzato da preoccupazioni per la recrudescenza dei contagi, esigenze di distanziamento sociale e timori circa la reintroduzione di misure di contenimento nel contesto della pandemia di coronavirus (COVID-19) in corso.

Grafico 1

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

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, Markit ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2020.

Oltre alle deboli prospettive per il mercato del lavoro, sul comportamento dei consumatori pesa il clima di incertezza.

La ripresa del prodotto e, in misura minore, quella dell'occupazione restano incomplete, specie in relazione alle attività maggiormente colpite dalla pandemia. Le vendite al dettaglio hanno complessivamente segnato un netto rialzo, sorrette dalla domanda repressa seguita ai provvedimenti di chiusura (lockdown) e agevolate dal reddito disponibile, che ha ricevuto il sostegno di misure governative. Anche i tassi di risparmio, tuttavia, permangono su livelli significativamente più elevati di quelli precedenti la pandemia, in parte per ragioni precauzionali riconducibili all'accresciuta incertezza economica.

Il livello di fiducia dei consumatori in ambito internazionale si mantiene molto basso, con esigui miglioramenti dal minimo toccato ad aprile.

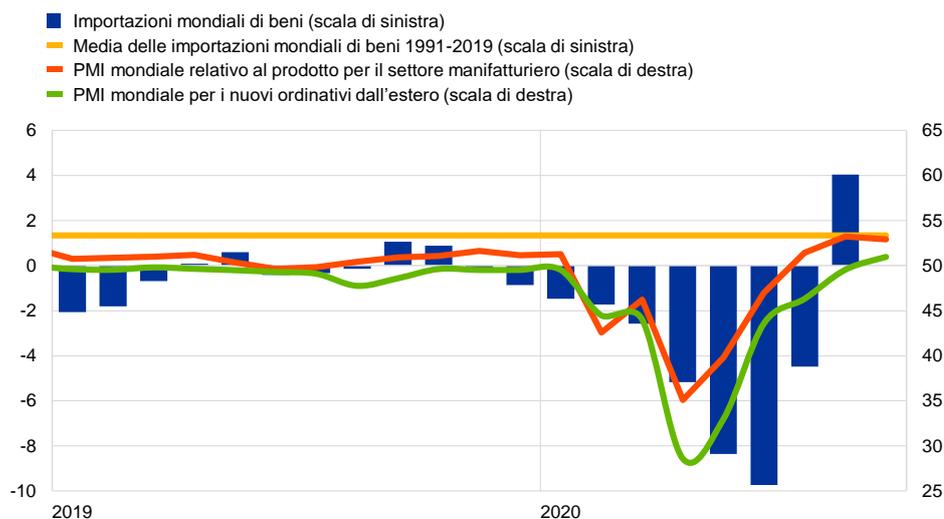
Nel terzo trimestre anche il commercio mondiale ha segnato una forte ripresa.

I dati più recenti segnalano un marcato recupero dell'interscambio mondiale nel terzo trimestre, dopo il calo a due cifre segnato nel periodo precedente (cfr. il grafico 2). Secondo statistiche del CPB, ad agosto le importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) sono aumentate del 2,4 per cento sul mese precedente. Tale incremento, sebbene inferiore rispetto a quelli di giugno e luglio, conferma una forte ripresa dell'interscambio mondiale nel terzo trimestre. Essa è altresì confermata da un indice basato su indicatori del commercio settimanali. Rispetto alle precedenti fasi recessive, l'interscambio mondiale ha evidenziato una relativa capacità di tenuta in considerazione della brusca e profonda contrazione economica del secondo trimestre. In parte ciò riflette il fatto che il settore dei servizi a minore intensità di scambi ha subito le conseguenze più pesanti del crollo dell'attività.

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: indice di diffusione)



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2020 per le importazioni mondiali di beni e a settembre 2020 per gli indici PMI. Gli indici e i dati si riferiscono all'aggregato mondiale esclusa l'area dell'euro.

Ad agosto l'inflazione a livello mondiale si è mantenuta stabile. Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta invariata, ad agosto, all'1,2 per cento. Nello stesso mese sono proseguite le pressioni al ribasso esercitate dall'inflazione sui dodici mesi relativa ai beni energetici, sebbene a un ritmo più contenuto, mentre l'inflazione relativa alla componente alimentare ha evidenziato un incremento marginale. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari ed energetici è lievemente diminuita, raggiungendo l'1,6 per cento. Le spinte inflazionistiche permangono contenute nelle principali economie avanzate ed

emergenti e dovrebbero mantenersi modeste nel breve e medio termine a causa del basso livello della domanda.

Dall'ultima riunione del Consiglio direttivo i corsi petroliferi sono lievemente aumentati, restando tuttavia entro un intervallo ristretto per via del bilanciamento tra le dinamiche della domanda e dell'offerta. Da giugno

le quotazioni del petrolio di qualità Brent hanno evidenziato oscillazioni comprese tra 35 e 45 dollari al barile e attualmente superano del 7 per cento circa i valori segnalati nella riunione del Consiglio direttivo di settembre. L'Agenzia internazionale per l'energia prevede una decelerazione della domanda di petrolio, aumentata a luglio con l'allentamento delle restrizioni per il coronavirus (COVID-19), a fronte dell'incremento dei casi di contagio in tutto il mondo. La minore offerta di petrolio continua a controbilanciare le pressioni al ribasso dal lato della domanda; a settembre l'offerta ha registrato un calo in ragione del migliore tasso di conformità dei paesi OPEC+ all'accordo di produzione da essi stipulato. Ciò si aggiunge alle consistenti riduzioni dell'offerta di petrolio seguite all'accordo fra i paesi OPEC+ in risposta alla pandemia e ai significativi blocchi della produzione petrolifera negli Stati Uniti. Il prezzo del petrolio è ancora inferiore di circa un terzo rispetto ai livelli precedenti la pandemia. Nel contempo, le quotazioni dei metalli sono rimaste sostanzialmente stabili dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, mentre i prezzi dei beni alimentari sono lievemente aumentati.

Negli Stati Uniti la ripresa dovrebbe subire una lieve perdita di slancio dopo la forte espansione evidenziata nel terzo trimestre. Secondo la stima preliminare, il PIL in termini reali degli Stati Uniti è cresciuto del 33,1 per cento su base trimestrale annualizzata, sostenuto da un netto recupero della domanda interna, ma la ripresa sta perdendo slancio. A settembre la produzione industriale è diminuita, dopo un marcato rallentamento ad agosto, mentre le vendite al dettaglio hanno segnato una lieve ripresa (in termini reali) dopo due serie di risultati deboli nei mesi precedenti. Ciò risulta in linea con gli andamenti evidenziati dal reddito delle persone fisiche, che ha registrato un lieve recupero a settembre, mentre il tasso di risparmio delle famiglie si è mantenuto su livelli storicamente elevati. In assenza di ulteriori misure di sostegno, tuttavia, le prospettive per la spesa sono deboli. Allo stesso tempo, rallenta la ripresa del mercato del lavoro statunitense. Il calo marginale della disoccupazione al 7,9 per cento osservato a settembre è principalmente dovuto a una riduzione della partecipazione alle forze di lavoro, mentre il numero delle offerte di lavoro rimane esiguo.

In Giappone si registra una graduale ripresa economica in una fase in cui la recrudescenza dei contagi da COVID-19 osservata nel corso dell'estate appare contenuta. Dopo i valori minimi toccati, l'attività economica si è avviata su un percorso di graduale ripresa dal termine del lockdown parziale a maggio. La produzione industriale e le esportazioni reali di beni hanno mostrato, da allora, una tendenza al rialzo, mentre ad agosto le importazioni sono diminuite per il quarto mese consecutivo. Sebbene la recrudescenza dei casi nazionali di COVID-19 e le condizioni meteorologiche avverse abbiano temporaneamente rallentato il ritmo del recupero all'inizio dell'estate, dalla fine di luglio il contenimento della pandemia si

è accompagnato a un aumento della fiducia dei consumatori, a sostegno della ripresa.

Nel Regno Unito il recupero dell'attività mostra segnali di rallentamento alla fine del terzo trimestre. Nel primo semestre del 2020 il PIL in termini reali del Regno Unito ha subito una contrazione pari a circa il 22 per cento rispetto al livello osservato alla fine del 2019. I dati mensili sul PIL disponibili fino ad agosto mostrano che l'attività economica è in costante recupero dal minimo toccato ad aprile, malgrado i recenti segnali di una perdita di slancio. Anche gli indici PMI suggeriscono un rallentamento dal mese di agosto, persino prima della reintroduzione delle ulteriori misure di contenimento, che sono considerevolmente aumentate dalla seconda metà di settembre. Oltre alla risalita del tasso dei contagi da COVID-19 e dei ricoveri ospedalieri, sulla ripresa gravano il forte aumento della disoccupazione e l'accresciuta incertezza legata all'esito dei negoziati in corso sulla Brexit.

In Cina la crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre ha confermato il proseguimento e la diffusione della ripresa. Sebbene la crescita del PIL si sia rivelata lievemente inferiore alle previsioni di Consensus Economics, nel terzo trimestre la ripresa economica della Cina è proseguita stabilmente (4,9 per cento sul periodo corrispondente). La ripresa si è inoltre ampliata. Gli investimenti fissi e l'interscambio netto hanno continuato a sostenere la crescita, sorretta altresì dal contributo positivo offerto, per la prima volta nell'anno in corso, dai consumi finali. I dati di settembre, inoltre, segnalano un'accelerazione dello slancio sul finire del trimestre. La produzione industriale è aumentata del 6,9 per cento e le vendite al dettaglio sono salite del 3,3 per cento sul periodo corrispondente, sorprendendo entrambe positivamente. Nel complesso, i dati recenti indicano che la normalizzazione dell'attività prosegue, estendendosi ai settori maggiormente colpiti dalla pandemia di COVID-19. Le prospettive, tuttavia, continuano a essere contrastanti per effetto dello sfavorevole contesto internazionale, sul quale incidono la recrudescenza della pandemia a livello mondiale e la possibilità di una seconda ondata di contagi nella Cina continentale, sebbene le autorità siano finora riuscite a contenere al minimo tale rischio.

2 Andamenti finanziari

Nel periodo in rassegna, compreso tra il 10 settembre e il 28 ottobre 2020, il tasso Eonia (euro overnight index average) e il nuovo tasso di riferimento in euro a breve termine €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -46 e -55 punti base¹. Nello stesso periodo la liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 225 miliardi di euro raggiungendo circa 3.205 miliardi, principalmente per effetto del ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e dell'acquisto di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA).

La curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso il basso nel periodo in esame ed è rimasta leggermente invertita. Nonostante tale inversione, la curva non indica solide aspettative di mercato circa un'imminente riduzione dei tassi². Nel complesso, i tassi a termine dell'Eonia rimangono al di sotto dello zero per gli orizzonti temporali fino al 2028, in ragione del fatto che i mercati continuano a prevedere un prolungato periodo contraddistinto da tassi di interesse negativi.

Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nelle principali giurisdizioni. Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di 20 punti base, toccando il -0,19 per cento (cfr. il grafico 3), per l'effetto combinato di una leggera diminuzione dei tassi privi di rischio e di una più marcata contrazione dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani. Anche nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono diminuiti di 3 punti base, mentre sono aumentati di 8 punti base negli Stati Uniti.

¹ La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro [Addio Eonia, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

² Questa valutazione riflette i dati emersi dai risultati delle ultime indagini e le stime empiriche delle aspettative sui tassi "effettivi", ossia i tassi a termine al netto dei premi a termine.

Grafico 3

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 settembre 2020). Il pannello di destra mostra in maggior dettaglio l'andamento osservato nei rendimenti dei titoli di Stato dal 1° febbraio 2020. Le ultime osservazioni si riferiscono al 28 ottobre 2020.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio hanno continuato a diminuire in tutte le giurisdizioni sulla scorta delle aspettative di un ulteriore sostegno monetario e di bilancio.

La recrudescenza del coronavirus (COVID-19) e la reintroduzione di misure locali di chiusura (lockdown) in varie regioni d'Europa hanno avuto finora un impatto limitato sui mercati dei titoli di Stato. I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e i corrispondenti tassi privi di rischio si attestano attualmente su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia in tutti i paesi dell'area dell'euro. Il calo dei differenziali è stato più pronunciato nei paesi più duramente colpiti dalla pandemia nella primavera del 2020, che avevano registrato incrementi più consistenti dei differenziali stessi. I differenziali sui titoli di Stato a dieci anni tedeschi, francesi, italiani, spagnoli e portoghesi sono diminuiti rispettivamente di 10, 9, 25, 9 e 14 punti base, raggiungendo, rispettivamente, -0,28, 0,03, 1,12, 0,53 e 0,52 punti percentuali. Il differenziale sul rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è quindi diminuito di 11 punti base, toccando 0,18 punti percentuali, sulla scia delle aspettative di un ulteriore sostegno monetario e di bilancio.

Gli indici dei corsi azionari hanno registrato una significativa flessione, dopo le notevoli oscillazioni osservate nel corso del periodo esaminato. Verso la fine di settembre le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro sono diminuite del 3,1 per cento. Dopo aver pienamente recuperato tale calo, i corsi azionari sono scesi di nuovo e attualmente si collocano su livelli inferiori del 6 per cento rispetto a quelli osservati all'inizio del periodo in esame. Nel periodo in rassegna i prezzi delle azioni bancarie nell'area dell'euro hanno subito una diminuzione più marcata, pari al 15,8 per cento. Una dinamica analoga è stata rilevata negli Stati Uniti, dove le quotazioni azionarie delle SNF e delle banche

risultano inferiori ai livelli osservati all'inizio del periodo in esame, rispettivamente dello 0,5 e del 4,2 per cento. Le quotazioni azionarie delle SNF dell'area dell'euro hanno beneficiato di un miglioramento delle attese sugli utili a breve termine rispetto ai livelli molto contenuti dell'inizio dell'anno, mentre il premio per il rischio azionario è aumentato. La più recente ondata di vendite ha avuto luogo nel momento in cui, in alcuni paesi europei, sono state reintrodotte misure volte a contenere la diffusione del COVID-19. Il calo dei corsi azionari delle banche dell'area dell'euro è probabilmente legato alla percezione di un aumento del rischio di bilancio dovuto alle nuove chiusure.

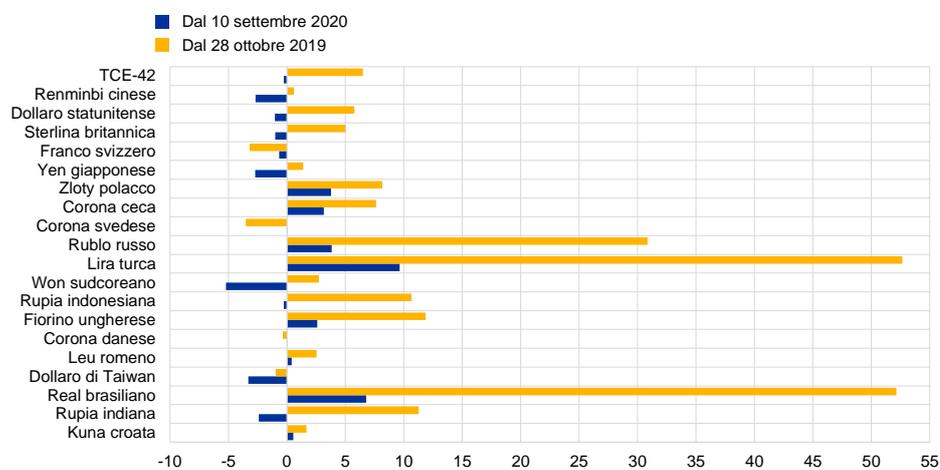
Nel periodo di riferimento i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno segnato una leggera flessione. I differenziali sulle obbligazioni investment grade delle SNF e sulle obbligazioni del settore finanziario rispetto al tasso privo di rischio sono leggermente diminuiti nel periodo in esame, per attestarsi rispettivamente a 93 e 76 punti base al 28 ottobre. Nel complesso, il lieve calo riflette una diminuzione della componente in eccesso del premio per il rischio obbligazionario (Excess Bond Premium, EBP). I fondamentali sul credito, misurati dai rating e dai tassi attesi di insolvenza, sono rimasti sostanzialmente invariati.

Sui mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 4), sebbene alcuni tassi di cambio bilaterali si siano mossi in direzioni opposte, per via delle differenze nelle prospettive di ripresa dalla crisi legata al COVID-19. 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 deprezzato dello 0,3 per cento. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, si è registrato un deprezzamento dell'euro nei confronti del renminbi cinese (pari al 2,7 per cento) e delle valute delle altre principali economie emergenti asiatiche, per effetto di un forte recupero dell'attività e della fiducia nei centri manifatturieri asiatici. L'euro si è indebolito anche rispetto allo yen giapponese (del 2,7 per cento), al dollaro statunitense (dell'1 per cento) e alla sterlina britannica (dell'1 per cento). Per contro, l'euro si è rafforzato nei confronti della maggior parte delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, in particolare rispetto allo zloty polacco (del 3,8 per cento) e alla corona ceca (del 3,1 per cento). Esso ha inoltre continuato a rafforzarsi nei confronti della lira turca, del real brasiliano e del rublo russo.

Grafico 4

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 28 ottobre 2020.

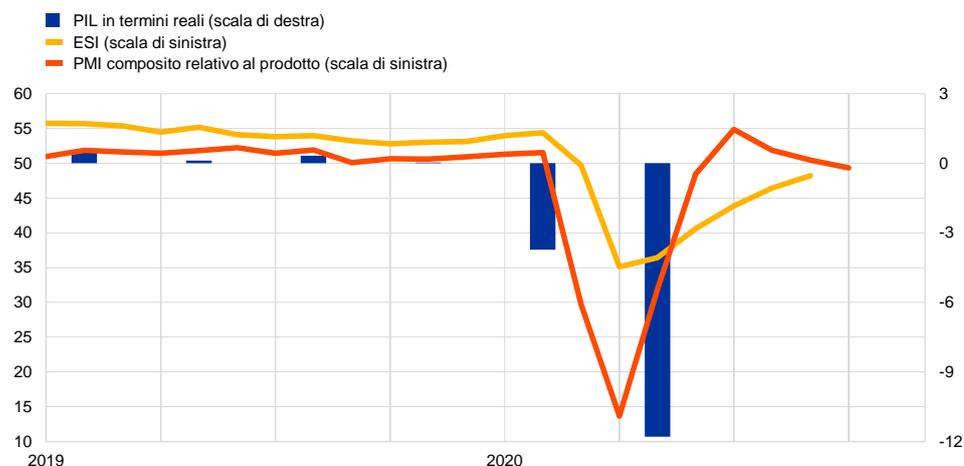
A seguito del calo senza precedenti del prodotto dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020, la crescita economica dovrebbe risalire nel terzo, per poi subire un nuovo rallentamento nel quarto.

Nel secondo trimestre del 2020 l'attività economica complessiva si è ridotta dell'11,8 per cento sul periodo precedente, dopo un calo del 3,7 per cento nel primo trimestre, raggiungendo una riduzione cumulata del 15,1 per cento nella prima metà dell'anno (cfr. il grafico 5). Il dettaglio dei conti relativi al secondo trimestre indica che il calo del PIL è stato generalizzato, determinato da diminuzioni sia della domanda interna (che ha fornito un contributo di -10,9 punti percentuali alla crescita) sia dell'interscambio netto (-0,8 punti percentuali), nonché dalla variazione delle scorte (-0,1 punti percentuali). Gli indicatori economici segnalano che l'attività economica, in calo a causa della pandemia di COVID-19, ha toccato il suo livello minimo ad aprile 2020. I dati di natura quantitativa, i risultati delle indagini e gli indicatori ad alta frequenza segnalano una vigorosa ripresa del prodotto nel terzo trimestre, mentre la crescita dovrebbe subire un nuovo rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno. Al tempo stesso, ci si attende che la ripresa nell'area dell'euro sia disomogenea tra i diversi settori, con il comparto dei servizi che si rivela il più duramente colpito dalla pandemia, in parte a causa della reattività alle misure di distanziamento sociale. Lo stesso vale per i paesi la cui ripresa dipende dai tassi di contagio e dagli sforzi per contenere la pandemia. La pandemia di COVID-19 e le relative misure di contenimento hanno inciso, e continueranno a incidere, sul prodotto potenziale. Tale aspetto è ulteriormente esaminato nell'articolo *L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Grafico 5

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

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: variazioni percentuali sul trimestre precedente)



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

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del PMI (Purchasing Managers' Index). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2020 per il PIL in termini reali, a settembre 2020 per l'ESI e a ottobre 2020 per il PMI.

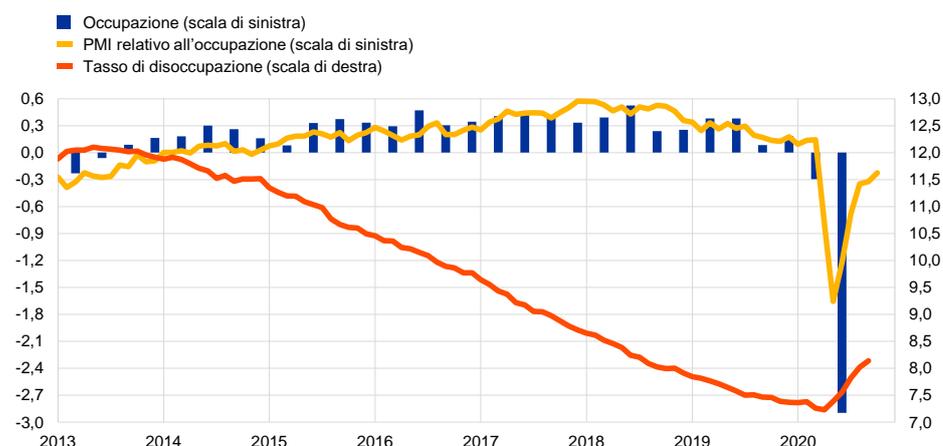
Nella prima metà del 2020 la pandemia di COVID-19 ha determinato la più marcata contrazione mai registrata dell'occupazione e del numero totale di ore lavorate, mentre gli effetti sul tasso di disoccupazione sono stati più limitati per effetto dei regimi di sostegno all'occupazione. Rispetto alla contrazione del PIL in termini reali nella prima metà del 2020, l'aumento del tasso di disoccupazione ufficiale è stato relativamente limitato: dal minimo storico del 7,2 per cento toccato a marzo 2020 ha raggiunto l'8,1 per cento ad agosto, nonostante sia ancora lontano dal picco del 12,7 per cento registrato a febbraio 2013. Le misure di sostegno all'occupazione, quali i regimi di riduzione dell'orario di lavoro e i licenziamenti temporanei, nonché una diminuzione dei tassi di partecipazione, concorrono a spiegare l'impatto limitato sul tasso di disoccupazione. Tali misure hanno inoltre contenuto il calo dell'occupazione, ridottosi del 2,9 per cento nel secondo trimestre del 2020 rispetto al primo trimestre (cfr. il grafico 6). Il numero totale di ore lavorate è sceso in misura nettamente più consistente, del 13,4 per cento nel secondo trimestre, portando a una flessione del 10,8 per cento nella media delle ore lavorate per persona occupata. Per il terzo trimestre del 2020 non sono ancora disponibili informazioni sull'occupazione e sulle ore lavorate.

Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro hanno registrato una parziale ripresa, pur continuando a segnalare una dinamica restrittiva. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per l'occupazione è salito a 48,1 a ottobre, secondo i dati preliminari, rispetto a 47,7 di settembre e 46,8 di agosto, dopo un ulteriore recupero di 3,3 punti a luglio (cfr. il grafico 6). Tuttavia, l'attuale livello del PMI continua a indicare una contrazione e potrebbe essere interpretato come una prima indicazione di prospettive di occupazione modeste nel prossimo futuro.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2020 per l'occupazione, a ottobre 2020 per il PMI e ad agosto 2020 per il tasso di disoccupazione.

La ripresa della spesa per consumi ha subito una battuta d'arresto nel corso dell'estate. Ad agosto il volume del commercio al dettaglio è aumentato del

4,4 per cento rispetto a luglio. Tuttavia tale incremento sembra essere in larga misura riconducibile al rinvio, in alcuni paesi, del periodo dei saldi da luglio ad agosto: se si considerano insieme i dati di luglio e agosto, il commercio al dettaglio è risultato superiore dello 0,4 per cento rispetto a giugno. Le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono tornate al livello precedente il COVID-19 e a settembre si sono attestate solo dell'1,0 per cento al di sotto del livello di un anno fa. Il clima di fiducia dei consumatori ha subito un calo a ottobre, dopo due aumenti mensili consecutivi. Le famiglie segnalano sempre più spesso che la loro situazione finanziaria sta peggiorando; di conseguenza, la loro intenzione di effettuare acquisti importanti si mantiene al livello più basso dalla crisi del debito sovrano.

La ripresa della domanda di beni rimane disomogenea. Nel complesso del commercio al dettaglio si osserva un recupero completo dal precedente crollo, verificatosi a seguito dell'insorgere della pandemia in Europa; si tratta, tuttavia, di una ripresa estremamente eterogenea tra le diverse sottocategorie. A luglio e agosto la vendita al dettaglio di carburante si è mantenuta al di sotto del livello precedente il COVID-19, perché le persone continuano a viaggiare con minor frequenza. Analogamente, le famiglie acquistano meno capi d'abbigliamento e calzature a causa delle misure di distanziamento sociale. Di contro, gli acquisti di apparecchiature audio e video sono maggiori rispetto a prima della pandemia. Poiché di recente i tassi di contagio hanno ripreso ad aumentare, il risparmio a scopo precauzionale dovrebbe rimanere elevato. Di conseguenza, il tasso di risparmio dovrebbe essere diminuito nel terzo trimestre, pur rimanendo ben al di sopra dei livelli precedenti il COVID-19.

Dopo il calo del 20,8 per cento nel secondo trimestre, è probabile che gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro abbiano registrato una ripresa nel terzo trimestre in termini di tassi di crescita, ma il livello degli investimenti si è mantenuto ben al di sotto di quello precedente la pandemia di COVID-19.

A luglio e agosto la produzione industriale dei beni di investimento si è attestata, in media, su un valore di circa il 23 per cento superiore al suo livello nel secondo trimestre. Data la relazione tipicamente stretta con gli investimenti in macchinari e attrezzature, nel terzo trimestre si prevede anche un forte incremento degli investimenti delle imprese. Tuttavia, nei prossimi trimestri, oltre all'incertezza associata all'andamento della pandemia, si profila il rischio che la ripresa degli investimenti rallenti in modo significativo. In primo luogo, i bilanci delle imprese sono peggiorati. Nei periodi di crisi, molte imprese con entrate e profitti bassi tendono a rinviare o annullare tutte le spese non essenziali, comprese quelle per l'accumulazione di capitale. In secondo luogo, il grado di utilizzo della capacità produttiva delle imprese è risalito al 72 per cento nel terzo trimestre del 2020, ma rimane inferiore dell'11 per cento rispetto al livello registrato nel periodo precedente la pandemia di COVID-19. Infine, i portafogli ordini delle società si mantengono su livelli molto bassi.

Dopo la contrazione del 12,4 per cento nel secondo trimestre, la forte crescita degli investimenti nell'edilizia residenziale prevista per il terzo trimestre dovrebbe cedere il passo a una moderazione del ritmo della ripresa. Nella prima metà del 2020 gli investimenti nell'edilizia residenziale dell'area dell'euro sono

diminuiti del 14,4 per cento rispetto alla fine del 2019, sebbene con andamenti significativamente diversi nei principali paesi dell'area dell'euro, che vanno da un aumento dello 0,8 per cento in Germania a un calo del 31,5 in Spagna. Di fatto, la diffusione della pandemia di COVID-19 ha provocato la chiusura generalizzata dei cantieri e limitato il rilascio delle concessioni edilizie. Tuttavia, ciò è stato in parte attenuato dai grandi arretrati nei piani edili (in particolare in Germania e nei Paesi Bassi) e si è accompagnato a una riduzione dei volumi delle transazioni senza effetti percepibili sui prezzi delle abitazioni fino al secondo trimestre. Poiché diversi paesi hanno iniziato ad allentare le misure di contenimento da maggio a settembre, l'attività nel settore edile è ripresa nel terzo trimestre e ha beneficiato inoltre di un calo generalizzato dei limiti alla produzione per le imprese, segnalando dinamiche analoghe degli investimenti nell'edilizia residenziale. Nondimeno, a settembre, i PMI dell'area dell'euro relativi al prodotto nel settore edilizio e alle aspettative delle imprese sono rimasti al di sotto della soglia di espansione, indicando una attività modesta nel breve periodo. Questa moderazione nel settore delle costruzioni potrebbe essere collegata anche al recente aumento delle limitazioni nelle diverse giurisdizioni, volte a contenere un nuovo aumento dei contagi. Ulteriori rischi al ribasso per le prospettive a medio termine per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale potrebbero derivare, dal lato dell'offerta, dall'accresciuto rischio per i bilanci delle imprese immobiliari e, dal lato della domanda, dalla persistente incertezza che induce famiglie e investitori a rinviare le transazioni.

Dopo il crollo del secondo trimestre, l'interscambio dell'area dell'euro ha registrato una forte ripresa nel terzo trimestre del 2020. I dati sull'interscambio di beni a valori correnti in luglio e agosto mostrano un proseguimento della ripresa iniziata a maggio contestualmente all'allentamento delle restrizioni legate al COVID-19. Ad agosto le esportazioni e le importazioni nominali di beni dell'area dell'euro sono aumentate rispettivamente del 4,0 e del 2,7 per cento sul mese precedente, riflettendo tuttavia ancora un rallentamento rispetto a luglio. Ad agosto, il quarto mese consecutivo di espansione ha portato l'interscambio commerciale dell'area dell'euro con i paesi esterni all'area a un livello inferiore dell'11,0 per cento rispetto a febbraio. Da luglio le esportazioni verso l'esterno sono aumentate per tutte le destinazioni ad eccezione dell'Asia. I volumi delle esportazioni di alcune categorie (vale a dire prodotti chimici e oli di origine animale e vegetale), che avevano registrato un forte aumento all'inizio della pandemia a marzo e aprile, sono diminuiti da maggio a luglio. Al tempo stesso, tra le sottocategorie di consumo, le esportazioni di autovetture e di carburante sono quelle migliorate in misura più forte. I primi due mesi del terzo trimestre del 2020 segnalano una netta ripresa del commercio legato al settore manifatturiero rispetto al trimestre precedente. Gli indicatori anticipatori segnalano un ulteriore miglioramento nei prossimi mesi. La stima rapida del PMI per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro è salita a 56,0 a ottobre dopo i buoni risultati di settembre. Le valutazioni da parte delle imprese circa il livello dei propri ordini dall'estero, secondo le indagini della Commissione europea presso le imprese, confermano il miglioramento delle condizioni per il commercio legato al settore manifatturiero. Tali valutazioni sono confermate anche dagli indicatori basati sul trasporto di merci su navi. Tuttavia, le esportazioni di servizi dell'area dell'euro stanno subendo una contrazione di cui non si prevede una conclusione nei prossimi mesi. Dopo una ripresa a seguito

dell'allentamento delle restrizioni alla mobilità, il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero per il settore dei servizi dell'area dell'euro è peggiorato ad agosto e a ottobre segnalava ancora una netta contrazione, collocandosi a 39,6.

Gli indicatori economici, in particolare i risultati delle indagini, sebbene segnalino chiaramente una forte ripresa della crescita nel terzo trimestre, di recente hanno registrato una lieve perdita di slancio, indicando un significativo rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno. L'indice di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea e il PMI composito relativo al prodotto sono entrambi aumentati tra il secondo e il terzo trimestre del 2020, in linea con una forte ripresa della crescita. Tale recupero dell'attività economica è confermato anche da indicatori ad alta frequenza quali il consumo di energia elettrica. Tuttavia, il PMI ha subito un calo a settembre e ottobre (scendendo a 49,4 rispetto al recente massimo di 54,9 a luglio), indicando un rallentamento della crescita nel quarto trimestre di quest'anno. È evidente che i servizi sono stati colpiti più duramente dalla pandemia rispetto all'industria. Ciò riflette in larga parte la maggiore reattività del settore dei servizi alle misure di distanziamento sociale e il calo più marcato della crescita in tale settore dopo l'inizio della pandemia e le relative misure di contenimento.

In prospettiva, la possibilità di una ripresa sostenuta continua a dipendere, in larga misura, dall'evoluzione della pandemia e dal buon esito delle politiche di contenimento. Mentre l'incertezza relativa al COVID-19 attenuerà verosimilmente il vigore della ripresa del mercato del lavoro, dei consumi e degli investimenti, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe continuare a essere sostenuta dalle condizioni di finanziamento favorevoli e dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio. I risultati dell'ultima indagine dei previsori professionali della BCE ([Survey of Professional Forecasters](#)), condotta agli inizi di ottobre, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste al rialzo per il 2020 e al ribasso per il 2021, rispetto alla precedente edizione dell'indagine, che risale ai primi di luglio.

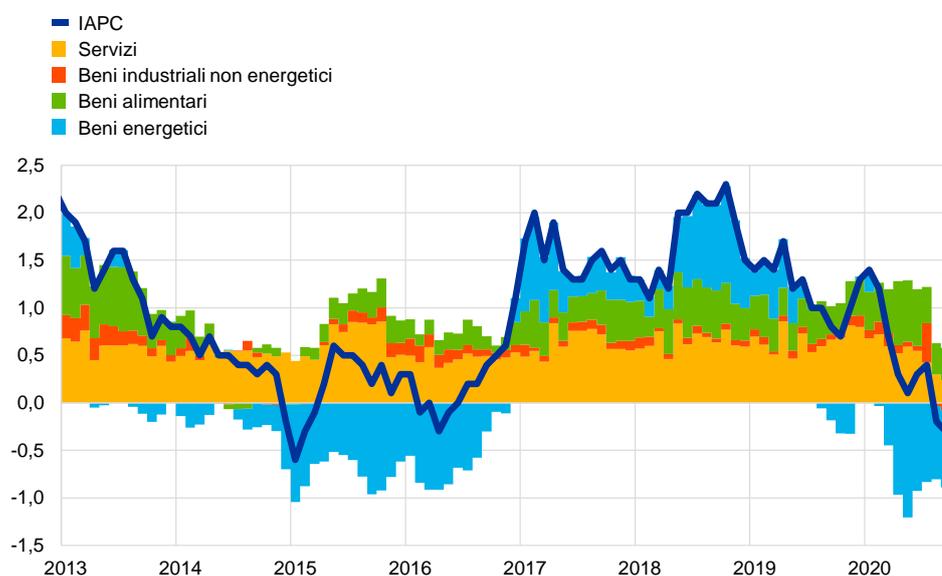
4 Prezzi e costi

L'inflazione complessiva è divenuta lievemente più negativa nel mese di settembre 2020. La diminuzione da -0,3 a -0,2 per cento registrata ad agosto è dovuta alla flessione osservata nelle componenti dei beni energetici, dei beni industriali non energetici e dei servizi, a fronte invece di un marginale aumento dell'inflazione dei beni alimentari (cfr. il grafico 7).

Grafico 7

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 a settembre 2020. 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).

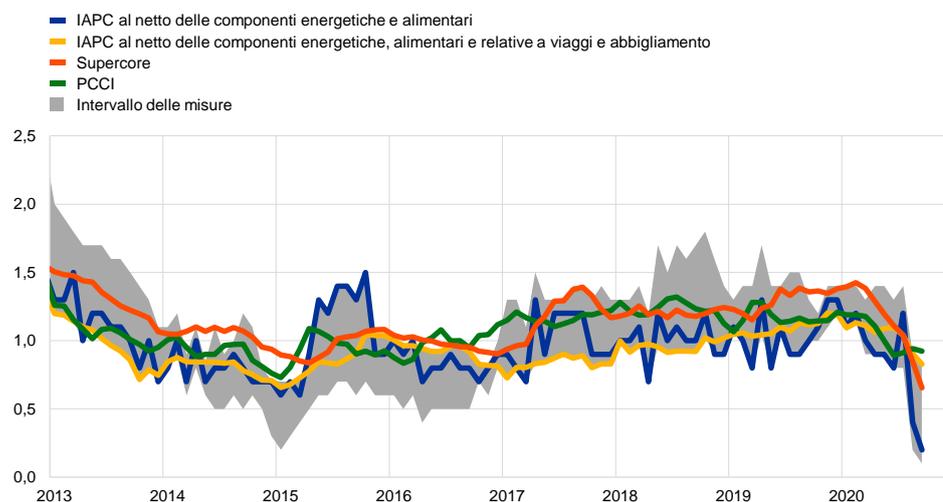
Le misure dell'inflazione di fondo hanno segnato una flessione. A settembre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) si è collocata allo 0,2 per cento, in calo rispetto allo 0,4 per cento di agosto, registrando un nuovo minimo storico. Ciò riflette il calo dallo 0,7 per cento in agosto allo 0,5 in settembre nell'inflazione dei servizi, la cui debolezza negli ultimi mesi è attribuibile principalmente alla riduzione dei prezzi connessi a turismo e viaggi. Ha inoltre inciso un calo dell'inflazione dei beni industriali non energetici, dal -0,1 per cento in agosto al -0,3 in settembre, probabilmente attribuibile, in parte, all'inclusione di articoli non estivi nei saldi di fine stagione per abbigliamento e calzature in alcuni paesi dell'area dell'euro. I recenti deboli dati relativi all'inflazione sullo HICPX dipendono anche dalla riduzione temporanea delle aliquote IVA in Germania, in vigore da luglio 2020. Considerando l'inflazione armonizzata non solo al netto dei beni energetici e alimentari, ma anche delle voci legate a viaggi e abbigliamento, il tasso di inflazione a settembre era pari allo 0,8 per cento, rispetto allo 0,9 di agosto e all'1,0 di luglio, il che indica che potrebbe esservi una debolezza più generalizzata nell'inflazione di fondo, dovuta al livello contenuto della domanda. Evidenze in questo senso sono

fornite anche dall'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, che in settembre è sceso allo 0,7 per cento dallo 0,8 di agosto, segnando anch'esso un minimo storico³.

Grafico 8

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2020. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento dello IAPC, media troncata del 30 per cento dello IAPC e mediana ponderata dello IAPC. PCCI si riferisce all'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation). I tassi di crescita dello IAPC 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 IAPC* nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica del paniere IAPC forniscono segnali contrastanti.

Ad agosto l'inflazione dei beni di consumo non alimentari importati era pari a -1,3 per cento, in calo di 0,5 punti percentuali rispetto a luglio, probabilmente per effetto, almeno in parte, dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro da luglio ad agosto. Nello stesso mese l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è diminuita solo marginalmente, risultando pari allo 0,6 per cento, dallo 0,7 di luglio, e confermandosi su livelli prossimi alla sua media di più lungo periodo. Ai primi stadi della catena, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione di beni intermedi ha evidenziato un lieve incremento, dal -2,0 per cento in luglio al -1,9 in agosto, mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione di beni intermedi è diminuito dal -2,4 in luglio al -2,6 per cento in agosto. L'inflazione sui prezzi alla produzione dei beni non energetici a livello mondiale⁴ è aumentata in luglio e agosto, sebbene da livelli bassi, e anche i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi delle materie prime non petrolifere sono cresciuti notevolmente, indicando l'assenza di un ulteriore indebolimento delle pressioni inflazionistiche esterne e nei primi stadi della catena

³ Per ulteriori informazioni su questo e altri indicatori 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.

⁴ L'indice dei prezzi alla produzione (IPP) mondiale escluso il settore energetico è una stima della BCE.

di approvvigionamento. Tuttavia, il calo dei corsi petroliferi e il rafforzamento del tasso di cambio effettivo nominale in settembre potrebbero far sì che i prezzi interni dei beni intermedi e i prezzi all'importazione restino contenuti anche dopo il mese di agosto.

Le pressioni salariali risultano falsate dagli effetti delle misure di sostegno pubblico alle retribuzioni. Nel primo semestre dell'anno in corso la crescita del reddito per occupato e quella della retribuzione oraria si sono fortemente discostate dai valori precedenti: il primo indicatore, misurato sui dodici mesi, è sceso al -4,7 per cento nel secondo trimestre, rispetto allo 0,6 del primo trimestre e all'1,6 del quarto trimestre del 2019; per contro, la crescita su base annua della retribuzione oraria è aumentata dal 2,0 per cento nel quarto trimestre del 2019 al 4,6 del primo trimestre del 2020 e ulteriormente nel secondo trimestre, fino a raggiungere il 9,4 per cento. Tali andamenti contrastanti rispecchiano gli effetti dei regimi di riduzione dell'orario di lavoro e dei licenziamenti temporanei, in base ai quali i lavoratori hanno mantenuto la propria situazione lavorativa ma con una riduzione dei compensi, mentre le ore effettivamente lavorate per persona sono diminuite drasticamente. Nel contempo, il calo del reddito per occupato ingigantisce le perdite effettive nei redditi da lavoro 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, per ragioni statistiche⁵. Le retribuzioni contrattuali, che non risentono direttamente dell'andamento delle ore lavorate e del trattamento contabile delle erogazioni derivanti dalle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro, sono aumentate dell'1,7 per cento nel secondo trimestre del 2020, rispetto all'1,9 del primo trimestre. Sebbene si tratti soltanto di un lieve rallentamento, i dati includono ancora accordi conclusi prima dell'inizio della pandemia.

Nel periodo in esame (dal 10 settembre al 28 ottobre) gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati hanno subito una battuta d'arresto, restando sui livelli precedenti la pandemia, mentre quelli basati sulle indagini si sono mantenuti pressoché invariati. Le attese di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati hanno raggiunto i minimi storici a metà marzo, per poi aumentare costantemente in ragione del miglioramento delle prospettive macroeconomiche e della propensione al rischio a livello mondiale, nonché dell'attuazione di ingenti misure di sostegno di politica monetaria e di bilancio. Nel periodo in esame, tuttavia, il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale non è aumentato ulteriormente, attestandosi all'1,13 per cento il 28 ottobre. Tale livello è ancora 41 punti base più elevato rispetto al minimo storico registrato a metà marzo, pari allo 0,72 per cento. Al tempo stesso, il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione. Anche i mercati delle opzioni sull'inflazione segnalano ancora consistenti rischi al ribasso nel breve periodo, poiché le probabilità di deflazione di fondo rimangono su livelli storicamente elevati. In base all'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al quarto trimestre del 2020 le

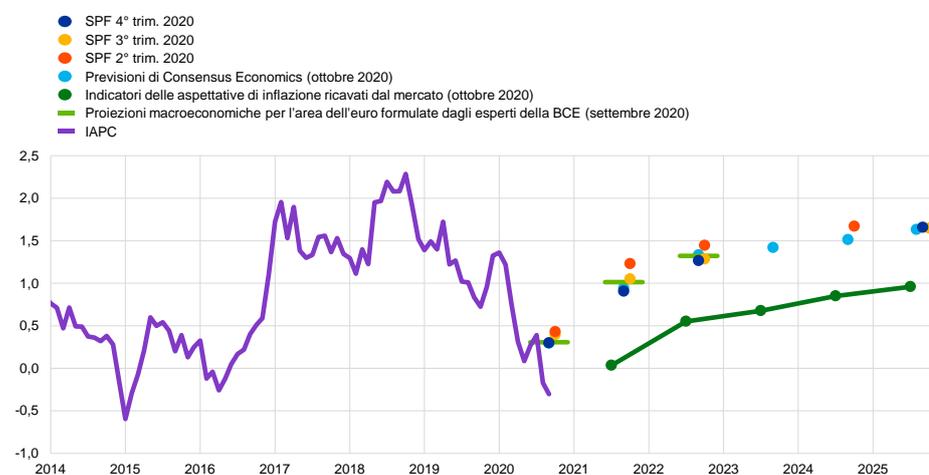
⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

aspettative a più breve termine di inflazione misurata sullo IAPC hanno subito un'ulteriore lieve flessione, a fronte di un livello pressoché invariato di quelle a più lungo termine (cfr. il grafico 9). La media delle previsioni puntuali per il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocata allo 0,3 per cento per il 2020, allo 0,9 per il 2021 e all'1,3 per il 2022; tali valori implicano una revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2020 e 2021, probabilmente dovuta agli effetti dei dati più recenti. Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2025) si sono collocate in media all'1,7 per cento, rispetto all'1,6 della precedente edizione dell'indagine. La revisione al rialzo è stata superiore al primo decimale e molto marginale.

Grafico 9

Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dai mercati e dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro (settembre 2020) e Consensus Economics (15 ottobre 2020).
 Note: l'SPF relativa al quarto trimestre del 2020 è stata svolta tra il 2 e il 9 ottobre 2020. La curva delle aspettative di inflazione ricavata dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 28 ottobre 2020.

5 Moneta e credito

A settembre la crescita dell'aggregato monetario ampio è ulteriormente

umentata. L'aggregato monetario ampio (M3) ha registrato un nuovo ingente aumento che segnala un accumulo di liquidità in atto, in un contesto caratterizzato dall'incertezza legata alla crisi dovuta al coronavirus (COVID-19). A settembre 2020 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 10,4 per cento, dal 9,5 per cento di agosto (cfr. il grafico 10). Pur frenata dal calo complessivo della crescita economica, l'espansione di M3 è stata fortemente sostenuta dalla straordinaria domanda di liquidità da parte di imprese e famiglie, nel contesto dell'abbondante offerta di liquidità fornita dall'Eurosistema. La crescita di M3 è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. A settembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito al 13,8 per cento, dal 13,2 per cento di agosto. Tale andamento è ascrivibile soprattutto a un ulteriore aumento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista detenuti da imprese e famiglie, che ha riflesso prevalentemente la forte preferenza per la liquidità. Gli altri depositi a breve termine e gli strumenti negoziabili hanno apportato un modesto contributo positivo alla crescita sui dodici mesi di M3 registrata a settembre.

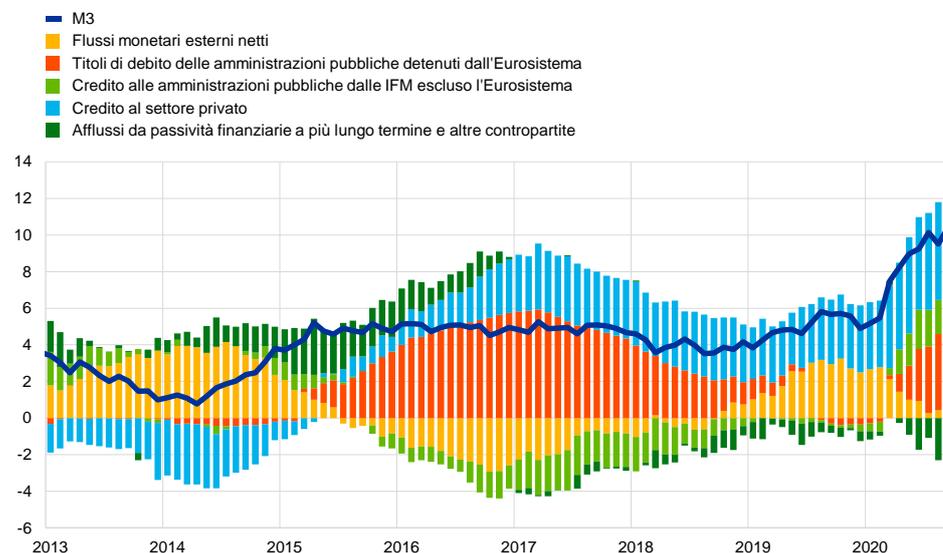
Il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta.

A settembre 2020 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) della BCE hanno contribuito in maniera più significativa alla crescita di M3 rispetto ai mesi precedenti (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 10). Il credito al settore privato, trainato soprattutto dai maggiori prestiti concessi alle società non finanziarie, ha perso parte dello slancio, pur attestandosi ancora su livelli elevati (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 10). Un ulteriore sostegno alla crescita di M3 è stato fornito dal modesto incremento del contributo corrispondente al credito concesso alle amministrazioni pubbliche dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) escluso l'Eurosistema (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi nel grafico 10), sebbene negli ultimi mesi i rispettivi flussi siano stati assai limitati. Come nei mesi precedenti, a settembre il contributo dei flussi monetari esterni netti sui dodici mesi è rimasto contenuto (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 10), mentre le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno frenato la crescita dell'aggregato monetario ampio.

Grafico 10

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

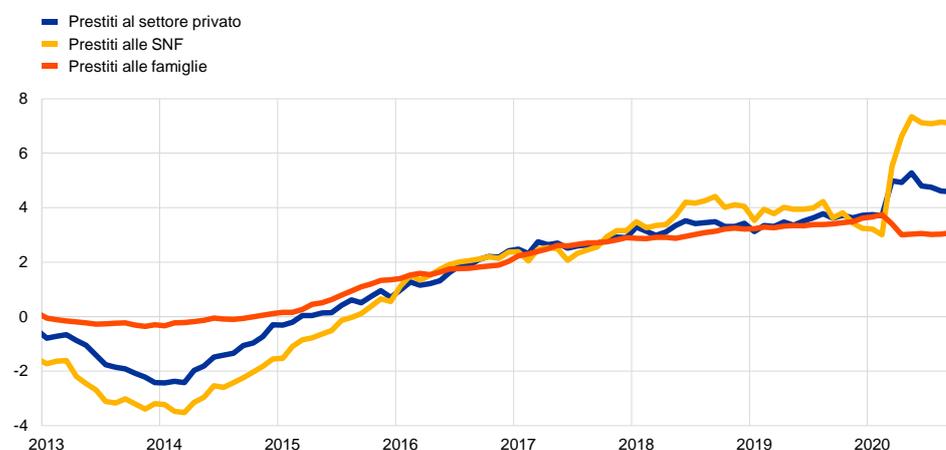
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Come tale, esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2020.

A settembre la crescita dei prestiti al settore privato si è mantenuta su livelli elevati. A settembre 2020 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato è rimasto invariato al 4,6 per cento (cfr. il grafico 11), analogamente a quello dei prestiti alle società non finanziarie (SNF), attestatosi al 7,1 per cento, sebbene sia proseguita la moderazione dei flussi mensili dei prestiti alle SNF. A settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è mantenuto pressoché invariato al 3,1 per cento, dal 3,0 per cento registrato ad agosto. Nel terzo trimestre le banche partecipanti all'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) hanno segnalato un moderato calo della domanda netta di prestiti da parte delle imprese, per effetto del minore fabbisogno di liquidità di emergenza e dell'indebolimento della dinamica degli investimenti fissi. Per il quarto trimestre del 2020 le segnalazioni delle banche partecipanti all'indagine hanno evidenziato aspettative di un rinnovato incremento della domanda di prestiti alle imprese e di un calo della domanda di prestiti alle famiglie, fattori che potrebbero indicare un aumento del fabbisogno di liquidità delle imprese nel contesto di una recrudescenza della pandemia di COVID-19. La divergenza fra la dinamica dei prestiti alle imprese e quella dei prestiti alle famiglie è dovuta alla natura specifica della crisi causata dal COVID-19, che ha portato a un crollo dei flussi di cassa delle imprese, costringendole ad accrescere fortemente il ricorso al finanziamento esterno.

Grafico 11

Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2020 mostra un significativo irrigidimento dei criteri di concessione del credito alle imprese e alle famiglie nel terzo trimestre del 2020, principalmente a causa di una più elevata percezione del rischio. Sebbene le garanzie pubbliche sui prestiti e le

misure di politica monetaria abbiano concorso a rendere meno rigidi i criteri di concessione del credito, le banche hanno continuato a indicare il rischio percepito (legato al peggioramento delle prospettive macroeconomiche e alla situazione specifica delle imprese) come il principale fattore che ha contribuito all'inasprimento di tali criteri. Per il quarto trimestre del 2020 le banche si attendono un ulteriore irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese. Nel terzo trimestre del 2020 i criteri per la concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo hanno continuato a inasprirsi in misura significativa, a fronte di un peggioramento delle prospettive di reddito e di occupazione. Nel terzo trimestre la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo è aumentata, dopo il forte calo nel trimestre precedente, anche grazie alla temporanea attenuazione della pandemia e al concomitante allentamento delle misure restrittive. Nel quarto trimestre del 2020 le banche prevedono un ulteriore irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito alle famiglie e un calo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Inoltre, sulla base delle indicazioni degli istituti di credito, i programmi di acquisto di attività condotti dalla BCE (PAA e PEPP) e la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) hanno avuto un impatto positivo sulla posizione di liquidità delle banche e sulle condizioni di finanziamento sul mercato. Gli intermediari hanno anche segnalato che, unitamente al valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, tali misure hanno contribuito ad allentare i criteri di concessione del credito bancario con conseguenti effetti positivi sui volumi dei prestiti. Allo stesso tempo, le indicazioni delle banche suggeriscono che gli acquisti di attività da parte della BCE e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale hanno avuto un impatto sfavorevole sul loro margine di interesse, mentre un'ampia

percentuale di istituti ha segnalato che il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve introdotto dalla BCE ha avuto effetti positivi sulla loro redditività.

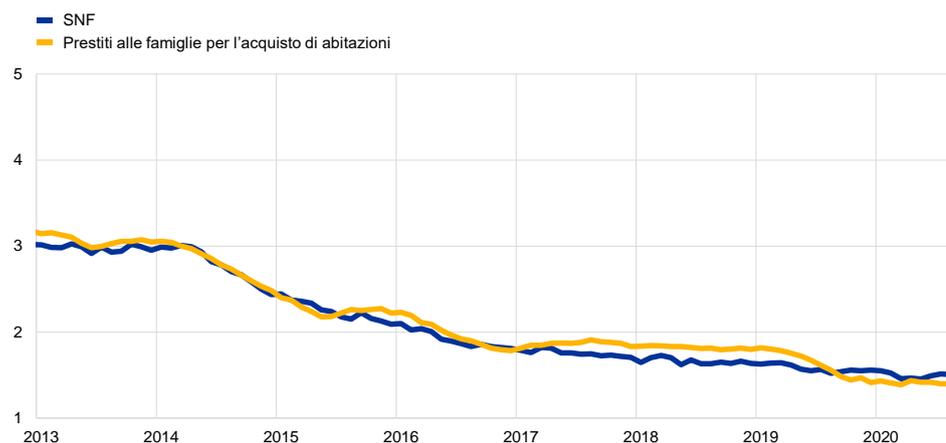
I tassi favorevoli sui prestiti hanno continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro.

I tassi sui prestiti si sono stabilizzati su valori prossimi ai minimi storici, sostanzialmente in linea con l'andamento dei tassi di riferimento del mercato. Ad agosto 2020 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, all'1,51 e all'1,40 per cento rispettivamente (cfr. il grafico 12). Tali tassi favorevoli hanno continuato a riflettere l'impatto positivo sulle condizioni di offerta del credito, derivante dall'orientamento accomodante della politica monetaria della BCE e dalla risposta alla crisi fornita dalle autorità nazionali, anche attraverso programmi di garanzia sui prestiti. Nel complesso, queste misure restano essenziali per attenuare le pressioni al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari in un contesto economico caratterizzato da difficoltà e incertezza.

Grafico 12

Tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2020.

Riquadri

1 Aggiornamento del sistema di ponderazione impiegato nelle proiezioni relative al contesto internazionale

a cura di Mirco Balatti e Philipp Hanheide

Nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2020 è stato impiegato un nuovo sistema di ponderazione dei dati relativi ai partner commerciali dell'area dell'euro⁶. I pesi attribuiti ai paesi rappresentano un fattore importante nel calcolo della domanda estera e dei prezzi all'esportazione dei concorrenti. Entrambi gli elementi sono utilizzati come ipotesi determinanti nell'elaborazione delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro e per i paesi che ne fanno parte⁷. L'aggiornamento del sistema fa seguito al recente affinamento del metodo impiegato per il calcolo degli indici del tasso di cambio effettivo dell'euro, introdotto per tenere conto dell'evoluzione dei legami commerciali internazionali e, in particolare, della crescente importanza degli scambi di servizi tra paesi⁸. Il presente riquadro esamina gli effetti che la modifica del sistema di ponderazione ha avuto sulla domanda estera e sui prezzi all'esportazione dei concorrenti nell'area dell'euro. Accenna inoltre all'aggiornamento dei pesi impiegati nel calcolo degli aggregati a livello mondiale nell'ambito delle proiezioni relative al contesto internazionale formulate dagli esperti della BCE.

Nell'anno in corso sono state introdotte due importanti modifiche di natura concettuale nel calcolo dei pesi attribuiti ai paesi. La prima consiste nell'aver incluso anche i dati sull'interscambio di servizi oltre a quelli sull'interscambio di beni. La seconda nell'aver incrementato il numero dei partner commerciali dall'area dell'euro da 30 a 42, raggruppando invece i restanti paesi in cinque aggregati regionali. Per effetto di tali variazioni la copertura dei dati relativi alla domanda estera dell'area dell'euro per singolo paese è salita dall'85 al 92 per cento.

L'inclusione dell'interscambio di servizi nel sistema di calcolo dei pesi dei diversi paesi ha modificato la distribuzione degli stessi tra i principali partner commerciali dell'area dell'euro. In particolare, la quota degli Stati Uniti e del Regno Unito è ulteriormente cresciuta: i due paesi considerati insieme hanno raggiunto il 29,2 per cento della domanda estera dell'area (cfr. il grafico A). Inoltre la Svizzera attualmente detiene una quota della domanda estera dell'area dell'euro simile a quella della Cina, che, per contro, ha registrato una lieve flessione del proprio peso rispetto ai valori precedenti. Si è osservata una diminuzione delle quote relative a diversi paesi, tra i quali Polonia, Repubblica Ceca e Turchia, che

⁶ Cfr. il riquadro 2 "[Contesto internazionale](#)" delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, settembre 2020*.

⁷ Per ulteriori dettagli sull'elaborazione di queste ipotesi e sulla metodologia impiegata per calcolare i pesi, cfr. Hubrich, K. e Karlsson, T., "[Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview](#)", *Occasional Paper Series*, n. 108, BCE, marzo 2010.

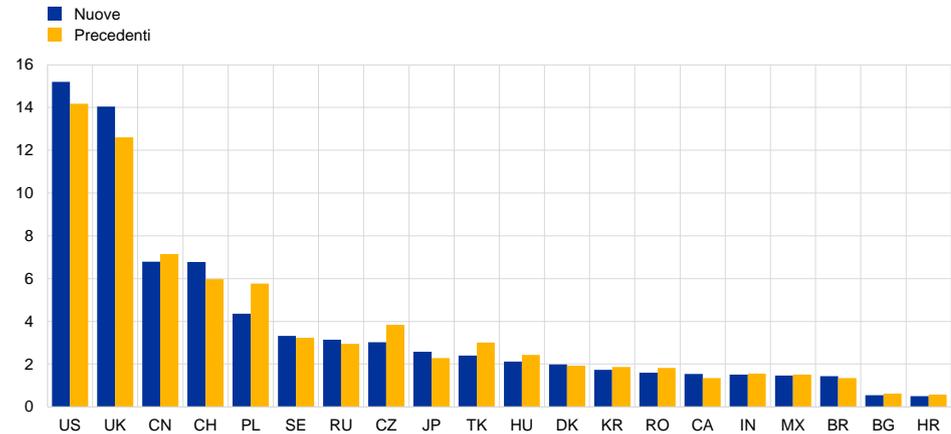
⁸ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *L'affinamento delle misure impiegate dalla BCE per il calcolo del tasso di cambio effettivo* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

rappresentano degli importanti partner commerciali dell'area dell'euro, ma dove lo scambio bilaterale di beni è superiore a quello di servizi.

Grafico A

Ponderazioni nazionali relative alla domanda estera dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

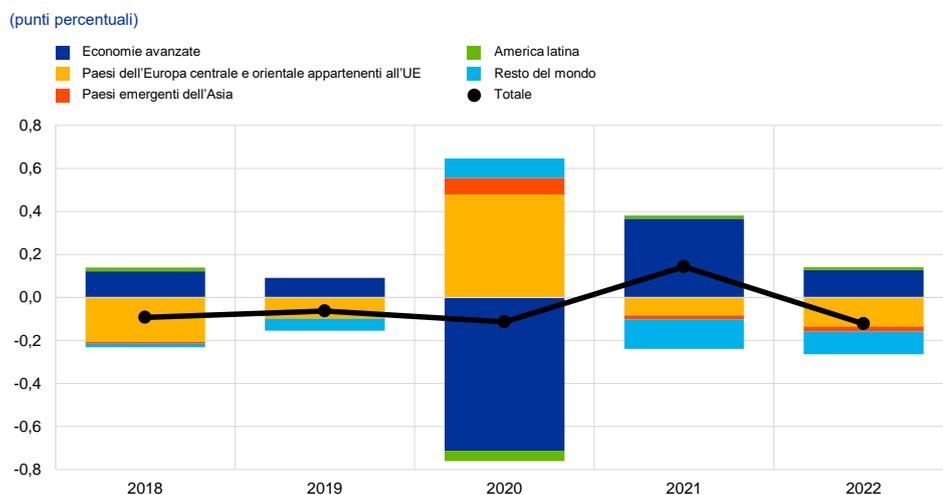
Nota: i pesi riportati si riferiscono a 20 importanti partner commerciali e sono impiegati per il calcolo della domanda estera dell'area dell'euro nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema.

Le nuove ponderazioni hanno avuto effetti relativamente modesti sulle proiezioni della domanda estera dell'area dell'euro.

Esaminando nel dettaglio i contributi di alcuni gruppi di paesi, si osserva che un peso maggiore attribuito alle economie avanzate (esclusa l'area dell'euro) ha accentuato il ruolo del calo delle importazioni previsto per l'anno corrente in tale gruppo di paesi, il quale, a sua volta, ha gravato sulla domanda estera dell'area (cfr. il grafico B). Per il 2021 il contributo fornito dalle economie avanzate è divenuto positivo. L'impatto negativo determinato dalle economie avanzate nel 2020 è attribuibile in larga misura al maggior peso del Regno Unito, dove per l'anno in corso si attende una brusca diminuzione delle importazioni, mentre i contributi forniti dai paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE, ma non all'area dell'euro, hanno mostrato un andamento opposto rispetto alle economie avanzate.

Grafico B

Variazioni della domanda estera dell'area dell'euro a seguito delle nuove ponderazioni



Fonte: elaborazioni della BCE.

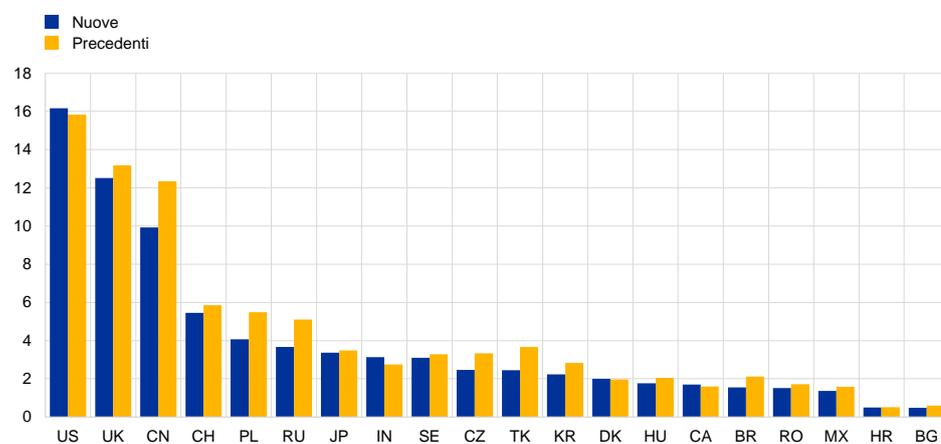
Note: contributi forniti alle revisioni effettive della crescita percentuale annua. I pesi dei cinque aggregati nella domanda estera dell'area dell'euro sono: economie avanzate 48,2 per cento, paesi emergenti dell'Asia 16,2 per cento, America latina 5 per cento, paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE 12,1 per cento e resto del mondo 18,5 per cento. Prima delle modifiche, i pesi erano rispettivamente 44,0, 16,5, 4,7, 15,0 e 19,7 per cento. I dati si riferiscono alle serie storiche e alle proiezioni formulate dagli esperti della BCE a settembre 2020.

Anche le nuove ponderazioni basate sulle esportazioni hanno avuto effetti relativamente contenuti sui prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro. I pesi impiegati nel calcolo di questo indicatore sono soggetti a doppia ponderazione, con cui si tiene conto dei concorrenti nazionali sia del paese importatore sia degli altri paesi terzi esportatori. Il grafico C mostra il pronunciato calo dei pesi attribuiti a Cina, Regno Unito e a diversi paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE, ma non all'area dell'euro. L'applicazione dei nuovi pesi alle proiezioni elaborate lo scorso settembre dagli esperti della BCE comporta, per l'anno corrente, una flessione di 0,3 punti percentuali del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro; per contro, per gli ultimi anni dell'orizzonte temporale della proiezione si riscontrano variazioni marginali.

Grafico C

Ponderazioni nazionali relative ai prezzi delle esportazioni per i concorrenti dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i pesi riportati si riferiscono a 20 importanti partner commerciali e sono impiegati per il calcolo dei prezzi alle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. I pesi basati sulle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro sono soggetti a doppia ponderazione per tenere conto degli effetti dei mercati terzi.

Gli aggregati a livello mondiale del PIL contenuti nelle proiezioni relative al contesto internazionale formulate dagli esperti della BCE impiegano dei pesi diversi, aggiornati anch'essi. Tale aggiornamento, basato sulle misure del PIL in termini di parità di potere d'acquisto (PPA), ha determinato un ulteriore aumento delle quote attribuite alla Cina nell'economia internazionale⁹. Attualmente tale paese rappresenta il 21,2 per cento del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro), in aumento rispetto al 20,7 dell'anno precedente. Si tratta anche del maggior esportatore (con un peso pari al 14,5 per cento delle esportazioni mondiali, esclusa l'area dell'euro), mentre gli Stati Uniti rimangono il principale importatore dell'economia mondiale (17 per cento delle importazioni mondiali, esclusa l'area dell'euro).

In una prospettiva di più lungo periodo, l'andamento delle quote del prodotto e dell'interscambio mondiali negli ultimi due decenni mostra la costante crescita dell'influenza cinese sull'economia mondiale e la tendenza al ribasso degli Stati Uniti¹⁰. In termini di PPA, che tiene conto delle differenze tra i livelli dei prezzi dei paesi, nel 2014 la Cina ha superato gli Stati Uniti affermandosi come la maggiore

⁹ A differenza dei tassi di cambio di mercato, le misure della PPA non sono direttamente osservabili. I pesi basati sulla PPA sono tuttavia meno soggetti alle oscillazioni a breve termine dei mercati dei cambi e si prestano meglio a confrontare i beni e i servizi non commerciati e ad analizzare il benessere economico.

Gli aggregati a livello mondiale del PIL contenuti nelle proiezioni relative al contesto internazionale sono calcolati sulla base dei pesi basati sulla PPA desunti dal *World Economic Outlook* dell'FMI di aprile 2020. Per ulteriori dettagli e per l'aggiornamento più recente dei pesi del PIL mondiale da parte dell'FMI, cfr. il riquadro 1.1 "Revised World Economic Outlook Purchasing-Power-Parity Weights", *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2020.

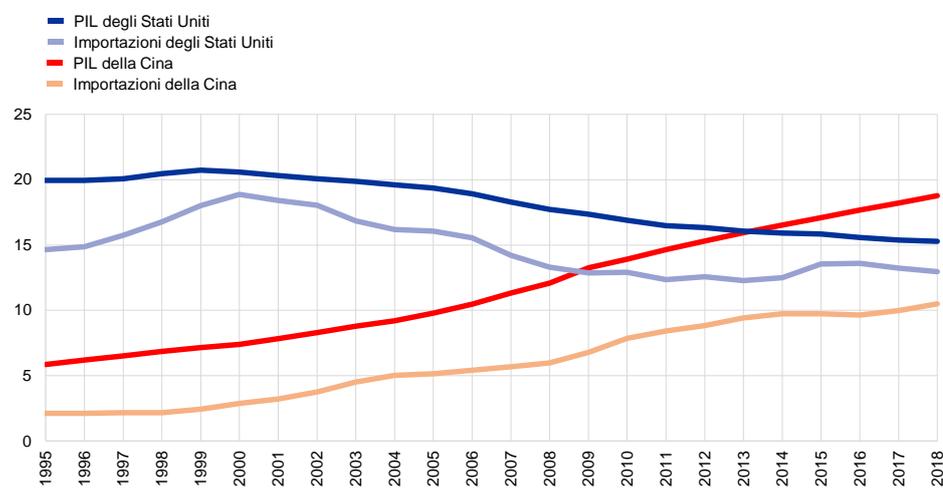
¹⁰ A titolo di confronto, anche le quote di PIL mondiale rappresentate dall'area dell'euro sono diminuite, passando dal 17,7 per cento nel 1999 all'11,5 nel 2018.

economia mondiale (cfr. il grafico D)¹¹. Le quote delle importazioni mostrano un quadro simile: mentre nel 1999 vi era un divario pari a 18 punti percentuali tra le due economie, a favore degli Stati Uniti, nel 2018 esso si era ridotto a circa 5 punti percentuali. Il calo nel peso degli Stati Uniti in termini di prodotto e quello in termini di importazioni hanno seguito una traiettoria simile; nel caso della Cina, per contro, le quote delle importazioni sono aumentate con un ritmo più lento rispetto al peso del PIL. Ipotizzando che le tendenze (lineari) osservate in passato proseguano, entro il 2022 i volumi delle importazioni cinesi supererebbero quelli degli Stati Uniti, mentre il divario dei pesi del PIL aumenterebbe ulteriormente, raggiungendo circa 7 punti percentuali.

Grafico D

Tendenze di lungo periodo delle quote relative a PIL mondiale e importazioni

(valori percentuali)



Fonti: *World Economic Outlook* dell'FMI ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico riporta le quote di Stati Uniti e Cina sul PIL mondiale (in termini di PPA) e volumi delle importazioni.

¹¹ Ciò non si è verificato per il PIL ai tassi di cambio di mercato, per cui le quote mondiali più recenti di Stati Uniti e Cina sono 24 e 15 per cento rispettivamente.

2 Nuove statistiche dell'area dell'euro sui premi, i sinistri e le spese delle società di assicurazione

a cura di Katharina Cera e Niklas Döbbling

Ad agosto 2020 sono state pubblicate per la prima volta dalla BCE le statistiche relative ai premi contabilizzati, ai sinistri verificatisi e alle spese di acquisizione delle società di assicurazione¹². I dati sono annuali e disponibili a partire dal 2017. Per quanto riguarda i dati aggregati per l'area dell'euro è disponibile una scomposizione per tipologia di impresa (riassicurazione, vita, danni, miste). Inoltre, per l'intero settore assicurativo è disponibile una disaggregazione per paese. Tali dati integrano le statistiche trimestrali della BCE sulle attività e passività del settore delle società di assicurazione¹³.

La nuova serie di dati contribuisce a tenere sotto osservazione un settore in crescita che sta diventando sempre più importante per il finanziamento dell'economia¹⁴. Nel primo trimestre del 2020 le società di assicurazione hanno rappresentato il 10 per cento delle attività totali detenute dal settore finanziario dell'area dell'euro. Le compagnie di assicurazione forniscono importanti servizi finanziari: oltre a consentire la ripartizione dei rischi all'interno dell'economia nel suo complesso, esse permettono alle famiglie di accumulare i propri risparmi nei prodotti assicurativi dei rami vita. Queste imprese finanziano l'economia tramite l'acquisto di obbligazioni societarie. Nel primo trimestre del 2020, ad esempio, le compagnie di assicurazione dell'area dell'euro detenevano il 25 per cento delle obbligazioni in essere emesse da società non finanziarie nazionali; inoltre, il totale dei titoli di debito detenuti rappresentava circa il 40 per cento delle loro attività.

Alla fine del 2019 l'importo totale dei premi contabilizzati ammontava a 1.127 miliardi di euro, riflettendo un aumento del 6,9 per cento su base annua (pannello a) del grafico A). Nel 2019 la crescita dei premi nei settori della riassicurazione (12,2 per cento) e dell'assicurazione danni (9,9 per cento) ha superato la crescita complessiva del settore delle società di assicurazione per quell'anno. La crescita relativamente più contenuta del settore assicurativo vita (6,0 per cento) e di quello miste (3,1 per cento) può riflettere modelli operativi che hanno affrontato problemi di redditività nel contesto prevalente di bassi tassi di interesse¹⁵. Nel complesso, i premi contabilizzati sono un valido indicatore per monitorare la crescita del settore, in quanto non sono soggetti – a differenza delle attività totali – a effetti di valutazione.

Nel 2019 i sinistri verificatisi e la loro crescita su base annua sono rimasti al di sotto dell'ammontare e della crescita dei premi contabilizzati (pannello b)

¹² I premi contabilizzati sono importi dovuti nel corso dell'esercizio con riferimento ai contratti di assicurazione, indipendentemente dal fatto che tali importi possano riferirsi in tutto o in parte a un esercizio successivo. I sinistri verificatisi si riferiscono a sinistri assicurati che si verificano nel corso dell'esercizio. Le spese di acquisizione comprendono i costi delle commissioni e i costi di vendita, sottoscrizione e avvio di un contratto di assicurazione, comprese le spese di rinnovo. I dati sono pubblicati sulla piattaforma online [Statistical Data Warehouse](#) (SDW) della BCE.

¹³ I dati sono disponibili nello [SDW](#).

¹⁴ Cfr. [Non-bank financial sector](#), *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2019, capitolo 4.

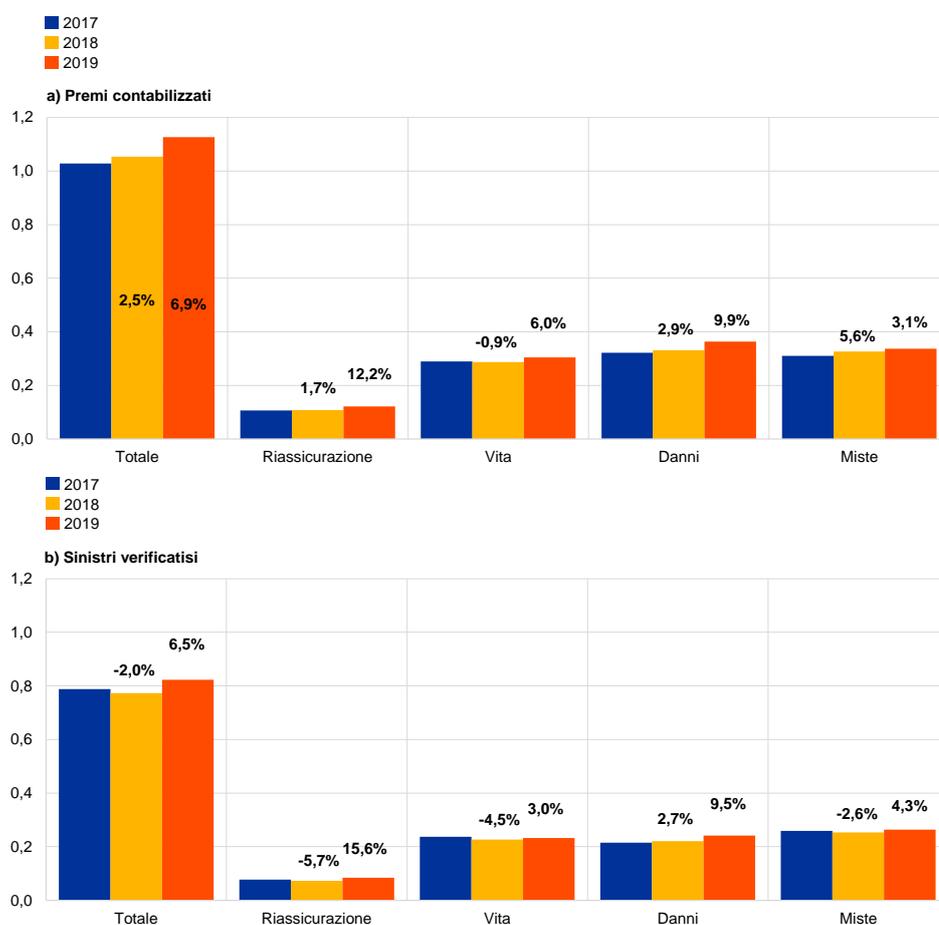
¹⁵ Le compagnie di assicurazione miste operano sia nei rami vita che nei rami danni.

del grafico A). Rispetto al 2018, i sinistri verificatisi sono aumentati del 6,5 per cento, rappresentando il 13,8 per cento del totale delle riserve tecniche di assicurazione alla fine del 2018. Nel 2019 gli indennizzi complessivi sono stati pari a 822 miliardi di euro, con sinistri verificatisi a carico delle imprese di assicurazione vita, danni e miste per un importo compreso tra 230 e 270 miliardi di euro, mentre le imprese di riassicurazione hanno registrato sinistri per 84 miliardi di euro.

Grafico A

Premi contabilizzati e sinistri verificatisi per settore delle società di assicurazione dell'area dell'euro

(migliaia di miliardi di euro, tassi di crescita su base annua in valori percentuali)



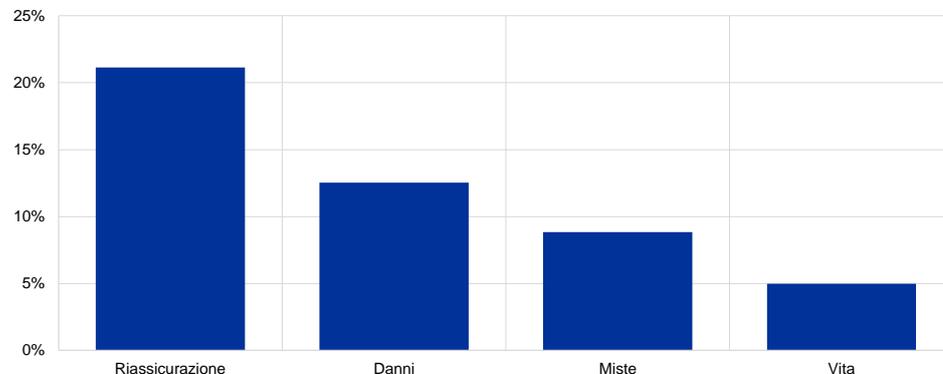
Fonte: BCE.

Le spese di acquisizione (principalmente commissioni), in percentuale dei premi contabilizzati, rappresentano i relativi costi sostenuti per attrarre nuovi sottoscrittori delle polizze. Nel 2019 le spese di acquisizione totali sono state pari a 116 miliardi di euro. Rispetto ad altri settori, l'attività di assicurazione dei rami vita presenta le spese di acquisizione più basse rispetto al totale dei premi contabilizzati, poiché le polizze di assicurazione sulla vita hanno generalmente una durata molto lunga e quindi anche il numero dei nuovi contratti per anno (rispetto al totale dei contratti) sarà verosimilmente il più basso (cfr. il grafico B). Per contro, nel settore della riassicurazione le spese di acquisizione costituiscono circa un quinto dei premi contabilizzati.

Grafico B

Spese di acquisizione in percentuale dei premi contabilizzati

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

La nuova serie di dati fornisce anche scomposizioni per luogo di sottoscrizione, ossia in base all'ubicazione della sede centrale di una società e delle sue succursali in altri paesi. I dati mostrano che nel 2019 la maggior parte delle attività assicurative all'interno dell'area dell'euro si è svolta a livello nazionale, con oltre il 90 per cento dei premi contabilizzati e dei sinistri verificatisi nel paese in cui è ubicata la sede centrale (cfr. il grafico C)¹⁶. Circa il 4,5 per cento dei premi è stato sottoscritto da filiali situate in altri paesi dell'area dell'euro, con le succursali in Francia, Germania, Italia, Spagna e Paesi Bassi che rappresentano l'81 per cento dell'attività delle succursali estere all'interno dell'area. Inoltre, il 5,3 per cento dei premi è stato sottoscritto da succursali ubicate all'esterno dell'area dell'euro; quelle del Regno Unito hanno contribuito a oltre un terzo di tale quota.

Il settore della riassicurazione si distingue per la sua quota significativa di attività in altri paesi, con un terzo dei premi contabilizzati tramite succursali estere. Di questi, il 7 per cento è stato sottoscritto in altri paesi dell'area dell'euro e il 26 per cento nel resto del mondo. L'attività transfrontaliera può esporre le compagnie di riassicurazione al rischio di cambio, che potrebbero dover coprire attraverso strumenti finanziari derivati. In effetti, un'analisi basata su dati di fine 2017 ha evidenziato che i contratti sui tassi di cambio sono il secondo contratto derivato più frequentemente detenuto dal settore assicurativo dell'area dell'euro dopo i derivati sui tassi di interesse¹⁷.

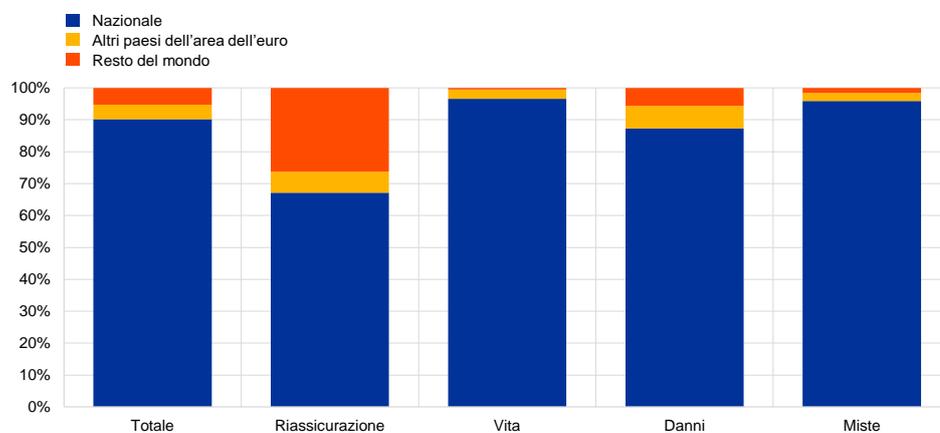
¹⁶ L'attività nazionale comprende anche le attività svolte dalle controllate di compagnie di assicurazione straniere residenti nel paese. I dati non forniscono alcuna informazione sulla residenza dei contraenti delle polizze.

¹⁷ Cfr. il riquadro 8, "Insurance companies and derivatives exposures: evidence from EMIR data", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018.

Grafico C

Premi contabilizzati per ubicazione della sottoscrizione

(in percentuale dei premi contabilizzati totali, 2019)



Fonte: BCE.

Nell'elaborare il sistema di compilazione statistica per la nuova serie di dati, la BCE e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) hanno posto in essere un'azione concertata volta a ridurre al minimo l'onere segnaletico a carico delle società di assicurazione, integrando i requisiti europei sulla segnalazione di dati in ambito statistico e in ambito di vigilanza. In tal modo, le informazioni statistiche possono essere tratte, in ampia misura, dai dati trasmessi a fini di vigilanza ai sensi della direttiva dell'Unione europea "Solvibilità II" (Solvency II). Ciò significa che le società di assicurazione nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro devono presentare un unico rapporto integrato che soddisfi i requisiti sia statistici che di vigilanza.

3 Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19

a cura di Omiros Kouvas, Riccardo Trezzi, Martin Eiglsperger, Bernhard Goldhammer ed Eduardo Gonçalves

La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha generato difficoltà nel misurare l'inflazione al consumo a causa dei cambiamenti nell'andamento dei consumi e delle limitazioni nella rilevazione dei prezzi. La pandemia pone due principali sfide alla misurazione dell'inflazione al consumo: in primo luogo, essa ha innescato variazioni insolitamente rilevanti nelle abitudini di spesa delle famiglie che non si riflettono negli indici aggregati dei prezzi al consumo¹⁸; in secondo luogo, la rilevazione dei prezzi è stata inficiata dalle misure di chiusura (lockdown) ed è stato pertanto necessario imputare i prezzi non direttamente rilevabili¹⁹. Il presente riquadro analizza il divario tra l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e l'andamento dei prezzi di beni e servizi effettivamente acquistati dai consumatori finali. Il riquadro illustra inoltre come l'imputazione abbia influito sui dati statistici sullo IAPC pubblicati²⁰.

Lo IAPC è compilato sulla base di coefficienti di ponderazione del consumo, o pesi, che vengono mantenuti costanti nell'arco dell'anno solare. Nella costruzione dello IAPC, le variazioni di prezzo delle singole voci sono ponderate utilizzando le quote dei consumi delle famiglie fissate per l'anno solare. Ciò riflette la finalità dello IAPC di stimare le sole variazioni dei prezzi, isolandole dagli adeguamenti dei profili di consumo delle famiglie. I pesi dello IAPC si basano principalmente sui dati di contabilità nazionale degli anni precedenti, rielaborati allo scopo di offrire una rappresentazione plausibile delle quote di consumo dell'anno precedente²¹. Ciò significa, ad esempio, che i pesi dello IAPC del 2020 riflettono principalmente i consumi delle famiglie nel 2018. Se da un lato mantenere costanti i pesi nell'arco dell'anno solare non genera problemi di misurazione in tempi normali, dall'altro la natura dello shock indotto dalla pandemia ha innescato forti cambiamenti nei consumi in un breve periodo di tempo.

Un crescente corpus di letteratura documenta i grandi cambiamenti nei consumi delle famiglie indotti dalla pandemia e ne analizza le implicazioni

¹⁸ Gli indici dei prezzi al consumo (IPC) utilizzano un approccio a paniere fisso, ossia mantengono costanti le ponderazioni della spesa tra il periodo base e il periodo di riferimento, nell'ipotesi che le quote di consumo relative rimangano invariate. Essi non rilevano, pertanto, le variazioni nell'andamento dei consumi.

¹⁹ Per una trattazione dettagliata di questo argomento, cfr. il riquadro *Misurazione dell'inflazione in periodi di tensione economica* nel numero 3/2020 di questo Bollettino.

²⁰ Gli aspetti correlati ai fenomeni sociali, sanitari e ambientali possono avere un impatto sulle utenze domestiche in relazione ai consumi. Specifici concetti teorici di misurazione dell'inflazione cercano di tenere conto di alcuni di questi fattori. Tuttavia nessun adeguamento qualitativo del genere è stato introdotto nel calcolo dello IAPC, che pertanto non tiene conto di possibili cali nell'utilizzo di alcuni servizi a causa del rischio di contagio e delle norme di distanziamento sociale, cui devono far fronte i consumatori in questo momento. Le valutazioni su tale questione esulano dall'ambito di indagine del presente riquadro, che si concentra sulla variazione dell'andamento dei consumi.

²¹ Le modalità di derivazione di questi pesi sono definite nel [Regolamento di esecuzione \(UE\) 2020/1148 della Commissione del 31 luglio 2020 che stabilisce le specifiche tecniche e metodologiche conformemente al Regolamento \(UE\) 2016/792 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli indici dei prezzi al consumo armonizzati e l'indice dei prezzi delle abitazioni \(GU L 252 del 4.8.2020, pag. 12\).](#)

per l'inflazione. Con l'utilizzo di dati ad alta frequenza, diversi studi hanno individuato notevoli variazioni nelle categorie di prodotti su cui si concentra la spesa²². Queste quote di spesa variabili nel tempo²³ sono state impiegate per quantificare la differenza tra gli indici dei prezzi al consumo pubblicati e il tasso di inflazione dei prodotti effettivamente acquistati dai consumatori²⁴. Seguendo questo approccio, due istituti di statistica hanno pubblicato indici sperimentali dei prezzi con pesi mensili variabili che evidenziano come la pandemia abbia influito sulla spesa per consumi e segnalano il divario creatosi tra i dati sull'inflazione di tipo IPC e il tasso di inflazione relativo ai prodotti effettivamente acquistati dai consumatori finali²⁵.

Con l'impiego di dati pubblicamente disponibili abbiamo elaborato un indice dei prezzi al consumo per l'area dell'euro soggetto a riponderazione su base mensile.

L'elaborazione di un indice dei prezzi al consumo soggetto a riponderazione mensile prevede diverse fasi. In primo luogo, i dati nominali sul fatturato mensile del commercio al dettaglio e di altri servizi (ad esempio i servizi di trasporto) vengono confrontati con le corrispondenti categorie dello IAPC²⁶. Mentre i dati sul fatturato del commercio al dettaglio riflettono principalmente le transazioni determinate dagli acquisti effettuati dalle famiglie, il fatturato relativo agli altri servizi comprende anche le transazioni tra imprese, che devono essere rimosse. In secondo luogo, prendendo a riferimento i pesi dello IAPC più recenti, l'evoluzione delle categorie di spesa viene stimata utilizzando i corrispondenti tassi di crescita del fatturato nominale²⁷. Infine, i pesi relativi sono utilizzati per elaborare l'indice

²² Il consumo di generi alimentari è aumentato e rimane relativamente elevato perché le famiglie trascorrono più tempo in casa (a discapito del consumo di cibo presso bar, ristoranti e caffè). Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino. I contributi a questo tipo di studi includono, per gli Stati Uniti, Cavallo, A., "Inflation with Covid Consumption Baskets", *NBER Working Paper*, n. 27352, 2020; Dunn, A.C, Hood, K.K. e Driessen, A., "Measuring the Effects of the COVID-19 Pandemic on Consumer Spending Using Card Transaction Data", *BEA Working Paper Series*, n. WP2020-5, US Bureau of Economic Analysis, aprile 2020; per il Regno Unito, Surico, P., Känzig, D. e Hacıoglu, S., "Consumption in the time of Covid-19: Evidence from UK transaction data", *CEPR Discussion Papers*, n. 14733, maggio 2020; nonché, per la Spagna, Carvalho, V.M. et al., "Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data", *CEPR Discussion Papers*, n. 14642, 2020.

²³ Tali pesi sono approssimati e non corrispondono necessariamente al valore accurato dei parametri ricavati dai conti nazionali.

²⁴ Per il Regno Unito, cfr. Jaravel, X. e O'Connell, M., "Inflation Spike and Falling Product Variety During the Great Lockdown", *CEPR Discussion Papers*, n. 14880, giugno 2020; per il Canada, cfr., Huynh, K., Lao, H., Sabourin, P. e Welte, A., "What do high-frequency expenditure network data reveal about spending and inflation during COVID-19?", *Staff Analytical Note*, n. 2020-20 (in lingua inglese), Bank of Canada, settembre 2020.

²⁵ Cfr. "How to compute a Consumer Price Index in the context of the Covid-19 crisis?", INSEE, aprile 2020; nonché "Re-weighted consumer prices basket – adjusting for consumption changes during lockdown: July 2020", Office for National Statistics, agosto 2020.

²⁶ Cfr. "Classification of Individual Consumption According to Purpose (COICOP) 2018", *Statistical Papers*, serie M, n. 99, Divisione statistica delle Nazioni Unite.

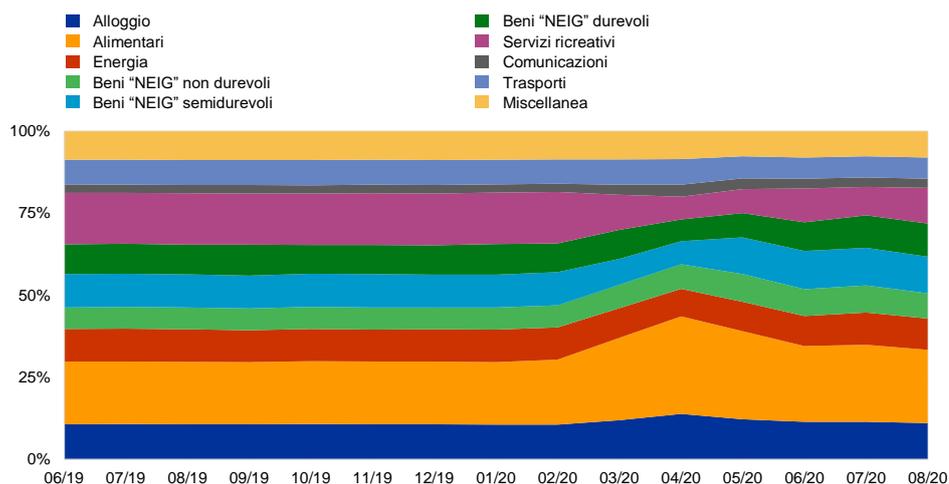
²⁷ I pesi dello IAPC più recenti riflettono le quote di spesa calcolate utilizzando principalmente i dati relativi al 2018.

dei prezzi al consumo soggetto a riponderazione mensile²⁸. Il nostro indice è concepito in modo da riflettere parte delle variazioni nei consumi durante la pandemia e pertanto si approssima maggiormente al tasso di variazione dei prezzi dei prodotti effettivamente acquistati dai consumatori in questo periodo.

Grafico A

Quote dei consumi delle famiglie per categoria

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: il grafico mostra l'evoluzione della spesa relativa stimata. I profili di spesa sono calcolati utilizzando come punto di partenza i pesi dello IAPC più recenti, a cui vengono applicati tassi di crescita basati sui dati relativi al fatturato del commercio al dettaglio e di altri servizi. L'acronimo NEIG indica i beni industriali non energetici (non-energy industrial goods). "Alimentari" si riferisce al cibo e non comprende i pasti fuori casa.

I dati disponibili indicano che l'andamento dei consumi delle famiglie

è cambiato in modo significativo durante la pandemia. In termini relativi,

l'andamento dei consumi è rimasto stabile fino all'inizio della pandemia

(cfr. il grafico A), tuttavia il dilagare dell'emergenza e le misure di chiusura hanno

condotto a un notevole aumento del peso di alcune categorie (come i prodotti alimentari e i servizi di comunicazione) e a una riduzione dell'incidenza di altre

(come le attività ricreative e i beni energetici). La maggior parte dei cambiamenti

indotti dalla pandemia sono stati temporanei, come nel caso dei beni semidurevoli,

che comprendono una serie diversificata di articoli quali abbigliamento, libri e piccoli

utensili. Tuttavia le quote di spesa relative ai prodotti alimentari e ai servizi ricreativi

mostrano deviazioni persistenti rispetto alle tendenze precedenti la pandemia,

poiché alcune delle restrizioni restano in vigore. Dal momento che il grafico A riporta

i pesi relativi, alcune categorie evidenziano un aumento a marzo e aprile perché la

spesa nominale in quella categoria si è contratta in misura minore rispetto ai

²⁸ Il metodo di calcolo dell'indice illustrato in questo riquadro è sperimentale. I dati utilizzati per stimare le ponderazioni mensili della spesa sono elaborati in base a concetti e classificazioni che si distinguono dalla definizione dei consumi alla base dello IAPC. La corrispondenza con le categorie dello IAPC è pertanto imperfetta, in particolare quando si utilizzano dati sul fatturato mensile, poiché tali dati comprendono anche le transazioni tra imprese. Le fonti impiegate per stimare i pesi mensili sono meno affidabili di quelle ufficiali utilizzate per registrare i livelli di spesa ai fini dell'elaborazione dello IAPC. Il nostro indice (non concatenato) presuppone portata e copertura identiche a quelle dello IAPC. Ciò implica che le voci in esso incluse sono le stesse dello IAPC, così come le variazioni mensili dei prezzi delle singole voci. In altre parole, la principale differenza tra l'indice da noi sviluppato e lo IAPC consiste nel fatto che nel nostro indice le ponderazioni della spesa possono variare da un mese all'altro, mentre lo IAPC le mantiene costanti. Per la formula abbiamo utilizzato un indice Fisher.

consumi complessivi. La tavola A contiene le nostre stime relative all'andamento della spesa nominale delle famiglie nelle diverse categorie²⁹.

Tavola A

Spesa nominale stimata delle famiglie

(indice: febbraio 2020 = 100)

Componente IAPC	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto
Alimentari	100,0	105,6	100,6	103,2	99,9	99,8	102,2
Energia	100,0	76,8	57,2	69,5	80,8	86,5	88,2
Beni non durevoli	100,0	87,7	73,4	95,1	103,9	102,7	104,0
Beni semidurevoli	100,0	64,7	46,3	83,6	98,6	98,5	99,5
Beni durevoli	100,0	83,8	50,2	63,3	84,2	93,0	102,9
Servizi ricreativi	100,0	57,4	30,0	35,8	56,6	68,7	62,7
Alloggio	100,0	93,6	86,6	86,7	92,2	95,7	94,1
Comunicazioni	100,0	96,7	95,6	95,2	97,8	100,1	99,0
Trasporti	100,0	86,4	69,8	69,3	75,2	82,0	78,6
Miscellanea	100,0	83,6	65,9	66,6	79,6	88,5	84,4

Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: la tavola mostra i livelli assoluti stimati dei consumi delle famiglie (spesa nominale). I profili di spesa sono calcolati utilizzando come punto di partenza i pesi dello IAPC più recenti, a cui vengono applicati tassi di crescita basati sui dati relativi al fatturato del commercio al dettaglio e di altri servizi. I livelli di spesa nominali sono normalizzati a 100 a febbraio 2020.

Dall'inizio della pandemia l'inflazione misurata con l'impiego del nostro indice sperimentale ha registrato valori più elevati rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC e la differenza si è mantenuta sostanzialmente stabile negli ultimi mesi. Il grafico B mostra il divario tra i tassi di variazione sui dodici mesi (su base annuale) dell'indice sperimentale e dello IAPC (pannello a), linea arancione). Tale divario ha iniziato ad aprirsi a marzo (come rappresentato nel pannello b) dagli istogrammi arancioni) ed è aumentato fino a circa 0,2 punti percentuali ad aprile³⁰. Da allora, è rimasto sostanzialmente costante³¹. A livello intuitivo, ciò riflette il passaggio dei consumatori da categorie di inflazione inferiori alla media (come il carburante per i trasporti della componente "Energia") a categorie di inflazione superiori alla media (come i prodotti alimentari). Il grafico B mostra anche i contributi delle voci alimentari ed energetiche (pannello a), istogrammi blu) e dei prodotti inclusi nel calcolo dell'inflazione di fondo (pannello a), istogrammi gialli). Fino a giugno, la differenza tra l'indice sperimentale e lo IAPC è stata determinata principalmente dalle componenti alimentari ed energetiche, mentre le restanti voci hanno contribuito a creare oltre la metà del divario a luglio.

²⁹ La nostra stima della contrazione della spesa complessiva è in linea con le statistiche pubblicate dall'Eurostat per i consumi finali privati.

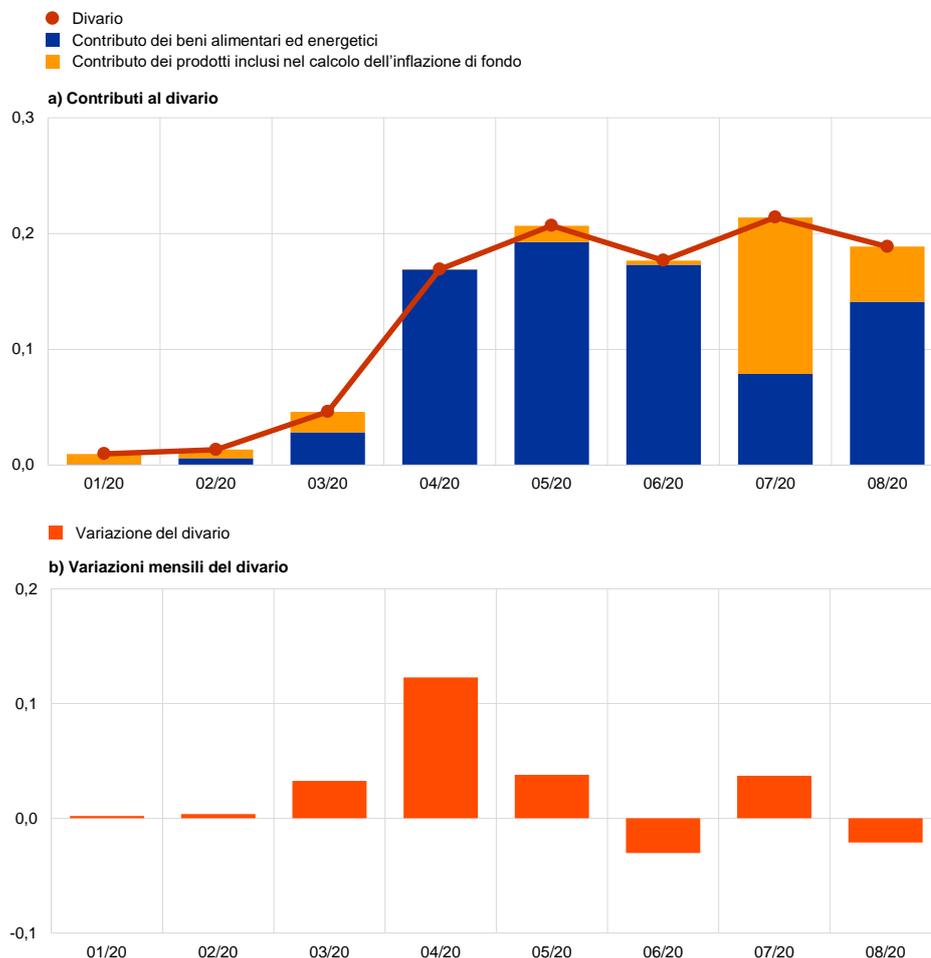
³⁰ I nostri risultati sono in linea con evidenze di studi analoghi al di fuori dell'area dell'euro.

³¹ Poiché la nostra analisi si situa al livello della COICOP-2, il divario tra il nostro indice e l'inflazione misurata sullo IAPC riflette solo il livello superiore delle variazioni dei modelli di consumo durante il lockdown (in particolare il divario riflette il passaggio dalle componenti alimentari ed energetiche ai prodotti inclusi nel calcolo dell'inflazione di fondo al livello di COICOP-2). Il divario tra il nostro indice e lo IAPC è rimasto piuttosto costante negli ultimi mesi perché la variazione dei pesi ha determinato un cambiamento duraturo del livello delle serie.

Grafico B

Differenza tra le variazioni di un indice a riponderazione mensile e lo IAPC

(punti percentuali, variazioni su base annuale)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: la linea arancione nel pannello a) mostra la differenza tra l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC e la variazione sui dodici mesi del nostro indice alternativo. Gli istogrammi nel pannello a) mostrano il contributo dei beni alimentari ed energetici (istogrammi blu) e dei beni inclusi nel calcolo dell'inflazione di fondo (istogrammi gialli). Gli istogrammi arancioni nel pannello b) mostrano la variazione mensile del divario (ovvero la variazione mensile indicata, nel pannello a), dalla linea arancione).

Il lockdown ha inoltre causato problemi per la rilevazione dei prezzi per lo IAPC. Di conseguenza, la quota dei prezzi imputati è cambiata di mese in mese³². La rilevazione dei prezzi presso i punti vendita fisici si è interrotta quando gli esercizi sono stati chiusi. Inoltre, il campionamento nei supermercati e nei negozi di generi vari è stato in gran parte interrotto al fine di proteggere il personale addetto alla rilevazione³³. L'imputazione si è resa necessaria laddove la rilevazione dei prezzi effettivi è stata notevolmente ridotta. Il grafico C mostra l'evoluzione

³² Cfr. "Information on imputations made related to Covid-19", disponibile sul [sito Internet dell'Eurostat](#). In generale, l'imputazione è richiesta per le voci temporaneamente "mancanti" e per i prodotti stagionali quando sono fuori stagione e non possono essere campionati.

³³ L'Eurostat e gli istituti nazionali di statistica degli Stati membri dell'UE hanno deciso di non eliminare gli indici dei beni per i quali non erano disponibili prezzi campionati. Le ragioni principali per mantenere completa la copertura del paniere dello IAPC, sebbene le transazioni effettive fossero molto ridotte in parecchie delle categorie di prodotti in esso incluse, sono collegate, ma non limitate, agli obblighi giuridici, agli usi prestabiliti (ad esempio nei contratti), alle esigenze degli utenti e al proseguimento della compilazione dello IAPC in virtù della sua concezione statistica (stabilita nei regolamenti dell'UE).

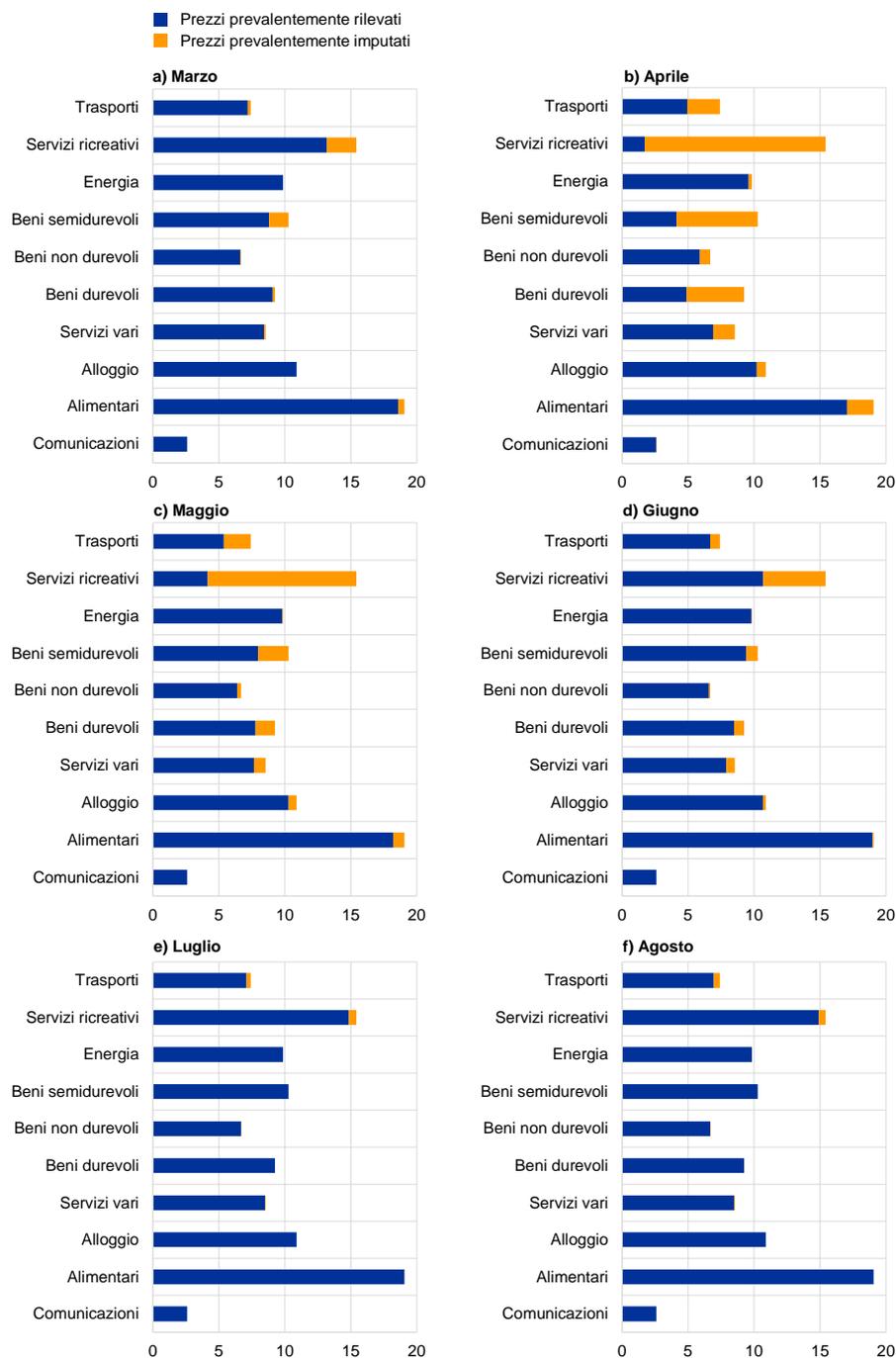
dell'imputazione dei prezzi nelle categorie dello IAPC da marzo ad agosto. Sebbene a marzo la normale rilevazione sia rimasta sostanzialmente in atto, ad aprile più del 30 per cento dei prezzi inclusi nello IAPC non sono stati rilevati e hanno dovuto essere imputati³⁴. Tale percentuale di imputazione è scesa a circa l'1 per cento a luglio ed è rimasta su tale livello ad agosto. I servizi ricreativi sono stati la categoria maggiormente interessata dalle imputazioni, a causa della mancata disponibilità di pacchetti vacanza e dell'annullamento di concerti e altri eventi.

³⁴ Si riferisce al 30 per cento dell'indice complessivo (in termini di pesi) e non al 30 per cento dei prezzi delle voci (non ponderate).

Grafico C

Imputazione dei prezzi per categoria dello IAPC (da marzo ad agosto 2020)

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: il grafico mostra la quota dei prezzi in ciascuna categoria dello IAPC (livello 2 della COICOP) in percentuale dello IAPC complessivo, suddivisa in prezzi prevalentemente rilevati (istogrammi blu) e prezzi prevalentemente imputati (istogrammi gialli). I prezzi che sono stati "prevalentemente imputati" rappresentano aggregati elementari della rispettiva categoria, contrassegnati con una "U" dagli istituti nazionali di statistica nel rispettivo mese; ciò significa che più del 50 per cento dei prezzi dell'aggregato elementare è stato imputato.

La modifica del metodo di rilevazione dei prezzi non implica necessariamente l'inaffidabilità dell'indice che ne risulta. Ad esempio, quando i prezzi dei prodotti

alimentari rilevati nei mercati tradizionali sono stati sostituiti dai prezzi dei prodotti alimentari ricavati dai lettori elettronici dei supermercati, l'effettivo comportamento dei consumatori è stato rispecchiato abbastanza accuratamente. Ciò si è verificato anche quando i prezzi di abbigliamento e calzature ottenuti tramite web-scraping su Internet hanno sostituito i prezzi normalmente rilevati nei punti vendita fisici³⁵. Per i pacchetti vacanze, le tariffe aeree e molti servizi alla persona (ad esempio parrucchieri e dentisti), tuttavia, è stato necessario imputare le variazioni di prezzo in quanto non erano possibili acquisti effettivi di tali prodotti. In conformità con le convenzioni concordate dagli istituti di statistica dell'UE, l'andamento dei prezzi è stato imputato con riferimento ad altri indici dei prezzi al consumo, ad esempio appartenenti alla stessa categoria di prodotti o ricavati dallo IAPC complessivo. In alcuni casi sono stati utilizzati come stime i prezzi o le variazioni di prezzo dei periodi precedenti la crisi³⁶.

Sebbene le sfide di misurazione ai fini dello IAPC indotte dalla pandemia siano diminuite significativamente negli ultimi mesi, molto probabilmente esse proseguiranno nel 2021 e, in certa misura, anche nel 2022, almeno per quanto riguarda le ponderazioni della spesa. Il presente riquadro ha illustrato gli effetti stimati delle sfide legate alla misurazione dell'inflazione al consumo innescate dalla pandemia. L'impatto è stato determinato principalmente dalla rapida evoluzione nell'andamento dei consumi e dalle difficoltà di rilevazione dei prezzi causate dalle misure restrittive. I problemi di misurazione hanno avuto delle ripercussioni sulle statistiche pubblicate nei primi mesi della pandemia, ma sono notevolmente diminuiti negli ultimi mesi. In prospettiva, se la pandemia dovesse proseguire, la misurazione continuerà a presentare delle sfide anche nel 2021. Ciò avverrà anche nel 2022, quando i dati sui consumi del 2020 verranno utilizzati per elaborare i pesi dello IAPC.

³⁵ La rilevazione dei prezzi via Internet avviene sotto forma di web-scraping dei campioni dei prezzi d'offerta; tali prezzi potrebbero non riflettere necessariamente gli acquisti effettivi.

³⁶ Cfr. "Guidance on the compilation of the HICP in the context of the COVID-19 crisis", *nota metodologica*, Eurostat, aprile 2020.

Articoli

1 L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro

a cura di Katalin Bodnár, Julien Le Roux, Paloma Lopez-Garcia e Bela Szörfi

1 Introduzione

Il prodotto potenziale viene generalmente definito come il più elevato livello di attività economica sostenibile con la tecnologia e i fattori di produzione disponibili senza spingere l'inflazione oltre l'obiettivo fissato. Il superamento di tale livello di produzione accresce il grado di utilizzo dei fattori (con un conseguente output gap positivo, definito come la differenza fra il livello effettivo e quello potenziale del prodotto) e inducendo quindi una pressione al rialzo sul costo dei fattori e, in ultima analisi, sull'inflazione al consumo. Per contro, quando il prodotto effettivo è inferiore a quello potenziale, si verifica un sottoutilizzo di capacità produttiva nell'economia (l'output gap diventa negativo), che esercita una pressione al ribasso sul costo dei fattori e sull'inflazione al consumo. Dal momento che non può essere osservato direttamente, il prodotto potenziale deve essere desunto dai dati esistenti utilizzando metodi statistici ed econometrici. Indipendentemente dal metodo utilizzato, tutte le stime e le proiezioni sul prodotto potenziale sono soggette a notevoli margini di incertezza³⁷.

Il forte shock macroeconomico causato dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) ha colpito sia l'offerta che la domanda. Il prodotto potenziale riflette tipicamente le condizioni dell'offerta nell'economia, come le variazioni nei principali fattori produttivi, capitale e forza lavoro, e nella loro produttività. Allo stesso tempo, le oscillazioni del prodotto potenziale sono connesse a fattori legati alla domanda³⁸. Le misure imposte dai governi per contenere la diffusione del virus in seguito allo shock indotto dal COVID-19 rappresentano un esempio unico di forti restrizioni temporanee dal lato dell'offerta. Ciò solleva un interrogativo, ossia in quale misura il prodotto potenziale ne abbia risentito.

Il presente articolo esamina l'impatto della pandemia di COVID-19 sul prodotto potenziale dell'area dell'euro. Esso illustra alcune questioni concettuali e analizza i canali attraverso i quali la pandemia e le misure di contenimento hanno inciso e

³⁷ Cfr. l'articolo *Il prodotto potenziale nel periodo successivo alla crisi* nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

³⁸ Le stime del prodotto potenziale sono spesso procicliche e riflettono l'andamento delle condizioni della domanda. Da un lato tale prociclicità potrebbe essere in parte artificiosa per via dei problemi di natura metodologica, come il ben noto problema di fine campione di cui soffrono le procedure di filtraggio. Dall'altro, potrebbe anche riflettere le oscillazioni del ciclo economico, ad esempio negli investimenti in capitale fisico o in ricerca, sviluppo e innovazione, determinando stime procicliche dello stock di capitale e della crescita tendenziale della PTF.

probabilmente continueranno a incidere sul prodotto potenziale. L'articolo esamina la natura dello shock e descrive i canali attraverso i quali la pandemia e le relative misure di contenimento potrebbero alterare i contributi forniti da forza lavoro, capitale e produttività totale dei fattori (PTF) al prodotto potenziale nell'area dell'euro. Infine, viene presentata una serie di stime quantitative dell'impatto della pandemia. Si tratta di stime decisamente preliminari, in quanto sono stati pubblicati solo due trimestri di dati macroeconomici tra l'insorgere della pandemia e il momento della stesura del testo e la durata della pandemia è estremamente incerta (così come altri fattori, quali la durata e il grado di severità delle misure di contenimento, la messa a punto di un vaccino o di una soluzione farmacologica e le implicazioni a lungo termine per la salute pubblica). In tale contesto, le stime quantitative dovrebbero servire a misurare i meccanismi in questione, ma è ragionevole prevedere revisioni ex post man mano che la gravità della crisi diverrà più chiara.

2 Natura dello shock causato dal COVID-19

Interpretazione del prodotto potenziale durante lo shock

Il livello del prodotto potenziale durante la crisi legata al COVID-19 dipende dal concetto di piena capacità dell'economia. Quando sono in vigore misure di chiusura (lockdown) i fattori produttivi restano disponibili, ma non possono essere utilizzati appieno, pertanto la piena capacità dell'economia e quindi il grado di utilizzo della capacità produttiva e l'entità dell'output gap³⁹ possono variare considerevolmente rispetto ai livelli rilevati in periodi di normalità. Il grafico 1 mostra due interpretazioni estreme relative al periodo in cui sono stati imposti lockdown nazionali e restrizioni alle attività economiche e a quello successivo, in cui le misure di contenimento sono state revocate. La prima interpretazione presuppone che la disponibilità dei fattori produttivi non sia influenzata da lockdown e relative misure di contenimento. Ad esempio, un ristorante ha ancora lo stesso numero di tavoli di prima e una fabbrica di automobili lo stesso numero di macchine; anche il numero di dipendenti disponibili è invariato, anche se, ad esempio, lavorano meno ore, beneficiano di regimi di riduzione dell'orario di lavoro o sono temporaneamente assenti. Infine, la tecnologia non subisce variazioni significative in brevi periodi di tempo e resta anch'essa disponibile. In base a tale interpretazione, il grado di piena capacità rimane invariato durante il periodo di chiusura (cfr. la linea blu nel pannello superiore del grafico 1). Quando le misure di contenimento vengono gradualmente revocate, i fattori produttivi sono di nuovo utilizzati appieno (interpretazione 1). Per contro, una seconda interpretazione presuppone che durante il lockdown non sia disponibile alcuna risorsa per la produzione (ossia il ristorante e la fabbrica sono chiusi e i lavoratori devono rimanere a casa). Ciò significa che la piena capacità si

³⁹ Di norma, l'utilizzo della capacità produttiva fornisce una buona rappresentazione dell'output gap: "l'utilizzo della capacità produttiva è solitamente definito come il rapporto tra il prodotto effettivo e una determinata misura del prodotto potenziale", traduzione non ufficiale (cfr. Nelson, Randy A., "On the Measurement of Capacity Utilisation", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 37, n. 3, Wiley, marzo 1989, pagg. 273-286). Ne consegue che la piena capacità dell'economia corrisponde al prodotto potenziale.

riduce a zero nelle imprese che sono chiuse, il che equivale a un temporaneo forte calo dell'offerta e quindi del prodotto potenziale (cfr. la linea gialla nel pannello superiore del grafico 1). Non appena termina il periodo di chiusura e le misure di contenimento vengono progressivamente revocate, il grado di piena capacità torna verso il livello precedente la crisi (interpretazione 2).

Tali interpretazioni implicano output gap molto diversi a causa delle ampie oscillazioni del livello effettivo del prodotto durante la crisi. Secondo la prima interpretazione, l'output gap diventa negativo durante il periodo del lockdown (cfr. la linea blu nel pannello inferiore del grafico 1), in quanto il prodotto effettivo scende ben al di sotto della piena capacità produttiva, che rimane invece nel complesso inalterata. Nella seconda interpretazione, tuttavia, l'output gap non è influenzato dal periodo di chiusura (cfr. la linea gialla nel pannello inferiore del grafico 1), in quanto la produzione effettiva è pari alla piena capacità ipotizzata. Il prodotto potenziale scende nella stessa misura del PIL. Queste due interpretazioni rappresentano ovviamente degli estremi aventi scopo illustrativo e, in pratica, la verità sta nel mezzo. Ciò è particolarmente vero a livello aggregato, dato che l'impatto dello shock sulla piena capacità non è stato lo stesso tra i vari settori (non da ultimo a causa delle diverse possibilità di lavorare a distanza).

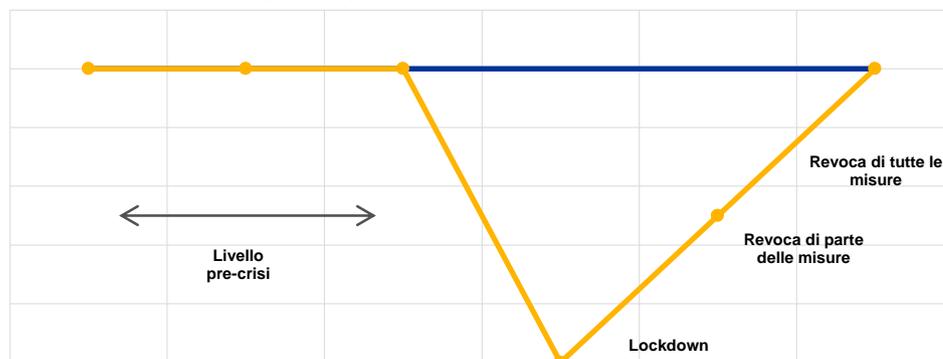
Grafico 1

Interpretazione del prodotto potenziale e dell'output gap

(nessuna unità di misura; grafico dal solo valore illustrativo)

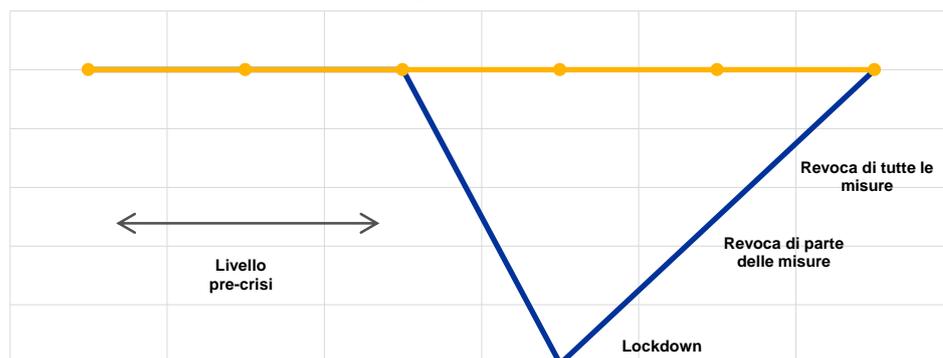
- Piena capacità, interpretazione 1
- Piena capacità, interpretazione 2

a) Piena capacità o livello di prodotto potenziale



- Output gap, interpretazione 1
- Output gap, interpretazione 2

b) Utilizzo della capacità produttiva o output gap



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

3 COVID-19: interazione tra shock dal lato dell'offerta e della domanda

La scelta di una delle interpretazioni descritte sopra determina il grado di ciclicità del prodotto potenziale nel breve periodo. Maggiore è l'impatto presunto delle misure di contenimento sul prodotto potenziale, più oscillazioni presenterà quest'ultimo nel breve termine con l'imposizione e la revoca delle restrizioni. Minore è la stima dell'impatto, maggiore sarà la stabilità del prodotto potenziale. Approcci empirici diversi possono contribuire a stabilire quale interpretazione sia supportata dai dati, cioè quale sia l'entità dell'impatto sull'offerta, e quindi anche sul prodotto potenziale.

A causa della scarsa disponibilità di dati, della natura complessa dello shock e dell'interdipendenza che caratterizza i fattori dell'offerta e della domanda,

è difficile scindere gli uni dagli altri⁴⁰. Per tale ragione, le variazioni della prima componente potrebbero incidere sull'altra. A questo proposito, uno studio teorico recente suggerisce che uno shock dal lato dell'offerta, che colpisce i settori dell'economia in modo asimmetrico, potrebbe a sua volta innescare contrazioni della domanda⁴¹. Al contempo, come mostrato dalla grande crisi finanziaria, anche alcuni fattori dal lato della domanda possono avere ripercussioni durature o addirittura permanenti sul prodotto potenziale⁴².

Analisi empiriche basate su pochi dati disponibili, rilevano che sia l'offerta sia la domanda sono diminuite a seguito dello shock causato dal COVID-19.

Negli Stati Uniti è stato condotto uno studio utilizzando dati sulle ore lavorate e sulle retribuzioni al fine di stimare gli shock alla domanda e all'offerta di lavoro per l'intera economia e per vari settori. Ne è emerso che una quota maggiore della diminuzione delle ore è stata determinata dagli shock all'offerta di lavoro, benché entrambi siano stati rilevanti⁴³. Un'altra ricerca ha individuato gli shock dal lato dell'offerta e della domanda basandosi su dati ricavati da indagini in tempo reale relativi all'inflazione e alla crescita del PIL in termini reali e rilevando che nel primo trimestre del 2020 la domanda negativa ha avuto un ruolo maggiore nella flessione dell'attività, mentre nel secondo trimestre è stata la riduzione dell'offerta a incidere in maniera più significativa⁴⁴. Altri dati e metodi suggeriscono che i fattori della domanda hanno avuto un impatto maggiore, probabilmente a causa dell'incertezza o del timore del contagio⁴⁵. Nel complesso, negli Stati Uniti gli studi empirici hanno rilevato che sia l'offerta che la domanda hanno rivestito un ruolo importante e, poiché la natura dello shock è stata la stessa in tutto il mondo, si può ragionevolmente presumere che lo stesso valga anche per l'area dell'euro⁴⁶.

Nei settori in grado di mantenere e adattare la produzione è stato possibile attenuare gli effetti di restrizioni di più ampia portata dal lato dell'offerta.

La produzione è stata mantenuta invariata in settori considerati essenziali, mentre ha subito una riduzione in quelli non essenziali, almeno in alcuni paesi e regioni. La flessione dell'attività è stata inoltre influenzata dalla misura in cui è stato possibile avvalersi del lavoro a distanza. Studi empirici hanno rilevato che il ricorso al

⁴⁰ Barry Eichengreen ha affermato: "Detto da qualcuno che ha stimato molti modelli per distinguere gli shock dal lato dell'offerta e della domanda: buona fortuna, se dovete identificarli!", traduzione non ufficiale (cfr. Vaitilingam, Romesh *Likelihood of a coronavirus recession Views of leading US and European economists*, VOX, Centre for Economic Policy Research Policy Portal, 14 marzo 2020).

⁴¹ Cfr. Guerrieri, Veronica et al. "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?," *NBER Working Paper n. 26918*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, aprile 2020.

⁴² Cfr. l'articolo *Il prodotto potenziale nel periodo successivo alla crisi* nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

⁴³ Cfr. Brinca, Pedro et al., "Measuring Labor Supply and Demand Shocks during COVID-19", *Working Paper 2020-011*, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, ottobre 2020.

⁴⁴ Cfr. Geert, Bekaert et al., "Aggregate Demand and Aggregate Supply Effects of COVID-19: A Real-time Analysis", *Finance and Economics Discussion Series 2020-049*, Federal Reserve Board, Washington D.C., 26 maggio 2020.

⁴⁵ Cfr. Goolsbee, Austan e Syverson, Chad, "Fear, Lockdown, and Diversion: Comparing Drivers of Pandemic Economic Decline 2020", *NBER Working Paper n. 27432*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, giugno 2020.

⁴⁶ Due studi lo confermano: Balleer, Almut et al., "Demand or Supply? Price Adjustment during the Covid-19 Pandemic", *CESifo Working Paper n. 8394*, Munich Society for the Promotion of Economic Research – CESifo, GmbH, Monaco, agosto 2020 e Boham, D.A.R. e Smadu, A.I., "Was COVID-19 a supply or a demand shock? Evidence for Dutch sectors", mimeo, 2020.

telelavoro varia notevolmente da un settore all'altro e tra i lavoratori sia negli Stati Uniti⁴⁷, sia in Europa⁴⁸, e che l'impatto sull'offerta dello shock determinato dal COVID-19 è stato più forte nei settori in cui un numero inferiore di lavoratori ha potuto svolgere le proprie mansioni a distanza⁴⁹. Inoltre, attraverso effetti di propagazione negativi, le imprese e i settori maggiormente colpiti dalle ripercussioni del distanziamento sociale hanno avuto esternalità negative sulle imprese non direttamente interessate da tali misure, a causa dei legami di input-output⁵⁰.

È difficile valutare non solo il grado di oscillazione del prodotto potenziale nel breve periodo, ma anche l'impatto a lungo termine della pandemia. Gli effetti sul lato dell'offerta illustrati sopra possono essere temporanei, prolungati o permanenti⁵¹. Empiricamente, non è possibile distinguere questi effetti in tempo reale, il che rende difficile prevedere quelli permanenti. Tuttavia, un'opzione per cercare di misurare le ripercussioni a lungo termine consiste nell'esaminare le evidenze derivanti da shock esogeni passati⁵². Il riquadro 1 fornisce alcune evidenze empiriche dell'effetto di alcuni shock esogeni passati sull'attività economica di lungo termine.

Riquadro 1

L'impatto di lungo periodo di alcuni shock esogeni passati sul prodotto dell'area dell'euro

a cura di Katalin Bodnár e Julien Le Roux

Sebbene lo shock causato dal COVID-19 sia un fenomeno unico, i grandi shock esogeni verificatisi in passato forniscono una base valida per una valutazione del suo impatto nel lungo periodo.

Il presente riquadro prende in esame la grande pandemia influenzale del 1918-1919 e gli shock petroliferi del 1973 e 1979, con l'obiettivo di valutare il loro impatto di lungo periodo sulla crescita in quelli che oggi sono paesi dell'area dell'euro. Questi episodi possono essere messi in relazione con lo shock generato dal COVID-19 in quanto sono anch'essi esogeni, sebbene possano differire in termini di gravità (cfr. il grafico A). Al tempo stesso, anche la risposta rapida, coordinata e su vasta scala messa in atto dal punto di vista delle politiche rende il COVID-19 un evento unico.

⁴⁷ Cfr. Papanikolaou, Dimitris e Schmidt, Lawrence D.W. "Working Remotely and the Supply-side Impact of Covid-19", *NBER Working Paper n. 27330*, National Bureau of Economic Research, giugno 2020 e del Rio-Chanona, R. Maria et al., "Predicting the supply and demand shocks of the COVID-19 pandemic: An industry and occupation perspective", *VOX*, Centre for Economic Policy Research Policy Portal, 16 maggio 2020

⁴⁸ Cfr. Barrot, Jean-Noël et al., "Sectoral effects of social distancing", *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n. 3, Centre for Economic Policy Research, 10 aprile 2020, pagg. 85-102.

⁴⁹ Dopo lo shock iniziale, ci si potrebbe aspettare qualche cambiamento nel nostro modo di lavorare: ad esempio, secondo le stime, negli Stati Uniti quasi il 40 per cento dei posti di lavoro prevede mansioni che potrebbero essere probabilmente svolte da casa. Cfr. Dingel, Jonathan e Neiman, Brent, "How many jobs can be done at home?", *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n. 1, Centre for Economic Policy Research, 3 aprile 2020, pagg. 16-24.

⁵⁰ Cfr. Laeven, Luc, "Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation", *CEPR Discussion Paper DP15022*, Centre for Economic Policy Research, 9 luglio 2020.

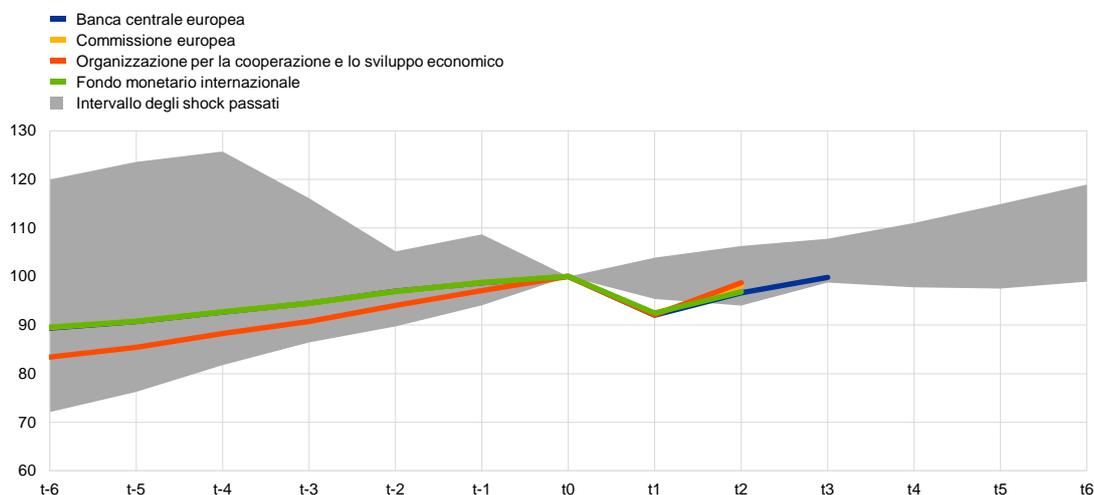
⁵¹ Possibili impatti permanenti sono discussi in Cerra, Valerie et al., "Hysteresis and Business Cycles", *IMF Working Paper WP/20/73*, Fondo monetario internazionale, maggio 2020.

⁵² Cfr. Ludvigson, Sydney C. et al., "COVID-19 and The Macroeconomic Effects of Costly Disasters", *NBER Working Paper n. 26987*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, settembre 2020 e Jordà, Óscar et al., "Longer-run Economic Consequences of Pandemics", *NBER Working Paper n. 26934*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, aprile 2020.

Grafico A

Intervallo del PIL in termini reali in occasione di shock esogeni passati e presenti nell'odierna area dell'euro

(livello, anno prima dello shock = 100)



Fonti: Maddison Project Database, versione 2018; Bolt, Jutta et al., "Rebasing Maddison: new income comparisons and the shape of long-run economic development", *GGDC Research Memorandum n. 174*, gennaio 2018; proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020; Commissione europea (CE); Fondo monetario internazionale (FMI) e Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE).

Note: il grafico mostra il PIL per i cinque anni precedenti e successivi lo shock esogeno per un aggregato di paesi dell'area dell'euro. La legenda indica le date scelte per t0, ossia l'anno precedente lo shock, o, se lo shock ha colpito solo nella seconda metà dell'anno, l'anno stesso dello shock. Gli shock compresi nell'intervallo comprendono la pandemia influenzale del 1918-1919, gli shock petroliferi del 1973 e del 1979 e la grande crisi finanziaria del 2007-2008. Le linee continue riflettono le proiezioni più recenti formulate dalle organizzazioni internazionali, dove t0 è il livello del PIL nel 2019.

La grande pandemia influenzale non sembra aver dato luogo a effetti negativi duraturi statisticamente significativi sul tasso di crescita del PIL. Tale pandemia, che si è propagata su scala globale nel 1918-1919 (quindi negli ultimi anni della prima guerra mondiale), ha avuto un impatto diretto sul fattore lavoro, provocando elevati tassi di mortalità per la popolazione in età lavorativa⁵³, assenteismo e chiusura di imprese. Lo shock generato dal COVID-19, per contro, si associa a un tasso di mortalità molto più basso presso la popolazione in età lavorativa. Inoltre, il suo impatto economico è maggiormente collegato alle misure di contenimento adottate per tutelare la popolazione e ha determinato shock di fiducia e di incertezza che hanno colpito sia le famiglie sia le imprese, con alcuni settori più danneggiati di altri. Stimando un modello vettoriale a correzione d'errore che includa le determinanti del tasso di mortalità (cfr. di seguito) per il periodo 1901-1925, osserviamo che la grande pandemia influenzale ha avuto un impatto negativo sulla crescita del PIL. Tuttavia, si stima che tale effetto sia stato temporaneo, a differenza dello shock concomitante con la prima guerra mondiale⁵⁴.

Per contro, i rincari del petrolio del 1973 e del 1979 erano permanenti e hanno avuto un effetto più duraturo sui tassi di crescita del PIL dell'area dell'euro. Gli shock petroliferi hanno colpito in maniera significativa le economie europee e la produttività è stata il principale canale della crescita

⁵³ Le stime sui decessi vanno da 50 milioni a quasi 100 milioni di morti, vale a dire dal 2,5 al 5 per cento della popolazione mondiale (cfr. [Maddison Historical Statistics](#), 2020 e Cirillo, Pasquale e Taleb, Nassim Nicholas, "Tail risk of contagious diseases", *Nature Physics*, vol. 16, Nature Research, 25 maggio 2020, pagg. 606-613.

⁵⁴ Questa conclusione è coerente con Barro, Robert J. et al., "The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the 'Spanish Flu' for the Coronavirus's Potential Effects on Mortality and Economic Activity", *NBER Working Paper n. 26866*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, aprile 2020.

economica a subire danni⁵⁵. Tale shock, pur influenzando in primo luogo l'offerta, ha avuto un impatto anche sulla domanda, in quanto i paesi importatori di petrolio hanno visto il proprio reddito e la propria spesa comprimersi. L'aumento dei corsi petroliferi è stato permanente e il livello dei prezzi non è mai più tornato a quello osservato all'inizio degli anni '70. Rileviamo, di conseguenza, che gli shock petroliferi hanno avuto un effetto negativo permanente sul livello del PIL e un effetto negativo prolungato sui tassi di crescita. La penultima colonna della tavola B mostra che un aumento permanente dei corsi petroliferi pari all'1 per cento ha ridotto il PIL dell'area dell'euro dello 0,2 per cento nel lungo periodo, indipendentemente dall'impatto sull'intensità di capitale generato dai prezzi del petrolio più elevati, che ha attenuato le ripercussioni negative sul PIL. Le nostre evidenze sono in linea con altri lavori di ricerca che mettono in relazione gli shock petroliferi e il successivo periodo di ridimensionamento della crescita economica⁵⁶.

Il nostro metodo si basa sulla stima di equazioni a correzione dell'errore e collega principalmente la variazione del PIL a quella dell'intensità di capitale. A seconda del periodo stimato, arricchiamo le nostre stime con altri fattori esplicativi. Per il periodo della grande pandemia influenzale, l'equazione assume la forma seguente:

$$\Delta y_{i,t} = c_{st} - \beta_0(y_{i,t-1} - \beta_1 k_{i,t-1} - \beta_2 WAR_{i,t-1}) + \beta_3 FLU_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

dove, per ciascun paese i , $y_{i,t}$ è il logaritmo del PIL annuo, $k_{i,t}$ è il logaritmo dell'intensità di capitale, $WAR_{i,t}$ il tasso di mortalità della prima guerra mondiale e $FLU_{i,t}$ il tasso di mortalità della pandemia. I tassi di mortalità sono espressi in percentuale della popolazione. La stima è effettuata utilizzando un panel e comprende effetti fissi per paese che non compaiono nell'equazione.

Le stime dei coefficienti sono riportate nella tavola A.

Tavola A

Modello a correzione dell'errore per il periodo della grande pandemia influenzale

	c_{st}	β_0	β_1	β_2	β_3
	2,96***	0,13***	0,59***	-112,78***	-5,60***
R² : 0,19	Campione: 1901-1925		Numero di osservazioni: 475		

Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE; Bergeaud, Antonin et al., "Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012", *Review of Income and Wealth*, vol. 62, n. 3, International Association for Research in Income and Wealth, settembre 2016, pagg. 420-444; Barro, Robert J. et al., "The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the 'Spanish Flu' for the Coronavirus's Potential Effects on Mortality and Economic Activity", *NBER Working Paper n. 26866*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, aprile 2020.

Note: il tasso di crescita del PIL, approssimato dalla differenza logaritmica, si riferisce al tasso di crescita annuo del PIL in termini reali in dollari statunitensi corretto in base alla parità di potere d'acquisto nel 2010. L'intensità di capitale si riferisce al rapporto capitale/lavoro espresso in termini di ore lavorate. I tassi di mortalità sono espressi in percentuale della popolazione. I valori relativi al tasso di mortalità dell'influenza al di fuori del periodo 1918-1920 sono impostati a zero. Il prezzo del petrolio è espresso in livello logaritmico nel lungo periodo e in differenza logaritmica nel breve periodo. Il campione per la crescita del PIL comprende 21 paesi. La stima è condotta con il metodo dei minimi quadrati su dati panel. Gli errori standard delle stime dei coefficienti consentono di raggruppare per anno i termini di errore. (*), (**) e (***) indicano livelli di significatività rispettivamente del 10, del 5 e dell'1 per cento.

Per il periodo degli shock petroliferi, l'equazione assume la forma seguente:

$$\Delta y_{i,t} = c_{st} - \beta_0(y_{i,t-1} - \beta_1 k_{i,t-1} - \beta_2 oil_{t-1}) + \beta_3 \Delta oil_{t-1} + \epsilon_{i,t}$$

⁵⁵ Nel 1974 il prezzo di un barile di greggio di qualità Brent è aumentato del 168 per cento, mentre l'aumento è stato del 51 per cento nel 1979 e del 67 per cento nel 1980. Lo shock è stato innescato da eventi di carattere politico che hanno interessato i più importanti paesi produttori.

⁵⁶ Cfr. Blinder, Alan S. e Rudd, Jeremy B., "The Supply-Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited", in Bordo, Michael D. e Orphanides, Athanasios (a cura di), *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*, University of Chicago Press, Cambridge, Massachusetts, giugno 2013, pagg. 119-175.

dove, per ciascun paese i , $y_{i,t}$ è il logaritmo del PIL annuo, $ki_{i,t}$ il logaritmo dell'intensità di capitale e oil_t il logaritmo del prezzo del greggio di qualità Brent in euro. La stima è effettuata utilizzando un panel e comprende effetti fissi per paese che non compaiono nell'equazione. Le stime dei coefficienti sono riportate nella tavola B.

Tavola B

Modello a correzione dell'errore per il periodo degli shock petroliferi

	c_{st}	β_0	β_1	β_2	β_3
	2,10***	0,03***	0,68***	-0,20***	-0,03***
R^2 : 0,56	Campione: 1963 -1986		Numero di osservazioni: 216		

Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Bergeaud et al., op. cit., Barro, Robert J. et al., op. cit.

Note: il tasso di crescita del PIL, approssimato dalla differenza logaritmica, si riferisce al tasso di crescita annuo del PIL in termini reali in dollari statunitensi corretto in base alla parità di potere d'acquisto nel 2010. L'intensità di capitale si riferisce al rapporto capitale/lavoro espresso in termini di ore lavorate. I tassi di mortalità sono espressi in percentuale della popolazione. I valori relativi al tasso di mortalità dell'influenza al di fuori del periodo 1918-1920 sono impostati a zero. Il prezzo del petrolio è espresso in livello logaritmico nel lungo periodo e in differenza logaritmica nel breve periodo. Il campione per la crescita del PIL comprende 21 paesi. La stima è condotta con il metodo dei minimi quadrati su dati panel. Gli errori standard delle stime dei coefficienti consentono di raggruppare per anno i termini di errore. (*), (**) e (***) indicano livelli di significatività rispettivamente del 10, del 5 e dell'1 per cento.

Ci si attende che nell'area euro allo shock generato dal COVID-19 faccia seguito un calo del PIL maggiore rispetto a quello registrato per i precedenti shock esogeni o per la grande crisi finanziaria. Ciò è riconducibile al fatto che ci si attende un impatto rilevante dello shock nel breve termine, a fronte di un'incertezza sul lungo periodo che rimane tuttavia elevata. Va inoltre osservato che per la seconda metà del 2020 è attesa una forte ripresa dell'attività economica, cosa che non è avvenuta in occasione della crisi finanziaria del 2007-2008. Applicando i risultati illustrati in questo riquadro allo shock attuale si potrebbe sperare che i danni di lungo periodo arrecati da quest'ultimo all'economia siano abbastanza modesti, posto che lo shock venga meno in tempi piuttosto brevi (ossia se venisse individuato un vaccino in grado di garantire che lo shock non sia duraturo o che non torni a colpire).

4 COVID-19: canali di trasmissione dell'impatto sul prodotto potenziale

È probabile che il coronavirus e, in particolare, le relative misure di contenimento e di chiusura si ripercuotano sulla maggior parte delle componenti del prodotto potenziale. Di seguito è riportata un'analisi dei canali di trasmissione per ciascuna componente (PTF, capitale e forza lavoro), anche con riferimento all'esperienza maturata durante e dopo la grande crisi finanziaria.

Il coronavirus e le misure di contenimento incidono negativamente sulla PTF tendenziale attraverso molteplici canali. Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento potrebbero protrarsi a lungo e le imprese potrebbero dover trovare nuovi fornitori, nuove vie di trasporto o nuovi luoghi di produzione. Tale situazione potrebbe aggravarsi se l'attuale pandemia inducesse un aumento del protezionismo e accelerasse fenomeni di deglobalizzazione. In tal caso, i settori che hanno beneficiato notevolmente, in termini di crescita della produttività, dell'esposizione internazionale e della globalizzazione potrebbero subire un calo

della PTF tendenziale. Le difficoltà finanziarie potrebbero aumentare il costo di finanziamento di nuovi progetti produttivi oltre ad accrescere i tassi di insolvenza delle imprese (per un'analisi più dettagliata cfr. il riquadro 2). La perdita di posti di lavoro dovuta a un brusco incremento delle chiusure delle imprese potrebbe comportare perdite di produttività se la riallocazione ad altre imprese dei lavoratori in esubero fosse lenta e determinasse un deterioramento delle competenze dei lavoratori nel lungo periodo.

Tuttavia, alcuni fattori potrebbero controbilanciare l'impatto negativo sulla PTF tendenziale. Lo shock causato dal COVID-19 ha avuto un impatto asimmetrico su vari settori di attività e potrebbe, pertanto, portare a una riallocazione fra settori che stimolerebbe la crescita della PTF. Ciò può verificarsi se alcuni settori a bassa produttività sono colpiti in modo più persistente perdendo importanza economica a vantaggio dei settori ad alta produttività, meno colpiti. Ad esempio, durante la grande crisi finanziaria, in alcuni paesi, in particolare in Spagna e in Italia, la crescita tendenziale della PTF ha iniziato a migliorare perché si è ritenuto che la crisi potesse rendere più efficiente l'allocazione delle risorse dal settore delle costruzioni, poco produttivo, a quello manifatturiero, relativamente più produttivo. Inoltre, se le imprese a bassa produttività fossero relativamente più colpite dallo shock, potrebbe verificarsi un "effetto di risanamento"⁵⁷. Il riquadro 2 mostra tuttavia che, data la natura non economica dello shock causato dal COVID-19, la crisi attuale potrebbe presentare meno aspetti positivi rispetto alla grande crisi finanziaria. Infine, sebbene l'effetto sia probabilmente piuttosto modesto nel breve periodo, le misure di contenimento potrebbero aver accelerato l'adozione di tecnologie digitali da parte delle imprese in tutti i settori, stimolando la crescita della produttività nel medio periodo⁵⁸. Tuttavia, l'impatto sfavorevole complessivo sulla PTF tendenziale e sul suo contributo alla crescita potenziale potrebbe essere considerevole.

Lo shock determinato dal COVID-19 potrebbe incidere negativamente sullo stock di capitale nell'area dell'euro, principalmente per effetto di una riduzione degli investimenti. Innanzitutto, nonostante condizioni di finanziamento favorevoli, l'elevato livello di incertezza potrebbe incidere negativamente sulle decisioni di investimento, così come un calo del valore aggiunto potrebbe ripercuotersi sugli investimenti (con l'aggravante dell'"effetto acceleratore"), mentre la diminuzione dei margini societari potrebbe frenare la spesa per investimenti.

La dismissione e il deprezzamento del capitale possono essere influenzati da due effetti contrapposti. Le liquidazioni societarie potrebbero comportare la dismissione di alcuni beni strumentali prima della fine della loro vita utile (cfr. anche il riquadro 2). Un aspetto positivo consiste nel prolungamento della durata di beni esistenti che sono stati utilizzati meno a causa della chiusura durante il lockdown. Anche le attrezzature delle imprese in cui i dipendenti lavorano per lo più da casa potrebbero essere soggette a un deterioramento più lento, perché i lavoratori

⁵⁷ Cfr. Caballero, Ricardo J., e Hammour, Mohamad L., "The Cleansing Effect of Recessions", *The American Economic Review*, vol. 84, n. 5, dicembre 1994, pagg. 1350-1368.

⁵⁸ L'OCSE ha stimato che un aumento di 10 punti percentuali nell'adozione della banda larga ad alta velocità (o del cloud computing) si tradurrebbe in un contemporaneo aumento della crescita della PTF pari a 1,4 punti percentuali (cfr. Gal, Peter et al., "Digitalisation and productivity: In search of the holy grail – Firm-level empirical evidence from EU countries", *OECD Economics Department Working Papers n. 1533*, OECD Publishing, Parigi, 12 febbraio 2019).

utilizzano le proprie invece di quelle fornite dall'azienda. Durante la grande crisi finanziaria sembra essere prevalso il primo effetto, con un conseguente aumento del tasso medio di dismissione di beni strumentali⁵⁹.

I settori maggiormente colpiti dalla flessione dell'attività sono anche quelli che contribuiscono maggiormente alle variazioni dello stock di capitale produttivo dell'area dell'euro. Tradizionalmente, i settori manifatturiero e del commercio al dettaglio, quello dei trasporti (compresi i viaggi), delle attività ricettive (compresi gli alberghi) e della ristorazione hanno dato il principale contributo all'andamento degli investimenti in macchinari e attrezzature. I primi dati disponibili indicano un sostanziale peggioramento dell'attività di investimento nel 2020, ma si prevede una ripresa dell'attività economica e degli investimenti nella seconda metà dell'anno. Mentre la contrazione nella prima metà del 2020 potrebbe portare a una riallocazione permanente del capitale dai settori più colpiti, l'impatto complessivo sul prodotto potenziale dipende dalla persistenza dell'effettiva riduzione degli investimenti.

Il contributo fornito dalla forza lavoro al prodotto potenziale potrebbe risentirne fortemente, ma allo stato attuale è sostenuto in maniera significativa da importanti misure politica monetaria. I regimi di riduzione dell'orario lavorativo introdotti in molti paesi⁶⁰ possono limitare l'isteresi e gli effetti di scarring a più lungo termine nel mercato del lavoro dell'area dell'euro. Tuttavia, in caso di uno shock più duraturo e di un'eventuale riduzione delle politiche tese ad attenuarne l'impatto, potrebbero emergere effetti di isteresi, con un conseguente aumento più persistente del tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU). Ciò può accadere se i lavoratori restano disoccupati a lungo, fenomeno riscontrabile principalmente tra i più giovani e meno qualificati. Sulla base dell'esperienza della grande crisi finanziaria, si può presumere che il NAIRU tornerà a crescere, benché in tale ambito si riscontrino alcune differenze tra quella crisi e l'attuale.

a) L'aumento del NAIRU durante la grande crisi finanziaria ha rispecchiato in parte l'impatto della seconda fase della crisi, che è stata relativamente grave.

b) Si stima che il NAIRU sia diminuito significativamente negli ultimi anni, riflettendo una maggiore flessibilità dei mercati del lavoro a seguito delle riforme attuate in diversi paesi dell'area dell'euro. La maggiore flessibilità del mercato del lavoro potrebbe ridurre l'aumento del NAIRU per effetto dell'attuale shock.

c) A differenza dello shock attuale, la grande crisi finanziaria ha colpito soprattutto il settore delle costruzioni e dell'industria, ma ha mostrato un impatto più contenuto sui servizi di mercato, che rappresentano una quota notevole del valore aggiunto dell'economia nel suo complesso. Si ipotizza tuttavia che lo shock determinato dal COVID-19 colpirà in misura considerevole tutti i principali settori e questa flessione simultanea potrebbe aumentare la probabilità che si verifichino effetti di isteresi.

⁵⁹ Cfr. Anderton, Robert et al., "Potential output from a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 156, BCE, novembre 2014.

⁶⁰ Cfr. il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

In alcuni sottosettori dei servizi industriali e di mercato, lo shock può anche innescare o accelerare cambiamenti strutturali, con un impatto più ampio e immediato sul NAIRU rispetto a quello conseguente alla grande crisi finanziaria.

Se lo shock dovesse rivelarsi più persistente, la crescita della popolazione in età da lavoro potrebbe rallentare a causa di una riduzione dei flussi immigratori. Recentemente nell'area dell'euro l'immigrazione ha avuto effetti al rialzo sulla crescita della popolazione in età da lavoro. I lavoratori transfrontalieri e immigrati tendono a essere occupati in settori fortemente colpiti dallo shock (ad esempio attività ricettive, commercio al dettaglio e servizi di ristorazione). A causa anche di una percentuale più elevata di contratti precari, essi potrebbero essere più esposti al rischio di licenziamento. Inoltre potrebbero essere applicate restrizioni più severe ai viaggi per un periodo di tempo prolungato e la disponibilità dei lavoratori a spostarsi potrebbe diminuire. Tutto questo potrebbe comunque anche attenuare la reazione del NAIRU allo shock nei paesi con alti livelli di immigrazione netta, le cui differenze sotto questo profilo possono determinare notevoli variazioni in termini di impatto tra i paesi dell'area dell'euro.

Potrebbero manifestarsi effetti anche su altre componenti dell'input di lavoro tendenziale. Il perdurare del recente aumento del tasso tendenziale di partecipazione alla forza lavoro potrebbe essere a rischio, ad esempio nel caso dei lavoratori più anziani che si sono ritirati dal mercato del lavoro dopo lo shock⁶¹. Anche la partecipazione tendenziale delle donne può risentirne, in quanto più rappresentate nei settori maggiormente colpiti dallo shock (ad esempio servizi alberghieri e di ristorazione; attività artistiche, di intrattenimento e ricreative), rispetto ad altri settori meno coinvolti⁶². Entrambi i gruppi hanno fornito un contributo considerevole all'aumento tendenziale del tasso di partecipazione alla forza lavoro negli ultimi decenni.

L'impatto dello shock sulle componenti del prodotto potenziale può dipendere dalla natura dei settori più colpiti. Lo shock attuale potrebbe avere effetti più duraturi su alcuni settori dei servizi, soprattutto su quelli che hanno beneficiato della globalizzazione, come le attività ricettive, il settore dei viaggi e dei trasporti; anche il comparto dei servizi domestici potrebbe subire ripercussioni negative nel più lungo termine. L'espansione dei servizi osservata negli ultimi decenni ha sostenuto la crescita dell'occupazione e probabilmente ha contribuito all'aumento dell'offerta di lavoro. Uno shock a L in questi settori può aumentare la possibilità di un calo dell'input di lavoro tendenziale, attraverso il NAIRU, ma anche potenzialmente attraverso il tasso tendenziale di partecipazione. Inoltre, come descritto in precedenza, il capitale può subire delle ripercussioni negative. Nel settore manifatturiero gli acquisti di beni (in contrapposizione ai servizi) possono essere rinviati e la domanda latente potrebbe comportare una crescita più sostenuta in un secondo momento. Tuttavia, almeno alcuni sottosettori potrebbero essere colpiti in modo permanente, poiché lo shock in atto potrebbe coincidere con le conseguenze

⁶¹ Cfr. l'articolo *Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

⁶² Cfr. Adams, Abigail et al., "Furloughing", *CEPR Discussion Paper DP15194*, Centre for Economic Policy Research, agosto 2020.

delle sfide strutturali poste dal contesto presente. Per contro, uno shock permanente in alcuni settori manifatturieri può accrescere la probabilità di uno shock maggiore sulle componenti del capitale e della PTF.

Riquadro 2

Impatto sul prodotto potenziale di un brusco incremento delle chiusure delle imprese causate dal COVID-19

a cura di Paloma Lopez-Garcia

L'eventualità che la crisi attuale lasci cicatrici di lungo periodo dipenderà, tra l'altro, dal numero e dalla natura delle imprese che falliranno per via della carenza di liquidità causata dalle misure di chiusura e contenimento. Il presente riquadro utilizza i conti finanziari, quali rilevati nelle banche dati Orbis e iBACH, di imprese operanti nel settore privato di quattro paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia e Italia) al fine di approssimare il numero di imprese che rischiano di fallire a causa delle misure di chiusura e della conseguente debole crescita economica.

L'obiettivo dell'analisi consiste nel misurare l'impatto economico di un brusco incremento dei fallimenti delle imprese sulle determinanti del prodotto potenziale, ossia l'occupazione, il capitale e la crescita della produttività.

Per misurare l'entità di tale impatto, l'analisi simula la dinamica della liquidità delle imprese nel tempo. L'improvviso crollo del loro fatturato dovuto alle misure di chiusura, unitamente alla loro limitata capacità di adeguare i costi, hanno causato uno shock che ha colpito le riserve di liquidità accantonate negli ultimi anni. Al fine di segnalare le imprese che registrano carenze di liquidità dovute a tale shock⁶³, si ipotizza che la liquidità delle imprese in un determinato mese t sia pari alla liquidità residua del mese precedente più le vendite mensili al netto dei costi operativi⁶⁴. Il fatturato varia in base al valore aggiunto specifico del settore coerente con il PIL nominale atteso. La capacità delle imprese di adeguare i costi dipende tuttavia dalle elasticità stimate delle spese intermedie e di manodopera alle variazioni del fatturato a livello di impresa⁶⁵.

L'analisi mostra che la Spagna è il paese maggiormente colpito, con circa il 25 per cento della popolazione delle imprese con dipendenti a rischio di illiquidità al culmine della crisi (28 per cento dei dipendenti), ipotizzando che non vengano adottate politiche di sostegno (cfr. gli istogrammi blu nel pannello superiore del grafico A)^{66, 67}. I risultati sono in linea con altre stime (ad esempio quelle

⁶³ Pertanto l'analisi concerne soltanto le imprese che disponevano di liquidità prima della crisi del COVID-19.

⁶⁴ Secondo quanto indicato da Schivardi, Fabiano e Romano, Guido in "A simple method to estimate firms' liquidity needs during the COVID-19 crisis with an application to Italy", *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n. 35, Centre for Economic Policy Research, 7 luglio 2020, pagg. 51-69.

⁶⁵ La liquidità iniziale è approssimata dal livello di liquidità delle imprese all'ultimo anno per cui sono disponibili dati, il 2017 nel caso di questo esercizio, mentre il fatturato e i costi mensili sono calcolati semplicemente come fatturato o costi annuali divisi per 12. Infine, i dati a livello di impresa sono ponderati in modo da essere rappresentativi della popolazione delle imprese di ciascun paese.

⁶⁶ Se l'analisi tenesse conto anche delle aziende senza dipendenti e delle imprese individuali, la quota di imprese a rischio di illiquidità aumenterebbe in tutti i paesi di circa 5 punti percentuali. Se l'analisi iniziale includesse imprese illiquide all'inizio della crisi, la percentuale di tali imprese al culmine di quest'ultima potrebbe raddoppiare in tutti i paesi.

⁶⁷ Il grave impatto della crisi in Spagna e, in misura minore, in Italia, è dovuto alla loro composizione settoriale e alla prevalenza di microimprese nella struttura produttiva di questi paesi.

della Commissione europea o dell'OCSE) o leggermente inferiori ad esse⁶⁸. Le imprese con bilanci solidi, tuttavia, potrebbero compensare in parte le perdite sofferte facendo ricorso alle riserve di capitale circolante. Su questo presupposto viene calcolata anche la quota di imprese che rischiano di avere capitale circolante negativo (cfr. gli istogrammi rossi nel pannello superiore del grafico A). Inoltre, fra tutte le imprese in difficoltà, ossia a rischio di carenze di liquidità o di capitale circolante, quelle fortemente indebitate potrebbero riscontrare problemi nel reperire finanziamenti esterni per far fronte a carenze temporanee e potrebbero quindi trovarsi in situazione di insolvenza⁶⁹. In base a tale criterio, circa tre quarti delle imprese identificate come aventi carenze di liquidità o di capitale circolante rischiano di uscire dal mercato. Esse rappresentano una quota compresa tra il 10 e il 23 per cento di tutte le imprese con dipendenti e una proporzione tra il 10 e il 17 per cento dei dipendenti impiegati nel settore non finanziario (cfr. i pallini colorati nel pannello superiore del grafico A).

La rapida attuazione di politiche a sostegno della liquidità delle imprese ha ridotto in maniera significativa la percentuale di imprese in difficoltà per via delle misure di chiusura. Una delle politiche più efficaci sotto tale profilo è stata l'introduzione di regimi di riduzione dell'orario di lavoro, che consentono alle imprese di ridurre il loro monte salari trasferendo temporaneamente parte del costo del lavoro al governo. Essi consentono inoltre di tenere i lavoratori legati alle aziende in cui operano, preservando il prezioso legame tra lavoratore e impresa. Al fine di valutarne l'efficacia, si presume che il costo del lavoro delle imprese sia ridotto in proporzione alla percentuale di lavoratori che beneficiano di tali regimi in ciascun paese, pari in media al 40 per cento dei dipendenti. Il pannello superiore del grafico A mostra che nella maggior parte dei paesi i regimi di riduzione dell'orario lavorativo consentono di dimezzare la percentuale di imprese con carenze di liquidità e di ridurre di quasi i due terzi l'occupazione a rischio, dal momento il costo del lavoro rappresenta gran parte dei costi operativi delle imprese. Tali regimi, tuttavia, non sono altrettanto efficaci nel ridurre il numero di imprese a rischio di carenze di capitale circolante. Ciò è dovuto al fatto che il contante rappresenta circa il 20 per cento delle attività correnti delle imprese, per cui tali regimi interessano una percentuale relativamente contenuta del capitale circolante delle imprese.

⁶⁸ Lo studio che, sebbene basato su dati di migliore qualità per quanto concerne l'Italia, ha evidenziato i risultati più prossimi a quelli del presente articolo, è stato svolto da Schivardi e Romano, op. cit., secondo i quali circa il 20 per cento delle imprese in Italia potrebbe essere a rischio. La Commissione europea stima che il 35 per cento delle imprese nell'UE a 27 sarebbe soggetto a carenze di liquidità nello scenario intermedio, mentre le stime dell'OCSE indicano che circa il 30 per cento delle imprese sarebbe a rischio di illiquidità dopo due mesi di chiusura.

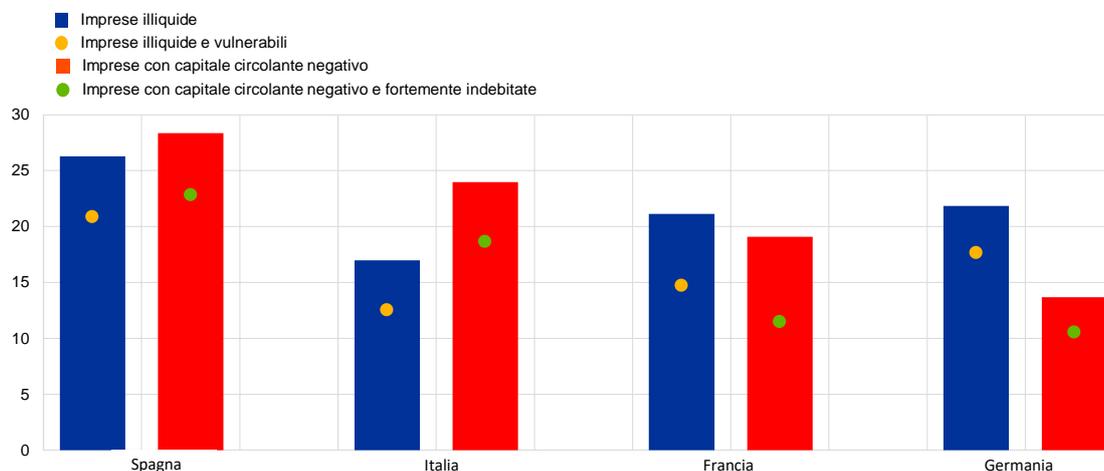
⁶⁹ Le imprese che rientrano nel quartile superiore della distribuzione della leva finanziaria per paese-settore sono considerate "altamente indebitate".

Grafico A

Percentuale di imprese a rischio

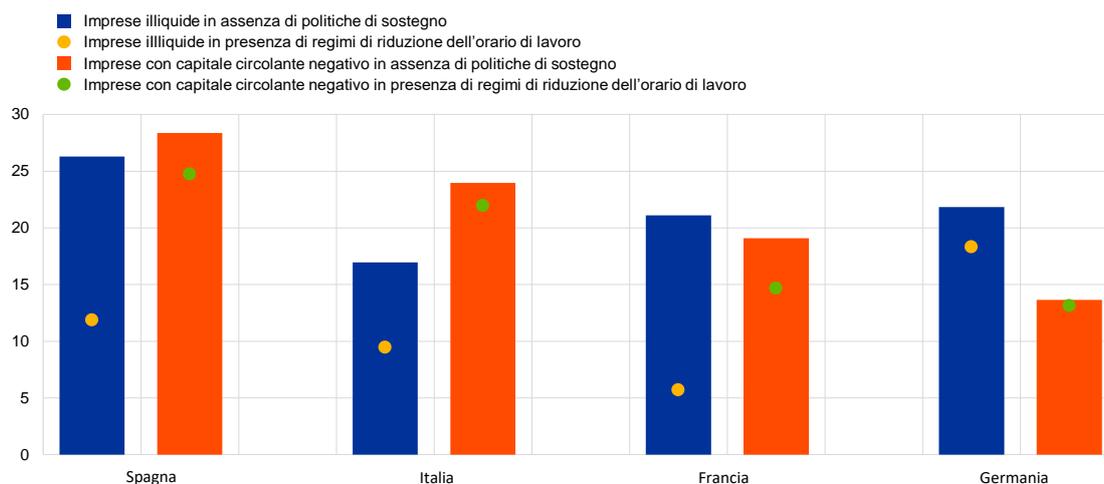
Proporzione delle imprese in difficoltà in assenza di politiche di sostegno

(in percentuale della popolazione di imprese con dipendenti)



Proporzione delle imprese in difficoltà tenendo conto dell'impatto dei regimi di riduzione dell'orario di lavoro

(in percentuale della popolazione di imprese con dipendenti)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati Orbis e iBach.

Il pannello superiore del grafico B mostra, per ciascun paese, il numero totale di dipendenti impiegati presso imprese a rischio di chiusura, definite come imprese con capitale circolante negativo ed elevata leva finanziaria, in percentuale della forza lavoro del settore delle società non finanziarie (SNF). Si può osservare che, in assenza di politiche di sostegno, una proporzione compresa tra il 10 e il 17 per cento dei dipendenti di società non finanziarie potrebbero perdere il lavoro. La percentuale dello stock di capitale del settore non finanziario esistente presso imprese che rischiano di uscire dal mercato è indicata nel pannello inferiore. Ai fini del presente esercizio, si suppone che il 60 per cento del capitale installato possa essere riutilizzato, ossia che il 40 per cento di esso sia dismesso dopo che l'impresa esce dal mercato. In base a tale assunto, si potrebbe perdere fino al 7 per cento dello stock di capitale a seguito della chiusura dell'impresa. Pertanto, i costi potenziali di tale eventualità in termini di perdita di posti di lavoro e distruzione di capitale possono essere elevati. In entrambi i pannelli del grafico B l'effetto di attenuazione di tali fenomeni ad opera dei regimi di riduzione dell'orario di lavoro è rappresentato dai pallini arancioni.

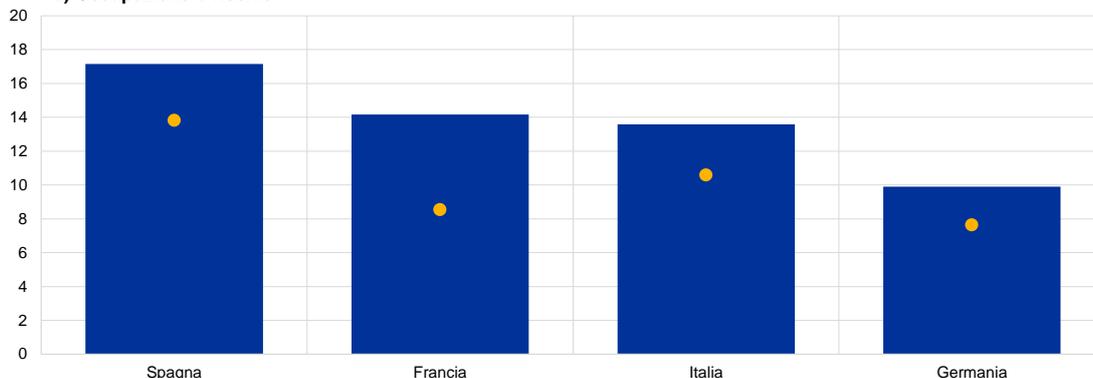
Grafico B

Occupazione e capitale a rischio

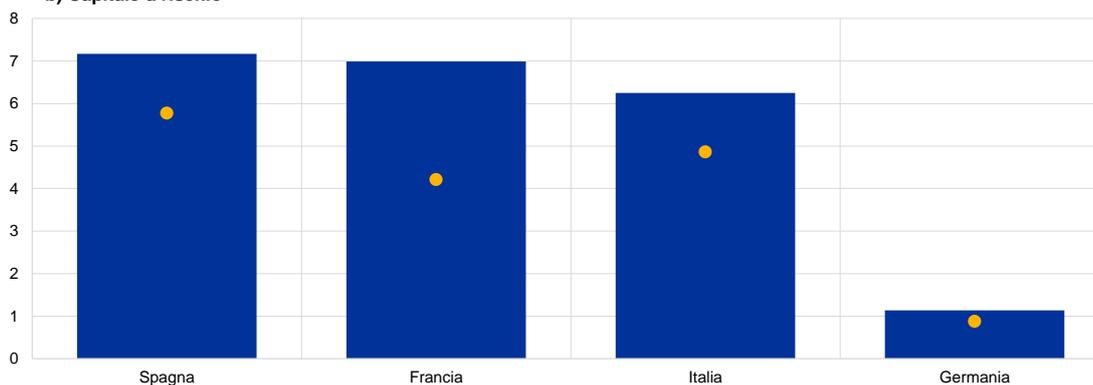
(in percentuale dell'occupazione nel settore delle SNF)

- Imprese con capitale circolante negativo e vulnerabili in assenza di politiche di sostegno
- Imprese con capitale circolante negativo e vulnerabili in presenza di regimi di riduzione dell'orario di lavoro

a) Occupazione a rischio



b) Capitale a rischio



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati Orbis e iBach.

L'impatto della chiusura delle imprese sulla crescita della produttività aggregata è ambiguo. Oltre ai previsti effetti negativi di tale eventualità sulla crescita della produttività totale dei fattori (PTF) illustrati nel testo principale, l'attuale crisi potrebbe presentare alcuni risvolti positivi in termini di incremento della PTF. Effettivamente, la riallocazione tra settori innescata dalla perdita di peso economico di settori a bassa produttività come quelli legati al turismo e dall'aumento dell'importanza di quelli ad alta produttività potrebbe aumentare la crescita aggregata della PTF nel medio periodo. Inoltre, se le imprese a bassa produttività sono relativamente più colpite dallo shock, potrebbe verificarsi un "effetto di risanamento". È tuttavia possibile che quest'ultimo contribuisca in misura relativamente inferiore alla crescita aggregata della PTF rispetto alle crisi precedenti. Ciò è dovuto al fatto che lo shock causato dal COVID-19 non è di natura economica e pertanto potrebbe colpire sia le imprese produttive sia quelle improduttive in qualsiasi settore⁷⁰.

⁷⁰ Studi svolti all'interno della BCE confermano che, mentre la produttività media di imprese a rischio di chiusura in Spagna e in Italia è nettamente inferiore a quella di altre imprese, ciò non è vero nel caso di Germania e Francia. In questi ultimi due paesi la produttività delle imprese a rischio di uscita è simile a quella delle imprese meno vulnerabili, anche dopo averne verificato il settore di attività. Ciò non si è verificato in altre crisi, in cui le imprese uscenti erano significativamente meno produttive degli operatori che riuscivano a restare sul mercato.

Infine, e ciò rappresenta un fattore molto importante, l'accelerazione dell'adozione di tecnologie digitali da parte delle aziende potrebbe avere effetti positivi sulla produttività a medio termine.

In conclusione, i notevoli costi economici potenziali di un marcato incremento delle chiusure delle imprese per via dello shock indotto dal COVID-19 giustificano l'ampio ricorso ai regimi di sostegno adottati da tutti i governi europei. Tuttavia, se tali regimi verranno meno prima di una ripresa dell'attività delle imprese e del fatturato che ne deriva, potrebbero verificarsi bruschi e sproporzionati effetti a cascata (cliff effects). Pertanto, al fine di evitare gravi conseguenze negative nel lungo termine, la messa a punto e la tempistica delle strategie di uscita dalla crisi saranno tanto importanti quanto le stesse misure di sostegno.

5 Stime quantitative dell'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale

Nella presente sezione sono riportate recenti stime del prodotto potenziale e illustrati diversi metodi statistici per la loro elaborazione.

Fra gli altri, viene descritto il modello a componenti non osservabili (Unobserved Components Model, UCM), che costituisce uno strumento fondamentale per la valutazione della crescita potenziale nell'area dell'euro⁷¹.

Tale modello combina un approccio basato su un filtro multivariato a una funzione di produzione (FP) di tipo Cobb-Douglas che mette in relazione il prodotto potenziale con la forza lavoro, il capitale e la produttività totale dei fattori (PTF). Il modello sottostante può essere rappresentato in forma stato spazio e scompone quattro variabili osservabili (il PIL in termini reali, il tasso di disoccupazione, una misura dell'inflazione di fondo e un'altra misura dell'inflazione salariale) in componenti tendenziali e componenti cicliche. A tal fine, il modello prende in considerazione diverse relazioni economiche, tra cui una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas, una curva di Phillips dei salari e dei prezzi e una relazione basata sulla legge di Okun⁷². Nel modello, un output gap nullo è coerente con l'assenza di pressioni eccessive sui prezzi o sulle retribuzioni⁷³.

In questo momento, la modellizzazione della crescita potenziale e delle scomposizioni in componenti cicliche e componenti tendenziali è un esercizio impegnativo. La natura e l'entità dello shock (cfr. la sezione 2), l'ampia portata delle sue implicazioni, in particolare per il mercato del lavoro, e gli incisivi interventi pubblici rendono necessario un adeguamento della consueta struttura del modello. Di seguito sono indicati alcuni degli elementi che è stato necessario modificare,

⁷¹ Le stime presentate in questa sezione si basano sulle proiezioni formulate dagli esperti della BCE a settembre 2020.

⁷² La legge di Okun mette in relazione la disoccupazione ciclica e l'output gap.

⁷³ Nell'approccio basato sul modello UCM si stima congiuntamente l'andamento dei differenti fattori della funzione di produzione nell'ambito di un sistema di equazioni in cui la scomposizione in componenti cicliche e tendenziali è soggetta ad alcune relazioni economiche fondamentali, sebbene presentate in forma ridotta. Per ulteriori approfondimenti, cfr. Tóth, M., "An Unobserved Components Model to Estimate Potential Output in the Euro Area – a Production Function Based Approach", *ECB Working Paper Series*, BCE (di prossima pubblicazione).

anche se non tutti. In primo luogo, dato il brusco calo dell'attività nella prima metà del 2020, il modello UCM applicato all'intero periodo compreso tra il 1995 e il 2022 porterebbe a una sostanziale revisione al ribasso della crescita potenziale nel periodo precedente la crisi. Per evitare tale anomalia statistica, la stima del prodotto potenziale viene congelata prima del 2020 e poi sovrapposta alla stima effettuata per il periodo 2020-2022. Inoltre, alcune relazioni economiche, come la legge di Okun, sono temporaneamente influenzate dallo shock. È stato quindi necessario adeguare tale relazione per consentire al PIL di scendere più di quanto fosse aumentata la disoccupazione. Infine, è stato opportuno introdurre un certo grado di soggettività per determinate variabili, come il NAIRU o il numero medio di ore lavorate, in modo tale che la loro tendenza riflettesse meglio le prevedibili variazioni a medio e lungo termine.

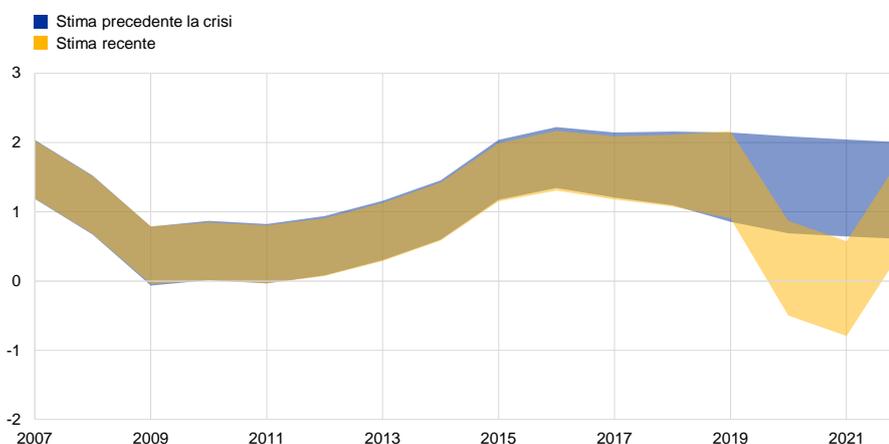
Si stima che la crescita potenziale nell'area dell'euro sia stata gravemente colpita nel corso dell'attuale crisi. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2019, il modello UCM avrebbe originariamente suggerito che l'andamento del prodotto potenziale sarebbe stato probabilmente in linea con le osservazioni degli ultimi anni, ossia compreso tra l'1 e il 2 per cento l'anno tra il 2020 e il 2022. La crisi causata dal COVID-19 ha modificato lo scenario, in quanto le ultime stime basate sulle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti a settembre 2020 indicano che la crescita potenziale sarebbe in media compresa tra il -0,3 e l'1,1 per cento l'anno tra il 2020 e il 2022 (cfr. il pannello superiore del grafico 2). Rispetto alla grande crisi finanziaria, l'impatto è molto più ampio. Dopo la precedente crisi, la crescita potenziale era diminuita soltanto di una percentuale compresa tra lo 0,0 e lo 0,7 per cento l'anno. Il prodotto potenziale, tuttavia, diminuirebbe meno del PIL in termini reali, determinando un calo senza precedenti dell'output gap (cfr. il pannello inferiore del grafico 2).

Grafico 2

Crescita potenziale e output gap nell'area dell'euro

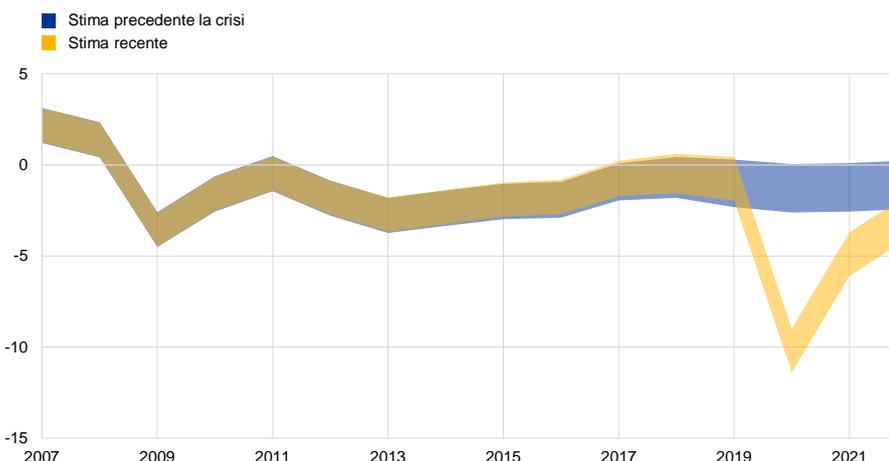
Crescita potenziale

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Output gap

(in percentuale del prodotto potenziale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le aree ombreggiate indicano le stime degli intervalli basate sul modello UCM (con un intervallo di incertezza pari a più/meno due deviazioni standard rispetto alla stima puntuale). L'area blu rappresenta la proiezione del modello UCM elaborata sulla scorta delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2019, mentre l'area gialla indica la proiezione del modello UCM risultante dalle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE a settembre 2020.

Il prodotto potenziale dell'area dell'euro resterebbe a un livello ben inferiore all'andamento suggerito dalle proiezioni precedenti la crisi.

Ciò può essere illustrato dalla perdita cumulata del prodotto potenziale stimata con il modello UCM tra dicembre 2019 e settembre 2020 (cfr. il grafico 3). Nel complesso, la perdita nel livello del prodotto potenziale raggiungerebbe quasi il 3 per cento entro la fine del 2022. Anche se la crescita potenziale tornerebbe ai tassi precedenti la crisi in tempi abbastanza brevi, il livello del prodotto potenziale ne risentirebbe per più tempo.

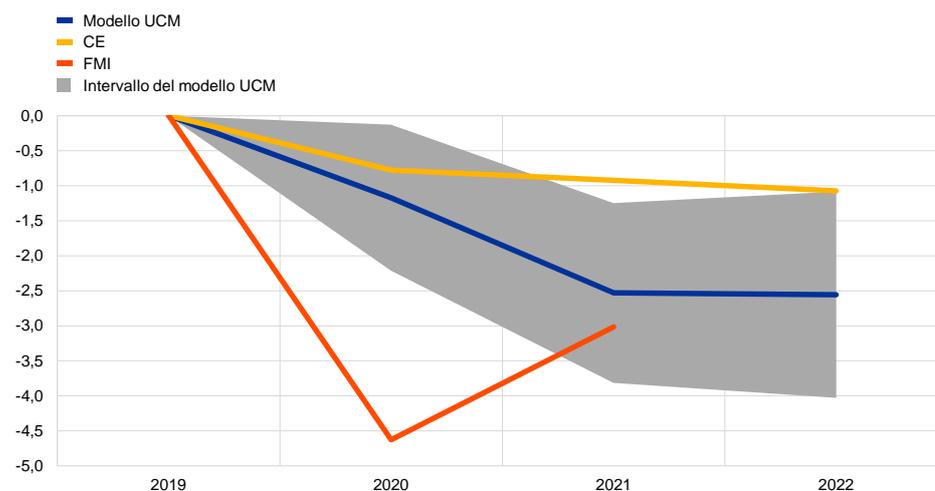
Il modello UCM fornisce un'indicazione approssimativa del livello futuro del prodotto potenziale e tale proiezione si colloca tra quelle dell'FMI e quella della Commissione europea. Ciononostante, come mostrato dalle aree ombreggiate nei grafici precedenti, tutte queste stime sono soggette a considerevoli margini di incertezza, corrispondenti a un intervallo fra le stime pari al 95 per cento. Inoltre, occorre cautela

nell'impiegare queste stime di output gap come misura approssimativa dell'impatto della crisi. Le stime in tempo reale del prodotto potenziale sono spesso soggette a revisioni sostanziali, soprattutto in tempi di crisi, e quelle relative all'aggregato dell'area dell'euro nascondono una significativa eterogeneità tra i singoli paesi dell'area.

Grafico 3

Perdita di prodotto potenziale nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, World Economic Outlook dell'FMI e Commissione europea.

Nota: il grafico mostra la differenza tra il livello del prodotto potenziale osservato prima della crisi e quello basato sulle stime più recenti.

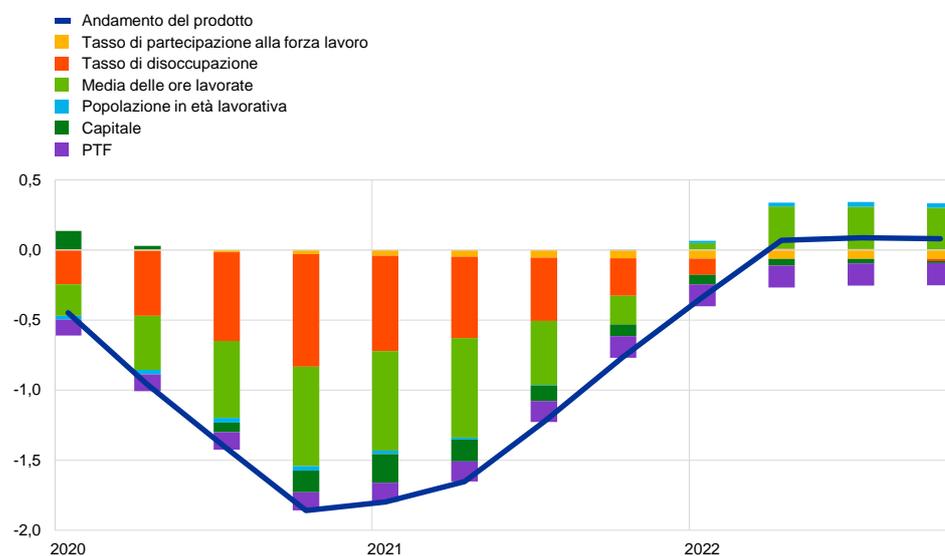
Secondo il modello UCM, il contributo del lavoro è determinante ai fini delle variazioni del prodotto potenziale.

Il contributo fornito alla crescita potenziale dal fattore lavoro può essere ricondotto all'andamento della popolazione in età lavorativa, della forza lavoro, del tasso di disoccupazione e delle ore lavorate per addetto. Le stime basate sul modello UCM mostrano che l'evoluzione delle ultime due componenti risentirebbe maggiormente dell'attuale crisi. Il NAIRU aumenterebbe significativamente e resterebbe elevato anche nel 2022 a causa di fenomeni di isteresi. Tuttavia, tale effetto potrebbe essere attenuato dai regimi di riduzione dell'orario lavorativo, fattore non pienamente rilevato dal modello UCM. La media tendenziale delle ore lavorate graverebbe sulla crescita potenziale fino alla fine del 2021, prima di avere un effetto positivo nel 2022. Più incidentalmente, anche lo stock di capitale contribuirebbe alla revisione al ribasso della crescita potenziale legata al calo degli investimenti (per un'analisi dei bilanci delle imprese cfr. il riquadro 2). Per contro, le revisioni della crescita della PTF avrebbero un effetto relativamente contenuto sulla crescita potenziale. Ciò può essere spiegato dalla difficoltà del modello nel cogliere grandi cambiamenti che potrebbero incidere sul potenziale, quali: riallocazione delle risorse, accelerazione dello sviluppo del telelavoro, aumento della spesa in ricerca e sviluppo o biotecnologie, ecc. (cfr. il grafico 4).

Grafico 4

Revisioni delle componenti della crescita del prodotto potenziale dovute alla crisi del COVID-19

(differenza in punti percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico mostra la differenza nella disaggregazione delle componenti della crescita del prodotto potenziale osservata prima della crisi e quella basata sulle stime più recenti.

Riquadro 3

Stime quantitative dell'impatto sul prodotto potenziale

a cura di Bela Szörfi

Per stimare il prodotto potenziale possono essere utilizzati diversi metodi statistici. I metodi presentati in questo riquadro riguardano semplici filtri statistici (Hodrick-Prescott, Beveridge-Nelson), un piccolo filtro multivariato (una misura basata sulle indagini congiunturali della capacità produttiva inutilizzata⁷⁴), il modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) di Blanchard-Quah (che utilizza un tasso di disoccupazione "aumentato" comprendente anche le persone che beneficiano di regimi di riduzione dell'orario di lavoro), il modello a componenti non osservabili di cui sopra e il modello Jarociński-Lenza⁷⁵.

La media delle stime fornite con sei metodi diversi mostra uno stallo della crescita potenziale e un output gap decisamente negativo (cfr. il grafico A). La maggior parte delle stime evidenzia una crescita potenziale inferiore, ma ancora positiva, nel 2020 e, di conseguenza, un significativo output gap negativo, pari ad almeno il -3,5 per cento nel 2020. Un'eccezione è rappresentata dal modello Jarociński-Lenza, che stima una notevole diminuzione del prodotto potenziale e un output gap più stabile, seppur negativo⁷⁶.

⁷⁴ Cfr. il riquadro *Un metodo basato sulle indagini congiunturali per misurare la capacità produttiva inutilizzata nell'area dell'euro* nel numero 6/2015 di questo Bollettino.

⁷⁵ Jarociński, Marek e Lenza, Michele, "An Inflation-Predicting Measure of the Output Gap in the Euro Area", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 50, n. 6, 21 maggio 2018 pagg. 1189-1224.

⁷⁶ Tuttavia, in tale modello, la stima dell'output gap è determinata in misura significativa dalle condizioni previste dal modello stesso per quanto concerne l'inflazione.

Nel complesso, le stime quantitative si collocano nell'intervallo tra le due interpretazioni estreme esposte nella sezione 1, confermando che il prodotto potenziale dell'area dell'euro è stato colpito duramente dal COVID-19, ma in misura minore rispetto al PIL reale.

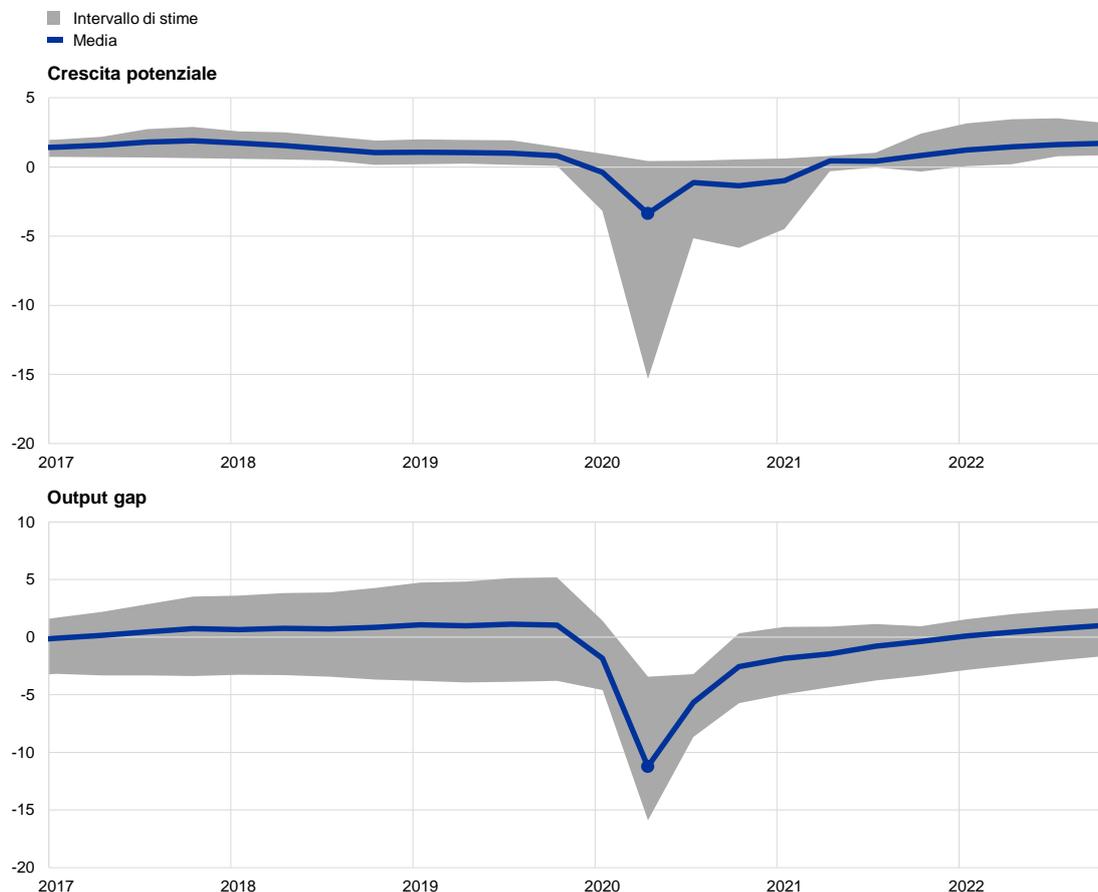
Le stime del prodotto potenziale e dell'output gap sono attualmente contraddistinte da un'elevata incertezza. L'intervallo di stima presentato in questa sede aumenta molto nel secondo trimestre del 2020, con un'ampiezza media di circa 2 punti percentuali per la crescita potenziale, che raggiunge circa 5-7 punti percentuali nel periodo della grande crisi finanziaria e 16 punti percentuali nel secondo trimestre del 2020. L'intervallo si riduce dopo il secondo trimestre del 2020 principalmente perché due delle sei misure (il modello Jarociński-Lenza e la misura basata sulle indagini congiunturali per la capacità produttiva inutilizzata) non utilizzano dati previsionali e pertanto non sono disponibili tra il terzo trimestre del 2020 e l'ultimo trimestre del 2022.

Tuttavia la marcata flessione dell'output gap potrebbe riflettere una sovrastima delle pressioni al ribasso sull'inflazione, in ragione delle importanti misure di sostegno pubblico a favore delle imprese e delle famiglie. Il reddito disponibile delle famiglie è diminuito in misura minore del PIL nella prima metà del 2020 e, di conseguenza, la componente ciclica potrebbe essere meno negativa dell'output gap. Ciò potrebbe a sua volta indurre una sovrastima delle spinte inflazionistiche al ribasso. Analogamente, neanche le misure dell'eccesso di offerta sul mercato del lavoro, come l'unemployment gap, definito come la differenza tra il tasso di disoccupazione e il NAIRU, potrebbero rappresentare la misura più adeguata per le pressioni inflazionistiche sulle retribuzioni. Per via dell'adozione dei regimi di riduzione dell'orario di lavoro, il tasso di disoccupazione complessiva è cresciuto meno di quanto suggerito dal ciclo economico, pertanto l'unemployment gap potrebbe far sottostimare le pressioni al ribasso sulle retribuzioni.

Grafico A

Crescita potenziale e output gap nell'area dell'euro

(pannello superiore: variazione percentuale sui dodici mesi; pannello inferiore: percentuale del prodotto potenziale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'intervallo comprende sei indicatori per il periodo fino al secondo trimestre del 2020, vale a dire i filtri Hodrick-Prescott e Beveridge-Nelson, il modello SVAR di Blanchard-Quah, la misura basata sulle indagini congiunturali per la capacità produttiva inutilizzata, i modelli a componenti non osservabili e Jarociński-Lenza e solo quattro misure in per il periodo successivo (perché la misura basata sulle indagini congiunturali per la capacità produttiva inutilizzata e il modello Jarociński-Lenza non sono disponibili). Il secondo trimestre del 2020 è contrassegnato da un pallino blu.

6 Osservazioni conclusive

La pandemia di COVID-19 e le relative misure di contenimento colpiscono settori e paesi dell'area dell'euro in misura tale da incidere probabilmente sul prodotto potenziale. Tuttavia, la portata di tale impatto a breve e lungo termine è estremamente incerta. Nel breve periodo, l'ampiezza della fluttuazione dipende in misura significativa dal modo in cui si presume che le misure di contenimento incidano sul prodotto potenziale. Nel lungo periodo, essa dipende, tra l'altro, dalla durata della pandemia e dalla misura in cui i provvedimenti adottati sono in grado di preservare l'economia da conseguenze particolarmente gravi.

È probabile che l'attuale crisi indurrà cambiamenti strutturali nell'economia dell'area dell'euro e che le politiche economiche avranno un ruolo centrale nell'agevolare tali cambiamenti. In particolare, esse svolgono una funzione importante nel proteggere imprese e lavoratori operanti in settori che stanno vivendo

una contrazione dovuta a fenomeni di isteresi. Finora, l'analisi della BCE mostra che la rapida adozione di regimi di riduzione dell'orario di lavoro in tutti i paesi europei ha attenuato i potenziali effetti delle misure di chiusura in termini di perdita di posti di lavoro a tempo indeterminato⁷⁷. Anche i prestiti garantiti dallo Stato sono stati fondamentali nell'agevolare l'accesso delle imprese alla liquidità necessaria per far fronte alle carenze di capitale circolante. Tali misure sono fondamentali al fine di proteggere l'economia dell'area dell'euro da effetti negativi di lungo termine.

⁷⁷ Cfr. il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

2 L'integrazione finanziaria europea durante la crisi legata al COVID-19

a cura di Stefano Borgioli, Carl-Wolfram Horn, Urszula Kochanska, Philippe Molitor e Francesco Paolo Mongelli

Il presente articolo fornisce una panoramica della frammentazione finanziaria durante la crisi legata al coronavirus (COVID-19) e delle politiche adottate per contrastarne gli effetti, attraverso la lente di una serie di indicatori ad alta frequenza che consentono di monitorare gli andamenti dell'integrazione finanziaria. I valori restituiti da questi indicatori vengono quindi collegati agli eventi economici e politici in corso e alle principali risposte di politica monetaria, di bilancio e di stabilità finanziaria a livello nazionale ed europeo. Dopo una forte frammentazione iniziale, l'integrazione finanziaria dell'area dell'euro ha evidenziato una sostanziale ripresa a metà settembre, fino ai livelli precedenti la crisi, ma non per tutti gli indicatori. Tuttavia, tale ripresa è ancora fragile e si basa su un sostegno offerto dalla politica di bilancio, monetaria e prudenziale senza precedenti.

1 Introduzione

Il coronavirus (COVID-19) ha creato una tipologia di shock senza precedenti che ha provocato un brusco rallentamento economico. A gennaio 2020 il coronavirus ha iniziato a diffondersi in tutto il mondo, comprese ampie parti dell'Europa. Il 30 gennaio l'Organizzazione mondiale della sanità ha dichiarato il COVID-19 un'emergenza sanitaria di portata internazionale e l'11 marzo ha elevato la minaccia allo stato di pandemia. Una volta divenuto evidente che per controllare la diffusione del virus sarebbero state necessarie ampie misure di contenimento, comprese misure di chiusura (lockdown), l'attività economica nell'area dell'euro ha iniziato a registrare un rallentamento senza precedenti in termini di portata e rapidità.

Pur trattandosi di un'emergenza sanitaria collettiva, il coronavirus ha avuto effetti diversi sulle varie economie dell'area euro. La pandemia ha causato shock sia all'offerta che alla domanda. L'offerta è stata limitata dalla chiusura delle imprese e dalla permanenza a casa dei lavoratori. La sospensione delle attività di vendita al dettaglio e le interruzioni delle catene di approvvigionamento sono state inoltre accompagnate da un crollo della domanda di beni intermedi e finali⁷⁸. Sebbene la causa di tali shock sia stata comune a tutti i paesi, la portata delle ricadute economiche è stata notevolmente diversa tra paese e paese a causa, tra l'altro, delle differenze nelle condizioni macroeconomiche e finanziarie iniziali, nel rigore delle misure adottate dalla sanità pubblica e nella portata delle misure di bilancio nazionali a sostegno dell'economia, ad esempio il differimento delle imposte, le garanzie sui

⁷⁸ È stato dimostrato che uno shock dal lato dell'offerta che colpisce i settori in modo asimmetrico può generare una contrazione della domanda maggiore dello shock iniziale se l'interrelazione tra i settori è sufficientemente forte. Cfr. Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. e Werning, I., "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", *NBER Working Paper*, aprile 2020. Per gli Stati Uniti, gli shock sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta hanno rappresentato un fattore della crisi legata al COVID-19. Cfr. Brinca, P., Duarte, J.B. e Faria-e-Castro, M., "Measuring Labor Supply and Demand Shocks during COVID-19", *Working Paper*, n. 2020-011D, Federal Reserve Bank of St. Louis, maggio 2020.

prestiti, la sospensione dei pagamenti, le garanzie all'esportazione, il sostegno alla liquidità e i regimi di riduzione dell'orario di lavoro.

La crisi legata al coronavirus ha sottoposto l'economia reale e i mercati finanziari a condizioni di stress straordinarie, determinando inizialmente una forte frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Nei giorni successivi al primo caso di coronavirus segnalato in Europa, il 24 gennaio 2020⁷⁹, l'indicatore composito dello stress sistemico (composite indicator of systemic stress, CISS) ha iniziato a crescere verso livelli prossimi a quelli osservati per l'ultima volta durante la crisi finanziaria mondiale (global financial crisis, GFC) del 2008 e la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro (sovereign debt crisis, SDC) del 2011-2012 (cfr. la linea gialla nel grafico 1). Nelle settimane successive ai primi casi segnalati, l'indicatore composito dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi⁸⁰ è sceso a livelli simili a quelli osservati nei mesi successivi all'introduzione dell'euro (cfr. la linea blu nel grafico 1). Il calo tra febbraio e aprile 2020 è stato paragonabile a quelli registrati all'inizio della crisi finanziaria mondiale del 2008 e durante la crisi del debito sovrano, mentre quello di marzo 2020 sul mese precedente è stato il quarto più ingente calo del livello di questo indicatore a partire dall'introduzione dell'euro. Sono sorte preoccupazioni circa la frammentazione tra i paesi dell'area dell'euro⁸¹. È riemersa una correlazione positiva tra stress sistemico e frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro, caratteristica delle crisi precedenti. Tuttavia, una caratteristica importante della crisi legata al COVID-19, documentata nella sezione 2, è stata la rapida ripresa dell'integrazione finanziaria grazie a risposte politiche rapide e alla capacità di tenuta creata dai meccanismi di protezione finanziaria e dalle riforme attuate negli ultimi dieci anni.

⁷⁹ Cfr. la [cronologia del COVID-19](#) stilata dal Centro europeo per la prevenzione e il controllo delle malattie.

⁸⁰ Da Hoffmann, P., Kremer, M. e Zaharia, S., "Financial integration in Europe through the lens of composite indicators", *Working Paper Series*, n. 2319, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2019.

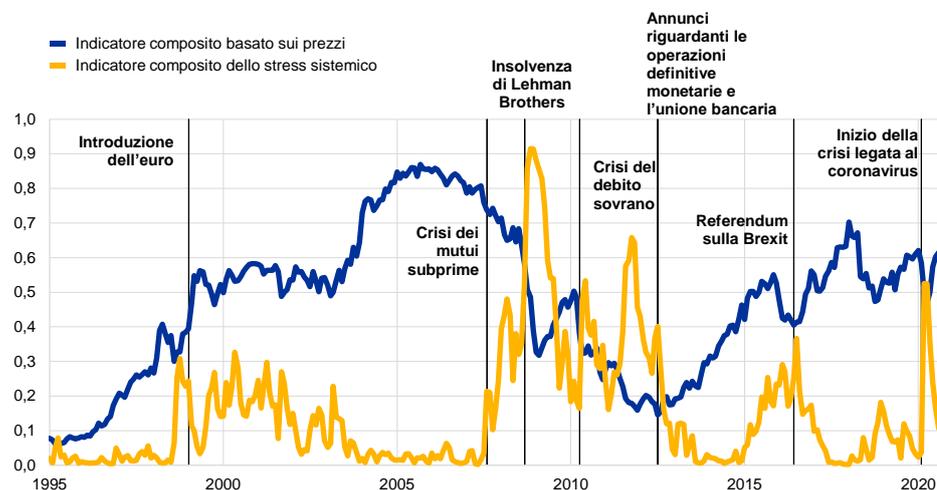
⁸¹ Cfr., ad esempio, Buti, M., "A tale of two crises: Lessons from the financial crisis to prevent the Great Fragmentation", *VoxEU*, luglio 2020, nonché de Guindos, L., "Financial stability and the pandemic crisis", intervento pronunciato al *Frankfurt Finance Summit*, giugno 2020.

Grafico 1

Integrazione finanziaria e rischio sistemico nell'area dell'euro

a) Quadro storico dell'integrazione finanziaria basata sui prezzi e del rischio sistemico da gennaio 1995 ad agosto 2020

(dati mensili)



b) Integrazione finanziaria basata sui prezzi e rischio sistemico durante la crisi legata al COVID-19, dal 30 gennaio al 15 settembre 2020

(dati giornalieri)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore composito dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi nel pannello a) è stato sviluppato da Hoffmann, P. et. al., op. cit., e trasformato in modo da restituire i valori giornalieri riportati nel pannello b) (cfr. il riquadro 1). Per i dettagli sulla metodologia alla base del CISS, cfr. Holló, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., "CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system", Working Paper Series, n. 1426, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2012. Entrambi gli indicatori sono calibrati in modo da variare tra 0 e 1. Le aree ombreggiate nel pannello b) individuano le quattro fasi della crisi definite nella tavola 1.

Gli eventi indicati dalle linee numerate nel pannello b) del presente grafico sono i seguenti:

1. Prima riunione del Consiglio europeo sulla risposta europea (10 marzo)
2. Riunione del Consiglio direttivo della BCE (12 marzo)
3. Seconda riunione del Consiglio europeo sulla risposta europea (17 marzo)
4. Annuncio del PEPP da parte della BCE (18 marzo)
5. Pubblicazione della documentazione giuridica sul PEPP (25 marzo)
6. Terza riunione del Consiglio europeo sulla risposta europea (26 marzo)
7. Congelamento del rating delle garanzie da parte della BCE (22 aprile)
8. Quarta riunione del Consiglio europeo sulla risposta europea, con l'approvazione dell'articolato insieme di misure dell'Eurogruppo e dei piani per un fondo per la ripresa (23 aprile)
9. Riunione del Consiglio direttivo della BCE (30 aprile)
10. Proposta franco-tedesca di un fondo per la ripresa da 500 miliardi di euro (18 maggio)
11. Proposta della Commissione europea riguardante lo strumento per la ripresa da 750 miliardi di euro denominato Next Generation EU (27 maggio)
12. Espansione del PEPP da parte della BCE (4 giugno)
13. Quinta riunione del Consiglio europeo sulla risposta europea (19 giugno)
14. Riunione del Consiglio direttivo della BCE (16 luglio)
15. Inizio della riunione straordinaria del Consiglio europeo (17-21 luglio)
16. Riunione del Consiglio direttivo della BCE (10 settembre).

La rapida evoluzione della crisi legata al COVID-19 ha determinato la necessità di un monitoraggio ad alta frequenza degli andamenti della frammentazione finanziaria in diversi segmenti di mercato.

La BCE monitora lo stato dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro a partire dall'introduzione della moneta unica⁸², perché la frammentazione dei mercati finanziari impedisce una trasmissione regolare e uniforme della sua politica monetaria tra i paesi membri. Al fine di monitorare l'integrazione finanziaria dell'area dell'euro con maggiore frequenza durante la crisi legata al COVID-19, è stato elaborato uno strumentario di indicatori ad alta frequenza basato su una serie di indicatori presentati in un rapporto della BCE sull'integrazione e sulla struttura finanziaria dell'area dell'euro e nel relativo allegato statistico⁸³. Gli aspetti tecnici sull'elaborazione di tali strumenti sono illustrati nel riquadro 1. Tali indicatori ad alta frequenza dell'integrazione finanziaria sono uno strumento utile per monitorare la frammentazione finanziaria e possono essere utilizzati anche per illustrare gli effetti delle misure adottate in risposta al rallentamento economico.

Le risposte politiche alla crisi da parte dell'area dell'euro sono state decisive sia a livello nazionale che sovranazionale.

Ciò ha contribuito a una rapida inversione del processo di frammentazione finanziaria in direzione dei livelli precedenti la crisi, raggiunti a metà settembre 2020. I rapidi interventi in materia di politica monetaria e vigilanza da parte della BCE hanno fornito una prima linea di difesa per attenuare lo shock disinflazionistico e contrastare gli effetti negativi della frammentazione finanziaria sull'efficacia della politica monetaria (cfr. la parte superiore del grafico 2 per una panoramica). Tali risposte hanno assunto la forma di ulteriori acquisti di attività attraverso il programma di acquisto di attività (PAA) e il nuovo programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), i programmi di sostegno al credito bancario attraverso condizioni molto favorevoli (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine), misure di vigilanza e programmi coordinati di offerta di liquidità. Anche i responsabili delle politiche di bilancio nazionali hanno reagito immediatamente in tutta l'area dell'euro, persino nei paesi con vincoli di bilancio, sebbene le dimensioni dei pacchetti fiscali abbiano evidenziato differenze da un paese all'altro. Inoltre, riconoscendo l'importanza di una risposta centralizzata alla crisi, nel corso della stessa i responsabili politici europei hanno istituito una serie di misure di sostegno paneuropee, come le tre reti di sicurezza – il regime temporaneo SURE, acronimo di Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, (strumento di sostegno per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza), un regime di garanzia dei prestiti da parte della Banca europea per gli investimenti (BEI) e una nuova linea di credito del Meccanismo europeo di stabilità (MES) – il fondo Next Generation EU e il rafforzamento del quadro finanziario pluriennale 2021-2027 (Multiannual financial framework, MFF), (cfr. il grafico 2 per una panoramica delle misure monetarie, di

⁸² Per la BCE, il mercato di un determinato insieme di strumenti e/o servizi finanziari è pienamente integrato se tutti i potenziali partecipanti al mercato condividono le seguenti caratteristiche principali: 1) quando decidono di effettuare operazioni tramite tali strumenti e/o servizi finanziari, sono soggette a un unico insieme di norme; 2) hanno pari accesso al suddetto insieme di strumenti e/o servizi finanziari e 3) sono trattati allo stesso modo quando operano sul mercato. Per ulteriori informazioni, cfr. Baele, L. et al., "Measuring financial integration in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 14, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2004.

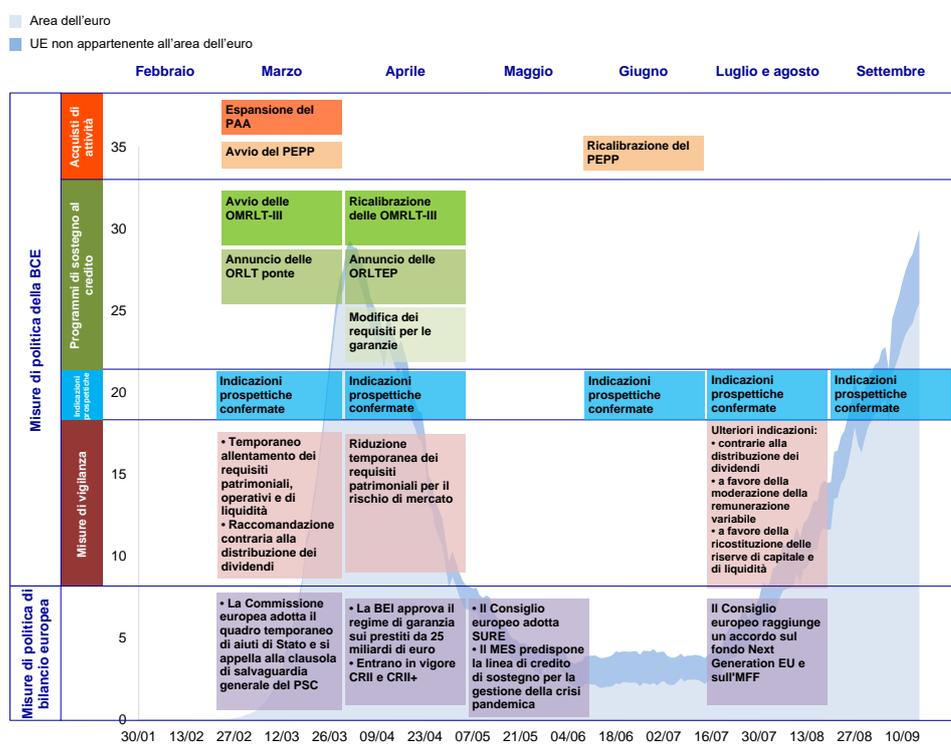
⁸³ Cfr. *Integrazione e struttura del sistema finanziario dell'area dell'euro*, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2020, nonché il relativo [allegato statistico](#).

vigilanza e di bilancio adottate dall'Europa). Le misure di bilancio nazionali, attuate molto rapidamente, non sono incluse in questo grafico. Queste politiche, insieme alla maggiore capacità di tenuta dell'integrazione finanziaria ottenuta attraverso le riforme istituzionali degli ultimi dieci anni, hanno contribuito a invertire gran parte della forte frammentazione iniziale dei mercati finanziari. L'integrazione finanziaria è sostanzialmente tornata ai livelli precedenti la crisi a metà settembre. Tale apparente ritorno alla situazione precedente la pandemia di COVID-19, tuttavia, è fragile e dipende in larga misura da un costante sostegno delle politiche.

Grafico 2

Panoramica delle misure europee di politica monetaria e di bilancio

(nuovi casi, media mobile su 7 giorni, migliaia)



Fonti: BCE, Johns Hopkins tramite Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: non sono menzionate diverse linee di swap e pronti contro termine introdotte dalla BCE in cooperazione con altre banche centrali appartenenti e non all'area dell'euro. Le informazioni sulle linee di swap e pronti contro termine delle banche centrali sono disponibili sul sito Internet della BCE.

L'indicatore composito dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi e le sue sottocomponenti suggeriscono che, in generale, la crisi legata al coronavirus si è sviluppata in quattro fasi.

La sezione 2 descrive gli andamenti dell'integrazione finanziaria in ciascuna di queste quattro fasi (cfr. il grafico 1 e il riquadro 1). La fase 1, dal 30 gennaio al 25 marzo 2020, copre il periodo dall'inizio della crisi all'annuncio del PEPP. La fase 2, dal 26 marzo al 7 maggio, è stata caratterizzata da un aumento dei danni economici e dall'iniziale incertezza circa una risposta di bilancio paneuropea. La fase 3, dall'8 maggio al 21 luglio, ha compreso il graduale allentamento delle misure di chiusura e i progressi compiuti verso una risposta europea comune in materia di bilancio e la decisione riguardante il Next Generation EU. La fase 4, dal 22 luglio al 15 settembre (il valore limite della presente

analisi), ha costituito principalmente un periodo di mantenimento della reintegrazione conseguita attraverso le risposte della politica monetaria e di bilancio europea durante le fasi precedenti. La sezione 3 conclude l'articolo e fornisce una prospettiva prudente. Per motivi di spazio, il contesto internazionale e la normalizzazione della volatilità dei mercati a seguito delle decisioni di politica monetaria adottate da altre banche centrali non sono discussi in questa sede.

Va ricordato che le analisi effettuate nel presente articolo mostrano diversi limiti. In primo luogo, data la necessità di dati ad alta frequenza, l'analisi si concentra esclusivamente sulle misure di integrazione finanziaria basate sui prezzi. Queste riflettono le differenze tra i prezzi delle attività nei vari paesi e settori, diversamente dalle misure basate sulle quantità, che si basano su consistenze transfrontaliere di diverse classi di attività e di solito hanno una minore frequenza di osservazione. In secondo luogo, molti dei nostri indicatori non tengono conto dei fondamentali, compresi i rischi per le imprese o i paesi. Analogamente, soprattutto in situazioni di crisi, i mercati finanziari potrebbero agire sulla base di aspettative prospettiche e reagire in modo particolarmente eccessivo ad annunci di variazioni nei fondamentali: l'articolo non tiene conto neanche di tali cambiamenti nella generale propensione al rischio nei mercati. In terzo luogo, l'analisi dei rapporti causali, o controfattuale, esula dall'ambito dell'indagine condotta in questo testo. Pertanto, l'articolo offre solo una prospettiva parziale degli eventi che si sono verificati durante la crisi legata al coronavirus; una valutazione più completa dello stato dell'integrazione finanziaria e degli andamenti strutturali del sistema finanziario dell'area dell'euro richiederebbe un'ulteriore analisi. Nonostante questi limiti, l'analisi degli indicatori ad alta frequenza qui contenuta fornisce utili indicazioni sull'evoluzione dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro durante questo periodo.

Riquadro 1

Indicatori ad alta frequenza di integrazione finanziaria nell'ambito di uno strumentario di monitoraggio in tempo reale

a cura di Urszula Kochanska, Eva Mulder e Alessandro Zito

L'analisi dell'impatto della crisi legata al coronavirus (COVID-19) sull'integrazione finanziaria richiede uno strumentario di monitoraggio in tempo reale flessibile e completo. Pertanto, lo scopo del presente riquadro è descrivere lo sviluppo dell'indicatore ad alta frequenza di integrazione finanziaria basato sui prezzi e introdurre gli strumenti utilizzati per il monitoraggio ad alta frequenza.

Per potenziare tale strumentario, gli indicatori dell'integrazione finanziaria disponibili sono stati rivisti in modo da individuare quelli che potessero essere aggiornati con una frequenza sufficientemente elevata. Dall'ampia serie di indicatori contenuti nel rapporto della BCE sull'integrazione e la struttura finanziaria dell'area dell'euro⁸⁴ e nel suo allegato statistico⁸⁵ è stato selezionato un sottogruppo incentrato sulla copertura dei segmenti più rilevanti dei mercati finanziari. La maggior parte degli indicatori selezionati riguarda la dimensione dell'integrazione

⁸⁴ Cfr. *Integrazione e struttura del sistema finanziario dell'area dell'euro*, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2020.

⁸⁵ Cfr. l'*allegato statistico* del documento *Integrazione e struttura del sistema finanziario dell'area dell'euro*, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2020.

finanziaria che si basa sul rilevamento dei prezzi, data la loro reazione istantanea alle notizie via via diffuse. Tuttavia sono stati inclusi anche alcuni indicatori quantitativi.

La legge del prezzo unico, che implica che le attività simili in termini di rischio e rendimento debbano avere lo stesso prezzo, è un caposaldo dell'integrazione finanziaria basata sui prezzi. In tale contesto, l'indicatore composito mensile dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi, sviluppato da Hoffmann et al.⁸⁶, misura tale integrazione esaminando la dispersione dei rendimenti tra i vari paesi in quattro segmenti del mercato: mercato monetario (MM), mercato obbligazionario (MO), mercato azionario (MA) e mercato bancario. Mentre molti altri indicatori dell'integrazione finanziaria si concentrano su uno specifico segmento di mercato, questo indicatore offre una misura sintetica e singolare, poiché accorpa i dati provenienti da diversi segmenti del mercato finanziario. Tuttavia non tiene conto dei diversi rischi nei vari paesi. Inoltre, la frequenza di osservazione mensile dell'indicatore composito basato sui prezzi ha rappresentato una sfida per quanto riguarda l'analisi tempestiva dell'integrazione finanziaria. È difficile collegare le tendenze dell'integrazione finanziaria a determinati eventi utilizzando tale indicatore, a causa del ritardo nella disponibilità dei dati e del numero limitato di osservazioni effettuate ogni anno. Per questo motivo risulta utile sviluppare una versione a più alta frequenza dell'indicatore composito basato sui prezzi.

Per i mercati monetari, obbligazionari e bancari, la dispersione è calcolata considerando la deviazione standard dei tassi di interesse tra paesi, mentre per il segmento azionario si calcolano altri due indicatori: MA1 e MA2. L'indicatore MA1, sviluppato da Bekaert et al.⁸⁷, si basa sull'idea che i rendimenti degli utili negli stessi settori, in un mercato ben integrato, dovrebbero essere simili in tutti i paesi. L'indicatore MA2, basato sul lavoro di Adjaouté e Danthine⁸⁸, segnala la convergenza degli effetti per paese e per settore nei portafogli azionari dei mercati finanziari ben integrati, in cui gli investitori hanno la capacità di diversificare i propri portafogli azionari in modo ottimale. I dati di input a frequenza più elevata sono disponibili per tutti i segmenti di mercato ad eccezione del mercato bancario. I dati giornalieri possono essere utilizzati per i mercati monetari e obbligazionari e per un sottoindice (MA2) della componente del mercato azionario. I dati relativi all'altro sottoindice del mercato azionario (MA1) sono disponibili settimanalmente, mentre i dati sui mercati bancari dovranno essere calcolati su base mensile.

L'indicatore composito ad alta frequenza basato sui prezzi è costruito in modo da ottenere la massima congruenza possibile tra i dati ad alta frequenza e quelli a bassa frequenza. Le misure di input sono state trattate in base alle trasformazioni metodologiche mensili impiegate da Hoffmann et al.⁸⁹. Anziché i dati mensili, si utilizzano dati giornalieri per MO e MA2 e dati settimanali per MA1, mentre per MM viene utilizzata una media giornaliera sul mese corrispondente. Un ulteriore passo per MA2 consiste nell'applicazione ricorrente del filtro Hodrick-Prescott su una serie formata da osservazioni mensili precedenti integrate con le ultime osservazioni giornaliere. Ciò consente di ricavare un valore giornaliero corretto di MA2.

Le misure di input ad alta frequenza sono ulteriormente trasformate al fine di combinarle in un indicatore composito, ancora una volta seguendo le procedure utilizzate per l'indicatore composito

⁸⁶ Hoffmann, P., Kremer, M. e Zaharia, S., "Financial integration in Europe through the lens of composite indicators", *Working Paper Series*, n. 2319, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2019.

⁸⁷ Bekaert, G., Harvey, C.R., Lundblad, C.T. e Siegel, S., "What Segments Equity Markets?", *Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 12, 2011, pagg. 3841-3890.

⁸⁸ Adjaouté, K. e Danthine, J.P., "European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-based Assessment", in Gaspar, V. et al. (a cura di), *Second ECB Central Banking Conference: The transformation of the European financial system*, BCE, Francoforte sul Meno, 2003.

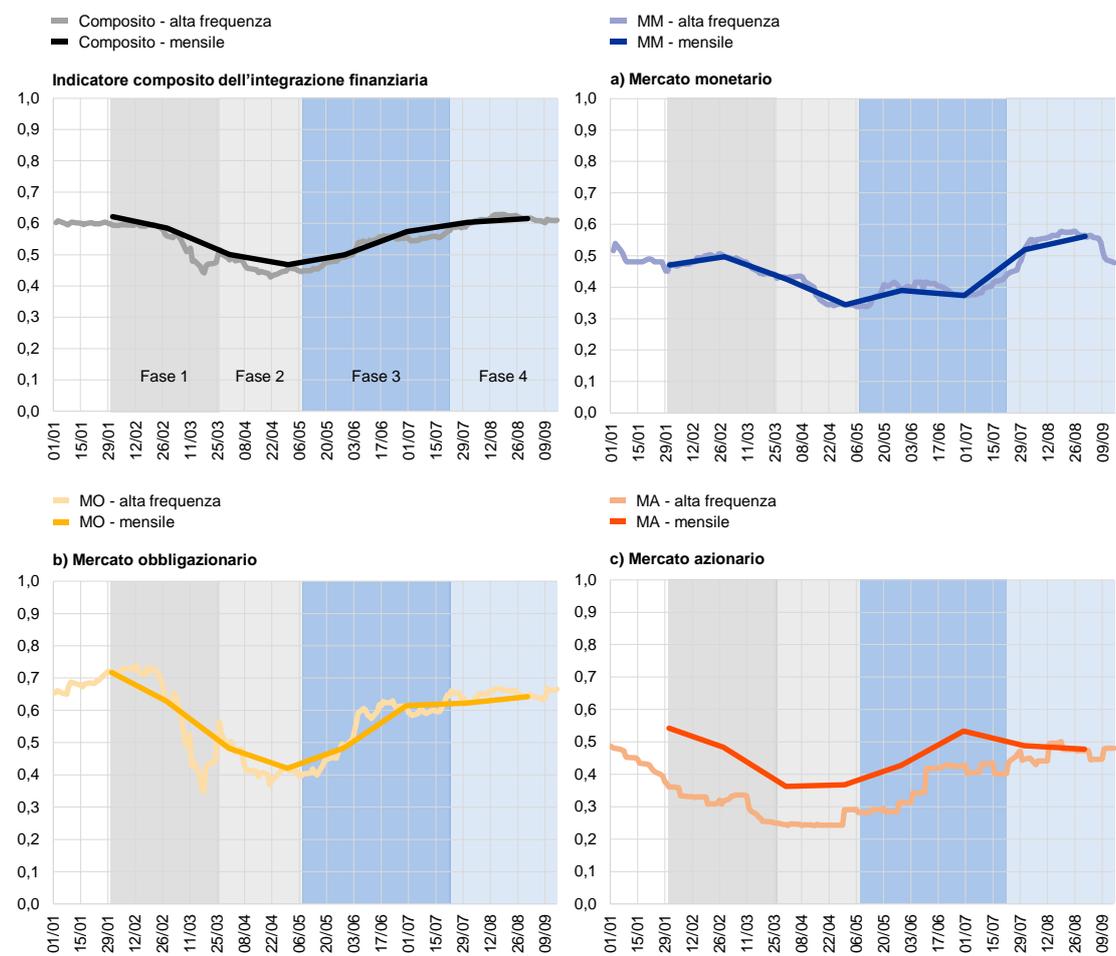
⁸⁹ Hoffmann et al., op. cit.

mensile. Tuttavia, ciò significa che le funzioni di distribuzione cumulativa empirica mensile sono utilizzate per la valutazione delle misure di input giornaliere. La procedura di calcolo del composito mensile prevede una normalizzazione basata sulla funzione di distribuzione cumulativa empirica delle misure di input, adeguando ove necessario per la direzione, affinché un valore più elevato indichi un livello più elevato di integrazione finanziaria e infine calibrando le misure in riferimento a uno stato non osservato di integrazione perfetta. Impiegando la funzione di distribuzione cumulativa mensile per un intero storico, gli indicatori ad alta frequenza vengono calcolati per il periodo a partire dall'inizio del 2020, mettendoli in relazione con le corrispondenti distribuzioni degli indicatori a bassa frequenza. Insieme all'indicatore del mercato bancario, le misure di input così trasformate costituiscono le sottocomponenti dell'indicatore composito ad alta frequenza per i segmenti selezionati dei mercati finanziari (cfr. il grafico A).

Grafico A

L'indicatore composito e le sue sottocomponenti a più bassa e più alta frequenza in diverse fasi della crisi legata al COVID-19

(dati giornalieri; dal 1° gennaio al 15 settembre 2020)



Fonti: ECB, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: l'osservazione del mercato bancario del mese precedente è riportata nell'aggregazione dell'indicatore composito. Le quattro fasi corrispondono a quelle descritte nella tavola 1.

Insieme, le componenti ad alta frequenza e l'indicatore mensile relativo al mercato bancario sono combinati in un indicatore composito ad alta frequenza. Il valore composito è calcolato come media

ponderata in base alle dimensioni del mercato delle quattro componenti⁹⁰. Offre pertanto un indicatore aggregato giornaliero dell'integrazione finanziaria dell'area dell'euro. Il nuovo indicatore consente di seguire quotidianamente l'integrazione finanziaria per tutta la durata della crisi (cfr. il grafico B).

Oltre all'indicatore composito basato sui prezzi di cui sopra, lo strumentario comprende diversi altri indicatori statistici ad alta frequenza. Ad esempio, al fine di acquisire ulteriori informazioni sugli andamenti del mercato monetario, lo strumentario include un nuovo indicatore di dispersione per i mercati monetari. L'indicatore si basa sul lavoro di Duffie e Krishnamurthy⁹¹ e si concentra sui mercati monetari a brevissimo termine non garantiti (euro overnight index average, Eonia, e euro short-term rate, €STR⁹²) e garantiti (pronti contro termine a livello nazionale)⁹³. In un mercato senza attriti, la dispersione dovrebbe essere bassa e stabile, mentre l'aumento dei livelli di dispersione potrebbe segnalare una limitata efficienza nella trasmissione della politica monetaria. Per i segmenti dei titoli di Stato e societari del mercato obbligazionario, lo strumentario comprende sia il livello sia la dispersione dei differenziali di rendimento, o dei rendimenti stessi, a scadenze diverse. Gli indici delle obbligazioni societarie sono monitorati per i settori finanziario e non finanziario nei vari paesi. Le obbligazioni societarie di tipo investment grade sono per lo più monitorate al fine di cogliere le tendenze dell'integrazione finanziaria in questo segmento di mercato fortemente liquido e capace di attrarre investimenti, nonché di dimostrare l'importanza della liquidità e della solvibilità delle imprese in un contesto di ampia diffusione delle misure di chiusura e il potenziale riaffiorare del nesso tra emittenti sovrane e banche. Per approfondire l'analisi su più paesi del settore delle amministrazioni pubbliche, lo strumentario include inoltre i premi per i credit default swap (CDS) giornalieri e una valutazione di mercato dei premi per il rischio di ridenominazione, sebbene questi non siano presi in considerazione nel presente articolo.

⁹⁰ In Hoffmann, P. et al., op. cit., le ponderazioni vengono calcolate utilizzando la media delle consistenze in essere relative dei conti finanziari aggregati dell'area dell'euro per il periodo di riferimento 1997-2013, con i seguenti risultati: 17 per cento per i mercati monetari, 36 per cento per i mercati obbligazionari, 15 per cento per i mercati azionari e 32 per cento per i mercati bancari.

⁹¹ Duffie, D. e Krishnamurthy, A., "Passthrough Efficiency in the Fed's New Monetary Policy Setting", *Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2016.

⁹² Per ulteriori informazioni sull'€STR e sulla definizione della metodologia, cfr. il [sito Internet della BCE](#). Cfr. inoltre il riquadro *Addio Eonia, benvenuto €STR!* nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

⁹³ Corradin, S., Eisenschmidt, J., Hoerova, M., Linzert, T., Schepens, G. e Sigaux, J.-D., "Money markets, central bank balance sheet and regulation", *Working Paper Series*, n. 2483, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2020.

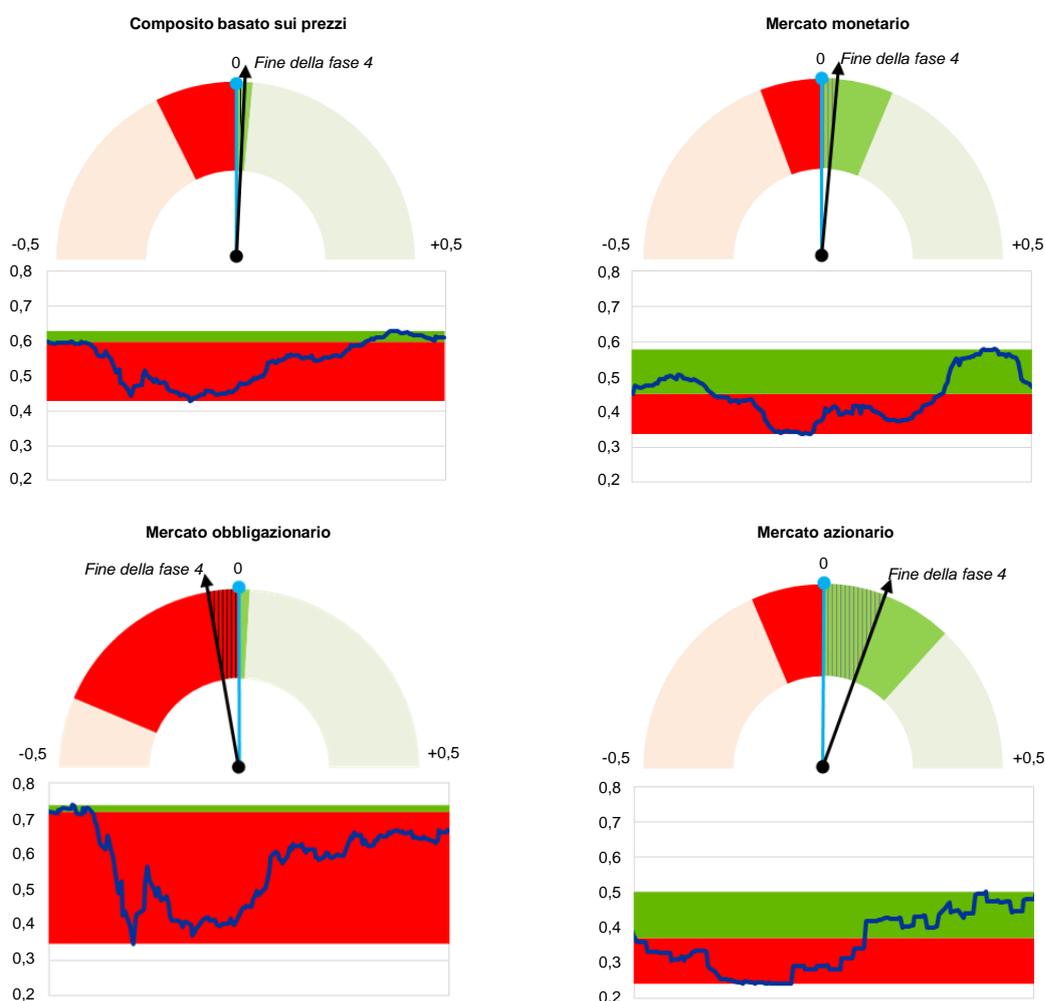
Grafico B

Indicatore composito dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi e sue sottocomponenti dall'inizio della crisi legata al COVID-19: veduta d'insieme

(variazioni dei livelli degli indicatori; i livelli degli indicatori sono vincolati tra zero, che indica frammentazione piena, e uno, che indica integrazione piena.)

I grafici illustrano due oscillazioni estreme dei livelli degli indicatori (dalla data di inizio al punto massimo e dalla data di inizio al punto minimo) e la variazione dalla data di inizio all'ultima osservazione nel periodo di crisi analizzato. La data di inizio è indicata in blu, l'oscillazione positiva fino al punto massimo è evidenziata in verde e l'oscillazione negativa verso il punto minimo è indicata in rosso. La variazione del livello degli indicatori alla fine della fase rispetto alla data di inizio è contrassegnata da una linea nera; l'area rigata tra il punto iniziale e quello finale è di colore rosso verde, a seconda che il livello sia, rispettivamente, diminuito o aumentato.

- Inizio della fase
- Minimo
- Massimo
- ▨ Fine della fase



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i dati riguardano il periodo compreso fra il 30 gennaio e il 15 settembre 2020. Per ulteriori informazioni sugli indicatori compositi basati sui prezzi, cfr. Hoffmann, P. et al., op. cit.

2 Integrazione finanziaria durante le quattro fasi della crisi

Questa sezione documenta come la crisi legata al coronavirus abbia messo a dura prova la capacità di tenuta dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro nel corso di

ciascuna delle quattro fasi presentate nella tavola 1. I quadri temporali selezionati mirano a evidenziare le caratteristiche rilevanti delle quattro fasi dei principali eventi che hanno avuto luogo.

Tavola 1

Le quattro fasi della crisi legata al COVID-19

Fase	Quadro temporale	Caratteristiche rilevanti ed eventi principali
1	Dal 30 gennaio al 25 marzo	Diffusione della pandemia di COVID-19, forte frammentazione finanziaria, risposte di bilancio nazionali, risposta di politica monetaria della BCE, compreso il PEPP, e rapide misure di vigilanza
2	Dal 26 marzo al 7 maggio	Aumento del danno economico, parziale reintegrazione finanziaria e incertezza sulla risposta di bilancio europea
3	Dall'8 maggio al 21 luglio	Graduale allentamento delle misure di chiusura e accordo in merito a una risposta europea comune in materia di bilancio attraverso il dispositivo per la ripresa e la resilienza dell'Unione europea nell'ambito del Next Generation EU. Sostanziale reintegrazione finanziaria
4	Dal 22 luglio al 15 settembre	Prosegue la reintegrazione finanziaria, seppure in modo disomogeneo tra i vari segmenti finanziari

Fase 1: diffusione della pandemia di COVID-19 e misure di stabilizzazione della BCE

La prima fase della crisi ha interessato il periodo dal 30 gennaio al 25 marzo 2020. Tale fase è stata caratterizzata dalla diffusione della pandemia di COVID-19 e dalle misure di stabilizzazione della BCE⁹⁴.

A seguito della diffusione della pandemia di coronavirus, il CISS ha diffuso i primi segnali di allarme (cfr. il grafico 1). Durante il mese di febbraio il coronavirus si è diffuso rapidamente in tutta l'area dell'euro e il 17 febbraio i ministri delle finanze dell'Eurogruppo hanno segnalato la pandemia di coronavirus come nuovo rischio al ribasso per la crescita economica. Le prime importanti misure di chiusura sono state adottate in Italia, nella regione Lombardia, il 23 febbraio. Il 9 marzo, ha fatto seguito un lockdown a livello nazionale. Nelle settimane successive sono state adottate rigorose misure di contenimento anche in altri paesi dell'area dell'euro⁹⁵.

La rapida diffusione del coronavirus e le conseguenti misure di contenimento nel primo trimestre del 2020 hanno avuto un forte impatto sui mercati finanziari, determinando una marcata frammentazione. A febbraio sono emersi segnali di frammentazione finanziaria nell'area dell'euro, che si sono intensificati agli inizi di marzo. Il CISS relativo all'area dell'euro ha registrato un brusco incremento, raggiungendo livelli osservati per l'ultima volta durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro (cfr. il grafico 1). Successivamente l'indicatore composito dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi ha segnalato una crescente frammentazione nell'area dell'euro durante questa fase iniziale,

⁹⁴ Durante questa fase, i nuovi casi di COVID-19 erano già in calo in Cina e nel resto dell'Asia e l'epicentro della pandemia si è spostato verso l'Europa e gli Stati Uniti. Durante il mese di marzo il numero totale di casi confermati nell'area dell'euro ha superato il totale dei casi in Cina.

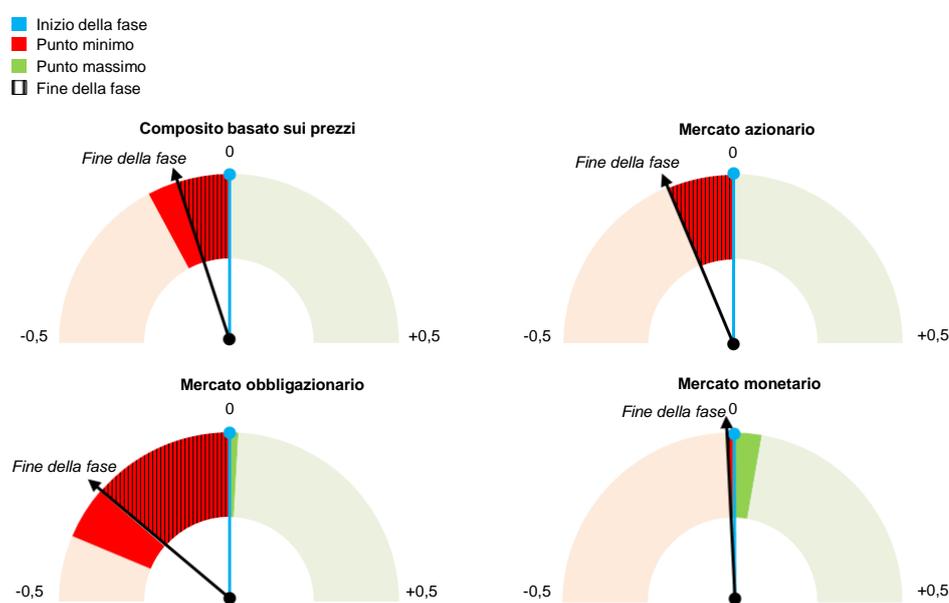
⁹⁵ La Spagna e la Francia, ad esempio, hanno ordinato il lockdown a livello nazionale rispettivamente il 14 e il 17 marzo. Il 22 marzo la Germania ha sancito il divieto di contatto e attuato misure di chiusura di ampia portata.

individuando nei mercati obbligazionari il segmento maggiormente interessato (cfr. il relativo pannello del grafico 3). Tra la fine di gennaio e la metà di marzo l'indicatore composito basato sui prezzi è diminuito del 25 per cento circa. Ciò ha rappresentato il quarto maggiore calo di questo indicatore dall'introduzione dell'euro. Tale forte correlazione negativa tra rischio sistemico e integrazione finanziaria è stata osservata anche durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano.

Grafico 3

Andamenti dell'integrazione finanziaria nella fase 1 - veduta d'insieme

(variazioni dei livelli degli indicatori; i livelli degli indicatori sono vincolati tra zero, che indica frammentazione piena, e uno, che indica integrazione piena)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la fase 1 fa riferimento al periodo compreso tra il 30 gennaio e il 25 marzo 2020. Per una descrizione più dettagliata del grafico, cfr. il grafico B. Per ulteriori informazioni sugli indicatori compositi basati sui prezzi, cfr. Hoffmann, P. et al. op. cit.

Sul mercato dei titoli di Stato, i differenziali di rendimento hanno evidenziato un rapido movimento divergente riconducibile a brusche revisioni al ribasso delle prospettive economiche e finanziarie, accompagnate da estrema incertezza.

Il deterioramento dei fondamentali ha fatto crescere le aspettative di gravosi oneri di bilancio derivanti dal sostegno pubblico a imprese e famiglie, da entrate fiscali potenzialmente inferiori rispetto alle attese e da pre-esistenti differenze in termini di margine di bilancio. Nel contempo, il sistema finanziario mondiale è stato sottoposto a straordinaria pressione e le tensioni nel funzionamento dei mercati obbligazionari sono riemerse. Si è verificato un repentino riequilibrio dei portafogli verso attività maggiormente liquide e con una minore leva finanziaria, alimentando i rischi di svendite forzate in molti mercati delle attività, nonché spirali di illiquidità e congelamenti del mercato⁹⁶. Al fine di contenere dinamiche di overshooting auto-avveranti e i rischi per la stabilità finanziaria a esse associati, le banche centrali

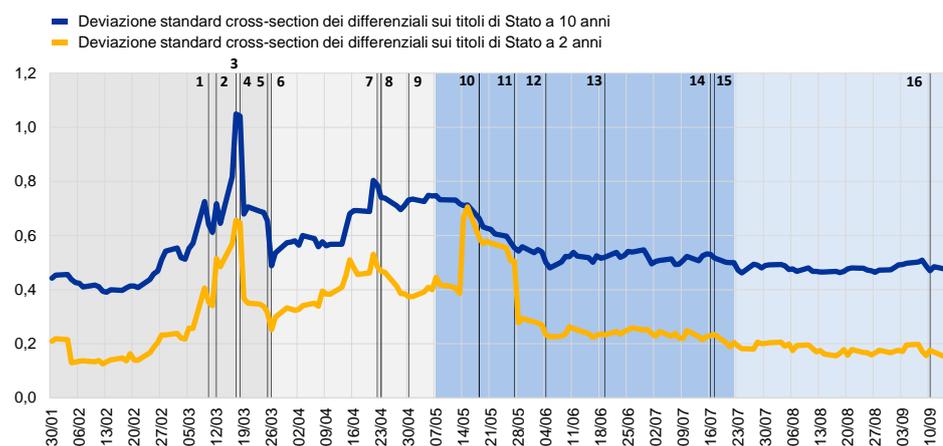
⁹⁶ Per ulteriori informazioni sul ruolo dei flussi degli investimenti di portafoglio transfrontalieri nella determinazione di tali andamenti, cfr. Lane, P., "The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme", *The ECB Blog*, BCE, giugno 2020.

hanno avviato nuove tipologie di fornitura di liquidità e di acquisto di attività. Tali misure di policy sono illustrate in dettaglio di seguito. La divergenza dei differenziali sui titoli di Stato, osservabile sia per le scadenze a breve termine sia per quelle a lungo termine (cfr. il grafico 4), è stata avviata dagli Stati membri più vulnerabili, con margini di bilancio più esigui. Per i differenziali sui titoli di Stato a 10 anni, l'aumento è stato più significativo in Italia, dove il differenziale è passato dai 132 punti base del 17 febbraio ai 281 punti base del 17 marzo. I livelli dei differenziali sui titoli di Stato, tuttavia, si sono mantenuti ben al di sotto dei valori massimi registrati durante la crisi del debito sovrano nel 2011-2012. Nelle fasi iniziali della crisi, la dinamica dei differenziali è stata coerente con la corsa alla qualità da parte degli investitori, che ha generato flussi di capitali verso i titoli privi di rischio tedeschi riducendone ulteriormente i rendimenti (cfr. il grafico 5).

Grafico 4

Deviazione standard dei differenziali sui titoli di Stato decennali dei diversi paesi dell'area dell'euro rispetto alla Germania dal 30 gennaio al 15 settembre 2020

(punti percentuali; dati giornalieri)



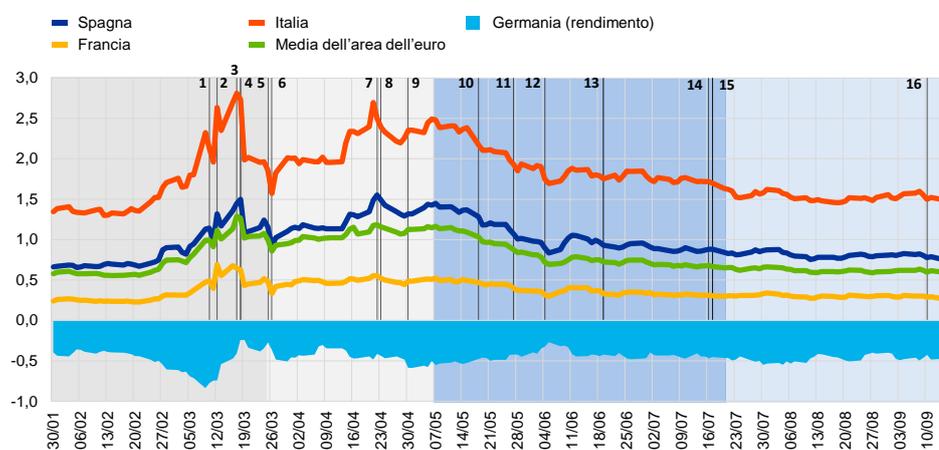
Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate individuano le quattro fasi della crisi definite nella tavola 1. Per un elenco dettagliato degli eventi indicati dalle linee numerate nel grafico, cfr. le note del grafico 1.

Grafico 5

Differenziali dei titoli di Stato decennali rispetto al rendimento dei titoli tedeschi a dieci anni dal 30 gennaio al 15 settembre 2020

(punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate individuano le quattro fasi della crisi definite nella tavola 1. Per un elenco dettagliato degli eventi indicati dalle linee numerate nel grafico, cfr. le note del grafico 1.

All'inizio della crisi del COVID-19, i mercati delle obbligazioni societarie hanno evidenziato dinamiche simili a quelle delle loro controparti sovrane. I

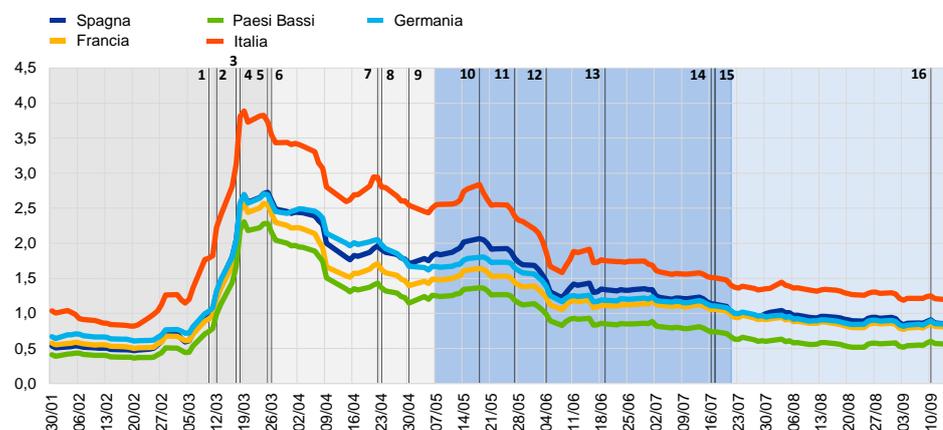
rendimenti obbligazionari delle società finanziarie e non finanziarie delle maggiori economie dell'area dell'euro sono più che quadruplicati tra la metà di febbraio e la metà di marzo (cfr. il grafico 6). Sebbene l'aumento uniforme dei rendimenti delle obbligazioni societarie sembri indicare che la pandemia e le conseguenti misure di contenimento hanno rappresentato un rischio per la sostenibilità economica comune a tutte le imprese dell'area dell'euro, nello stesso periodo si sono riscontrate anche divergenze significative nei rendimenti, con una deviazione standard dei rendimenti delle obbligazioni delle società finanziarie e non finanziarie che si è rispettivamente quasi quadruplicata e triplicata tra il 18 febbraio e il 23 marzo. In particolare, le divergenze nei rendimenti delle obbligazioni delle società finanziarie in Italia sono state coerenti col riaffiorare del nesso tra banche ed emittenti sovrane. È emerso anche un nesso tra emittenti sovrane da un lato e compagnie di assicurazione e fondi pensione dall'altro, che tuttavia esula dall'analisi condotta nel presente articolo.

Grafico 6

Rendimenti delle obbligazioni societarie dal 30 gennaio al 15 settembre 2020

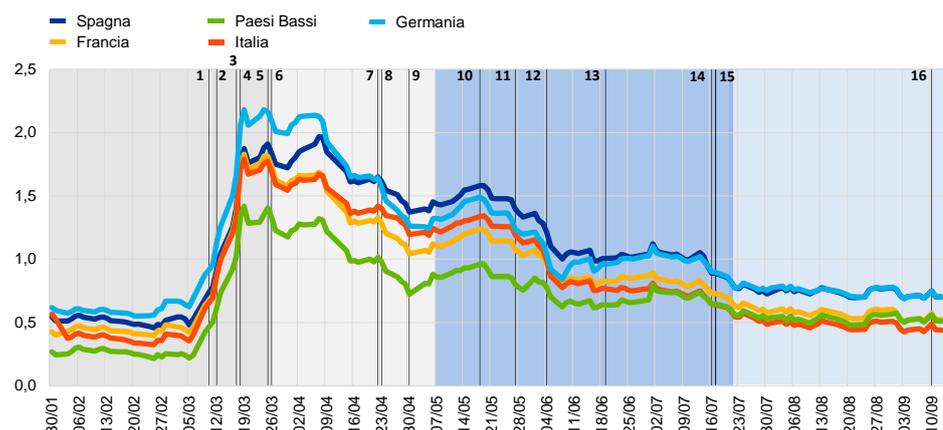
a) Rendimenti delle obbligazioni delle società finanziarie

(valori percentuali; dati giornalieri)



b) Rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie

(valori percentuali; dati giornalieri)



Fonti: IHS Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate individuano le quattro fasi della crisi definite nella tavola 1. Per un elenco dettagliato degli eventi indicati dalle linee numerate nel grafico, cfr. le note del grafico 1.

Anche la frammentazione dei mercati azionari è aumentata vertiginosamente durante la prima fase della crisi (cfr. il pannello di sinistra del grafico 7).

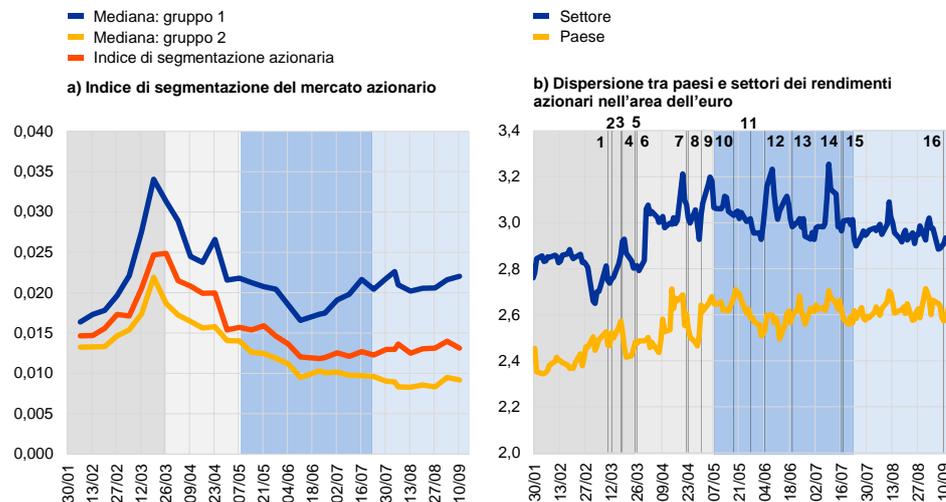
Tale aumento riflette la contrazione dell'attività economica nei vari Stati membri, incluso il crollo dei mercati azionari mondiali nell'ultima settimana di febbraio.

Tuttavia, la segmentazione dei mercati azionari è stata più pronunciata nei paesi del gruppo 1, con economie più piccole e mercati azionari meno liquidi, rispetto ai paesi del gruppo 2, caratterizzati da mercati azionari più spessi (cfr., rispettivamente, le linee blu e gialla nel pannello di sinistra del grafico 7).

Grafico 7

Frammentazione del mercato azionario dal 30 gennaio al 15 settembre 2020

(pannello a): dati settimanali; pannello b) dati giornalieri)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello di sinistra, il gruppo 1 comprende Belgio, Irlanda, Grecia, Finlandia e Austria (paesi di dimensioni ridotte con mercati azionari relativamente meno liquidi), mentre il gruppo 2 comprende Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo (paesi più grandi con mercati azionari relativamente più liquidi). Per una descrizione tecnica degli indicatori, cfr. il grafico 13 (per l'indicatore del pannello di sinistra) e il grafico 10 (per l'indicatore del pannello di destra) nell'allegato statistico del rapporto della BCE su *Integrazione e struttura del sistema finanziario dell'area dell'euro*, pubblicato a marzo 2020. Le aree ombreggiate individuano le quattro fasi della crisi definite nella tavola 1. Per un elenco dettagliato degli eventi indicati dalle linee numerate nel grafico, cfr. le note del grafico 1.

La BCE ha annunciato un'ampia gamma di misure tra la metà e la fine di

marzo. L'obiettivo di tali misure era stabilizzare i mercati, sostenere l'offerta di credito all'economia e contrastare la dinamica disinflazionistica originata dalla pandemia (cfr. il grafico 2). Esse comprendevano un temporaneo allentamento dei requisiti patrimoniali e operativi per le banche, tassi di interesse negativi sui prestiti alle banche europee e il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP)⁹⁷, che ha reso disponibili 750 miliardi di euro per l'acquisto di titoli entro la fine del 2020 (cfr. il grafico 2). Il PEPP rappresenta un programma flessibile e temporaneo di acquisto di titoli dei settori pubblico e privato volto a contrastare la frammentazione finanziaria e contribuire a stabilizzare l'economia dell'area dell'euro al fine di assicurare un'agevole trasmissione della politica monetaria nei vari paesi. Queste misure hanno contribuito ad arrestare e a invertire, in parte, l'andamento divergente dei rendimenti obbligazionari sia nel mercato delle obbligazioni societarie che in quello dei titoli di Stato⁹⁸.

A dispetto delle tensioni nei mercati, i miglioramenti introdotti nella governance e nell'infrastruttura istituzionale dell'area dell'euro a partire dalla crisi finanziaria mondiale hanno contribuito a limitare la frammentazione.

Un'eredità della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro è rappresentata dalla riorganizzazione della governance e delle infrastrutture istituzionali legata, tra l'altro, all'avvio del MES e del Meccanismo di

⁹⁷ La documentazione legale relativa al PEPP è stata pubblicata il 25 marzo 2020.

⁹⁸ Cfr. Lane, P.R., "The ECB's monetary policy in the pandemic: meeting the challenge", discorso tenuto in occasione del 62° incontro annuale "Global Reset? Economics, Business, and Policy in the Pandemic", ottobre 2020.

vigilanza unico (MVU) alcuni anni dopo. Durante la crisi del COVID-19, in qualità di autorità di vigilanza unica, la BCE è stata in grado di agire in maniera rapida e coordinata riguardo alle banche. La nuova architettura istituzionale introdotta in seguito alla crisi finanziaria mondiale e alla crisi del debito sovrano ha agevolato il contenimento della frammentazione. Di fatto, nonostante l'estrema volatilità dei mercati osservata al culmine della crisi durante la fase 1 e prima dell'annuncio del PEPP, la frammentazione è aumentata molto meno drasticamente rispetto al periodo della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano, dal 2008 al 2012.

Fase 2: crescita del danno economico e incertezza riguardo alla risposta delle politiche di bilancio europee

La seconda fase della crisi ha interessato il periodo dal 26 marzo al 7 maggio 2020 ed è stata caratterizzata da ingenti danni economici e finanziari e dalla sfida iniziale di formulare una risposta comune europea in materia di politiche di bilancio, accanto a quelle adottate a livello nazionale⁹⁹.

In questa fase, la pandemia ha prodotto effetti disomogenei sui diversi segmenti del mercato finanziario. I dati ricavati dalle sottocomponenti dell'indicatore composito basato sui prezzi suggeriscono che i mercati azionari sono stati l'unico segmento per il quale l'integrazione finanziaria ha segnato una ripresa nel corso della seconda fase, continuando a registrare un calo negli altri segmenti (cfr. il grafico 8). Tale reintegrazione, che ha interessato tanto i mercati azionari più liquidi quanto quelli meno liquidi (cfr. il pannello di sinistra del grafico 7), illustra l'apparente "scollamento" tra gli andamenti dell'economia reale (con i dati macro e quelli ricavati dalle indagini che segnalavano un rapido deterioramento delle prospettive) e i risultati dei mercati azionari durante la crisi¹⁰⁰. Tuttavia, la dispersione e la volatilità dei rendimenti attesi dell'indice azionario sono rimaste elevate per tutta la durata delle fasi 2 e 3, in particolare tra un settore e l'altro. Questo andamento è coerente con la dinamica della volatilità dei mercati azionari. La volatilità implicita è aumentata vertiginosamente durante la prima fase della crisi, raggiungendo livelli osservati per l'ultima volta al culmine della crisi finanziaria mondiale. Pur essendosi ridimensionata rispetto ad allora, continua a mantenersi su livelli superiori a quelli precedenti la crisi del COVID-19. Nell'area dell'euro, la dispersione dei rendimenti azionari è aumentata sia tra i diversi paesi che tra i diversi settori; tuttavia la prima rimane inferiore alla seconda, a indicazione del fatto che le aziende hanno continuato a trarre beneficio dalla diversificazione settoriale e geografica anche durante la crisi (cfr. il pannello di destra del grafico 7).

⁹⁹ Questa fase si è accompagnata a un forte e costante aumento dei nuovi casi, con gli Stati Uniti che hanno registrato il tasso di incremento più elevato mentre nei paesi dell'area dell'euro hanno iniziato a manifestarsi segnali di miglioramento. Nelle settimane successive, il numero di nuovi contagi accertati è iniziato a scendere nelle economie avanzate, continuando invece a salire nelle economie emergenti.

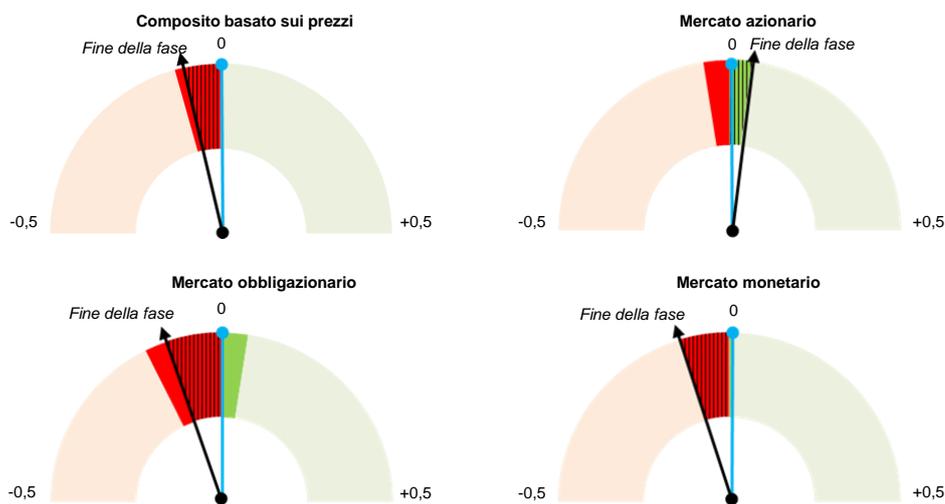
¹⁰⁰ Cfr. anche, Igan, D., Kirti, D. e Martinez Peria, S., "The Disconnect between Financial Markets and the Real Economy", *Special Notes Series on COVID-19*, FMI, agosto 2020.

Grafico 8

Andamenti dell'integrazione finanziaria nella fase 2 - veduta d'insieme

(variazioni dei livelli degli indicatori; i livelli degli indicatori sono vincolati tra zero, che indica frammentazione piena, e uno, che indica integrazione piena)

- Inizio della fase
- Punto minimo
- Punto massimo
- Fine della fase



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la fase 2 fa riferimento al periodo tra il 26 marzo e il 7 maggio 2020. Per una descrizione più dettagliata del grafico, cfr. il grafico B. Per ulteriori informazioni sugli indicatori compositi basati sui prezzi, cfr. Hoffmann, P. et al., op. cit.

Le diverse evoluzioni del mercato dei titoli di Stato e del mercato azionario, inoltre, evidenziano un certo grado di “scollamento” tra quest’ultimo e il mercato dei titoli a reddito fisso per l’intera durata di questa fase della crisi.

Mentre l’integrazione del mercato azionario è migliorata nel corso della fase 2, i mercati dei titoli di Stato, in particolare, hanno esaurito gran parte della spinta all’integrazione originata dal PEPP. I livelli dei differenziali sui titoli di Stato e la relativa dispersione tra paesi sono aumentati bruscamente. Questi andamenti si sono arrestati solo in seguito alla decisione della BCE del 22 aprile di “congelare” i rating degli emittenti sovrani per le operazioni di prestito garantite e dopo la quarta riunione del Consiglio europeo, che ha portato all’accordo su un primo pacchetto di misure di bilancio di respiro europeo fondato su tre reti di sicurezza: il MES, la BEI e i fondi SURE.

L’accordo sulla rete di sicurezza da 540 miliardi di euro ha segnato una svolta nell’ambito delle politiche di bilancio introdotte a livello paneuropeo a seguito della crisi innescata dal COVID-19. L’accordo su una rete di sicurezza articolata su tre fronti, che è stato raggiunto il 23 aprile in occasione della quarta riunione del Consiglio europeo dedicata a tale argomento, ha rappresentato un passo importante nella formulazione di una risposta europea comune in materia di bilancio. Tale rete di sicurezza è costituita dallo strumento SURE, del valore di 100 miliardi di euro, dal fondo di garanzia paneuropeo per l’erogazione di prestiti alle imprese da parte della BEI, del valore complessivo di 200 miliardi di euro, e da una linea di credito di sostegno del valore di 240 miliardi di euro per la gestione della crisi pandemica nell’ambito del MES. Nel corso di tale riunione, inoltre, il Consiglio europeo ha

incaricato la Commissione di elaborare una proposta relativa a un fondo europeo per la ripresa, sebbene permangano opinioni diverse sulla composizione di tale fondo in termini di distribuzione delle sovvenzioni e dei prestiti. A posteriori, le discussioni svoltesi in occasione delle precedenti riunioni del Consiglio europeo sulle politiche da adottare in relazione a questo tema sono state necessarie a creare consenso sulle reti di sicurezza di cui sopra e, in ultima analisi, a istituire il fondo Next Generation EU, che ha prodotto molti degli effetti di integrazione finanziaria desiderati.

Tali segnali positivi di avanzamento verso una risposta comune europea alla pandemia in termini di politiche di bilancio hanno sostenuto la fiducia dei mercati, segnando un punto di svolta per l'integrazione finanziaria nel suo complesso (cfr. il grafico 1). Hanno rilanciato la tendenza alla reintegrazione nei mercati delle obbligazioni sovrane e societarie avviata dal PEPP e da altre misure di stabilità monetaria e finanziaria (cfr. il grafico 2). Tra le altre misure che hanno contribuito alla reintegrazione dei mercati finanziari figura la decisione della BCE del 22 aprile di "congelare" i rating per le operazioni di prestito garantite, ossia di mantenere l'idoneità delle attività negoziabili che soddisfano i requisiti minimi di qualità creditizia in caso di deterioramento dei relativi rating¹⁰¹.

Fase 3: allentamento delle misure di chiusura (lockdown) e istituzione del fondo Next Generation EU

La terza fase della crisi ha riguardato il periodo dall'8 maggio al 21 luglio 2020 ed è stata caratterizzata da un graduale allentamento delle misure di chiusura e dall'accordo sul fondo Next Generation EU¹⁰².

Nella terza fase della crisi si sono susseguiti diversi eventi che hanno favorito l'integrazione finanziaria. Tra questi figurano le proposte franco-tedesca e della Commissione europea in merito a un fondo UE per la ripresa, il graduale allentamento delle misure di lockdown, un'espansione della dotazione del PEPP di 600 miliardi di euro superiore al previsto e il raggiungimento di un accordo sul fondo per la ripresa denominato Next Generation EU. In questa fase, le sottocomponenti dell'indicatore composito basato sui prezzi segnalano andamenti positivi dell'integrazione finanziaria tra i mercati (cfr. il grafico 9).

¹⁰¹ Per ulteriori informazioni sulle politiche di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie, cfr. de Guindos, L. e Schnabel, I., "Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures", *The ECB Blog*, BCE, aprile 2020.

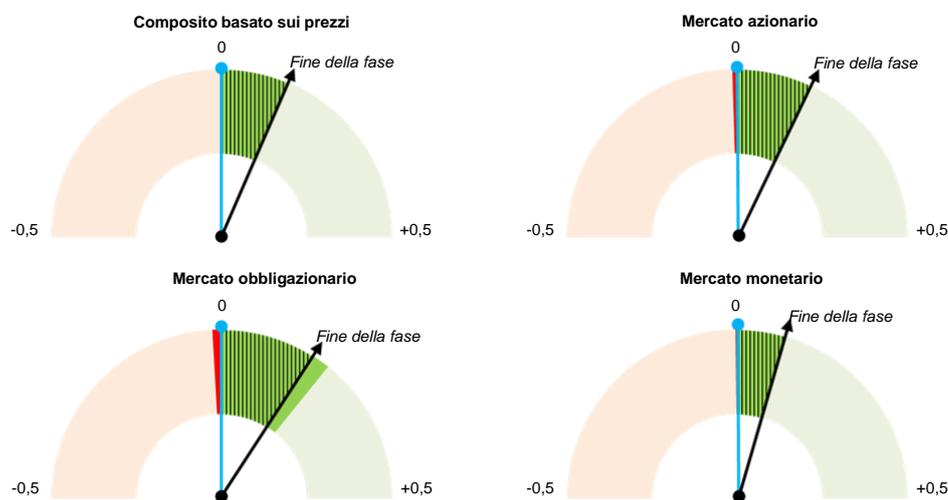
¹⁰² In questa fase, il numero di nuovi casi di COVID-19 a livello mondiale ha continuato a crescere senza mostrare segnali di stabilizzazione. I contagi giornalieri su scala mondiale sono saliti a oltre 200.000 a metà luglio, ovvero a più del doppio rispetto al livello su cui si erano temporaneamente stabilizzati ad aprile. Alla fine di luglio il numero complessivo di casi di COVID-19 ha raggiunto quota 17 milioni. Tali andamenti sono stati trainati da dinamiche di fondo diverse, con le economie emergenti che sono state interessate da un numero sempre crescente di casi e le economie avanzate (compresa l'area dell'euro) che, dal canto loro, alla fine di questo periodo hanno evidenziato anch'esse una recrudescenza di nuovi casi di COVID-19.

Grafico 9

Andamenti dell'integrazione finanziaria nella fase 3 - veduta d'insieme

(variazioni dei livelli degli indicatori; i livelli degli indicatori sono vincolati tra zero, che indica frammentazione piena, e uno, che indica integrazione piena)

- Inizio della fase
- Punto minimo
- Punto massimo
- Fine della fase



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la fase 3 fa riferimento al periodo tra l'8 maggio e il 21 luglio 2020. Per una descrizione più dettagliata del grafico, cfr. il grafico B. Per ulteriori informazioni sugli indicatori compositi basati sui prezzi, cfr. Hoffmann, P. et al., op. cit.

L'integrazione finanziaria è migliorata nei diversi segmenti di mercato a fronte di un flusso di dati contrastanti. Se da un lato i nuovi dati pervenuti durante questa fase hanno rilevato un calo di nuovi contagi di COVID-19 e un rallentamento dei tassi di mortalità che hanno portato al graduale allentamento delle misure di contenimento in Europa, dall'altro gli indicatori segnalano una crescita dell'economia ai minimi storici e revisioni al ribasso delle previsioni. In questo contesto, la proposta franco-tedesca del 18 maggio in merito a un fondo di sovvenzioni del valore di 500 miliardi di euro e quella della Commissione europea del 27 maggio sul fondo Next Generation EU per l'erogazione di 750 miliardi di euro di sovvenzioni e prestiti (entrambi gravanti sul bilancio dell'UE) hanno portato a notevoli riduzioni e a una sostanziale convergenza dei differenziali sui titoli di Stato e dei rendimenti delle obbligazioni societarie, in particolare per i paesi vulnerabili (cfr. i grafici 4, 5 e 6). Tali andamenti positivi sono stati ulteriormente rafforzati dalla decisione del Consiglio direttivo della BCE del 4 giugno di incrementare la dotazione del PEPP di 600 miliardi di euro (per un importo complessivo di 1.350 miliardi di euro) e di estenderne l'orizzonte di reinvestimento almeno sino alla fine del 2022.

La risposta comune europea sulle politiche di bilancio costituisce una pietra miliare che rafforza l'integrazione finanziaria. Gli effetti attenuanti delle proposte formulate a sostegno della ripresa in Europa (assieme ad altri fattori paralleli) si riflettono anche nei rendimenti delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, sebbene con un certo ritardo per quanto riguarda i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie. A seconda del paese considerato, la maggior parte o la totalità degli aumenti osservati a fine aprile/inizio maggio nei rendimenti sono stati riassorbiti entro la fine di maggio. Le diverse dimensioni dei mercati delle

obbligazioni societarie nei vari paesi dell'area dell'euro, sia in termini assoluti che in rapporto alle rispettive economie nazionali, possono spiegare alcuni andamenti dei rendimenti obbligazionari e della frammentazione¹⁰³.

La fine di questa fase è stata segnata dall'accordo sul dispositivo per la ripresa e la resilienza dell'Unione europea, nell'ambito della proposta di costituzione del fondo Next Generation EU, e dalla definizione del quadro finanziario pluriennale (Multiannual financial framework, MFF) per il periodo dal 2021 al 2027. L'accordo ha dissolto parte delle incertezze in merito a una risposta comune europea sulle politiche di bilancio¹⁰⁴ e ha avuto un effetto positivo immediato sull'integrazione finanziaria in un'ampia gamma di mercati, in particolare in quelli delle obbligazioni sovrane e societarie. Ha pertanto rafforzato gli sviluppi positivi dell'integrazione a seguito delle proposte franco-tedesca e della Commissione europea di maggio.

I mercati monetari hanno evidenziato un grado di frammentazione inferiore rispetto ad altri segmenti del mercato finanziario. Sebbene i mercati monetari abbiamo mostrato segnali di frammentazione sin dall'inizio della fase 1 e ben addentro alla fase 2 (anche se a un grado inferiore rispetto ad altri mercati), gli indicatori relativi a tale segmento hanno iniziato a segnalare livelli di dispersione in diminuzione alla fine di aprile 2020 (cfr. il pannello di sinistra del grafico 10). Le diverse operazioni di prestito e gli adeguamenti dei criteri di concessione del credito e delle garanzie idonee hanno favorito una graduale riduzione della dispersione, in particolare per i tassi del mercato monetario non garantito, come l'€STR. La dispersione dei tassi del mercato monetario garantito ha registrato delle impennate in corrispondenza delle principali date che hanno scandito la crisi legata al coronavirus a causa delle dinamiche di corsa alla qualità o in corrispondenza delle scadenze dei contratti future a causa della scarsità delle garanzie. Agli inizi di maggio 2020 si è nuovamente approssimata ai livelli precedenti la crisi, attorno ai quali, sostanzialmente, ha continuato a oscillare (cfr. il pannello di destra del grafico 10).

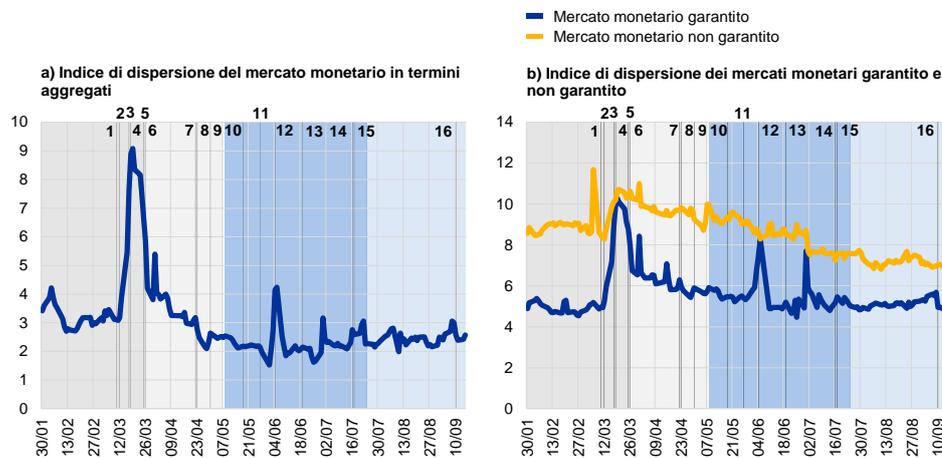
¹⁰³ Ad esempio, in termini assoluti, la Francia vanta il mercato delle obbligazioni societarie più ampio (e più sviluppato) tra tutti i paesi dell'area dell'euro, seguita da Germania, Italia e Spagna. In percentuale del PIL, tuttavia, il mercato tedesco è più piccolo rispetto a quello francese, italiano e olandese, e anche rispetto a quello spagnolo. La ragione principale di ciò risiede nel fatto che il segmento delle società non finanziarie è meno sviluppato in Germania rispetto alla Francia o ai Paesi Bassi, in quanto le imprese tedesche continuano a fare maggiore affidamento sui prestiti bancari. Insieme al mutare nel tempo dei contesti di rischio per le imprese nei diversi paesi, ciò potrebbe rappresentare il motivo per cui i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie tedesche sono talvolta i più elevati tra quelli di tutti i paesi riportati nel grafico 6.

¹⁰⁴ Cfr. il riquadro *Le implicazioni per le politiche di bilancio del pacchetto per la ripresa economica dell'UE* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

Grafico 10

Integrazione del mercato monetario dal 30 gennaio al 15 settembre

(dati giornalieri)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: per i dettagli tecnici sulla costruzione di questo indicatore, cfr. Corradin, S. et al, op. cit. Per un elenco dettagliato degli eventi indicati dalle linee numerate nel grafico, cfr. le note del grafico 1.

Fase 4: segnali stabili di normalizzazione finanziaria

La quarta fase della crisi ha interessato il periodo dal 22 luglio al 15 settembre ed è stata caratterizzata da un miglioramento dell'integrazione finanziaria segnalato da un'ampia gamma di indicatori¹⁰⁵.

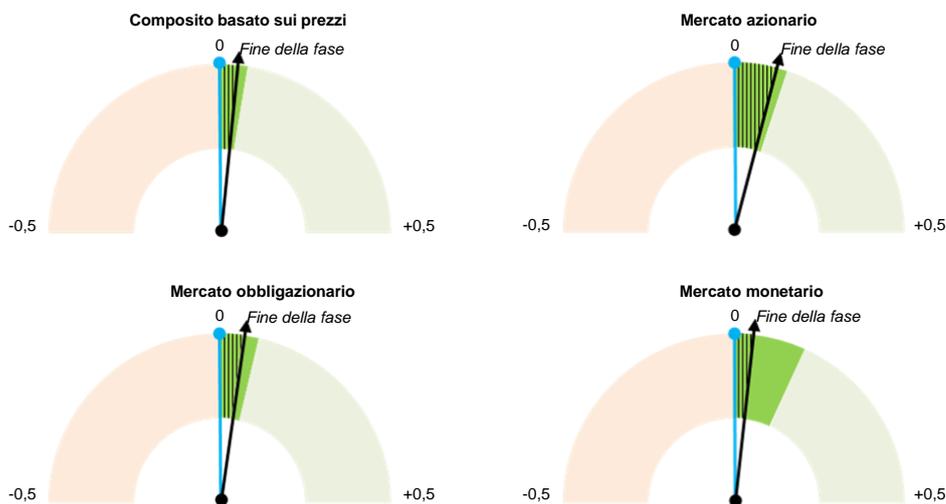
¹⁰⁵ Durante questa fase, il numero di nuovi casi confermati a livello mondiale ha continuato a crescere fino all'inizio di agosto. Il numero di casi giornalieri è rimasto elevato, e ha superato quota 300.000 a metà settembre. I nuovi contagi sono aumentati rapidamente tra le economie avanzate al di fuori degli Stati Uniti. Nell'area dell'euro si è verificata una brusca impennata dei casi che ha fatto crescere i timori di una seconda ondata.

Grafico 11

Andamenti dell'integrazione finanziaria nella fase 4 - veduta d'insieme

(variazioni dei livelli degli indicatori; i livelli degli indicatori sono vincolati tra zero, che indica frammentazione piena, e uno, che indica integrazione piena)

- Inizio della fase
- Minimo
- Massimo
- Fine della fase



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: la fase 4 fa riferimento al periodo tra il 22 luglio e il 15 settembre 2020. Per una descrizione più dettagliata del grafico, cfr. il grafico B. Per ulteriori informazioni sugli indicatori compositi basati sui prezzi, cfr. Hoffmann, P. et al., op. cit.

Il miglioramento generalizzato in termini di integrazione finanziaria è

proseguito durante questa fase. I dati ricavati dall'indicatore composito basato sui prezzi e dalle relative sottocomponenti segnalano che, in questa fase della crisi, l'accordo sul fondo UE per la ripresa e sull'MFF ha continuato ad avere un impatto positivo sul livello di integrazione finanziaria. Di fatto, l'indicatore composito è tornato ai livelli precedenti la crisi alla fine di agosto (cfr. il grafico 1). La persistente tendenza alla reintegrazione nei mercati finanziari europei si riflette anche, ad esempio, nel calo del livello e della dispersione dei differenziali di rendimento sui titoli di Stato a 10 anni durante la quarta fase della crisi (cfr. il grafico 5). Inoltre, il mercato delle obbligazioni societarie ha mostrato una costante tendenza al ribasso verso i livelli osservati da ultimo a marzo 2020, trainata anche dal ridotto livello di attività sul mercato primario e dalla relativamente scarsa liquidità del mercato nel periodo estivo.

L'attuale stabilizzazione e l'apparente ritorno alla situazione antecedente la pandemia di COVID-19, tuttavia, richiedono una serie di precisazioni.

Il ritorno delle misure di integrazione finanziaria ai livelli pre-crisi deve essere considerato alla luce del sostanzioso volume di stimoli monetari e fiscali su cui si basa e dal quale la sua sostenibilità non può prescindere. Sebbene parte dell'incertezza si sia dissolta in seguito alla stipula dell'accordo su uno strumento europeo per la ripresa, sul recupero post-crisi dell'economia continuano a gravare notevoli incognite, in particolare in considerazione di un nuovo aumento dei tassi di contagio nei paesi europei – che accresce la probabilità di una nuova tornata di misure di chiusura – e

in attesa della ratifica del fondo Next Generation EU da parte dei parlamenti nazionali.

3 Osservazioni conclusive

Il presente articolo ha illustrato una serie di indicatori ad alta frequenza che consentono di monitorare gli andamenti dell'integrazione finanziaria nell'ambito della crisi legata al COVID-19. L'analisi si concentra su un indicatore composito dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi e sulle relative sottocomponenti specifiche per i mercati monetario, obbligazionario, azionario e bancario. Il contributo originale fornito da questo articolo consiste nel trasformare questi indicatori in modo tale che, con il supporto delle tecnologie big data, forniscano osservazioni a frequenza più elevata. Lo strumentario per il monitoraggio ad alta frequenza qui esposto si basa su analisi condotte presso la BCE e l'Eurosistema. Esso comprende nuovi indicatori ad alta frequenza per il mercato monetario e vari indicatori che tengono traccia degli andamenti dei mercati delle obbligazioni sovrane e societarie. Si tratta di uno strumentario flessibile e ampliabile nel tempo.

I dati provenienti da questi indicatori finanziari ad alta frequenza possono essere utilizzati per seguire l'evoluzione della crisi legata al COVID-19 e interpretare gli effetti delle risposte di politica monetaria, di bilancio e finanziaria dal punto di vista dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro.

Gli indicatori suggeriscono che la sfida più significativa per la capacità di tenuta dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro si è posta nelle fasi iniziali della crisi generata dal COVID-19. L'inizio della crisi è stato particolarmente duro in termini di dinamiche di frammentazione, soprattutto prima dell'annuncio del PEPP.

Successivamente sono emersi segnali stabili di reintegrazione finanziaria grazie ai progressi compiuti nell'ambito della formulazione di una risposta europea comune in materia di bilancio, mettendo in evidenza i potenti effetti del coordinamento delle politiche monetarie e di bilancio nell'eventualità di crisi economiche.

Mettendo a confronto l'indicatore composito dell'integrazione finanziaria basato sui prezzi con gli indicatori specifici per segmento emerge un quadro più sfumato. L'indicatore composito dell'integrazione finanziaria registra un punto

minimo a metà aprile 2020, ma a metà agosto 2020 torna a superare i livelli osservati prima della crisi del coronavirus. Tale reintegrazione, tuttavia, non si osserva in tutti i segmenti del mercato; né sembrano beneficiarne in egual misura tutti i paesi dell'area dell'euro. I mercati monetari hanno fornito un forte contributo alla risalita dell'integrazione finanziaria basata sui prezzi ai livelli di inizio 2020. Per i mercati delle obbligazioni sovrane e societarie, la tendenza alla reintegrazione si è stabilizzata soltanto ad agosto 2020 e l'integrazione è tornata ai livelli pre-crisi solo verso la fine del periodo considerato. L'integrazione dei mercati azionari mostra andamenti divergenti tra i vari paesi e, pur evidenziando un lieve aumento rispetto agli inizi di luglio 2020, rimane intorno ai livelli precedenti la crisi.

Attualmente la reintegrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro è ancora fragile e disomogenea e il graduale ritorno alla situazione antecedente la pandemia di COVID-19 è ascrivibile all'entità senza precedenti degli stimoli fiscali e monetari. Sebbene molti indicatori dell'integrazione finanziaria mostrino un miglioramento durante la terza e quarta fase della crisi, questa tendenza alla reintegrazione è soggetta al rischio di ulteriori ondate di contagi e di nuove misure di chiusura.

a cura di Jordi Gutiérrez Curos, Jürgen Herr, Rafael Quevedo, Mirna Valadzija e Me-Lie Yeh

1 Introduzione e rilevanza dei fondi pensione

I fondi pensione svolgono un ruolo importante nell'economia dell'area dell'euro. Essi offrono alle famiglie un'opportunità di risparmio in previsione del pensionamento e, al tempo stesso, contribuiscono a un'efficiente allocazione del capitale a lungo termine. Quelle collegate alle pensioni sono in genere una delle principali attività delle famiglie (rappresentano circa il 20 per cento della ricchezza finanziaria netta delle famiglie dell'area dell'euro), in particolare nei paesi in cui sono più diffuse le pensioni aziendali e professionali.

Le nuove statistiche sui fondi pensione¹⁰⁶ combinano in un unico insieme armonizzato di statistiche i dati sui diversi regimi pensionistici dei paesi dell'area dell'euro. Esse offrono una serie di informazioni notevolmente ampliata, essenziale per monitorare l'evoluzione dei fondi pensione dal punto di vista della politica monetaria, della stabilità finanziaria e della struttura del sistema finanziario. Sono esclusi dall'ambito di applicazione del regolamento i regimi pensionistici forniti dalle amministrazioni pubbliche (ad esempio i regimi di previdenza sociale¹⁰⁷) e i piani pensionistici offerti dalle società di assicurazione. La prima segnalazione relativa alle statistiche sui fondi pensione da parte delle banche centrali nazionali alla BCE, in linea con il regolamento, è iniziata con i dati trimestrali sulle attività e passività per il terzo trimestre del 2019 e con i dati annuali sul numero di iscritti ai regimi pensionistici per il 2019. La prima pubblicazione del dataset sui fondi pensione è stata effettuata il 31 luglio 2020 sulla piattaforma Statistical Data Warehouse (SDW)¹⁰⁸ della BCE.

Negli ultimi due decenni i fondi pensione sono cresciuti considerevolmente nell'area dell'euro in termini di attività finanziarie e in percentuale del PIL.

Dal 2008 le attività dei fondi pensione dell'area dell'euro sono quasi raddoppiate in termini di dimensioni: le attività totali sono attualmente pari a circa 3.000 miliardi di euro e la loro percentuale rispetto al PIL dell'area è pressoché raddoppiata, passando dal 13 per cento nel 2008 al 25 per cento nel 2019 (cfr. il grafico 1).

¹⁰⁶ Fondi pensione autonomi, secondo la definizione del Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC 2010). I fondi pensione sono costituiti unicamente da quei fondi che si configurano come unità istituzionali distinte dalle unità che li istituiscono; non sono pertanto compresi i fondi pensione non autonomi istituiti, ad esempio, da enti creditizi o società non finanziarie. Sono esclusi dall'ambito di applicazione del regolamento anche i piani pensionistici individuali offerti dalle società di assicurazione o da altre istituzioni, come pure i regimi di previdenza sociale.

¹⁰⁷ Cfr. l'articolo *La spesa sociale: i paesi dell'area dell'euro a confronto* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

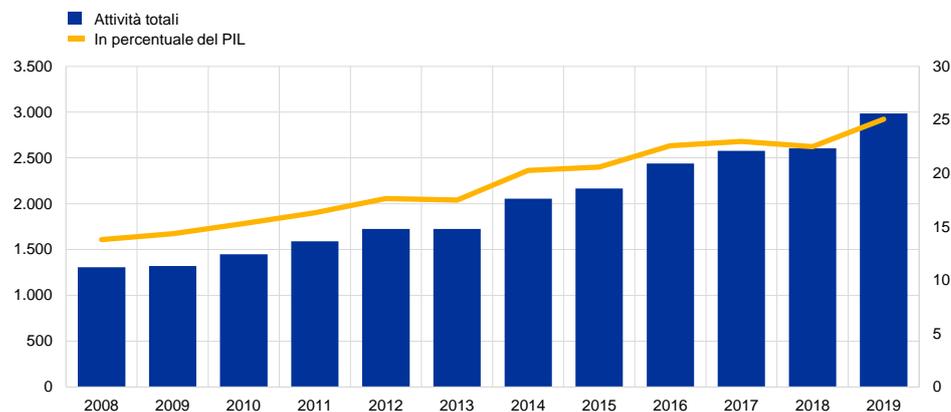
¹⁰⁸ Le statistiche sui fondi pensione sono disponibili sul sito Internet della BCE nello [Statistical Data Warehouse \(SDW\)](#).

A titolo di confronto, secondo i dati dell'OCSE, nel 2018 il valore delle attività dei fondi pensione privati statunitensi era pari a circa il 140 per cento del PIL¹⁰⁹.

Grafico 1

Attività totali dei fondi pensione dell'area dell'euro

(scala di sinistra: attività totali, miliardi di euro; scala di destra: in percentuale del PIL dell'area dell'euro).



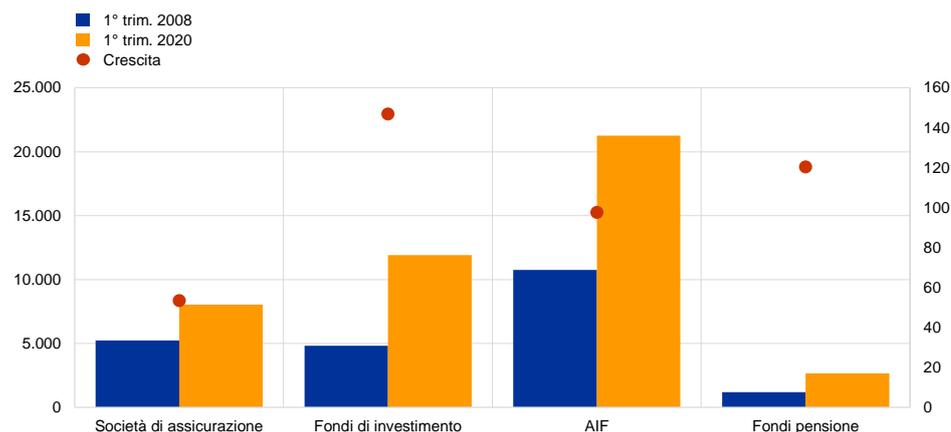
Fonte: elaborazioni della BCE.

Dalla crisi finanziaria i fondi pensione¹¹⁰ hanno rappresentato un settore finanziario in vivace espansione nell'area dell'euro. Il grafico 2 illustra la rapida crescita dei fondi pensione come settore finanziario tra la crisi del 2008 e il primo trimestre del 2020, quando i fondi pensione dell'area dell'euro contavano circa 75 milioni di iscritti.

Grafico 2

Attività totali e crescita di alcuni settori finanziari diversi dalle IFM

(scala di sinistra: attività totali, logaritmo di miliardi di euro; scala di destra: variazione percentuale tra il 1° trim. 2008 e il 1° trim. 2020).



Fonte: elaborazioni della BCE.

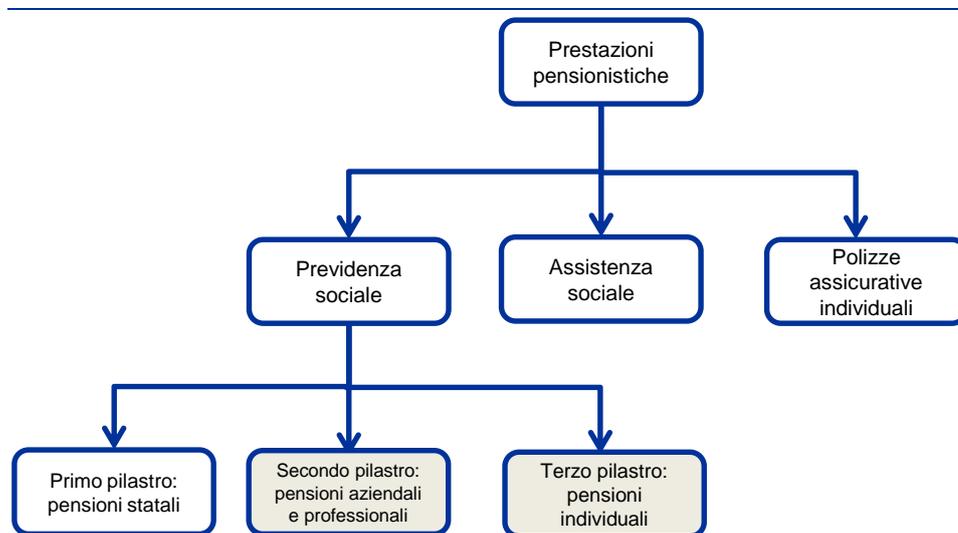
Nota: "AIF" sta per "altre istituzioni finanziarie".

¹⁰⁹ Ciò riflette la più elevata percentuale di pensioni private sul totale delle pensioni negli Stati Uniti e il fatto che il ruolo delle pensioni pubbliche nell'ambito della previdenza sociale è più rilevante in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro. Cfr. *Pension Markets in Focus*, OCSE, 2019 e *OECD Pensions Outlook*, OCSE, 2018.

¹¹⁰ Compresa le pensioni del "secondo pilastro" e (in parte) del "terzo pilastro" (cfr. anche la sezione 2).

Nell'area dell'euro i fondi pensione sono fortemente eterogenei in termini di assetto giuridico e regolamentare, in funzione dei ruoli che svolgono nei sistemi di previdenza sociale, diversi da paese a paese. A seconda della natura del contribuente, i regimi pensionistici sono generalmente classificati in tre pilastri (Banca mondiale, 2008¹¹¹) (cfr. la figura 1). Le pensioni del primo pilastro sono gestite a livello statale. Le pensioni del secondo pilastro sono costituite da protocolli d'intesa relativi a pensioni aziendali e professionali legati all'occupazione, in gran parte collegati a uno specifico datore di lavoro, a un gruppo di datori di lavoro, a un settore economico o a una specifica parte sociale. Le pensioni del terzo pilastro sono costituite da prodotti pensionistici individuali o da risparmi.

Figura 1
I pilastri dei regimi pensionistici



Fonti: Banca mondiale, Eurostat.

Note: la previdenza sociale e l'assistenza sociale sono definite nella Guida alle pensioni di Eurostat¹¹². Il regolamento della BCE disciplina i regimi pensionistici indicati nelle celle ombreggiate della figura, ossia i regimi di previdenza sociale che costituiscono il secondo e il terzo pilastro.

I paesi dell'area dell'euro spesso prevedono piani pensionistici del primo pilastro secondo un sistema a ripartizione (pay-as-you-go, PAYG¹¹³).

Tali prestazioni pensionistiche differiscono notevolmente in termini di livello e natura in quanto vanno dalla “protezione contro la povertà” in alcuni Stati membri alla sostituzione fino all'80 per cento degli stipendi finali in altri¹¹⁴.

¹¹¹ Cfr. “The World Bank Pension Conceptual Framework”, *World Bank Pension Reform Primer Series*, Washington, DC, 2008.

¹¹² Cfr. Eurostat, *Technical compilation guide for pension data in national accounts – 2020 edition*: “I regimi di previdenza sociale sono sistemi in cui i partecipanti sono obbligati, o incoraggiati, da terzi ad assicurarsi contro determinati rischi o circostanze sociali che potrebbero incidere negativamente sul loro benessere o su quello delle persone a loro carico. [...] Contrariamente a quanto avviene per la previdenza, nell'ambito dell'assistenza sociale le prestazioni possono essere erogate senza che siano stati versati contributi specifici a un regime previdenziale” (traduzione non ufficiale).

¹¹³ I sistemi PAYG implicano che le pensioni corrisposte ai pensionati attuali siano finanziate dai contributi versati dai lavoratori attuali. Esiste quindi una relazione fondamentale tra il numero di lavoratori e il numero di pensionati iscritti al regime.

¹¹⁴ Cfr., ad esempio, Commissione europea, *Pension adequacy report 2018 – Current and future income adequacy in old age in the EU*, aprile 2018.

Anche i ruoli, la dimensione e la natura delle pensioni private variano notevolmente da un paese all'altro dell'area dell'euro.

Va notato che vi sono alcuni Stati membri con livelli molto bassi di pensioni del primo pilastro, ma con significativi risparmi privati a fini pensionistici (in particolare nel settore delle pensioni aziendali e professionali) e valori elevati in termini di attività rispetto al PIL dello Stato membro¹¹⁵. I fondi pensione aziendali e professionali nei Paesi Bassi rappresentano circa i due terzi di tale categoria di pensioni nell'area dell'euro. I piani pensionistici aziendali e professionali spesso sono negoziati tra i datori di lavoro e le parti sociali e sono soggetti al diritto sociale e del lavoro nazionale, con ripercussioni sulle strutture di governance dei fondi pensione.

Il settore dei fondi pensione dell'area dell'euro è fortemente concentrato in alcuni paesi.

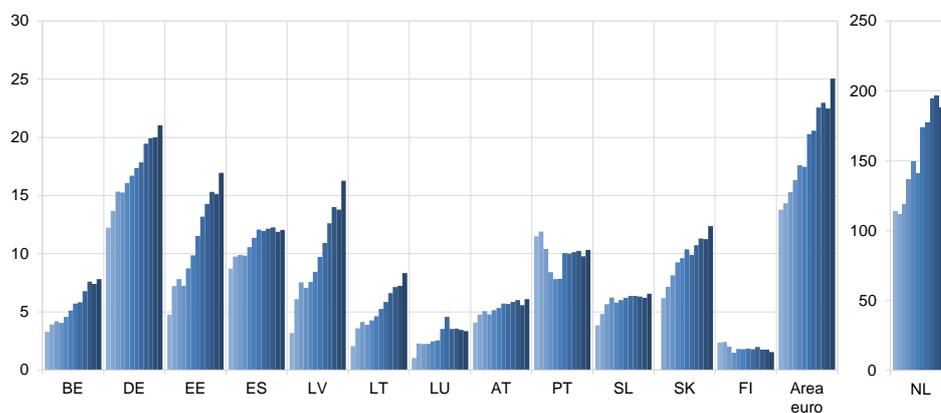
Nell'area dell'euro i Paesi Bassi si distinguono per la loro quota eccezionalmente elevata, seguiti dalla Germania. Un'altra caratteristica di tale settore nell'area dell'euro è la disparità nel numero di istituzioni segnalanti, in quanto in alcuni paesi vi sono ampie popolazioni segnalanti costituite da fondi pensione di piccole dimensioni (ad esempio Irlanda e Cipro¹¹⁶), mentre in altri il numero di fondi pensione è esiguo.

Dal 2008 le attività dei fondi pensione hanno registrato un incremento nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Sebbene tale crescita, in percentuale del PIL del paese, sia variata da un paese all'altro, nella maggior parte dei casi la tendenza al rialzo è stata costante nonostante la crisi finanziaria (cfr. il grafico 3).

Grafico 3

Attività totali in percentuale del PIL per paese

(dati annuali, periodo dal 2008 al 2019; la scala di destra si riferisce ai Paesi Bassi)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: GR, IE, IT e CY sono escluse a causa di dati mancanti. FR e MT sono escluse poiché nel periodo di riferimento del grafico non avevano un settore di fondi pensione secondo la definizione del SEC 2010.

Il tipo di attività più comunemente detenuto dai fondi pensione dell'area dell'euro è costituito da partecipazioni in fondi di investimento, seguite da

¹¹⁵ Nei Paesi Bassi, ad esempio, circa la metà del reddito pensionistico proviene da pensioni del secondo e terzo pilastro (il primo pilastro funge da rete di sicurezza per prevenire la povertà). Questo è il motivo principale dell'elevato rapporto tra attività pensionistiche e PIL (che ha superato il 200 per cento).

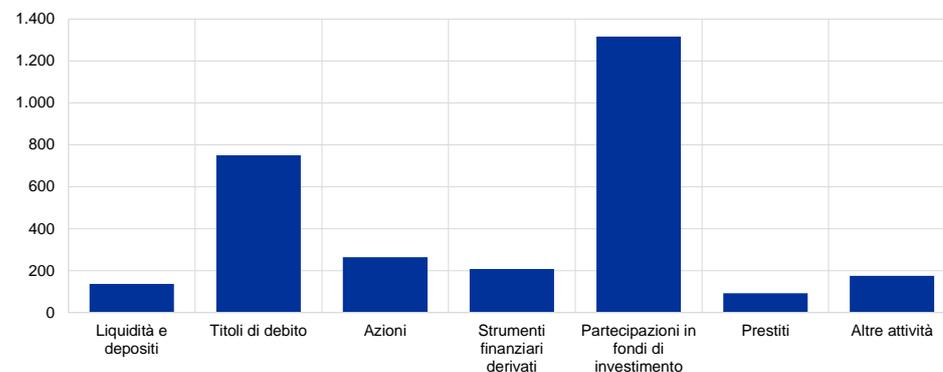
¹¹⁶ Nell'ambito dei lavori preparatori svolti in sede di elaborazione del regolamento, sono stati individuati oltre 75.000 fondi pensione in Irlanda e circa 2.000 a Cipro.

titoli di debito (cfr. il grafico 4). Altri investimenti, su scala più ridotta, comprendono azioni, strumenti finanziari derivati, liquidità e prestiti.

Grafico 4

Attività detenute dai fondi pensione dell'area dell'euro

(miliardi di euro; 2° trim. 2020)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: "Altre attività" comprende le riserve dei fondi pensione, le attività non finanziarie e le restanti attività.

Le principali passività per i fondi pensione (che rappresentano oltre il 95 per cento del totale per l'area dell'euro) sono costituite da riserve tecniche di assicurazione/diritti pensionistici. Nell'area dell'euro, i regimi a prestazione definita¹¹⁷ rappresentano più dell'85 per cento del totale dei diritti pensionistici. Tuttavia, negli ultimi anni la maggior parte dei paesi dell'area è passata dai contratti a prestazione definita a quelli a contribuzione definita¹¹⁸, anche se l'impatto sulle consistenze si potrà osservare solo dopo alcuni anni di accumulo (cfr. il grafico 5).

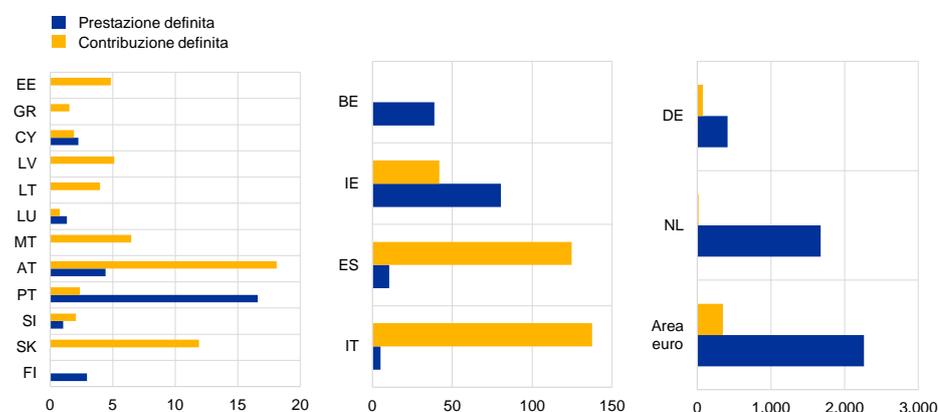
¹¹⁷ In un regime pensionistico a prestazione definita, la prestazione pensionistica è predeterminata da una formula basata sulla storia retributiva, sull'anzianità di servizio e sull'età del singolo lavoratore. La prestazione al momento del pensionamento non dipende direttamente dai rendimenti degli investimenti, in quanto è stabilita in anticipo. Per contro, nei regimi a contribuzione definita vengono aperti conti individuali per i partecipanti e le prestazioni si basano sugli importi accreditati su tali conti più eventuali utili da investimenti. In tali piani, le prestazioni future oscillano sulla base degli utili da investimenti e i promotori (che di norma sono datori di lavoro) non sono obbligati a versare ulteriori contributi al piano in caso di evoluzione sfavorevole; ciò è illustrato più dettagliatamente mediante le nuove statistiche disponibili nella sezione 3. I piani ibridi comprendono sia le componenti a prestazione definita che quelle a contribuzione definita.

¹¹⁸ Cfr. il *Consumer Trends Report 2019* dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, Lussemburgo, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, 2019.

Grafico 5

Diritti pensionistici per paese e tipo di regime

(miliardi di euro; 2° trim. 2020)



Fonte: elaborazioni della BCE.

2 Regolamento della BCE riguardante le statistiche sui fondi pensione

Gli obblighi normativi relativi alle statistiche armonizzate sui fondi pensione sono stabiliti nel Regolamento (CE) n. BCE/2018/2¹¹⁹. Il regolamento definisce gli standard statistici che i fondi pensione devono rispettare nella segnalazione delle loro attività e passività. Prima dell'introduzione delle statistiche armonizzate, i dati erano raccolti non obbligatoriamente e con la massima accuratezza possibile dalle banche centrali nazionali, che, per calcolarle, utilizzavano fonti diverse dalla raccolta diretta. Il regolamento è integrato dall'**Indirizzo BCE/2019/18¹²⁰**, che stabilisce le procedure che le banche centrali nazionali devono seguire per segnalare le statistiche sui fondi pensione alla BCE.

Il regolamento della BCE è volto a migliorare la disponibilità e la qualità dei dati segnalati dai fondi pensione e ad accrescere l'armonizzazione e la comparabilità dei dati tra i vari paesi. Le nuove statistiche sui fondi pensione forniscono un insieme di dati più ampio e armonizzato, che si traduce in una base informativa più solida per il processo decisionale di politica monetaria, ai fini della stabilità finanziaria (anche da un punto di vista macroprudenziale¹²¹) e per una più accurata derivazione delle statistiche sui conti dell'area dell'euro. Un maggior numero di dati significa maggiore trasparenza sulle attività dei fondi pensione. Ciò è di vitale importanza, poiché in tutta l'Unione europea sono in corso riforme del settore pensionistico e si registra anche un passaggio da regimi a prestazione

¹¹⁹ Regolamento (UE) 2018/231 della Banca centrale europea, del 26 gennaio 2018, sugli obblighi di segnalazione statistica dei fondi pensione (BCE/2018/2) (GU L 45 del 17.2.2018, pag. 3).

¹²⁰ Indirizzo (UE) 2019/1386 della Banca centrale europea, del 7 giugno 2019, che modifica l'Indirizzo BCE/2014/15 relativo alle statistiche monetarie e finanziarie (BCE/2019/18) (GU L 232 del 6.9.2019, pag. 1).

¹²¹ Cfr. Serrano, A.S. e Peltonen, T., "Pension schemes in the European Union: challenges and implications from macroeconomic and financial stability perspectives", *Occasional Paper Series*, n. 17, CERS, luglio 2020.

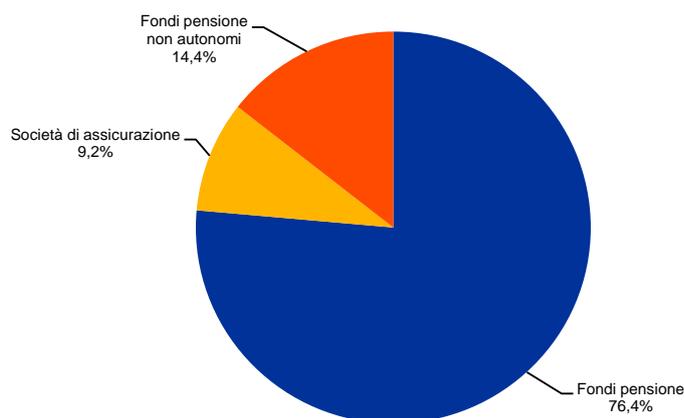
definita a regimi a contribuzione definita. Un altro vantaggio dei dati aggiuntivi segnalati ai sensi del regolamento della BCE è l'apertura di nuove possibilità di ricerca su temi quali l'impatto dei fondi pensione sull'economia e sul settore finanziario. Alcuni esempi dell'uso delle nuove statistiche sui fondi pensione sono illustrati in dettaglio nella sezione 3.

Il regolamento riguarda i fondi pensione autonomi, secondo la definizione del Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC 2010)¹²². I fondi pensione sono società finanziarie che svolgono principalmente attività di intermediazione finanziaria in conseguenza della messa in comune dei rischi e dei bisogni sociali dei loro iscritti e beneficiari. In base ai conti dell'area dell'euro, circa il 76 per cento del totale dei diritti pensionistici è costituito da passività dei fondi pensione¹²³ (cfr. il grafico 6). Le società di assicurazione possono anche offrire piani di risparmio, che sono registrati come pensioni, in particolare se la partecipazione a tali piani fa parte di un contratto di lavoro. Le passività delle società di assicurazione rappresentano il 9 per cento del totale dei diritti pensionistici¹²⁴.

Grafico 6

Diritti pensionistici per settore

(percentuale del totale dei diritti pensionistici dell'area dell'euro; 1° trim. 2020)



Fonti: conti dell'area dell'euro ed elaborazioni della BCE.

Nota: i "Fondi pensione non autonomi" comprendono le società non finanziarie, le istituzioni finanziarie monetarie, altre istituzioni finanziarie, le amministrazioni pubbliche e le famiglie e le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

Soltanto quei fondi pensione che si configurano come unità istituzionali distinte dalle unità che li costituiscono sono inclusi nelle statistiche sui fondi pensione. In alcuni paesi i datori di lavoro possono istituire schemi previdenziali per i propri dipendenti senza ricorrere a fondi pensione o società assicurative. Tali schemi non autonomi non sono ricompresi nelle statistiche sui fondi pensione. Se iscritti nel bilancio dei datori di lavoro, gli impegni previdenziali sono inclusi nei

¹²² Al momento dell'attuazione del regolamento, in Francia non esistevano fondi pensione conformi alla definizione del SEC 2010.

¹²³ Tali diritti pensionistici sono quelli compresi nel secondo pilastro (pensioni aziendali e professionali) e nel terzo pilastro (ad esempio i regimi pensionistici individuali offerti dai fondi pensione) della figura 1.

¹²⁴ Gli schemi pensionistici offerti dalle società di assicurazione sono compresi nelle statistiche relative a tali società. I prodotti di risparmio volontario, ad esempio le polizze individuali di assicurazione sulla vita e le rendite, non sono considerati schemi pensionistici, ma sono registrati nelle statistiche sulle assicurazioni e nei conti dell'area dell'euro come assicurazioni sulla vita e rendite.

conti dell'area dell'euro. Gli schemi non autonomi rappresentano circa il 14 per cento del totale dei diritti pensionistici. I regimi di previdenza sociale non rientrano nella definizione principale di pensioni¹²⁵ (il primo pilastro nella figura 1).

Le statistiche sui fondi pensione costituiscono un'importante fonte per i conti dell'area dell'euro, non solo per i dati concernenti il sotto-settore dei fondi pensione, presentato separatamente nei conti finanziari¹²⁶, ma anche per le informazioni sugli investimenti finanziari delle famiglie nei fondi pensione.

Il regolamento sui fondi pensione fornisce una solida base per l'identificazione delle consistenze in essere e la scomposizione dei flussi in operazioni finanziarie, rivalutazioni e altre variazioni di volume¹²⁷. Ciò migliora notevolmente la compilazione dei dati dei conti finanziari relativi ai fondi pensione e agli investimenti finanziari delle famiglie.

La cooperazione con l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) è stata fondamentale per ridurre al minimo l'onere di segnalazione per i fondi pensione e garantire coerenza tra i dati di vigilanza e i dati statistici. Gli organi competenti dell'EIOPA e della BCE hanno operato in stretta collaborazione per stabilire le definizioni, il quadro metodologico e il formato di trasmissione sia delle statistiche del SEBC, sia delle segnalazioni di vigilanza¹²⁸. È stato raggiunto un livello molto elevato di convergenza tra obblighi segnalatici, contenuto dei dati, tempestività e copertura. Ciò offre alle autorità nazionali la possibilità di adottare un unico flusso di segnalazione per i fondi pensione, al fine di ridurre l'onere segnalatico e massimizzare la coerenza tra i dati utilizzati in ambito di vigilanza e quelli impiegati nelle statistiche macroeconomiche¹²⁹.

Nel 2017 la BCE ha avviato una consultazione pubblica¹³⁰ sulla bozza di regolamento relativo agli obblighi di segnalazione statistica per i fondi pensione. I documenti principali, che comprendono la bozza di regolamento, una sintesi della relativa analisi costi-benefici eseguita nel 2016 e le risposte alle domande più frequenti, sono stati resi disponibili sul sito Internet della BCE come informazioni di riferimento. La consultazione pubblica è stata determinante per il conseguimento di un giusto equilibrio tra le esigenze degli utenti e i costi degli operatori soggetti agli obblighi di segnalazione e ha anche costituito la base per alcuni aggiustamenti tecnici.

¹²⁵ I diritti pensionistici come attività e passività finanziarie rilevate nel nucleo principale dei conti finanziari nazionali e i diritti di previdenza sociale sono presentati insieme nella tavola 29 "Accrued-to-date pension entitlements in social insurance" (diritti pensionistici maturati nell'ambito della previdenza sociale) del [programma di trasmissione del SEC 2010](#) (cfr. anche il riquadro [I diritti pensionistici maturati dalle famiglie nei diversi paesi dell'area dell'euro](#) nel numero 5/2019 di questo Bollettino).

¹²⁶ Nei conti del settore non finanziario i fondi pensione sono inclusi come parte dei settori finanziari; le operazioni non finanziarie non sono generalmente disponibili per sotto-settore.

¹²⁷ Si tratta di riclassificazioni ai sensi del regolamento BCE.

¹²⁸ Cfr. la decisione del Consiglio delle autorità di vigilanza sulle richieste periodiche di informazioni dell'EIOPA alle ANC concernenti la trasmissione di informazioni sulle pensioni aziendali e professionali ([Decision of the Board of Supervisors on EIOPA's regular information requests towards NCAs regarding provision of occupational pensions information](#)), EIOPA-BoS/18-114, 10 aprile 2018.

¹²⁹ Al fine di agevolare tale integrazione, l'EIOPA ha predisposto un quadro tecnico comune basato sulla tassonomia XBRL (eXtensible Business Reporting Language).

¹³⁰ I documenti relativi alla consultazione pubblica sono disponibili [qui](#).

In linea con lo schema di segnalazione dei fondi pensione, le banche centrali nazionali segnalano alla BCE i dati relativi alle consistenze di fine trimestre¹³¹ e gli aggiustamenti trimestrali da riclassificazioni e rivalutazioni. Sono inoltre segnalati anche i dati annuali sugli iscritti ai regimi pensionistici, suddivisi tra iscritti attivi, con pensioni differite e pensionati. Le consistenze si riferiscono al valore dell'attività o della passività al termine del trimestre o dell'anno di riferimento. Gli aggiustamenti da rivalutazione si riferiscono alle variazioni delle consistenze dovute a variazioni dei prezzi o dei tassi di cambio. Le operazioni finanziarie si riferiscono alla somma di tutte le acquisizioni nette (meno le vendite) di un determinato tipo di attività durante il periodo e alla variazione netta (afflussi meno deflussi) delle passività. In aggiunta, la separazione tra regimi a prestazione definita e regimi a contribuzione definita può essere integrata dalle informazioni segnalate titolo per titolo¹³² e dall'elenco dei fondi pensione¹³³. I tassi di crescita saranno calcolati a partire da un indice ricavato dividendo le operazioni per le consistenze all'inizio del periodo cui si riferiscono.

3 Nuovi dati dell'area dell'euro sulle statistiche relative ai fondi pensione

I fondi pensione dell'area dell'euro ottengono capitale dagli iscritti residenti.

Oltre il 99 per cento dei diritti pensionistici, la principale voce del passivo, proviene dallo Stato membro in cui ha sede il fondo pensione, evidenziando un marcato sbilanciamento a favore dell'attività nazionale e indicando inoltre il basso livello di attività transfrontaliera svolta dai fondi pensione (cfr. il grafico 7).

¹³¹ Qualora non siano segnalate dal settore, le BCN stimano le passività trimestrali. La principale voce da stimare è costituita dai diritti pensionistici. Secondo quanto stabilito dal regolamento, nel caso in cui i dati relativi alle passività non siano segnalati trimestralmente in forma diretta, le BCN devono ricavare le stime trimestrali delle passività dei fondi pensione sulla base dei dati annuali forniti. A tal fine, la BCE ha pubblicato una [Guida alla compilazione](#), che include la corrispondenza tra obblighi di vigilanza e obblighi statistici con l'EIOPA e le metodologie concordate per la stima delle passività trimestrali.

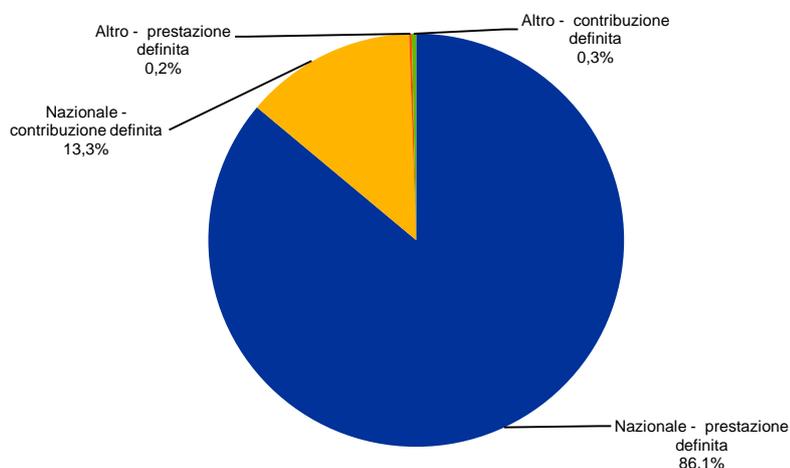
¹³² La segnalazione titolo per titolo e l'elenco dei fondi pensione costituiranno anche dati complementari fondamentali nell'analisi del passaggio dai regimi a prestazione definita ai quelli a contribuzione definita, in cui i rischi di investimento sono sostenuti dall'assicurato o dal beneficiario. Tale passaggio, pur essendo in grado di ridurre i rischi finanziari diretti per i fondi pensione, richiede un più attento monitoraggio dei regimi a contribuzione definita, che possono avere un impatto economico significativo sulla ricchezza netta delle famiglie.

¹³³ Cfr. l'[Indirizzo \(UE\) 2019/1335](#) della Banca centrale europea del 7 giugno 2019 che modifica l'[Indirizzo \(UE\) 2018/876](#) sul registro anagrafico delle istituzioni e delle entità affiliate (Register of Institutions and Affiliates Data) (BCE/2019/17) (GU L 208 dell'8.8.2019, pag. 47).

Grafico 7

Distribuzione geografica dei diritti pensionistici nell'area dell'euro per regime – residenza dei beneficiari

(valori percentuali; 2° trim. 2020)



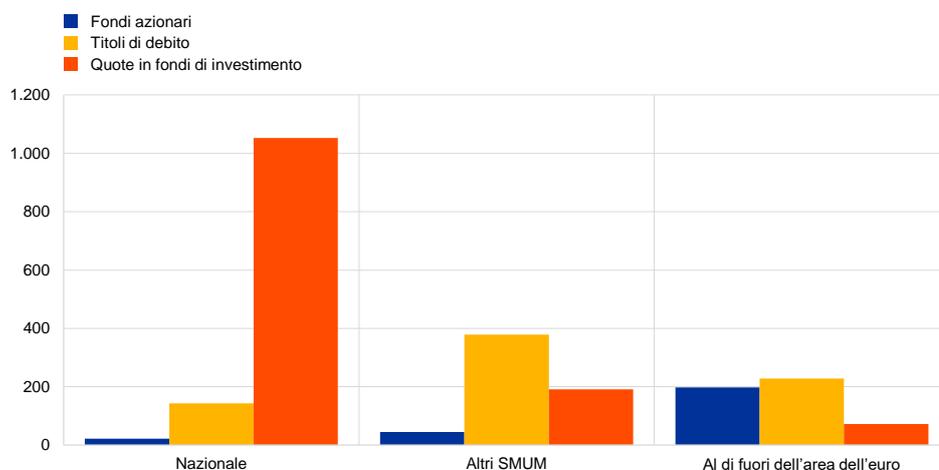
Fonte: elaborazioni della BCE.

I fondi pensione investono in un'area geograficamente più ampia. Le attività dei fondi pensione dell'area dell'euro hanno una distribuzione geografica più estesa rispetto alle passività e, delle prime, solo il 55 per cento circa è investito sul territorio nazionale. Le quote in fondi di investimento sono principalmente investite in fondi di investimento nazionali, mentre i titoli di debito, ad esempio, tendono a essere investiti in emittenti di altri paesi dell'area dell'euro (ossia al di fuori del paese in cui ha sede il fondo pensione). Nel caso delle azioni, le maggiori partecipazioni sono detenute verso emittenti non residenti nell'area dell'euro (cfr. il grafico 8).

Grafico 8

Distribuzione geografica delle attività

(miliardi di euro; 2° trim. 2020)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: "Altri SMUM" sta per altri Stati membri dell'unione monetaria.

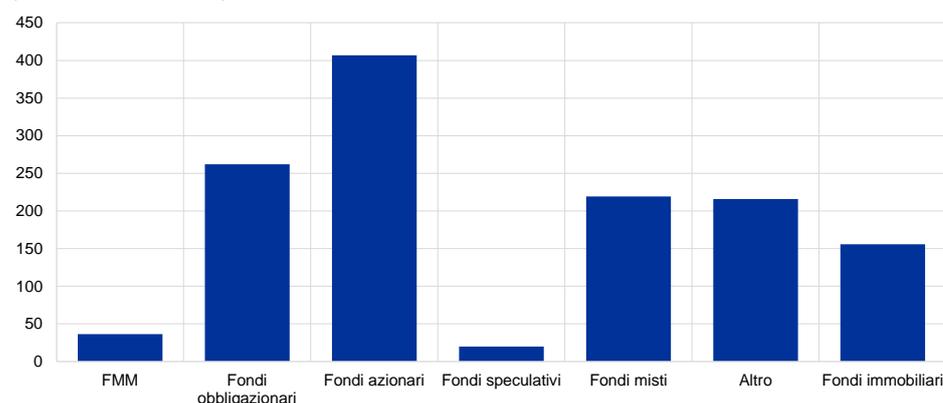
La scomposizione dei tipi di fondo di investimento attualmente disponibile è fondamentale per esaminare l'interconnessione del settore dei fondi pensione.

Nella precedente raccolta di dati sui fondi pensione era segnalato solo l'importo totale di tutte le quote in fondi di investimento, che rappresentano la tipologia più consistente di attività detenute. Non erano disponibili, di conseguenza, dati sull'esposizione reale dei fondi pensione alle oscillazioni dei mercati azionari e obbligazionari. Ai sensi del regolamento, quando segnalano quote in fondi di investimento, i fondi pensione devono specificare la tipologia di fondo in cui investono (ossia azionario, obbligazionario, misto, speculativo, immobiliare o altro) (cfr. il grafico 9). La nuova segnalazione mostra che il tipo più diffuso di quote in fondi di investimento detenuto dai fondi pensione dell'area dell'euro è rappresentato dai fondi azionari, seguiti dai fondi obbligazionari e da quelli misti (che combinano le due tipologie precedenti).

Grafico 9

Quote in fondi di investimento per tipologia

(miliardi di euro; 2° trim. 2020)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: "FMM" sta per "fondi di mercato monetario".

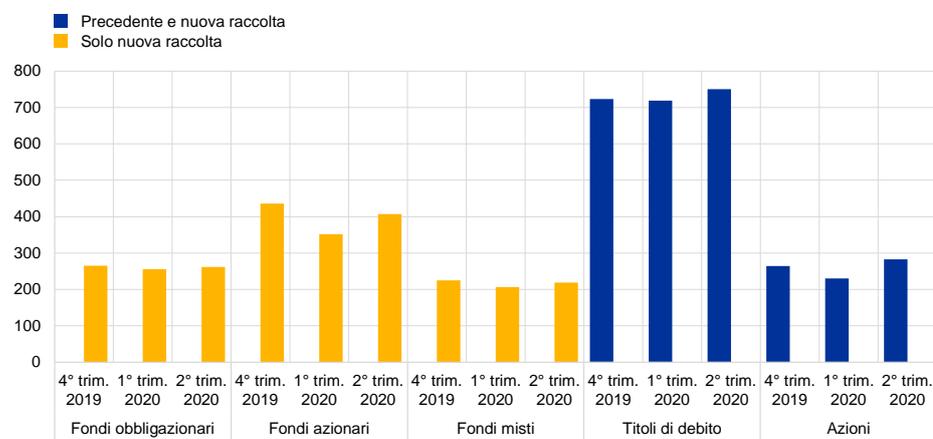
Le nuove scomposizioni consentono di analizzare in maggior dettaglio l'esposizione dei fondi pensione dell'area dell'euro ai mercati azionari e obbligazionari.

Ad esempio, è ora possibile esaminare approfonditamente gli effetti che la crisi legata al COVID-19 ha esercitato sui fondi pensione nel primo trimestre del 2020: la pandemia ha colpito il lato delle attività dei bilanci dei fondi pensione principalmente attraverso la loro esposizione sui mercati azionari, misurata non solo dalle azioni direttamente detenute, ma anche dalle partecipazioni in fondi di investimento azionari (e misti) (cfr. il grafico 10). Le consistenze delle quote in fondi azionari sono diminuite del 15 per cento, mentre quelle in fondi obbligazionari si sono mantenute stabili per tutto il trimestre, con le perdite da rivalutazione per lo più compensate da operazioni di segno positivo. Senza tale nuova scomposizione, tutti i dati sulle tipologie di fondo verrebbero aggregati, fornendo un quadro meno chiaro.

Grafico 10

Disponibilità in strumenti di debito e di capitale

(miliardi di euro; 2° trim. 2020)



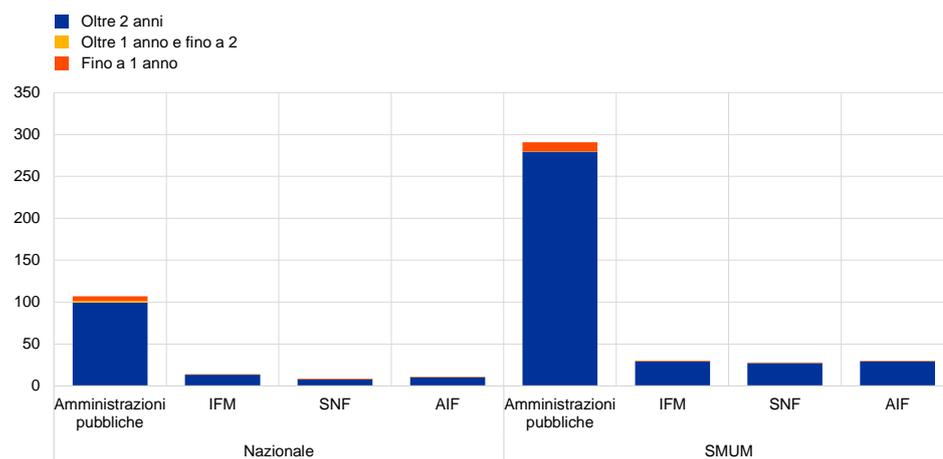
Fonte: elaborazioni della BCE.

Nei mercati obbligazionari i fondi pensione investono prevalentemente a lungo termine e in titoli pubblici. Il 96 per cento dei titoli di debito detenuti ha scadenza originaria superiore a un anno. Sia a livello nazionale, sia in altri paesi dell'area dell'euro, i fondi pensione detengono una quota di debito delle amministrazioni pubbliche superiore alla quota combinata di debito delle istituzioni finanziarie monetarie e debito delle società non finanziarie (cfr. il grafico 11).

Grafico 11

Disponibilità in titoli di debito per principale settore emittente, area e scadenza

(miliardi di euro; 2° trim. 2020)



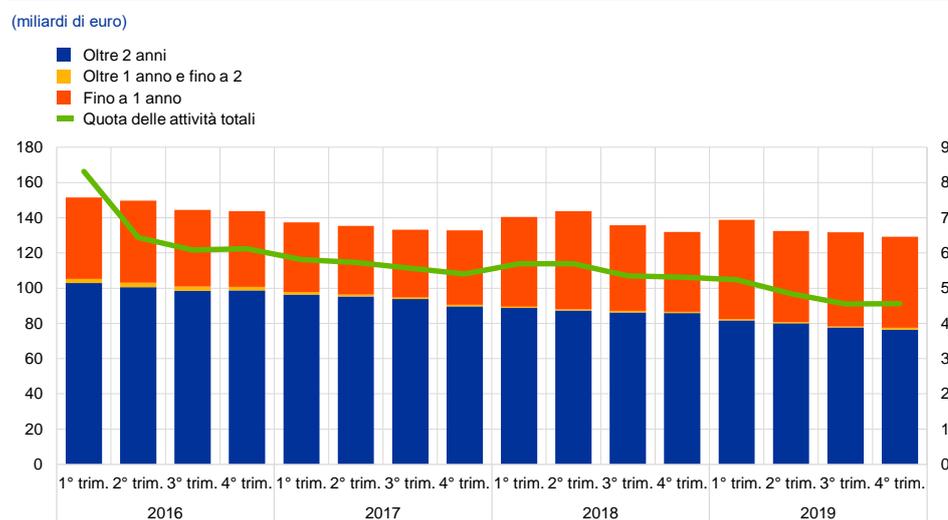
Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: "IFM" sta per istituzioni finanziarie monetarie, "SNF" per società non finanziarie e "AIF" per altri intermediari finanziari.

Anche gli investimenti in liquidità e in depositi sono maggiormente rivolti al lungo periodo. Alla fine del 2019 il 60 per cento delle consistenze di liquidità e depositi dei fondi pensione dell'area dell'euro aveva scadenze superiori a due anni (cfr. il grafico 12). Sebbene la quota di depositi a breve termine sia aumentata nel tempo, nei bilanci dei fondi pensione il peso di liquidità e depositi è lievemente

diminuito, nel contesto di un generale passaggio verso investimenti a più lungo termine.

Grafico 12
Disponibilità in liquidità e depositi



Fonte: elaborazioni della BCE.

Il patrimonio netto è il saldo contabile del bilancio statistico¹³⁴ e la sua evoluzione si può comprendere meglio con i nuovi dati sugli aggiustamenti da rivalutazione. In un regime pensionistico a prestazione definita, il livello delle prestazioni pensionistiche promesse ai lavoratori aderenti è definito da una formula concordata in anticipo. Poiché le attività sono valutate ai prezzi di mercato, il loro valore potrebbe essere superiore o inferiore ai diritti promessi, determinando rispettivamente un valore positivo o negativo del fondo pensione. Nel caso in cui il patrimonio netto diventi negativo, è possibile affermare che il fondo pensione è sottofinanziato¹³⁵. Un altro vantaggio della nuova raccolta di dati è la disponibilità di rivalutazioni e riclassificazioni, che possono contribuire a spiegare perché il patrimonio netto cresca o si riduca. Il patrimonio netto dei fondi pensione dell'area dell'euro è sceso dai 124 miliardi di euro del quarto trimestre del 2019 a -122 miliardi di euro nel primo trimestre del 2020. Tale calo può essere per lo più ascrivito alle rivalutazioni negative nel primo trimestre del 2020, adesso segnalate (cfr. il grafico 13), che rispecchiano gli eccezionali andamenti registrati dal mercato in quel periodo a causa della pandemia.

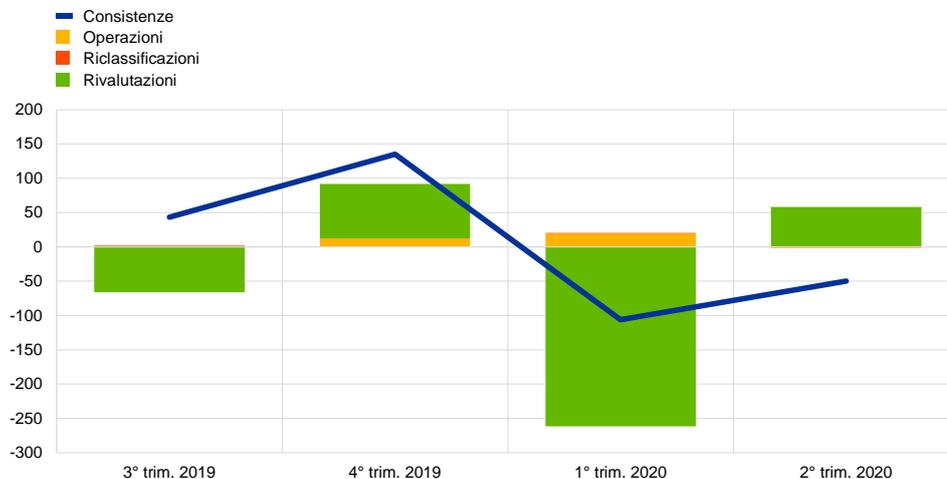
¹³⁴ In un regime a contribuzione definita, le prestazioni corrisposte dipendono dall'andamento delle attività acquistate dallo schema pensionistico. Le passività di un regime a contribuzione definita sono pari all'attuale valore di mercato delle attività del fondo. Il patrimonio netto del fondo è sempre pari a zero.

¹³⁵ Le nuove statistiche sui fondi pensione includono anche le possibili posizioni finanziarie tra i fondi pensione e i "gestori dei fondi", secondo quanto definito dal SEC 2010. Se il datore di lavoro mantiene la responsabilità di eventuali deficit di finanziamento, il fondo può registrare un credito nei suoi confronti. In pratica, le carenze di finanziamento possono essere colmate aumentando i contributi dei datori di lavoro e dei lavoratori e/o adeguando le prestazioni, a seconda delle disposizioni giuridiche nazionali.

Grafico 13

Andamento del patrimonio netto

(miliardi di euro; 2° trim. 2020)



Fonte: elaborazioni della BCE.

4 Osservazioni conclusive

I fondi pensione svolgono un duplice ruolo: favoriscono il risparmio delle persone per la vecchiaia e distribuiscono il capitale a lungo termine in modo efficiente tra imprese, settori e mercati mondiali. I fondi pensione sono tra gli

investitori più grandi e in più rapida crescita nei mercati mondiali dei capitali. I loro investimenti sono eterogenei in termini di strumenti finanziari, settori e ubicazione geografica. Il ruolo che rivestono nel finanziamento delle amministrazioni pubbliche e delle società non finanziarie dell'area dell'euro mediante investimenti in titoli di debito e azioni, inoltre, è in crescita. Gli effetti della crisi finanziaria e della pandemia, il contesto dei bassi tassi di interesse e l'invecchiamento della popolazione europea hanno tutti evidenziato la necessità di disporre, relativamente a tale settore, di dati di migliore qualità, più granulari e comparabili. In precedenza, le lacune nei dati disponibili e l'impossibilità di confrontarli tra paesi rendevano difficile comprendere interamente il ruolo del settore nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, i flussi di cassa e i rischi associati agli obblighi pensionistici, nonché quelli legati al comportamento di investimento dei fondi pensione e alla loro interconnessione con il resto del sistema finanziario e con l'economia reale. Per tali ragioni è fondamentale disporre di dati statistici affidabili e armonizzati sui fondi pensione dell'area dell'euro.

Le nuove statistiche dell'area dell'euro sui fondi pensione migliorano sotto diversi aspetti il precedente dataset. Il nuovo dataset si caratterizza per:

a) concetti armonizzati che sono conformi agli standard statistici internazionali e garantiscono la coerenza del dataset con i dati di vigilanza; b) la piena copertura degli enti; c) scomposizioni dettagliate di attività e passività, comprese quelle per scadenza, settore della controparte e area geografica; d) dati su operazioni e aggiustamenti (ad esempio, rivalutazioni e riclassificazioni); e) pubblicazioni più

tempestive delle informazioni. Inoltre, le nuove statistiche costituiscono un elemento essenziale per la compilazione nei conti finanziari dei dati relativi ai fondi pensione e agli investimenti finanziari delle famiglie.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW): <http://sdw.ecb.europa.eu/>

I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

La versione integrale dello Statistics Bulletin è reperibile nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle note generali dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle note tecniche dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,7	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	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,3	0,7	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 3° trim.	0,6	0,6	0,3	0,0	1,0	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
4° trim.	0,4	0,6	0,1	-1,8	1,6	0,0	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 1° trim.	-3,5	-1,3	-2,5	-0,6	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
2° trim.	-6,9	-9,0	-19,8	-7,9	11,7	-11,8	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
2020 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.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,7	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4
ago.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2
set.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)							Importazioni di beni ¹⁾				
	Purchasing Managers' Index composito					Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾		Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti		
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera				Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	4,0	8,0
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,3	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,6	-0,3	-0,8
2019 4° trim.	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,9	-2,2	0,6
2020 1° trim.	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,6	-2,0	-3,2
2° trim.	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-9,7	-9,2	-10,3
3° trim.	51,8	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,5	51,5	48,9	.	.	.
2020 mag.	37,2	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,3	32,9	-8,4	-6,8	-10,0
giu.	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-9,7	-9,2	-10,3
lug.	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,7	46,3	-4,5	-4,8	-4,1
ago.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	4,0	2,4	5,9
set.	52,6	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	52,9	52,4	51,0	.	.	.
ott.	.	55,5	.	.	.	49,4	.	.	.	.	.	.

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

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	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 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
set.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09

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 ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
set.	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04

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 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
set.	359,2	3.260,7	800,6	228,0	255,8	101,8	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3.365,5	23.306,9

Fonte: Refinitiv.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG ³⁾				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni		oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 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.	0,02	0,35	0,22	0,74	5,17	15,91	4,83	5,27	5,72	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40
ago. ^(p)	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,87	5,46	5,34	5,90	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	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) ^{1), 2)}

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 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.	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,98	1,86	1,87	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51
ago. ^(p)	0,00	-0,20	0,38	1,85	1,88	1,90	1,93	1,57	1,40	1,47	1,29	1,30	1,20	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 ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
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 mar.	1.368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
apr.	1.478	527	185	.	117	537	111	553	150	89	.	65	171	78
mag.	1.595	521	184	.	129	617	144	544	162	81	.	60	159	81
giu.	1.670	535	190	.	119	673	153	516	198	82	.	46	139	50
lug.	1.666	513	158	.	122	728	146	477	181	59	.	41	157	39
ago.	1.665	504	154	.	121	744	142	383	153	56	.	29	112	34
A lungo termine														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.224	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 mar.	16.515	3.846	3.421	.	1.336	7.276	636	250	58	66	.	16	91	19
apr.	16.708	3.943	3.417	.	1.373	7.326	648	460	135	70	.	54	180	20
mag.	16.878	3.945	3.416	.	1.407	7.447	663	341	58	52	.	50	162	19
giu.	17.104	3.973	3.452	.	1.434	7.569	676	424	100	94	.	38	172	20
lug.	17.108	3.936	3.161	.	1.445	7.891	675	305	55	66	.	32	140	12
ago.	17.199	3.930	3.180	.	1.443	7.969	678	162	21	45	.	3	85	8

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2017	16.593,3	4.079,8	3.214,5	.	1.293,4	7.304,7	700,9	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.962,3	4.192,8	3.331,2	.	1.319,0	7.445,8	673,5	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.595,3	4.368,2	3.577,9	.	1.405,5	7.557,2	686,5	8.595,6	546,0	1.410,7	6.638,8
2020 mar.	17.883,1	4.392,0	3.603,9	.	1.439,4	7.725,9	721,9	6.448,6	333,9	975,0	5.139,7
apr.	18.186,3	4.470,5	3.602,9	.	1.490,6	7.863,6	758,7	6.969,6	343,3	1.081,6	5.544,7
mag.	18.472,9	4.466,5	3.599,8	.	1.535,6	8.063,6	807,3	7.276,6	362,9	1.115,6	5.798,1
giu.	18.774,1	4.508,0	3.641,6	.	1.552,5	8.242,3	829,6	7.513,9	392,0	1.171,0	5.950,8
lug.	18.774,6	4.448,9	3.318,8	.	1.566,6	8.618,8	821,5	7.439,4	380,0	1.149,4	5.910,0
ago.	18.864,1	4.433,3	3.333,4	.	1.564,3	8.713,2	820,0	7.726,8	398,8	1.191,3	6.136,7
Tasso di crescita											
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 mar.	2,7	1,8	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	0,0	0,0
apr.	4,4	3,4	4,6	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
mag.	5,9	3,2	4,1	.	10,2	6,4	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0
giu.	7,3	4,5	4,6	.	11,7	8,2	20,3	0,0	-0,2	0,1	0,0
lug.	7,3	3,1	4,1	.	12,0	9,2	19,2	0,1	-0,3	0,3	0,1
ago.	7,7	2,8	4,5	.	12,1	10,2	18,0	0,3	-0,1	0,5	0,3

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-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	89,1	80,5	94,1	112,4	91,9	
2018	100,0	95,7	93,9	90,5	80,8	95,5	117,3	95,1	
2019	98,2	93,3	92,2	88,7	79,1	92,8	115,5	92,4	
2019 4° trim.	97,7	92,4	91,8	88,4	78,1	92,0	114,9	91,4	
2020 1° trim.	97,5	91,8	91,6	88,1	78,6	92,6	115,2	91,2	
2° trim.	98,8	93,1	92,8	88,1	78,3	92,1	118,1	93,4	
3° trim.	101,2	94,9	94,7	.	.	.	121,7	95,6	
2020 apr.	98,2	92,6	92,5	-	-	-	117,5	93,1	
mag.	98,4	92,8	92,2	-	-	-	117,6	93,0	
giu.	99,8	94,0	93,6	-	-	-	119,1	94,1	
lug.	100,5	94,6	94,0	-	-	-	120,3	94,9	
ago.	101,6	95,2	95,1	-	-	-	122,4	96,1	
set.	101,6	95,0	95,0	-	-	-	122,5	95,8	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2020 set.	0,0	-0,2	-0,1	-	-	-	0,0	-0,2	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2020 set.	3,5	2,1	3,0	-	-	-	6,2	4,1	

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 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
3° trim.	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
2020 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
set.	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2020 set.	-2,0	0,5	2,2	-0,1	3,3	-0,7	1,7	1,0	0,5	1,2	0,2	-0,3
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2020 set.	2,6	1,9	3,4	-0,3	8,5	5,3	2,7	2,1	2,6	-2,5	-1,1	7,2

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2019 3° 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
4° 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
2020 1° 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
2° 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 2° 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.	492,2	401,8	90,4	180,5	151,4	150,6	195,5	-2,1	163,0	54,9	0,1	-
4° trim.	-341,5	-423,6	82,1	-144,7	-62,6	155,2	11,6	-5,3	-344,2	-372,7	-2,5	-
2020 1° trim.	609,3	597,7	11,6	-33,4	-60,5	-127,4	59,1	12,2	754,5	599,1	3,4	-
2° trim.	93,1	87,1	6,0	22,9	155,8	383,3	188,8	37,5	-353,8	-257,6	3,3	-
2020 mar.	-9,6	-11,0	1,4	-53,5	-47,6	-212,9	-98,1	-2,0	255,3	134,8	3,6	-
apr.	92,2	118,9	-26,7	-6,8	24,8	165,1	1,7	10,6	-78,3	92,4	1,7	-
mag.	95,0	103,7	-8,7	81,8	139,7	104,0	58,5	9,3	-101,7	-94,4	1,7	-
giu.	-94,1	-135,6	41,4	-52,1	-8,6	114,2	128,6	17,6	-173,7	-255,6	-0,1	-
lug.	174,2	188,4	-14,2	33,0	13,8	25,3	58,7	6,4	110,1	116,0	-0,5	-
ago.	98,4	62,7	35,7	62,1	36,6	41,8	44,5	-0,1	-6,8	-18,3	1,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 ago.	687,2	524,5	162,8	-18,3	115,0	548,8	445,7	45,1	112,6	-36,2	-0,9	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2020 ago.	6,0	4,6	1,4	-0,2	1,0	4,8	3,9	0,4	1,0	-0,3	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2017	11.216,7	10.731,3	6.041,3	2.301,2	2.312,1	1.099,7	714,7	491,2	76,8	485,3	5.305,5	4.820,2
2018	11.587,6	11.119,5	6.222,7	2.368,7	2.431,3	1.178,5	745,7	500,5	96,8	468,1	5.576,2	5.108,1
2019	11.935,4	11.492,0	6.378,0	2.453,9	2.624,3	1.259,0	771,9	586,6	35,9	443,5	5.755,6	5.312,2
2019 3° trim.	2.995,8	2.862,6	1.600,5	616,9	641,0	316,8	194,1	128,4	4,2	133,1	1.447,2	1.314,1
4° trim.	3.014,8	2.904,8	1.606,6	621,6	678,2	317,6	192,6	166,3	-1,6	110,0	1.450,6	1.340,6
2020 1° trim.	2.916,9	2.820,4	1.539,0	624,8	649,4	312,3	174,3	161,1	7,1	96,5	1.389,9	1.293,4
2° trim.	2.598,6	2.514,2	1.346,7	624,1	541,7	273,2	140,3	126,5	1,7	84,4	1.109,1	1.024,7
<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	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 3° trim.	0,3	-1,1	0,3	0,6	-5,0	0,9	-0,6	-21,3	-	-	0,6	-2,4
4° trim.	0,0	1,1	0,1	0,3	5,6	-0,3	-0,8	29,4	-	-	0,0	2,2
2020 1° trim.	-3,7	-3,3	-4,5	-0,8	-5,1	-2,3	-9,8	-4,9	-	-	-3,8	-2,9
2° trim.	-11,8	-11,3	-12,4	-2,5	-17,1	-12,7	-19,6	-23,0	-	-	-18,8	-18,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,3	2,8	-	-	5,5	5,2
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	-	-	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,9	5,8	3,5	2,3	16,4	-	-	2,5	3,9
2019 3° trim.	1,4	1,4	1,6	2,2	3,5	3,6	2,0	5,5	-	-	2,8	2,8
4° trim.	1,0	1,3	1,2	2,0	4,9	2,0	0,4	17,2	-	-	1,7	2,4
2020 1° trim.	-3,3	-1,7	-3,9	0,6	1,3	-2,2	-10,4	27,7	-	-	-3,1	0,3
2° trim.	-14,8	-14,3	-16,0	-2,4	-21,0	-14,2	-28,5	-25,3	-	-	-21,4	-20,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 3° trim.	0,3	-1,1	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,2	1,4	-	-
4° trim.	0,0	1,0	0,1	0,1	1,2	0,0	-0,1	1,3	-0,3	-1,0	-	-
2020 1° trim.	-3,7	-3,2	-2,4	-0,2	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	0,5	-0,5	-	-
2° trim.	-11,8	-11,0	-6,6	-0,5	-3,8	-1,4	-1,2	-1,3	-0,1	-0,8	-	-
<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	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 3° trim.	1,4	1,3	0,8	0,4	0,7	0,4	0,1	0,2	-0,7	0,1	-	-
4° trim.	1,0	1,3	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,9	-0,3	-	-
2020 1° trim.	-3,3	-1,7	-2,1	0,1	0,3	-0,2	-0,7	1,2	0,0	-1,6	-	-
2° trim.	-14,8	-13,9	-8,5	-0,5	-4,8	-1,5	-1,9	-1,4	-0,1	-0,9	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2017	10.055,8	176,2	2.001,8	498,9	1.909,3	469,5	468,2	1.134,6	1.146,6	1.900,0	350,7	1.160,9
2018	10.383,7	174,5	2.052,2	528,2	1.965,0	500,3	476,8	1.167,3	1.206,6	1.957,9	354,9	1.203,9
2019	10.693,0	178,5	2.064,5	570,1	2.026,8	530,5	481,3	1.204,8	1.251,4	2.020,4	364,7	1.242,4
2019 3° trim.	2.683,8	44,8	517,0	143,8	508,8	133,6	120,9	301,9	314,1	506,9	91,8	312,0
4° trim.	2.701,8	45,2	519,1	145,5	511,3	135,0	120,1	305,5	316,2	511,8	92,0	313,0
2020 1° trim.	2.623,9	45,1	498,3	142,0	479,4	132,9	121,2	303,5	305,5	509,6	86,4	293,0
2° trim.	2.344,6	44,8	429,9	125,9	383,3	127,5	115,3	299,5	257,1	493,0	68,3	254,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2019	100,0	1,7	19,3	5,3	19,0	5,0	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 3° trim.	0,3	0,3	0,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	0,7
4° trim.	0,0	0,7	-0,7	0,1	0,1	0,5	-0,1	0,5	0,2	0,3	-0,3	0,0
2020 1° trim.	-3,4	-1,5	-4,0	-3,1	-6,3	-1,4	-0,9	-0,9	-3,4	-2,1	-6,7	-6,6
2° trim.	-11,9	-2,5	-14,4	-12,9	-20,6	-4,4	-2,4	-2,1	-16,4	-7,3	-21,6	-11,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	0,5	3,4	1,9	2,8	6,5	1,6	0,9	5,0	1,2	2,1	2,3
2018	1,9	-0,2	1,7	2,4	1,9	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,5	1,6
2019	1,3	0,8	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,6	1,6
2019 3° trim.	1,4	1,1	-0,6	3,1	2,0	4,8	1,3	1,5	1,7	1,1	2,0	1,9
4° trim.	0,9	0,8	-1,3	1,6	1,6	4,3	1,1	1,7	0,6	1,1	1,4	1,7
2020 1° trim.	-3,0	-0,8	-5,0	-2,7	-5,8	1,8	-0,1	0,3	-2,9	-1,5	-6,3	-5,9
2° trim.	-14,6	-3,0	-18,3	-14,9	-25,3	-4,8	-3,0	-2,1	-19,1	-8,8	-26,9	-16,3
<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	-0,2	-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	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2019 3° trim.	1,4	0,0	-0,1	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	0,0	-
2020 1° trim.	-3,0	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
2° trim.	-14,6	0,0	-3,5	-0,8	-4,8	-0,2	-0,1	-0,2	-2,2	-1,7	-0,9	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	5,9	25,0	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	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	0,9	1,2	1,8	3,2	-1,6	2,5	3,6	1,2	1,1
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,6	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,2	0,2
2019	1,2	1,4	0,0	-1,9	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2019 3° trim.	1,1	1,3	-0,2	-2,2	0,7	1,7	1,0	3,3	-0,3	1,7	1,2	1,6	0,8
4° trim.	1,0	1,3	-0,3	-1,7	0,2	1,2	1,3	2,7	0,2	-0,2	1,1	1,6	0,9
2020 1° trim.	0,4	0,6	-1,2	-3,4	-0,4	1,0	0,3	2,3	0,1	-0,9	0,3	1,2	-0,1
2° trim.	-2,9	-3,0	-2,4	-4,4	-2,2	-1,1	-6,0	0,0	-1,8	-2,3	-3,9	0,3	-5,5
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,1	1,6	-1,1	-0,8	0,6	1,1	1,1	3,1	-2,3	2,4	3,4	0,5	0,6
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,3	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,3	1,8	0,9	3,6	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2019 3° trim.	0,7	1,0	-0,9	-3,1	0,1	1,1	0,6	3,3	0,0	1,6	0,8	1,3	0,7
4° trim.	0,5	0,9	-0,9	-1,9	-0,6	0,4	0,8	2,7	0,1	1,3	0,7	1,2	0,2
2020 1° trim.	-4,0	-3,2	-7,4	-4,7	-4,3	-4,5	-6,2	0,7	-2,5	-4,9	-2,7	-1,3	-8,2
2° trim.	-16,8	-15,5	-22,4	-7,7	-15,8	-18,0	-27,8	-6,6	-6,7	-15,6	-16,4	-5,5	-28,3
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-0,6	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
2019 3° trim.	-0,4	-0,3	-0,7	-1,0	-0,6	-0,6	-0,5	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2
4° trim.	-0,5	-0,4	-0,6	-0,2	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	1,5	-0,3	-0,4	-0,7
2020 1° trim.	-4,3	-3,8	-6,2	-1,3	-3,9	-5,4	-6,5	-1,6	-2,6	-4,1	-2,9	-2,5	-8,1
2° trim.	-14,3	-12,9	-20,5	-3,4	-13,9	-17,1	-23,3	-6,6	-5,0	-13,6	-13,1	-5,7	-24,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾										Tasso di posti vacanti ³⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	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			81,9		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	163,302	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,290	7,2	5,978	7,9	2,3
2019 3° trim.	163,085	3,4	12,141	7,4	3,2	9,915	6,7	2,225	15,5	6,263	7,2	5,878	7,8	2,2
4° trim.	163,376	3,4	11,979	7,3	3,2	9,756	6,5	2,223	15,6	6,110	7,0	5,869	7,7	2,2
2020 1° trim.	162,278	3,4	11,737	7,2	3,1	9,521	6,4	2,217	15,7	5,970	6,9	5,768	7,6	1,9
2° trim.	159,646	3,5	11,671	7,3	2,5	9,416	6,4	2,256	16,5	6,145	7,2	5,526	7,5	1,6
2020 mar.	-	-	11,819	7,2	-	9,646	6,5	2,173	15,4	6,063	6,9	5,756	7,6	-
apr.	-	-	11,945	7,4	-	9,670	6,5	2,275	16,7	6,249	7,2	5,696	7,6	-
mag.	-	-	12,146	7,6	-	9,881	6,7	2,265	17,0	6,269	7,3	5,877	7,9	-
giu.	-	-	12,574	7,8	-	10,219	6,9	2,355	17,6	6,562	7,6	6,012	8,1	-
lug.	-	-	12,937	8,0	-	10,546	7,1	2,391	17,8	6,724	7,8	6,212	8,3	-
ago.	-	-	13,188	8,1	-	10,728	7,2	2,460	18,1	6,841	7,9	6,347	8,4	-

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. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, che include l'indagine sulle forze di lavoro, i dati per l'area dell'euro comprendono i dati della Germania per il primo e il secondo trimestre del 2020 che non sono stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.

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. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

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	3,0	8,0	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,8	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,4	2,3	0,9	3,6	0,8	1,8
2019 4° trim.	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	1,9	-2,5	0,0	-5,8	2,1	0,6	3,5	-0,6	12,5
2020 1° trim.	-6,1	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,6	-3,8	-6,5	-1,4	4,7	-4,7	-10,1	-27,4
2° trim.	-20,2	-21,3	-19,5	-28,1	-13,6	-10,5	-15,6	-26,3	-6,8	3,0	-11,1	-29,4	-50,8
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,9
2020 apr.	-28,6	-30,2	-26,6	-41,0	-18,6	-13,4	-30,9	-37,0	-19,3	2,1	-32,1	-47,8	-79,6
mag.	-20,4	-21,6	-19,4	-28,0	-14,9	-10,5	-10,5	-28,3	-2,6	5,9	-5,9	-27,0	-48,5
giu.	-12,0	-12,5	-12,8	-15,6	-7,5	-7,4	-4,7	-13,4	1,4	1,1	3,9	-14,0	-28,1
lug.	-7,1	-7,3	-8,8	-9,4	-2,0	-5,7	-3,4	-10,5	-0,1	1,1	-0,3	-6,3	-3,8
ago.	-7,2	-7,7	-5,4	-13,2	-3,2	-3,6	-0,9	-6,7	3,7	3,2	5,9	-4,9	-15,7
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2020 apr.	-18,1	-19,5	-16,8	-26,1	-13,1	-5,8	-18,1	-24,0	-11,9	-5,5	-16,3	-28,7	-46,7
mag.	12,5	13,5	9,9	25,6	5,9	2,9	29,3	11,8	20,5	2,5	38,9	38,7	141,2
giu.	9,5	10,3	7,0	14,5	6,1	2,9	5,4	20,7	5,5	-3,2	12,1	19,3	40,1
lug.	5,0	5,7	5,0	6,5	4,7	1,5	0,3	2,1	-1,8	0,0	-4,6	8,9	29,3
ago.	0,7	0,2	3,1	-1,6	-0,7	2,3	2,6	4,6	4,4	2,4	6,1	2,1	1,0
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,9

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 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
3° trim.	87,0	-13,4	.	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	.	52,4	56,0	51,1	52,4
2020 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.	87,5	-12,8	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9
set.	91,1	-11,1	-	-13,9	-9,6	-8,7	-11,1	-	53,7	57,1	48,0	50,4
ott.	.	.	-	-15,5	.	.	.	-	54,4	57,8	46,2	49,4

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 ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	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	12,2	93,8	1,6	2,3	5,4	4,7	4,6	35,1	7,0	77,4	4,6	9,6	3,0
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,2	2,6	4,6	35,4	5,8	77,9	2,2	6,9	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	5,0	5,6	3,8	34,6	5,6	77,8	2,3	3,5	1,9
2019 3° trim.	12,9	93,5	2,2	2,5	4,6	4,7	3,8	34,7	5,6	79,4	1,7	0,6	1,6
4° trim.	12,9	93,8	1,0	2,6	3,1	5,6	3,8	34,6	5,6	77,8	2,3	-7,8	1,9
2020 1° trim.	13,8	93,6	0,9	2,7	0,0	2,9	4,2	33,6	4,4	79,0	2,3	0,0	2,0
2° trim.	16,5	94,8	-3,5	3,3	-14,3	3,8	4,3	30,9	3,8	83,6	2,6	-28,1	1,9

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 ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 3° trim.	1.103,8	1.021,6	82,3	605,3	520,8	252,4	224,9	217,5	206,3	28,5	69,7	10,2	12,9
4° trim.	1.096,7	1.038,3	58,4	611,5	520,4	255,3	250,5	200,5	204,6	29,3	62,7	16,4	19,0
2020 1° trim.	1.060,7	1.018,6	42,1	586,5	498,4	241,1	258,8	203,4	196,2	29,7	65,2	10,8	10,8
2° trim.	860,3	805,3	55,0	466,5	412,2	190,4	172,9	177,7	150,1	25,8	70,1	10,5	15,3
2020 mar.	327,2	316,4	10,8	183,6	152,6	72,8	79,6	61,8	64,3	9,0	19,9	4,1	4,3
apr.	274,9	259,4	15,6	142,2	130,8	61,4	55,6	62,7	50,5	8,7	22,5	3,8	5,8
mag.	283,2	267,0	16,2	155,0	136,8	63,2	57,3	57,0	45,3	8,0	27,7	3,5	4,5
giu.	302,2	278,9	23,3	169,3	144,7	65,8	60,0	58,1	54,3	9,0	19,9	3,3	5,0
lug.	312,2	295,3	17,0	180,6	150,5	65,5	61,7	56,3	61,9	9,8	21,3	3,3	3,1
ago.	313,5	293,6	19,9	184,8	152,8	63,7	61,5	56,0	59,6	9,1	19,6	4,1	1,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2020 ago.	4.011,9	3.788,2	223,7,8	2232,5	1909,5	900,3	875,8	766,2	741,9	112,8	261,1	48,0	54,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2020 ago.	34,8	32,9	1,9	19,4	16,6	7,8	7,6	6,6	6,4	1,0	2,3	0,4	0,5

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:		
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni intermedi		Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 3° trim.	3,2	0,6	586,3	278,8	117,7	178,0	489,1	531,2	297,7	87,9	137,3	388,4	60,2
4° trim.	2,3	-2,0	592,5	276,4	125,3	179,4	497,1	526,3	290,6	86,6	138,8	385,8	60,7
2020 1° trim.	-1,7	-4,1	578,0	275,2	115,7	175,8	480,5	507,2	283,5	82,6	133,8	370,3	56,5
2° trim.	-23,6	-21,5	447,4	217,8	87,2	133,0	369,0	422,4	220,9	76,9	118,5	319,3	26,1
2020 mar.	-6,0	-10,3	182,8	88,6	35,4	54,5	149,4	155,9	86,8	26,7	41,3	113,9	14,2
apr.	-30,0	-25,3	135,8	69,6	26,4	37,4	109,6	135,3	73,2	24,7	36,3	99,6	7,9
mag.	-29,9	-26,7	148,0	71,8	28,8	44,4	123,3	139,4	71,8	25,3	39,9	106,9	7,7
giu.	-10,5	-12,1	163,7	76,4	32,0	51,2	136,1	147,7	75,9	26,8	42,3	112,8	10,5
lug.	-10,5	-14,4	173,1	79,9	34,9	54,8	145,5	153,8	79,9	27,6	43,3	116,6	11,4
ago.	-12,3	-13,5	176,5	.	.	.	147,7	154,6	.	.	.	118,3	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 3° trim.	1,0	1,6	106,8	109,2	103,3	106,3	106,2	109,9	108,4	111,2	113,2	112,1	96,7
4° trim.	0,1	-1,7	107,3	108,3	108,5	106,1	107,2	107,5	105,2	105,9	113,2	110,1	96,2
2020 1° trim.	-4,1	-4,8	103,7	106,7	100,3	102,5	102,3	103,8	103,5	100,1	108,7	104,9	98,5
2° trim.	-23,6	-16,6	81,8	86,4	75,9	79,0	79,1	91,9	89,9	94,0	96,7	91,1	81,3
2020 feb.	-1,3	-2,0	106,9	108,2	107,7	107,1	106,6	107,0	106,0	100,7	113,6	109,4	101,1
mar.	-7,8	-9,1	98,8	104,2	91,8	94,8	95,3	97,2	98,4	94,0	100,6	95,8	92,6
apr.	-29,9	-20,1	74,4	82,7	68,0	67,1	70,4	88,4	89,9	88,7	89,1	84,8	83,1
mag.	-29,6	-21,2	81,2	85,5	75,8	78,8	79,2	91,6	89,0	93,0	97,4	91,6	79,1
giu.	-10,6	-8,0	89,8	91,1	83,8	91,1	87,7	95,5	90,8	100,2	103,5	96,9	81,7
lug.	-9,9	-10,8	95,5	95,5	91,8	98,5	94,5	99,4	95,0	102,4	107,1	101,0	80,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	71,1	55,1	44,9	100,0	14,6	4,4	26,2	9,8	44,9	87,6	12,4	
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 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	0,0	-1,3	0,1	1,2	0,8	
2° trim.	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,6	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5	
3° trim.	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,2	-0,1	0,4	
2020 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	-0,3	-1,9	1,6	0,5	-0,2	0,4	0,4	
ago.	104,9	-0,2	0,4	-0,9	0,7	-0,5	0,0	0,3	-1,7	0,0	-0,1	-0,2	0,3	
set.	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4	

	Beni						Servizi						
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Di ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
in perc. del totale nel 2020	19,1	14,6	4,4	36,1	26,2	9,8	10,9	6,6	7,4	2,6	15,4	8,5	
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 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	
3° trim.	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,3	-0,7	0,6	1,4	
2020 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.	1,7	1,5	2,3	-2,3	-0,1	-7,8	1,3	1,2	-0,8	-0,8	0,7	1,4	
set.	1,8	1,4	3,1	-2,5	-0,3	-8,2	1,3	1,2	-0,5	-0,8	0,3	1,3	

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.

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	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	2,4	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	2,0	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	1,2	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	1,9	4,3	4,2
2020 1° trim.	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,2	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,5	5,0	3,9
2° trim.	100,3	-4,4	-3,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,1	5,8
2020 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	0,6	-17,2	-	-	-
giu.	100,6	-3,6	-2,3	-0,5	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,6	-12,7	-	-	-
lug.	101,3	-3,1	-2,1	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,7	-10,8	-	-	-
ago.	101,4	-2,5	-1,8	-0,4	-1,9	0,8	0,5	0,3	0,6	-8,7	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,4	1,3	1,6	1,6	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	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,7	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 4° trim.	106,0	1,7	1,2	1,0	1,7	1,5	0,4	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 1° trim.	106,5	1,9	1,3	1,3	2,6	1,9	0,0	-1,3	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
2° trim.	107,5	2,5	1,5	0,7	4,7	1,5	-1,9	-4,4	28,5	-2,6	3,7	-8,1	-4,8	-0,8	-9,2
3° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	1,8	1,1	2,4	-1,4	-3,5	1,0
2020 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,5	4,2	-12,1	-7,3	-2,0	-13,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,3	5,6	-7,5	-3,4	1,4	-8,7
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,4	-4,6	-3,7	-1,9	-5,7
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-2,2	-1,2	-3,2	-4,9	-5,4	-4,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	4,7	1,8	7,3	1,1	-2,9	5,6
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,0	2,8	3,2	-0,3	-2,2	1,9

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

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

Fonti: Commissione europea (Direzione generale Affari economici e finanziari) e Markit.

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,6	1,9	2,4	2,8	2,2
2019 3° trim.	103,4	2,5	2,6	1,9	2,5	2,5	2,6
2019 4° trim.	113,2	2,4	2,4	1,9	2,2	2,8	2,0
2020 1° trim.	103,3	3,7	3,9	3,1	3,3	4,6	1,9
2020 2° trim.	115,7	4,2	5,2	0,9	4,1	4,3	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).

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
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2017	106,3	0,7	0,8	-0,7	1,3	0,4	-0,8	-2,0	4,2	1,3	1,8	1,0
2018	108,4	1,9	1,0	1,7	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,3	2,8
2019	110,4	1,9	-1,0	3,3	1,0	1,5	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	1,7
2019 3° trim.	110,6	1,7	-1,9	3,4	0,5	1,2	0,6	0,2	2,9	0,9	2,4	1,0
4° trim.	111,0	1,7	-0,1	2,5	1,0	1,2	0,1	0,5	-0,4	1,7	2,7	2,0
2020 1° trim.	114,1	4,4	-1,5	4,4	2,3	5,3	2,7	-0,5	1,2	4,7	5,2	6,9
2° trim.	119,5	8,5	-0,1	10,1	6,6	11,5	2,8	0,5	-4,2	11,2	11,5	20,2
Redditi per occupato												
2017	111,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,4	2,3	1,2	2,5	2,6	1,8	2,0
2018	113,6	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	115,9	1,9	1,8	1,5	2,0	2,1	1,9	2,1	2,6	1,4	2,1	2,7
2019 3° trim.	116,4	2,0	1,4	2,1	1,9	2,2	2,1	1,8	2,7	1,3	2,0	2,2
4° trim.	116,6	1,6	2,4	1,0	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,2	2,2	2,6
2020 1° trim.	115,8	0,6	1,2	-0,4	-1,5	-1,1	2,1	-0,7	2,4	1,3	2,4	0,3
2° trim.	110,2	-4,7	1,4	-8,1	-8,3	-11,4	-2,2	-0,8	-3,9	-6,4	1,4	-7,0
Produttività del lavoro per occupato												
2017	104,5	1,0	0,9	2,5	0,7	1,0	3,2	3,3	-1,6	1,3	0,0	1,0
2018	104,9	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,8	-0,2	0,4
2019	105,0	0,1	2,8	-1,7	1,0	0,6	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,4	1,0
2019 3° trim.	105,3	0,3	3,3	-1,3	1,4	1,0	1,4	1,6	-0,2	0,5	-0,4	1,2
4° trim.	105,1	0,0	2,6	-1,6	0,4	0,4	1,5	0,9	1,9	-0,4	-0,5	0,5
2020 1° trim.	101,5	-3,6	2,7	-4,6	-3,7	-6,1	-0,5	-0,2	1,2	-3,2	-2,7	-6,2
2° trim.	92,2	-12,2	1,5	-16,5	-14,0	-20,5	-4,8	-1,3	0,3	-15,8	-9,0	-22,7
Redditi per ora lavorata												
2017	113,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,4
2018	115,2	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,1	2,8
2019	117,7	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8	1,8	2,9	1,6	2,3	3,1
2019 3° trim.	117,8	2,3	2,4	2,6	2,4	2,5	1,8	1,3	3,1	1,8	2,2	2,5
4° trim.	118,2	2,0	2,4	1,7	2,0	1,8	2,0	1,3	1,3	1,5	2,6	3,5
2020 1° trim.	121,6	4,6	4,2	3,3	3,5	4,6	3,6	1,7	6,0	3,9	4,9	8,2
2° trim.	128,2	9,4	5,9	6,1	7,7	12,7	4,4	4,2	7,2	6,4	6,9	18,2
Produttività per ora lavorata												
2017	106,8	1,5	1,2	2,8	0,8	1,7	3,3	3,9	-1,5	1,5	0,6	1,4
2018	107,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,4	2,2	1,9	-1,3	0,5	-0,3	0,0
2019	107,5	0,4	3,4	-1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	0,1	0,5	-0,2	1,2
2019 3° trim.	107,4	0,8	4,4	-0,8	2,0	1,4	1,4	1,3	-0,1	0,9	-0,2	1,3
4° trim.	107,5	0,5	2,8	-0,7	1,3	0,8	1,6	1,0	0,4	-0,1	-0,1	1,3
2020 1° trim.	107,9	0,8	4,0	-0,8	1,9	0,4	1,1	2,5	5,5	-0,3	-0,2	2,1
2° trim.	109,9	2,5	5,1	-3,0	3,7	3,6	1,9	3,9	16,0	-3,2	-3,5	1,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
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	3.433,3	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,5
2019 4° trim.	1.220,0	7.724,2	8.944,2	1.069,5	2.363,8	3.433,3	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,5
2020 1° trim.	1.262,1	8.075,3	9.337,4	1.077,5	2.361,4	3.439,0	12.776,4	109,9	533,5	56,5	700,0	13.476,4
2° trim.	1.304,5	8.401,6	9.706,1	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.185,2	96,5	584,6	16,7	697,7	13.882,9
3° trim. ^(p)	1.330,8	8.621,3	9.952,1	1.080,2	2.427,9	3.508,2	13.460,3	100,9	618,6	0,3	719,8	14.180,1
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
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
giu.	1.304,5	8.401,6	9.706,1	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.185,2	96,5	584,6	16,7	697,7	13.882,9
lug.	1.311,1	8.474,8	9.785,8	1.082,9	2.409,4	3.492,3	13.278,1	107,0	601,8	9,1	718,0	13.996,1
ago.	1.322,9	8.532,0	9.854,8	1.050,7	2.417,8	3.468,4	13.323,2	91,3	595,5	6,8	693,6	14.016,9
set. ^(p)	1.330,8	8.621,3	9.952,1	1.080,2	2.427,9	3.508,2	13.460,3	100,9	618,6	0,3	719,8	14.180,1
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	607,1
2019 4° trim.	15,8	122,8	138,6	-38,0	8,1	-29,9	108,7	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,6
2020 1° trim.	42,1	346,6	388,7	6,0	-2,5	3,5	392,2	31,1	2,0	46,7	79,8	471,9
2° trim.	42,4	323,2	365,6	0,4	42,1	42,5	408,1	-12,9	51,1	-40,7	-2,4	405,7
3° trim. ^(p)	26,4	296,5	322,8	8,3	25,2	33,5	356,3	5,4	33,3	-15,0	23,7	380,0
2020 apr.	14,7	151,4	166,2	-7,8	15,2	7,4	173,5	-15,4	13,2	-18,5	-20,7	152,8
mag.	19,7	103,3	123,0	26,7	12,8	39,5	162,5	2,4	10,3	-11,7	0,9	163,5
giu.	7,9	68,5	76,4	-18,4	14,0	-4,4	72,1	0,1	27,7	-10,4	17,4	89,4
lug.	6,6	152,5	159,1	11,6	6,5	18,1	177,2	11,7	17,2	-5,4	23,4	200,6
ago.	11,8	59,2	71,0	-31,4	8,5	-22,9	48,2	-15,6	-7,1	-1,7	-24,4	23,8
set. ^(p)	7,9	84,8	92,7	28,1	10,2	38,3	131,0	9,3	23,2	-7,9	24,6	155,7
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 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
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
3° trim. ^(p)	10,5	14,3	13,8	-2,1	3,1	1,4	10,3	37,5	12,9	-98,8	12,5	10,4
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
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
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
lug.	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,7	1,4	10,1	43,0	12,4	-67,7	11,4	10,1
ago.	10,4	13,7	13,2	-5,1	2,9	0,4	9,6	28,3	8,7	-60,4	8,2	9,5
set. ^(p)	10,5	14,3	13,8	-2,1	3,1	1,4	10,3	37,5	12,9	-98,8	12,5	10,4

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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 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.	2.867,7	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,9	4.682,0	462,7	2.204,3	0,9	1.068,3	225,3	466,0
3° trim. ^(p)	2.954,9	2.476,5	324,2	147,2	7,1	7.501,0	4.822,1	446,6	2.231,3	1,1	1.060,3	242,7	471,5
2020 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	4.642,8	464,8	2.191,1	1,0	1.100,8	231,1	459,4
giu.	2.867,7	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,9	4.682,0	462,7	2.204,3	0,9	1.068,3	225,3	466,0
lug.	2.918,9	2.433,3	333,2	147,1	5,3	7.400,5	4.729,8	456,3	2.213,3	1,1	1.035,4	243,3	476,0
ago.	2.944,6	2.467,8	325,6	146,9	4,3	7.443,2	4.770,8	450,6	2.220,8	1,0	1.003,7	233,2	467,0
set. ^(p)	2.954,9	2.476,5	324,2	147,2	7,1	7.501,0	4.822,1	446,6	2.231,3	1,1	1.060,3	242,7	471,5
Transazioni													
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	146,2	163,8	-18,8	1,7	-0,5	394,5	358,4	-25,7	62,4	-0,5	29,0	10,2	30,1
2019 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	119,4	134,2	-21,0	6,4	-0,3	112,1	11,6	7,4
2° trim.	260,4	203,1	57,7	1,1	-1,5	190,4	152,7	-9,0	46,5	0,3	-88,2	-0,6	-9,2
3° trim. ^(p)	93,5	87,9	6,0	-1,3	1,0	153,8	141,9	-15,4	27,2	0,2	64,7	17,6	5,7
2020 apr.	104,6	86,0	21,0	-1,0	-1,4	80,1	65,9	-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	36,8	3,7	1,4	1,5	51,2	40,1	-2,0	13,2	-0,1	-31,4	-5,7	6,7
lug.	59,0	45,9	15,3	-1,5	-0,8	53,3	49,6	-5,6	9,1	0,2	41,1	18,8	10,1
ago.	25,2	33,6	-7,2	-0,2	-0,9	45,0	43,0	-5,6	7,6	-0,1	-30,4	-10,0	-9,0
set. ^(p)	9,4	8,3	-2,1	0,4	2,7	55,6	49,3	-4,2	10,4	0,0	54,0	8,8	4,6
Variazioni percentuali													
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 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	3,6	0,9
3° trim. ^(p)	21,0	22,3	24,8	-3,2	23,9	7,8	11,7	-11,3	4,3	0,5	8,4	9,8	1,2
2020 apr.	13,7	16,2	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,1	8,0	1,0
mag.	17,7	19,3	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	3,6	0,9
lug.	20,4	21,4	27,2	-2,8	-15,7	7,4	11,3	-10,2	3,9	-40,1	9,0	10,2	3,7
ago.	19,9	21,3	24,5	-3,4	-31,5	7,5	11,5	-11,0	4,1	-40,9	4,5	0,9	1,0
set. ^(p)	21,0	22,3	24,8	-3,2	23,9	7,8	11,7	-11,3	4,3	0,5	8,4	9,8	1,2

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 delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
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	13.865,5	11.452,1	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2019 4° trim.	4.652,5	984,4	3.656,3	13.865,5	11.452,1	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2020 1° trim.	4.774,4	1.006,9	3.755,7	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.	5.300,9	1.005,8	4.283,4	14.245,5	11.783,1	12.165,8	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2
3° trim. ^(p)	5.749,5	1.001,6	4.736,1	14.205,2	11.866,3	12.224,7	4.732,0	6.063,9	913,6	156,9	1.526,0	812,9
2020 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.	5.300,9	1.005,8	4.283,4	14.245,5	11.783,1	12.165,8	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2
lug.	5.587,6	1.003,6	4.572,2	14.126,8	11.812,7	12.183,4	4.729,8	6.015,8	913,0	154,2	1.497,4	816,6
ago.	5.639,1	998,3	4.628,9	14.184,9	11.847,0	12.210,8	4.757,3	6.030,9	903,7	155,2	1.522,2	815,6
set. ^(p)	5.749,5	1.001,6	4.736,1	14.205,2	11.866,3	12.224,7	4.732,0	6.063,9	913,6	156,9	1.526,0	812,9
Transazioni												
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 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.	133,4	21,9	111,5	228,7	246,0	238,3	135,7	41,8	59,6	8,8	15,0	-32,3
2° trim.	507,1	-1,7	508,8	194,9	102,5	110,6	123,1	33,0	-45,9	-7,7	80,9	11,5
3° trim. ^(p)	244,3	-4,0	248,3	160,4	102,0	84,1	29,9	71,6	-2,9	3,4	56,4	2,0
2020 apr.	194,6	8,3	186,2	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.	153,5	-11,5	165,0	22,6	-14,7	-4,2	0,0	16,2	-30,4	-0,6	15,0	22,4
lug.	94,0	-2,2	96,2	74,4	45,1	38,2	21,7	24,5	-1,7	0,6	28,7	0,6
ago.	58,4	-5,0	63,4	62,8	37,4	30,4	26,6	18,9	-9,1	1,0	23,0	2,4
set. ^(p)	91,9	3,2	88,7	23,2	19,5	15,5	-18,3	28,2	7,9	1,7	4,7	-1,1
Variazioni percentuali												
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 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
3° trim. ^(p)	18,8	0,1	24,0	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,7	7,5	9,5	0,1
2020 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	8,4	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.	15,5	0,2	19,7	5,0	4,7	4,7	6,5	3,3	3,6	14,8	9,4	0,4
ago.	16,5	-0,6	21,3	5,0	4,5	4,6	6,6	3,3	2,2	10,7	11,0	1,0
set. ^(p)	18,8	0,1	24,0	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,7	7,5	9,5	0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
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	970,6	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2019 4° trim.	4.472,5	4.575,5	970,6	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	4.827,3	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
3° trim. ^(p)	4.732,0	4.843,7	929,7	1.014,7	2.787,6	6.063,9	6.333,7	703,7	4.665,3	694,9
2020 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	4.827,3	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
lug.	4.729,8	4.832,6	950,7	997,9	2.781,2	6.015,8	6.292,5	704,6	4.620,5	690,6
ago.	4.757,3	4.862,3	948,1	1.017,6	2.791,6	6.030,9	6.307,3	702,9	4.631,7	696,3
set. ^(p)	4.732,0	4.843,7	929,7	1.014,7	2.787,6	6.063,9	6.333,7	703,7	4.665,3	694,9
Transazioni										
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	-11,6	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 4° trim.	2,8	21,7	-5,2	7,5	0,5	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 1° trim.	135,7	135,2	28,9	43,5	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,2
2° trim.	123,1	130,8	-38,0	80,8	80,3	33,0	30,0	-13,2	36,8	9,4
3° trim. ^(p)	29,9	35,4	-22,8	17,7	35,0	71,6	58,4	7,7	63,7	0,2
2020 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	7,5	3,9	-5,3	1,5	16,2	17,3	3,2	10,1	3,0
lug.	21,7	17,0	-5,9	9,0	18,6	24,5	18,6	4,5	18,8	1,2
ago.	26,6	29,0	1,6	9,8	15,2	18,9	18,3	2,6	16,0	0,3
set. ^(p)	-18,3	-10,6	-18,5	-1,1	1,3	28,2	21,5	0,5	29,0	-1,3
Variazioni percentuali										
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 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
3° trim. ^(p)	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	0,1	4,5	0,8
2020 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.	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,4	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
ago.	6,6	7,1	-3,2	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
set. ^(p)	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	0,1	4,5	0,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
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	1.459,8	430,0	178,9	187,2
2019 4° trim.	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,8	430,0	178,9	187,2
2020 1° trim.	413,2	7.037,0	1.935,5	47,2	2.122,0	2.932,4	1.573,5	531,9	183,7	196,5
2° trim.	676,1	7.039,1	1.931,4	43,9	2.080,1	2.983,7	1.554,9	496,7	158,3	173,7
3° trim. ^(p)	812,8	7.040,7	1.935,5	43,2	2.059,8	3.002,1	1.562,3	516,6	139,3	147,3
2020 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	7.039,1	1.931,4	43,9	2.080,1	2.983,7	1.554,9	496,7	158,3	173,7
lug.	756,4	7.041,4	1.931,8	43,7	2.046,2	3.019,7	1.525,0	554,5	162,3	174,1
ago.	836,5	7.029,9	1.940,2	43,2	2.032,0	3.014,5	1.551,5	507,8	170,4	177,6
set. ^(p)	812,8	7.040,7	1.935,5	43,2	2.059,8	3.002,1	1.562,3	516,6	139,3	147,3
Transazioni										
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 4° trim.	-37,5	4,3	-1,4	-3,7	-14,3	23,7	-1,0	-29,5	-5,3	-10,9
2020 1° trim.	63,2	-47,4	-8,7	-2,9	-45,0	9,2	74,3	51,3	4,7	9,3
2° trim.	263,0	-4,9	-2,3	-3,3	-16,3	16,9	-48,1	10,0	-25,4	-22,8
3° trim. ^(p)	73,0	10,1	1,6	-0,6	1,0	8,2	25,7	32,8	-19,1	-26,5
2020 apr.	107,9	-19,5	-6,0	-1,0	-1,4	-11,1	-62,5	40,7	4,0	6,8
mag.	77,8	16,4	5,7	-1,0	-8,1	19,6	1,8	-7,1	8,9	8,1
giu.	77,4	-1,7	-2,0	-1,2	-6,8	8,4	12,5	-23,6	-38,2	-37,6
lug.	16,8	-9,2	-1,9	-0,2	-9,0	1,9	-35,0	74,8	4,0	0,4
ago.	80,1	10,1	9,0	-0,4	-11,7	13,2	43,9	-51,2	8,0	3,5
set. ^(p)	-23,9	9,2	-5,5	0,0	21,7	-7,0	16,7	9,2	-31,1	-30,3
Variazioni percentuali										
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 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
3° trim. ^(p)	92,1	-0,5	-0,6	-19,3	-3,4	2,0	-	-	-24,4	-25,6
2020 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.	85,5	-0,6	-0,1	-20,3	-4,1	2,2	-	-	-15,3	-15,6
ago.	90,4	-0,1	1,2	-20,5	-4,3	2,4	-	-	-13,6	-16,6
set. ^(p)	92,1	-0,5	-0,6	-19,3	-3,4	2,0	-	-	-24,4	-25,6

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	
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,6
2017	-0,9	-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 3° trim.	-0,8	.	.	.	.	0,9
4° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 1° trim.	-1,1	.	.	.	.	0,5
2° trim.	-3,7	.	.	.	.	-2,1

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 3° trim.	46,4	45,9	12,8	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,7	22,4	3,8
4° trim.	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 1° trim.	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,6	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
2° trim.	46,7	46,2	13,0	12,9	15,4	0,5	50,4	46,5	10,4	5,7	1,6	24,0	3,9

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	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 3° trim.	85,8	3,2	13,3	69,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 1° trim.	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	95,1	3,2	14,4	77,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2019 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	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020 1° trim.	-0,1	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
2° trim.	8,9	2,1	3,5	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,7	3,4	7,4

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	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 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	13,1	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,0
ago.	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9
set.	15,1	13,7	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8

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	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2019 3° trim.	-1,8	1,5	-0,7	0,6	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,0
4° trim.	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2020 1° trim.	-2,6	1,2	-0,9	0,0	1,1	-3,4	-3,6	-2,3	2,0
2° trim.	-5,7	-1,4	-2,9	-2,1	-1,7	-6,9	-5,8	-4,7	-2,3
Debito pubblico									
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0
2019 3° trim.	102,2	61,0	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	136,8	96,5
4° trim.	98,7	59,6	8,4	57,4	176,6	95,5	98,1	134,7	94,0
2020 1° trim.	104,3	61,1	8,9	59,0	176,9	99,0	101,3	137,6	96,1
2° trim.	115,3	67,4	18,5	62,7	187,4	110,1	114,1	149,4	113,2

	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	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 3° trim.	-1,4	-0,3	3,8	0,5	1,3	0,2	-0,2	0,7	-1,1	-1,9
4° trim.	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,3	-1,0
2020 1° trim.	-0,7	-0,2	1,4	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,1
2° trim.	-1,7	-2,4	-1,8	-5,1	-1,5	-3,8	-1,9	-4,7	-3,6	-3,4
Debito pubblico										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 3° trim.	37,1	35,4	20,0	42,9	49,3	71,1	119,6	67,7	48,8	60,1
4° trim.	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,3	59,3
2020 1° trim.	37,1	33,0	22,2	44,0	49,5	73,1	119,5	69,0	49,6	64,3
2° trim.	42,9	41,4	23,8	51,1	55,2	82,6	126,1	78,2	60,2	68,7

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 2020**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 28 ottobre 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-20-007-IT-N (online)