



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 8 / 2020



# Indice

<b>Andamenti economici e monetari</b>	<b>3</b>
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	10
2 Andamenti finanziari	19
3 Attività economica	26
4 Prezzi e costi	32
5 Moneta e credito	38
6 Andamenti della finanza pubblica	46
<b>Riquadri</b>	<b>50</b>
1 Effetti di lungo periodo di crisi del passato sull'economia mondiale	50
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 22 luglio al 3 novembre 2020	57
3 Valutazione degli andamenti economici a breve termine al tempo del COVID-19	63
4 Analisi dell'impatto della pandemia di COVID-19 attraverso una scomposizione corretta per le importazioni della domanda aggregata dell'area dell'euro	69
5 Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus (COVID-19)	74
6 Gli effetti a lungo termine della pandemia: evidenze da un'indagine presso le imprese leader	78
7 Una valutazione delle dinamiche salariali durante la pandemia di COVID-19: il possibile contributo dei dati sulle retribuzioni contrattuali	82
8 I documenti programmatici di bilancio per il 2021: una valutazione al tempo della crisi del COVID-19.	86
<b>Articoli</b>	<b>90</b>
1 Gli accordi europei di cambio (AEC II) come fase preparatoria in vista dell'adozione dell'euro: il caso di Bulgaria e Croazia	90
2 L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro	113

3	L'economia digitale e l'area dell'euro	139
	<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nella riunione di politica monetaria del 10 dicembre 2020, il Consiglio direttivo ha deciso di ricalibrare i propri strumenti di politica monetaria.** Sebbene nel terzo trimestre la ripresa dell'attività economica sia stata più vigorosa rispetto alle attese e le prospettive per la distribuzione dei vaccini siano incoraggianti, la pandemia di coronavirus (COVID-19) continua a ingenerare gravi rischi per la salute pubblica e per le economie dell'area dell'euro e del resto del mondo. La recrudescenza dei casi di COVID-19 e le misure di contenimento ad essa associate limitano considerevolmente l'attività economica nell'area dell'euro, che dovrebbe aver subito una contrazione nel quarto trimestre del 2020. Nel settore manifatturiero l'attività continua a mostrare una buona tenuta, mentre nel comparto dei servizi essa è fortemente frenata dall'incremento dei tassi di contagio e dalle nuove restrizioni imposte alle interazioni sociali e alla mobilità. In un contesto caratterizzato dalla debolezza della domanda e da un significativo sottoutilizzo della capacità produttiva nei mercati del lavoro e dei beni e servizi, l'inflazione rimane molto bassa. Nel complesso, i dati più recenti e le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2020 segnalano un impatto della pandemia sull'attività economica più pronunciato nel breve termine e una debolezza dell'inflazione più duratura rispetto a quanto precedentemente previsto. In tale contesto, nella riunione di politica monetaria del 10 dicembre 2020, il Consiglio direttivo ha deciso di ricalibrare i propri strumenti di politica monetaria.

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

**Nel terzo trimestre del 2020 l'economia mondiale ha fatto registrare una vigorosa ripresa, seguita, all'inizio del quarto trimestre, da un duraturo impulso di crescita, ma le prospettive economiche a breve termine sono offuscate da andamenti sfavorevoli.** Nonostante le recenti novità sulla messa a punto di vaccini efficaci contro il coronavirus abbiano destato ottimismo nei mercati finanziari, la pandemia continua a offuscare le prospettive economiche mondiali a breve termine. Il significativo aumento di nuovi casi di COVID-19, in particolare nelle economie avanzate, ha portato alla reintroduzione di misure di contenimento, che tuttavia vengono percepite come meno pregiudizievoli per l'attività economica rispetto a quelle adottate nel corso della prima ondata della pandemia. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2020 prevedono, per quest'anno, un calo del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) del 3,0 per cento; a tale calo dovrebbe far seguito un aumento del 5,8 per cento nel 2021 e una successiva espansione del 3,9 e del 3,6 per cento, rispettivamente, nel 2022 e 2023. L'interscambio mondiale (esclusa l'area dell'euro), che nel 2020 ha subito una contrazione più netta rispetto al PIL in termini reali, dovrebbe far registrare una più marcata ripresa nel 2021. Ciò riflette principalmente

la maggiore prociclicità del commercio, in particolare durante le fasi di rallentamento dell'economia. Ci si attende una minore gravità di tali effetti avversi nel contesto della recente recrudescenza dei contagi. Il bilanciamento dei rischi che pesano sulle prospettive economiche a livello mondiale è percepito come meno negativo rispetto a quanto precedentemente ipotizzato poiché, alla luce delle notizie sulla disponibilità di diversi vaccini, la concretizzazione dello scenario più grave appare meno probabile.

**Nel complesso, dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre 2020, le condizioni finanziarie nell'area dell'euro hanno subito un ulteriore lieve allentamento, in un clima di maggiore propensione al rischio sostenuta dagli incoraggianti annunci in merito ai vaccini.** Nel periodo in esame (dal 10 settembre al 9 dicembre 2020), la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) ha evidenziato qualche lieve oscillazione, pur rimanendo, in ultima analisi, sostanzialmente invariata. Tale andamento riflette il contrasto fra i timori per l'accelerazione della diffusione del COVID-19 in Europa e le notizie confortanti riguardo ai vaccini. La curva continua a evidenziare solo una lieve inversione nel segmento a breve. Nel periodo in rassegna, i differenziali e i rendimenti delle obbligazioni sovrane a lungo termine sono calati significativamente nell'area dell'euro, in un contesto caratterizzato dall'atteso protrarsi del sostegno monetario e di bilancio, combinato a una maggiore propensione al rischio a livello mondiale, alimentata soprattutto dall'esito positivo delle sperimentazioni sui vaccini. I prezzi delle attività rischiose sono aumentati di conseguenza. Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato su base ponderata per l'interscambio.

**Dopo una forte flessione nella prima metà del 2020, nel terzo trimestre il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha fatto registrare un forte recupero ed è aumentato del 12,5 per cento sul periodo precedente, pur rimanendo nettamente al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia.** La seconda ondata della pandemia e il connesso intensificarsi delle misure di contenimento a partire dalla metà di ottobre dovrebbero determinare un nuovo calo significativo dell'attività nel quarto trimestre, sebbene in misura molto inferiore rispetto a quanto osservato nel secondo trimestre di quest'anno. Gli andamenti economici continuano a essere disomogenei tra i vari settori; l'attività nel comparto dei servizi risulta essere maggiormente colpita dalle nuove restrizioni alle interazioni sociali e alla mobilità rispetto all'attività nel settore industriale. Nonostante il sostegno fornito a famiglie e imprese dalle misure di bilancio, i consumatori continuano a mostrare cautela per via della pandemia e dei suoi effetti sull'occupazione e sui redditi. Inoltre, la minore solidità dei bilanci societari e l'incertezza sulle prospettive economiche gravano sugli investimenti delle imprese. In prospettiva, i recenti progressi nella messa a punto di vaccini contro il COVID-19 consentono di ipotizzare con maggiore fiducia una graduale soluzione della crisi sanitaria. Cionondimeno, occorrerà del tempo prima che si ottenga un'immunità generalizzata, così come non si possono escludere ulteriori aumenti dei contagi, con le sfide che ciò comporta per la salute pubblica e le prospettive economiche. Nel medio periodo, la ripresa dell'economia dell'area dell'euro dovrebbe essere sorretta dalle condizioni di finanziamento favorevoli, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e da una ripresa della domanda al progressivo venir meno delle misure di contenimento e dell'incertezza.

**Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema.** Tali proiezioni segnalano una crescita annua del PIL in termini reali del -7,3 per cento nel 2020, del 3,9 per cento nel 2021, del 4,2 per cento nel 2022 e del 2,1 per cento nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto a settembre dagli esperti della BCE, le prospettive per l'attività economica sono state riviste al ribasso nel breve periodo, ma dovrebbero essenzialmente riportarsi sul livello previsto dallo scenario di base delle proiezioni di settembre nel medio periodo. Nel complesso, i rischi per le prospettive di crescita nell'area restano orientati al ribasso ma sono divenuti meno pronunciati. Sebbene le notizie riguardanti la distribuzione dei vaccini siano incoraggianti, i rischi al ribasso restano legati alle implicazioni della pandemia per le condizioni economiche e finanziarie.

**Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a novembre l'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro è rimasta invariata al -0,3 per cento.** Sulla scorta della dinamica dei corsi petroliferi e tenendo conto della riduzione temporanea dell'aliquota dell'IVA in Germania, l'inflazione complessiva rimarrà probabilmente negativa fino agli inizi del 2021. Successivamente dovrebbe aumentare a causa della fine del periodo di riduzione temporanea di tale imposta in Germania e degli effetti base al rialzo sulla componente energetica. Al tempo stesso, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero mantenersi contenute per effetto della debolezza della domanda, in particolare nei settori dei viaggi e del turismo, nonché del contenimento delle pressioni salariali e del livello storicamente elevato del tasso di cambio effettivo dell'euro. Una volta venuto meno l'impatto della pandemia, una ripresa della domanda, sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e di bilancio, eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione nel medio termine. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati e dalle indagini rimangono su livelli bassi.

**Questa valutazione è sostanzialmente riflessa nello scenario di base elaborato nell'ambito delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso di inflazione sui dodici mesi pari allo 0,2 per cento nel 2020, all'1,0 per cento nel 2021, all'1,1 per cento nel 2022 e all'1,4 per cento nel 2023.** Rispetto all'esercizio condotto a settembre dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione sono state corrette al ribasso per il 2020 e il 2022. L'inflazione annua misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è attesa allo 0,7 per cento nel 2020, allo 0,8 per cento nel 2021 e all'1,0 per cento nel 2022, per poi salire all'1,2 per cento nel 2023.

**La pandemia di coronavirus ha continuato a influenzare le dinamiche monetarie nell'area dell'euro.** A ottobre 2020, la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si manteneva sostanzialmente invariata, al 10,5 per cento. La forte espansione monetaria è stata sostenuta dal proseguimento degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema, che sono divenuti la principale fonte di creazione di moneta. A fronte di un'ancora accresciuta preferenza per la liquidità e di un basso costo-opportunità di detenere le componenti più liquide della moneta, l'aggregato monetario ristretto M1 seguita a fornire il contributo principale all'incremento

dell'aggregato monetario ampio. La crescita del credito al settore privato si è stabilizzata, pur continuando a registrare tassi di incremento più elevati rispetto al periodo precedente la pandemia di COVID-19. A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è sceso al 6,8 per cento, dal 7,1 per cento di settembre. Tale rallentamento si è verificato nel contesto di un minore fabbisogno di liquidità di emergenza, scarsi investimenti e inasprimento delle condizioni di credito a favore delle imprese. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è collocato al 3,1 per cento a ottobre, invariato rispetto al mese precedente. Le misure adottate dal Consiglio direttivo, unitamente alle iniziative intraprese dai governi nazionali e dalle istituzioni europee, restano essenziali per favorire le condizioni del credito bancario e l'accesso ai finanziamenti, in particolare per i soggetti maggiormente colpiti dagli effetti della pandemia.

### **Il consistente sostegno delle politiche di bilancio fornito ha attenuato il rilevante effetto negativo della pandemia di coronavirus sull'economia reale.**

Il costo di tali misure di sostegno ha inciso in maniera molto marcata sui bilanci di tutti i paesi dell'area dell'euro, pur con notevoli differenze tra un paese e l'altro. Pertanto, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, per effetto del rallentamento economico e del considerevole sostegno di bilancio il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in modo significativo fino a raggiungere l'8,0 per cento del PIL nel 2020, dallo 0,6 per cento del 2019. In seguito, il rapporto disavanzo pubblico/PIL dovrebbe scendere al 6,1 per cento del PIL nel 2021, al 3,9 per cento nel 2022 e al 3,0 per cento nel 2023. Ci si attende che il miglioramento sia trainato dalla graduale revoca delle misure di contenimento di emergenza, mentre la componente ciclica evidenzierà una significativa ripresa soltanto a partire dal 2022. Un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimane essenziale alla luce della forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro, anche se le misure di bilancio adottate dovrebbero essere mirate e temporanee. Allo stesso tempo, la debolezza della domanda da parte di imprese e famiglie e il più elevato rischio di un ritardo della ripresa, alla luce delle nuove misure di chiusura (lockdown) legate alla seconda ondata della pandemia, giustificano il continuo sostegno delle politiche di bilancio nazionali. Il fondo Next Generation EU, che integra le misure di bilancio attuate a livello nazionale, contribuirà a una ripresa più rapida, forte e uniforme e accrescerà la capacità di tenuta e il potenziale di crescita delle economie degli Stati membri dell'Unione, soprattutto se i fondi saranno impiegati per una spesa pubblica produttiva e accompagnati da politiche strutturali tese a migliorare la produttività.

### **Il pacchetto di misure di politica monetaria**

In vista delle ricadute economiche dovute alla recrudescenza della pandemia e della conseguente protratta debolezza dell'inflazione, il 10 dicembre 2020 il Consiglio direttivo ha ricalibrato i propri strumenti di politica monetaria al fine di preservare condizioni di finanziamento favorevoli durante la pandemia, sostenendo in ultima istanza l'attività economica e una solida convergenza dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

1. Il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Si prevede che essi permangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo, ma inferiore, al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione e tale convergenza non si sarà coerentemente riflessa nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.
2. Il Consiglio direttivo ha deciso di incrementare la dotazione del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) di 500 miliardi di euro, fino a un totale di 1.850 miliardi. Ha inoltre esteso l'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP almeno sino alla fine di marzo 2022. In ogni caso, l'Eurosistema condurrà gli acquisti netti finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus. Durante tale periodo di tempo prolungato l'Eurosistema proseguirà gli acquisti nell'ambito del PEPP al fine di preservare condizioni di finanziamento favorevoli. Gli acquisti saranno effettuati in maniera flessibile in base alle condizioni di mercato, allo scopo di evitare un inasprimento delle condizioni di finanziamento, incongruente con l'azione di contrasto all'effetto al ribasso che la pandemia esercita sul profilo di inflazione previsto. In aggiunta, la flessibilità degli acquisti nel tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi, continuerà a sostenere l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Non sarà necessario utilizzare appieno la dotazione prevista nell'ambito del PEPP, se sarà possibile mantenere condizioni di finanziamento favorevoli anche con flussi di acquisti netti inferiori alla dotazione disponibile. Analogamente, quest'ultima può essere ricalibrata, laddove le circostanze lo richiedano, in modo da preservare condizioni di finanziamento favorevoli che contribuiscano a contrastare lo shock negativo della pandemia sull'andamento dell'inflazione. Il prolungamento dell'orizzonte temporale per gli acquisti nell'ambito del PEPP riflette il protrarsi delle ricadute della pandemia sull'economia e sull'inflazione. Tale prolungamento consente una presenza costante sul mercato e un più durevole sostegno da parte del Consiglio direttivo tramite misure di stimolo monetario. Preservare condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia contribuirà a ridurre l'incertezza e rafforzare la fiducia, incoraggiando così la spesa per consumi e gli investimenti delle imprese nonché, in ultima analisi, sostenendo la ripresa economica e contribuendo a compensare l'effetto al ribasso della pandemia sul percorso previsto per l'inflazione. Il Consiglio direttivo ha infine deciso di estendere il periodo di tempo entro il quale reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2023. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.
3. Il Consiglio direttivo ha deciso di ricalibrare ulteriormente le condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). In particolare, ha esteso di dodici mesi, fino a giugno 2022, il periodo nel quale si applicheranno condizioni considerevolmente più favorevoli. Il Consiglio direttivo condurrà inoltre tre operazioni aggiuntive fra giugno e dicembre 2021. Il Consiglio ha altresì determinato di incrementare

l'ammontare complessivo che le controparti potranno ottenere in prestito nell'ambito delle OMRLT-III dal 50 al 55 per cento del rispettivo stock di prestiti idonei. Al fine di incentivare le banche a sostenere l'attuale livello di credito bancario, le condizioni ricalibrate delle OMRLT-III saranno offerte soltanto alle banche che raggiungono un nuovo obiettivo in termini di volume dei prestiti erogati. L'estensione, a seguito della pandemia, del periodo di tassi di interesse bassi previsto dalle OMRLT-III, l'introduzione di ulteriori operazioni e l'incremento dell'ammontare che può essere potenzialmente ottenuto in prestito preserveranno condizioni di finanziamento molto vantaggiose per le banche. Ciò contribuirà ad assicurare che queste possano continuare a offrire condizioni di credito favorevoli e disporre di abbondante liquidità per erogare prestiti alle famiglie e alle imprese.

4. Il Consiglio direttivo ha stabilito di estendere fino a giugno 2022 la durata dell'insieme di misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie adottate dal Consiglio stesso il 7 e il 22 aprile 2020. Tale estensione continuerà a far sì che le banche possano avvalersi appieno delle operazioni dell'Eurosistema volte all'immissione di liquidità, in particolare delle OMRLT ricalibrate. Il Consiglio direttivo rivaluterà tali misure prima di giugno 2022, assicurandosi che la partecipazione delle controparti dell'Eurosistema alle OMRLT-III non subisca effetti negativi.
5. Il Consiglio direttivo ha inoltre deliberato di offrire quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) nel 2021, che continueranno a fornire un efficace supporto in termini di liquidità.
6. Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) proseguiranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro. 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. In aggiunta, il Consiglio intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
7. Le operazioni di pronti contro termine dell'Eurosistema per le banche centrali (Eurosystem repo facility for central banks, EUREP) e tutte le linee temporanee di swap e pronti contro termine con le banche centrali di paesi non appartenenti all'area dell'euro saranno prolungate fino a marzo 2022.
8. Il Consiglio direttivo ha infine deciso di continuare a condurre le regolari operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto alle condizioni vigenti, per tutto il tempo che si renderà necessario.

Le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo contribuiranno a preservare condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia, sostenendo il flusso del credito a tutti i settori dell'economia, offrendo supporto all'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. L'incertezza resta comunque elevata, anche per quanto riguarda la dinamica della pandemia e la tempistica della distribuzione dei vaccini. Il Consiglio direttivo continuerà inoltre a seguire l'andamento del tasso di cambio in relazione alle sue possibili implicazioni per le prospettive di inflazione a medio termine. Pertanto, il Consiglio rimane pronto ad adeguare, ove opportuno, tutti gli strumenti a sua disposizione per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo, in linea con il suo impegno ad adottare un approccio simmetrico.

## Contesto esterno

*Sebbene i recenti sviluppi riguardanti i vaccini contro il coronavirus (COVID-19) abbiano destato ottimismo nei mercati finanziari, le prospettive economiche internazionali a breve termine continuano a essere offuscate dalla pandemia. Il significativo aumento del numero di contagi da COVID-19, in particolare nelle economie avanzate, ha determinato la reintroduzione di misure di contenimento, seppur considerate meno pregiudizievoli per l'attività economica rispetto a quelle osservate durante la prima ondata della pandemia. Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono, per quest'anno, un calo del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) del 3,0 per cento; a tale calo dovrebbe far seguito un aumento del 5,8 per cento nel 2021 e una successiva espansione del 3,9 e del 3,6 per cento, rispettivamente, nel 2022 e nel 2023. Nel 2020 l'interscambio mondiale (esclusa l'area dell'euro) si è contratto più bruscamente del PIL in termini reali, ma, analogamente, la sua ripresa nel 2021 dovrebbe essere più robusta. Ciò riflette principalmente la più marcata prociclicità del commercio, in particolare durante le fasi di contrazione dell'economia. Le misure di contenimento introdotte in risposta alla recrudescenza dei contagi, inoltre, dovrebbero essere meno pregiudizievoli per l'interscambio rispetto a quelle attuate durante la prima ondata. Il quadro complessivo dei rischi che gravano sulle prospettive mondiali è percepito come meno negativo, dato che le notizie relative alla possibilità di realizzazione di diversi vaccini rendono meno probabile il verificarsi dello scenario grave considerato nelle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema. Poiché al momento della finalizzazione dell'esercizio previsionale l'esito dei negoziati sulla Brexit continuava a essere incerto, le proiezioni macroeconomiche si basano sull'ipotesi tecnica che, a partire dal 1° gennaio 2021, gli scambi commerciali tra Unione europea e Regno Unito rispettino le clausole della nazione più favorita stabilite dall'Organizzazione mondiale del commercio. Altri rischi riguardano la possibilità che, nell'intento di ridurre la propria dipendenza dagli approvvigionamenti esterni, i paesi inizino a diversificare i fornitori mondiali (con un probabile incremento della capacità di tenuta) e/o a ritrasferire le attività produttive (incidendo negativamente sulle catene globali del valore complesse).*

### Attività economica e commercio mondiale

**Nel terzo trimestre del 2020 l'economia internazionale ha segnato una forte ripresa, superiore al previsto.** Con la progressiva riduzione del numero di contagi e la revoca delle misure di contenimento, l'economia mondiale ha iniziato a risalire in modo vigoroso. La ripresa economica, soprattutto tra le economie avanzate, è stata prevalentemente sorretta dai consumi privati, a loro volta favoriti dalle generose misure di sostegno messe in atto al culmine della crisi. Le esportazioni nette dalle economie emergenti hanno a loro volta fornito un contributo positivo, data la ripresa della domanda estera. In Cina, mentre gli investimenti privati sono rimasti la principale determinante della ripresa, i consumi privati hanno offerto un contributo positivo alla crescita del PIL per la prima volta nel corso dell'anno. Nel complesso,

il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) è cresciuto a un ritmo più sostenuto di quanto previsto dalle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso settembre dagli esperti della BCE.

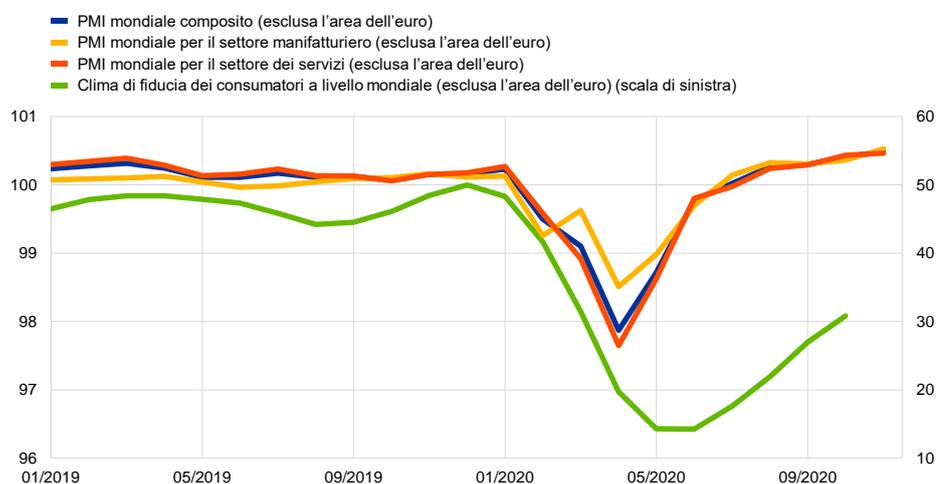
**I nuovi dati ricavati dalle indagini segnalano il perdurare della dinamica espansiva all'inizio del quarto trimestre, sebbene il clima di fiducia dei consumatori si confermi debole.**

A novembre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) è ulteriormente salito a 54,8 (da 54,1 a ottobre), sostenuto da un miglioramento sia nel settore dei servizi sia in quello manifatturiero, suggerendo un ampliamento della ripresa economica (cfr. il grafico 1). Si sono registrati andamenti eterogenei tra i vari paesi: il PMI composito relativo al prodotto è ulteriormente aumentato negli Stati Uniti, ma ha iniziato a segnalare una contrazione nel Regno Unito, permanendo sostanzialmente invariato e ancora in territorio di contrazione in Giappone. Tra le economie emergenti, il PMI composito è salito ulteriormente in Cina, segnalando una robusta crescita dell'attività, mentre è sceso in India e Brasile, sebbene da livelli molto elevati, indicando così il protrarsi dell'espansione dell'attività. Il clima di fiducia dei consumatori a livello mondiale, nel contempo, sebbene in ripresa dal minimo toccato nel secondo trimestre del 2020, rimane al di sotto dei livelli precedenti la crisi, a indicare un recupero piuttosto contenuto dei consumi.

**Grafico 1**

**PMI mondiale composito relativo al prodotto e clima di fiducia dei consumatori**

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2020 (PMI) e a settembre 2020 (clima di fiducia dei consumatori).

**Un insieme di circostanze sfavorevoli, non ultime le rinnovate misure di contenimento in risposta all'aumento del numero di contagi da COVID-19, adombra le prospettive economiche a breve termine.**

La recrudescenza dei contagi da COVID-19 grava sulla ripresa economica mondiale. Rispetto ai provvedimenti governativi adottati in primavera in risposta alla pandemia, le misure di contenimento introdotte durante la seconda ondata, sebbene diverse da paese a paese, tendono a essere più mirate e meno pregiudizievoli per l'attività economica.

Si prevede tuttavia che la recrudescenza del virus incida sul comportamento degli operatori economici, soprattutto nei settori ad alta intensità di contatti. Inoltre, il venir meno del sostegno temporaneo concesso dai governi nel corso del 2020 potrebbe portare a un baratro fiscale (“fiscal cliff”) il prossimo anno, in particolare tra le economie avanzate, qualora non siano previsti ulteriori stimoli fiscali nei documenti programmatici di bilancio di tali paesi per il 2021. Infine, l’elevata incertezza circa la natura delle relazioni commerciali successive alla transizione tra UE e Regno Unito, incluse quelle relative ai servizi, dovrebbe pesare sulle prospettive di crescita.

**Negli ultimi mesi le condizioni finanziarie a livello mondiale hanno continuato a evidenziare miglioramenti a fronte di una certa volatilità.** La ripresa delle attività rischiose, iniziata alla fine di marzo, si è temporaneamente arrestata a settembre per effetto dell’aumento dei casi di COVID-19 a livello mondiale, dell’accresciuta incertezza connessa alle elezioni presidenziali statunitensi del 3 novembre e delle minori probabilità di un accordo di bilancio prima delle elezioni. In seguito, la notizia relativa all’imminente disponibilità di vaccini ha innescato un rialzo dei corsi azionari in tutto il mondo, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie e sovrane sono diminuiti e gli investitori hanno perso parte del loro interesse per attività “rifugio” come l’oro e quelle denominate in dollari statunitensi, determinando inoltre un deprezzamento generalizzato di tale valuta. Anche l’esito delle elezioni negli Stati Uniti ha contribuito a ridurre l’incertezza e a sostenere la propensione al rischio degli investitori. Tale ottimismo è stato attenuato dal costante aumento di casi di COVID-19 e dalla reintroduzione di provvedimenti di chiusura (lockdown). Le condizioni finanziarie internazionali si collocano attualmente su livelli molto accomodanti, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Restano tuttavia fortemente dipendenti dal sostegno offerto dalla politica monetaria e sono sensibili ai rischi mondiali.

**Dopo una contrazione del 3,0 per cento nel 2020, il PIL mondiale in termini reali (esclusa l’area dell’euro) dovrebbe risalire nel 2021, per poi subire un rallentamento nel 2022 e nel 2023.** Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso settembre dagli esperti della BCE, per il 2020 la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l’area dell’euro) è stata rivista al rialzo (+0,7 punti percentuali) per effetto della ripresa superiore al previsto registrata nel terzo trimestre. Le previsioni per il 2021 ipotizzano un graduale allentamento delle misure di contenimento dato il progressivo aumento della disponibilità di soluzioni mediche, come vaccini efficaci, che saranno distribuite a tutta la popolazione. Il ritmo della ripresa, tuttavia, è differente tra le varie regioni e, nell’orizzonte di proiezione, le economie emergenti dovrebbero fornire il contributo maggiore al rialzo della crescita del PIL mondiale. Alla Cina è ascrivibile circa la metà della ripresa successiva alla pandemia. Tale paese ha efficacemente contenuto la diffusione del virus nelle prime fasi e fornito importanti misure di stimolo, tanto che già intorno alla metà dell’anno la crescita era tornata ai livelli precedenti la pandemia. La Cina è l’unica grande economia per la quale nel 2020 siano previsti tassi di crescita positivi. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2020 dagli esperti della BCE, il PIL mondiale in termini reali (esclusa l’area dell’euro) dovrebbe aumentare a un tasso del 5,8 per cento nel 2021 e del 3,9 per cento nel 2022 (valori rivisti, rispettivamente, di -0,4 e +0,1 punti percentuali). Gli effetti a lungo termine

sull'economia mondiale determinati dallo shock legato al COVID-19, data la complessità della sua natura, rimangono incerti. La pandemia, nello specifico, ha colpito più duramente i settori ad alta intensità di lavoro e, pertanto, gli effetti di lungo periodo potrebbero inizialmente manifestarsi tramite una riduzione dell'offerta di lavoro, ma anche mediante lo stock di capitale, come è accaduto nelle crisi finanziarie verificatesi in passato (cfr. il riquadro 1).

**Negli Stati Uniti la recrudescenza dei contagi da COVID-19 e la riduzione delle misure di stimolo fiscale offuscano le prospettive a breve termine.** Nel terzo trimestre il PIL in termini reali è salito del 33,1 per cento sul periodo corrispondente (7,4 per cento sul trimestre precedente). Tale incremento è stato determinato da una forte ripresa dei consumi e degli investimenti, che si è a sua volta riflessa in un netto recupero delle importazioni in termini reali. Malgrado la crescita eccezionalmente elevata, l'attività degli Stati Uniti rimane al di sotto del livello antecedente la pandemia. Con l'aumento del numero dei contagi e dei ricoveri correlati al COVID-19, superiori ai valori massimi registrati in precedenza, nei vari stati sono state introdotte nuove restrizioni alla mobilità. L'attenuazione degli effetti delle misure di stimolo fiscale sul reddito delle famiglie, nel contesto del mancato accordo su un nuovo pacchetto di sostegno, è stata compensata solo in parte dal riassorbimento dei risparmi accumulati nei trimestri precedenti. Nel trimestre in corso, di conseguenza, i consumi dovrebbero rallentare, come altresì suggerito dagli indicatori ad alta frequenza basati sui dati relativi alle carte di credito e di debito. Le condizioni del mercato del lavoro sono migliorate, ma la ripresa rimane incompleta. Il tasso di disoccupazione è diminuito a fronte di una riduzione dei licenziamenti temporanei, ma il numero delle nuove offerte di lavoro rimane modesto, a indicare un debole incremento dell'occupazione nel breve periodo. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa all'1,2 per cento a ottobre, dall'1,4 per cento di settembre, riflettendo il calo dei prezzi dell'energia, mentre i prezzi dei beni alimentari non hanno subito variazioni. L'inflazione di fondo è diminuita in misura marginale, passando all'1,6 per cento dall'1,7 di settembre, in quanto l'ulteriore aumento dell'inflazione dei beni considerati nel calcolo, in particolare delle autovetture e dei camion usati, è stato più che controbilanciato dal calo osservato nei servizi, principalmente in quelli medici.

**In Cina la ripresa economica è stata rapida e si è estesa al settore dei servizi.** Dopo la netta ripresa registrata nel secondo trimestre (+11,7 per cento sul periodo precedente), nel terzo trimestre il PIL della Cina ha continuato a espandersi, sebbene a un ritmo più moderato (+ 2,7 per cento sul periodo precedente). I consumi finali hanno fornito un contributo positivo alla crescita, mentre gli investimenti hanno mostrato una maggiore capacità di tenuta, anche grazie al sostegno pubblico alla spesa in infrastrutture, che ha concorso a rilanciare la ripresa dopo la brusca contrazione iniziale. La crescita ha inoltre beneficiato delle esportazioni nette, che riflettono in parte il ruolo della Cina quale fornitore mondiale di prodotti medici e tecnologici. I dati mensili segnalano il protrarsi di una robusta dinamica espansiva nel quarto trimestre. Gli indici PMI relativi al prodotto nei settori manifatturiero e dei servizi indicano ulteriori miglioramenti dell'attività nel mese di novembre. La produzione industriale ha segnato una solida ripresa e le vendite al dettaglio si sono ulteriormente rafforzate a ottobre. Nello stesso mese

l'inflazione complessiva sui dodici mesi è scesa allo 0,5 per cento, dall'1,7 del mese precedente, principalmente a causa del calo dei prezzi dei beni alimentari.

**In Giappone la domanda interna e quella estera hanno sostenuto la ripresa economica, ma il ritmo dell'espansione dovrebbe rallentare in presenza di un aumento dei contagi da COVID-19.** Nel terzo trimestre il PIL in termini reali è aumentato del 5,3 per cento (sul periodo precedente). In particolare, l'allentamento delle misure di contenimento interne, le vigorose azioni di risposta e la ripresa della domanda estera hanno sostenuto i consumi privati e le esportazioni, mentre l'attività di investimento è rimasta contenuta in un contesto di incertezza ancora elevata. La ripresa dovrebbe proseguire, seppure a un ritmo moderato. In una certa misura ciò riflette le crescenti preoccupazioni legate al recente aumento dei nuovi casi di contagio. La Banca del Giappone ha annunciato speciali operazioni di deposito presso la banca centrale volte a rafforzare la capacità di tenuta del sistema finanziario regionale, mentre il governo ha recentemente comunicato un terzo intervento aggiuntivo di bilancio per l'esercizio finanziario 2020; entrambi i provvedimenti dovrebbero fornire un certo sostegno all'attività nei prossimi trimestri. A ottobre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è ulteriormente diminuita, raggiungendo il -0,4 per cento dallo 0 per cento di settembre, pur riflettendo in prevalenza fattori idiosincratichi, come il venir meno dell'impatto dell'aumento dell'IVA introdotto a ottobre 2019.

**Nel Regno Unito la ripresa economica sta perdendo vigore, in un contesto caratterizzato da nuove misure di chiusura.** Nel terzo trimestre l'economia ha segnato una ripresa (+15,5 per cento sul periodo precedente), sostenuta da un forte recupero dei consumi, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato negativo. La dinamica della crescita, tuttavia, dovrebbe registrare un'inversione. Le indagini più recenti suggeriscono un significativo rallentamento del ritmo della crescita a partire da agosto, ancor prima del lockdown nazionale della durata di un mese imposto a novembre ai settori non essenziali del commercio al dettaglio e dei servizi di ristorazione, alberghieri e ricreativi (che rappresentano circa il 12 per cento del valore aggiunto nell'economia). Sebbene tali provvedimenti limitino l'attività in misura minore rispetto al rigido lockdown attuato in primavera, a novembre il PMI composito è tornato a segnare una contrazione. Nel contempo, le modeste prospettive per il mercato del lavoro limitano i consumi e l'incertezza legata alle relazioni commerciali successive alla transizione, incluse quelle relative ai servizi, continuano a frenare gli investimenti privati. Dato che le proiezioni macroeconomiche elaborate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema sono state finalizzate prima del recente accordo sulla Brexit, lo scenario di base per il Regno Unito poggia sull'ipotesi tecnica che il 1° gennaio le relazioni commerciali tra il Regno Unito e l'UE rispettino le condizioni della nazione più favorita sancite dall'OMC. In particolare, nel Regno Unito si ipotizza il verificarsi di un certo accumulo di importazioni nel quarto trimestre del 2020, che sarà successivamente riassorbito all'inizio del 2021. A ottobre l'inflazione è aumentata, lievemente al di sopra delle aspettative, e l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è salita allo 0,7 per cento dallo 0,5 per cento del mese precedente. Tale incremento è stato determinato da un rimbalzo, fuori dal territorio negativo, dei prezzi dei beni, mentre l'inflazione sui dodici

mesi dei servizi è rimasta invariata all'1,4 per cento. Anche l'inflazione di fondo misurata sull'IPC è lievemente aumentata, raggiungendo l'1,5 per cento.

**Nei paesi dell'Europa centrale e orientale la ripresa economica dovrebbe temporaneamente arrestarsi dato il peggioramento della pandemia.**

Nel terzo trimestre il PIL in termini reali della regione ha registrato una netta ripresa al normalizzarsi della produzione con l'allentamento delle misure di contenimento. La pandemia si è tuttavia riacutizzata nei vari paesi, con l'aumento del numero dei nuovi contagi giornalieri oltre i livelli registrati nella prima ondata. Dato l'irrigidimento degli indicatori di severità nella maggior parte dei paesi dell'Europa centrale e orientale, si prevede che la ripresa permanga in fase di stallo sino all'inizio del 2021. In seguito, la distensione delle restrizioni e dei timori per la salute dovrebbe rilanciare la crescita, sorretta anche da solide misure di bilancio e monetarie. In prospettiva, si prevede che fino all'inizio del 2022 l'attività si manterrà al di sotto dei livelli registrati a fine 2019.

**Nei grandi paesi esportatori di materie prime il ritmo della ripresa dovrebbe rallentare a fronte del numero ancora elevato di contagi e del ridotto margine per un ulteriore sostegno di bilancio.**

In Russia l'economia dovrebbe registrare una ripresa nel terzo trimestre, grazie alle misure di sostegno e al migliore controllo dei contagi. Il temporaneo allentamento dei tagli alla produzione dell'OPEC+<sup>1</sup>, inoltre, ha sostenuto la recente produzione di petrolio e la ripresa della crescita dei principali partner commerciali ha ulteriormente favorito le esportazioni di energia. Tuttavia, poiché il numero di contagi è nuovamente in ascesa, nel quarto trimestre l'espansione dovrebbe tornare a rallentare. In Brasile l'economia ha segnato un recupero, grazie alle vigorose misure di sostegno di politica monetaria e di bilancio, tra le più ampie introdotte in America latina. Il numero di casi di COVID-19 rimane tuttavia elevato. Sebbene abbia ridotto le ripercussioni economiche dello shock iniziale, l'adozione limitata di misure di contenimento ha intensificato la gravità della pandemia stessa. Tassi di contagio elevati e limitati margini di bilancio freneranno anche gli investimenti e i consumi nel periodo a venire, nonché, in ultima analisi, il percorso di ripresa economica, con la previsione di tassi di crescita moderati a breve e medio termine.

**In Turchia l'impatto economico del COVID-19 è stato brusco, ma di breve durata, e il recupero dell'attività manifatturiera sta trainando la ripresa.**

La marcata espansione del terzo trimestre (+15,6 per cento sul periodo precedente) riflette i forti consumi privati e gli investimenti realizzati sulla scorta di condizioni di finanziamento molto favorevoli. Il settore manifatturiero sta trainando la ripresa, sebbene anche i servizi abbiano segnato un significativo rialzo dopo il crollo registrato al culmine della crisi. Nel complesso l'attività economica in Turchia è tornata sui livelli precedenti la pandemia. Con la graduale riduzione delle misure di stimolo, tuttavia, la crescita dovrebbe rallentare, soprattutto quella dei consumi privati connessi al credito.

---

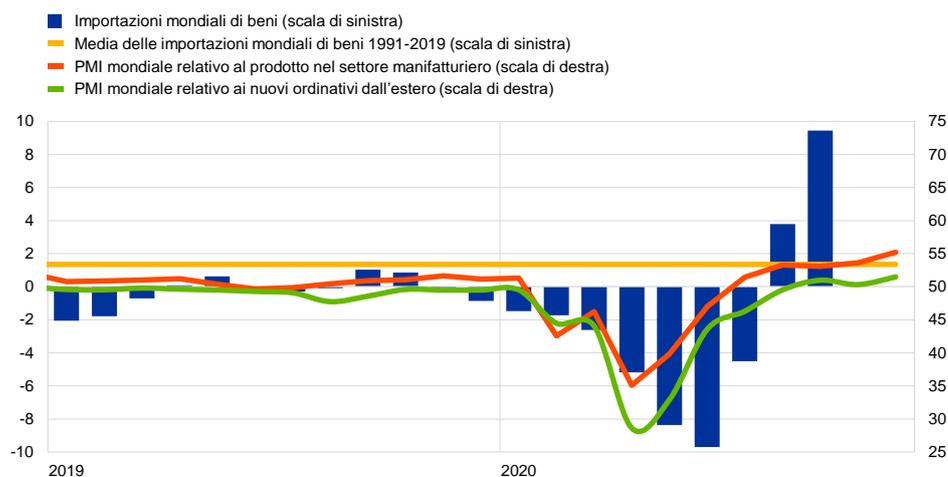
<sup>1</sup> L'OPEC+ è un gruppo formato da produttori di petrolio, guidati dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (Organization of Petroleum Exporting Countries, OPEC), e dalla Russia.

**Anche l'interscambio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ha segnato un forte recupero nel terzo trimestre e dovrebbe rallentare nel quarto.** A settembre le importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) hanno continuato ad aumentare (3,4 per cento sul mese precedente) dopo aver registrato un incremento dell'1,9 per cento ad agosto. Nel complesso, tali dati confermano una solida ripresa dell'interscambio mondiale nel terzo trimestre (+9,4 per cento sul periodo precedente), dopo la marcata contrazione registrata nel secondo (-9,7 per cento sul periodo precedente) (cfr. il grafico 2). La forte espansione del terzo trimestre riflette la composizione della ripresa economica e il funzionamento più ordinato delle catene globali del valore, ma si ritiene che gli scambi di servizi continuino a gravare sul commercio mondiale, dato il crollo di alcuni settori (ad esempio il turismo) per effetto dello shock indotto dal COVID-19. I dati delle indagini congiunturali segnalano il proseguire della crescita, ma a un ritmo più moderato, nel quarto trimestre. Il PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero, che presenta un buon grado di correlazione con l'interscambio internazionale, è salito a 51,5 a novembre, dal valore di 50,3 segnato a ottobre.

## Grafico 2

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

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



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

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2020 per i dati relativi agli indici PMI e a settembre 2020 per le importazioni mondiali di beni. Indici e dati fanno riferimento all'aggregato mondiale esclusa l'area dell'euro.

**Dopo una contrazione del 9,2 per cento nel 2020, il commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe risalire nel 2021 ed espandersi a un ritmo più moderato nel biennio 2022-2023.** Il brusco calo delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) nel 2020 rispetto all'attività economica riflette la forte prociclicità delle stesse, in particolare durante le fasi di contrazione dell'economia.

Nel primo semestre del 2020 anche le temporanee interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali e l'aumento dei costi commerciali a seguito delle misure di contenimento legate al COVID-19 hanno inciso negativamente sull'interscambio internazionale. Rispetto alle proiezioni formulate a settembre 2020 dagli esperti della BCE, il tasso di crescita del commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) per il 2020 è stato rivisto al rialzo (+4,5 punti percentuali), principalmente

di riflesso alla forte ripresa osservata nel terzo trimestre. Ciò aumenta il livello delle importazioni mondiali in confronto all'andamento previsto nelle proiezioni macroeconomiche dello scorso settembre e implica un divario più contenuto rispetto alla traiettoria di base antecedente la pandemia, pur continuando a segnalare una ripresa incompleta. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, l'interscambio mondiale dovrebbe crescere del 7,1 per cento nel 2021, del 3,9 per cento nel 2022 e del 3,4 per cento nel 2023. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe diminuire del 10,7 per cento nel 2020 e crescere del 6,6 per cento nel 2021, del 4,1 per cento nel 2022 e del 3,4 per cento nel 2023.

**Le prospettive per l'economia mondiale restano soggette a una serie di rischi, tuttavia giudicati nell'insieme più favorevoli.**

Poiché l'economia mondiale continua a essere caratterizzata dall'incertezza relativa ai tempi di una piena risoluzione della crisi sanitaria, nelle proiezioni macroeconomiche elaborate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema lo scenario di base è integrato da due scenari alternativi<sup>2</sup>, uno moderato e uno grave. Tali scenari hanno lo scopo di illustrare una gamma di possibili andamenti diversi rispetto alla proiezione di riferimento. Le notizie sullo sviluppo di vaccini efficaci hanno rafforzato la fiducia nel fatto che la pandemia possa essere efficacemente contenuta, rendendo meno probabile il verificarsi di uno scenario grave. La pandemia di COVID-19 ha inoltre evidenziato la dipendenza di diversi paesi dall'approvvigionamento esterno e ciò potrebbe determinare l'impegno a diversificare i fornitori mondiali (con un probabile incremento della capacità di tenuta) e/o a ritrasferire le attività produttive (incidendo negativamente sulle catene globali del valore complesse).

## Andamenti dei prezzi a livello mondiale

**Da metà settembre i prezzi del petrolio sono aumentati di circa il 25 per cento.**

Dopo la forte ripresa segnata nel corso dell'estate, le quotazioni petrolifere hanno subito una battuta d'arresto nei mesi di settembre e ottobre. Dall'inizio di novembre i corsi del petrolio sono saliti, a seguito delle positive tendenze sui mercati finanziari mondiali, in quanto le crescenti prospettive di realizzazione di diversi vaccini incrementano le probabilità di un ritorno alla normalità nel 2021. Tuttavia, né l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE), né l'OPEC prevedono un'espansione significativa della domanda di petrolio prima della fine del 2021. L'AIE prevede al contrario un rallentamento del recupero della domanda di petrolio nel quarto trimestre del 2020, a fronte dell'aumento dei nuovi casi di COVID-19 in tutto il mondo. Dopo essere rimasta in contango (prezzi futuri del petrolio più elevati) da marzo, all'inizio di dicembre la curva dei future è tornata ad assumere una pendenza discendente (prezzi futuri del petrolio inferiori).

**A livello internazionale l'inflazione rimane contenuta in un contesto di debolezza della domanda mondiale.** Nei paesi membri dell'Organizzazione per la

---

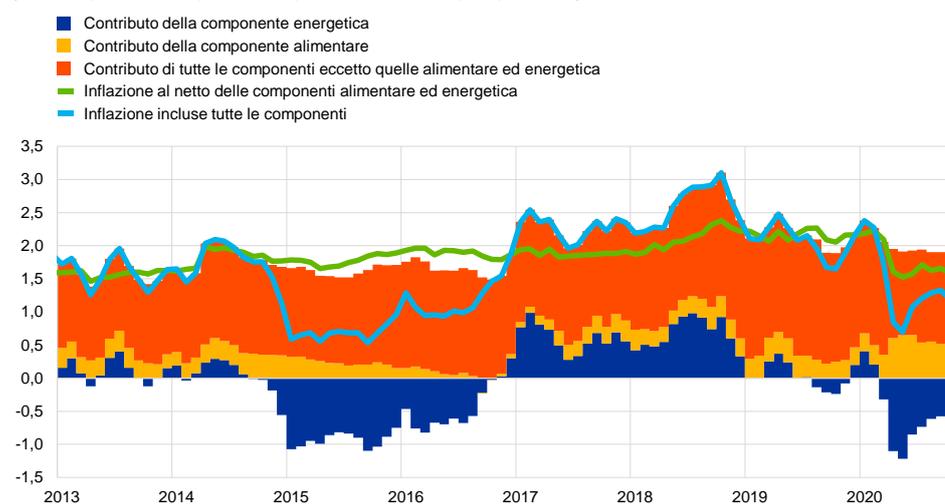
<sup>2</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro "Scenari alternativi per le prospettive economiche dell'area dell'euro" nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2020*.

cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione al consumo sui dodici mesi ha registrato una lieve flessione a ottobre, scendendo all'1,2 per cento. L'inflazione relativa alla componente alimentare è rimasta stabile al 3,6 per cento, mentre il contributo negativo dei prezzi dell'energia all'inflazione complessiva è ulteriormente aumentato. A ottobre, nei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici ha registrato una minima flessione, pari a 0,1 punti percentuali, raggiungendo l'1,6 per cento. Tra le economie avanzate, a ottobre l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è diminuita negli Stati Uniti ed è divenuta negativa in Giappone (-0,4 per cento), ma è aumentata nel Regno Unito e in Canada. Nello stesso mese, tra le principali economie emergenti non appartenenti all'OCSE, l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita in Russia, in India e, in misura più pronunciata, in Brasile, mentre è calata in Cina.

### Grafico 3

#### Inflazione al consumo nei paesi dell'OCSE

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2020.

#### **Le prospettive per l'inflazione a livello mondiale dovrebbero rimanere deboli, sebbene una ripresa della domanda possa sostenere i prezzi in futuro.**

La composizione della ripresa sarà una determinante fondamentale delle prospettive per l'inflazione mondiale. Mentre la domanda repressa potrebbe sostenere il recupero dell'economia e provocare un aumento dell'inflazione, i vincoli dal lato dell'offerta potrebbero riassorbirsi rapidamente, determinando pressioni disinflazionistiche. All'inizio del 2021 i prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro (in valuta nazionale) dovrebbero segnare un rimbalzo. Secondo le previsioni, tale tendenza sarebbe determinata da un miglioramento del contesto mondiale e da una ripresa dei prezzi delle materie prime rispetto ai minimi osservati ad aprile 2020, anche se l'inflazione dei prezzi alla produzione dovrebbe fornire un contributo negativo di riflesso al protrarsi della capacità inutilizzata dell'economia mondiale. L'inflazione all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro dovrebbe tornare alla sua media di lungo periodo verso l'inizio del 2022.

## 2 Andamenti finanziari

*Nel periodo in esame (dal 10 settembre al 9 dicembre 2020), la curva dei tassi a termine dell'Eonia (euro overnight index average) ha evidenziato alcune lievi oscillazioni, sebbene, in ultima analisi, sia rimasta sostanzialmente invariata. Tale andamento rispecchia la contrapposizione tra i timori per l'accelerazione nella diffusione del coronavirus (COVID-19) in Europa e le notizie confortanti riguardo al vaccino. Mostrandosi solo leggermente invertita nel segmento a breve, la curva non segnala forti aspettative di riduzione dei tassi nel brevissimo periodo. I differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane a lungo termine sono diminuiti significativamente nell'area dell'euro, in un contesto caratterizzato da ulteriori aspettative di un proseguimento delle politiche di sostegno monetario e fiscale e di un miglioramento della propensione al rischio a livello mondiale, soprattutto a seguito della notizia del successo delle sperimentazioni sui vaccini. I prezzi delle attività rischiose sono aumentati conseguentemente. Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato su base ponderata per l'interscambio.*

**Nel periodo in esame, l'Eonia e il nuovo tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media a -46 e -55 punti base rispettivamente<sup>3</sup>.** La liquidità in eccesso è aumentata di 475 miliardi di euro,

attestandosi a circa 3.456 miliardi, soprattutto per effetto degli acquisti 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), nonché del regolamento degli importi erogati nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) a settembre.

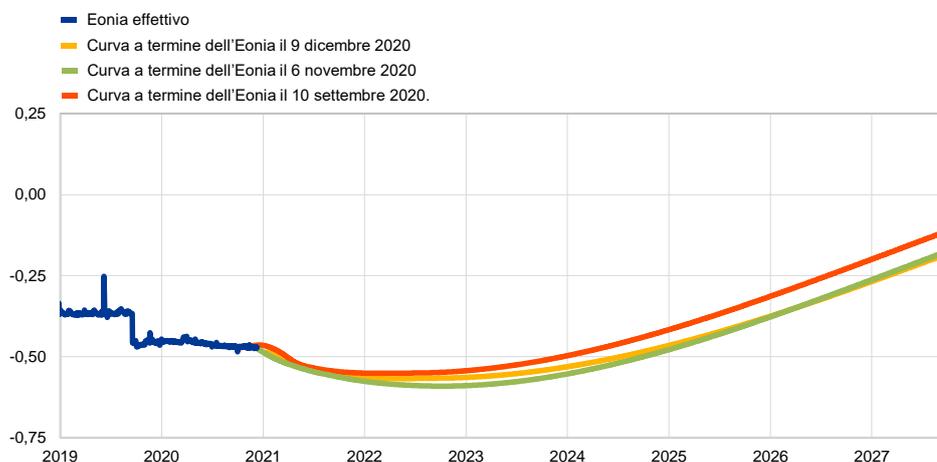
**La curva a termine dell'Eonia è rimasta sostanzialmente invariata rispetto all'inizio del periodo in esame (cfr. il grafico 4).** Nel contempo, la curva a termine ha mostrato delle oscillazioni evidenti all'interno del periodo. L'inversione della pendenza nella prima parte del periodo in esame ha rispecchiato i timori per l'accelerazione nella diffusione del COVID-19 in Europa, ma il 9 novembre si è poi osservato un suo appiattimento, in concomitanza con il primo di una serie di annunci positivi riguardo ai vaccini. Da allora, la curva è rimasta sostanzialmente invariata. Il suo punto minimo, pari a 10 punti base al di sotto dell'attuale livello dell'Eonia di -47 punti base, è stato raggiunto ad aprile 2022. La curva indica pertanto che i mercati finanziari non stanno incorporando nei prezzi un'imminente riduzione dei tassi. Inoltre, le indagini e le evidenze derivate da modelli indicano che i tassi a breve termine privi di rischio dovrebbero rimanere stabili nei prossimi mesi.

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

## Grafico 4

### Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

### I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti sensibilmente nell'area dell'euro, mentre sono notevolmente aumentati negli Stati Uniti

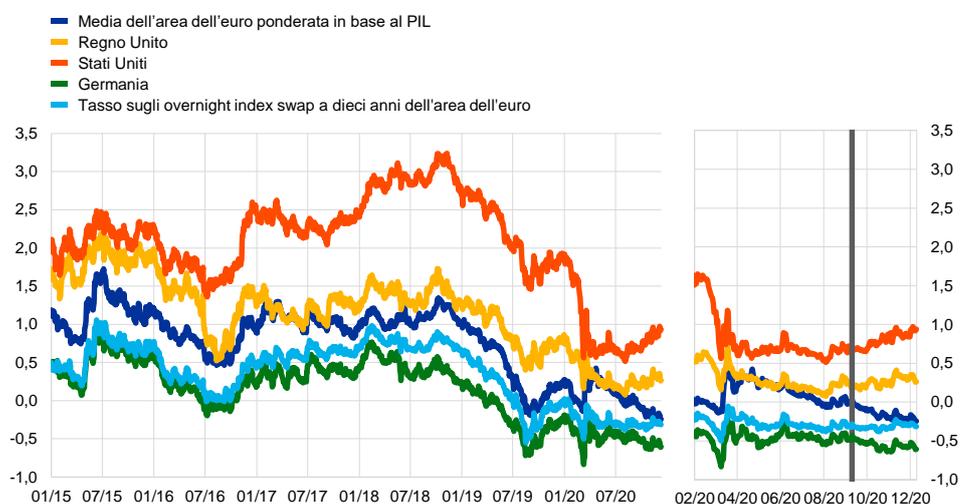
(cfr. il grafico 5). Nello specifico, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è divenuto negativo, collocandosi al -0,25 per cento, a seguito di una diminuzione di 27 punti base. Per contro, il rendimento dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti è cresciuto di 26 punti base, portandosi allo 0,94 per cento. Tale divergenza tra gli andamenti nelle diverse giurisdizioni riflette l'aumento delle aspettative di un incremento degli acquisti di attività da parte della BCE nell'ambito del PEPP. È inoltre probabile che il fondo Next Generation EU (NGEU) e lo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE) abbiano contribuito alla diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro, riducendo i differenziali grazie a un miglioramento della crescita e delle prospettive di bilancio degli Stati membri, oltre che della propensione al rischio<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Nel periodo in esame la Commissione europea ha erogato le prime cinque tranches di emissioni nell'ambito dello strumento SURE, con scadenza tra i cinque e i 30 anni e per un ammontare di 39,5 miliardi di euro. Le emissioni hanno soddisfatto una domanda storicamente elevata, con richieste nei registri di negoziazione dieci volte superiori all'ammontare offerto.

## Grafico 5

### Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

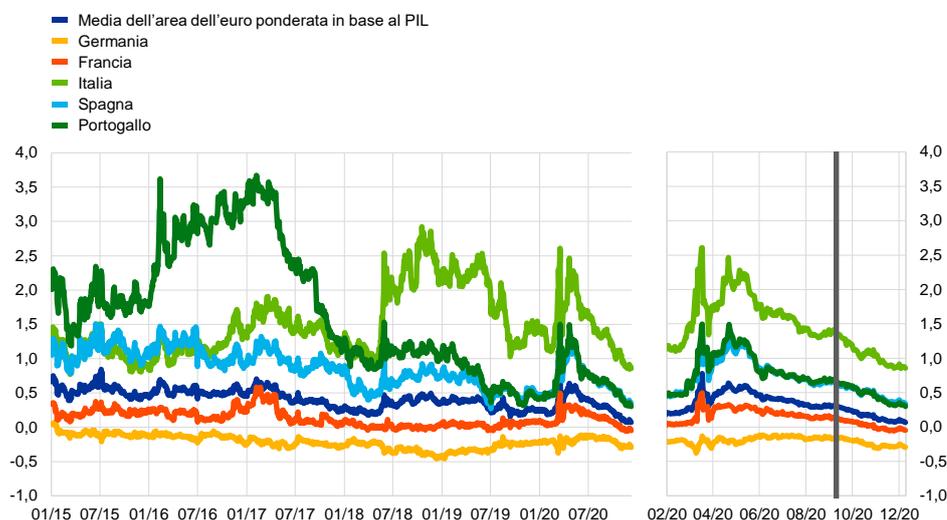
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 settembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 dicembre 2020.

**I differenziali a lungo termine fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS (overnight index swap) hanno subito un'ulteriore contrazione, a seguito delle aspettative di un proseguimento delle politiche di sostegno monetario e fiscale e del diffondersi di una maggiore propensione al rischio a livello mondiale (cfr. il grafico 6).** Il differenziale ponderato per il PIL dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro è calato di 24 punti base, collocandosi allo 0,07 per cento, livello inferiore a quello precedente la pandemia. Tale calo è stato particolarmente pronunciato in Italia, Portogallo e Spagna, dove i differenziali a dieci anni si sono ridotti di 50, 36 e 30 punti base, raggiungendo rispettivamente lo 0,86, 0,30 e 0,34 per cento. I differenziali a dieci anni francesi e tedeschi sono diminuiti in misura più moderata, di 19 e 15 punti base rispettivamente, attestandosi al -0,05 e -0,29 per cento.

## Chart 6

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso swap sull'indice overnight a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 settembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 dicembre 2020.

**Nonostante l'intensificarsi della pandemia, i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si sono mantenuti all'interno di un intervallo stabile per gran parte del periodo in esame, prima di aumentare significativamente in seguito alle notizie sul vaccino (cfr. il grafico 7).** Le quotazioni azionarie sono state

sostenute dal continuo miglioramento delle aspettative a breve termine sulla crescita degli utili, mentre quelle a più lungo termine sono state riviste al ribasso, segnalando rischi di una congiuntura macroeconomica negativa e la possibilità che la pandemia abbia degli effetti negativi di più lungo periodo sull'economia. Nel contempo, la propensione al rischio è migliorata grazie alle notizie sul vaccino che hanno iniziato a diffondersi all'inizio di novembre, riducendo il premio per il rischio azionario e sostenendo i prezzi delle attività. Nel complesso, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentate, rispettivamente, del 9,2 e del 10,0 per cento. Le quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno beneficiato in misura maggiore della notizia del buon esito delle sperimentazioni sui vaccini, con un aumento degli indici pari al 23,1 e 21,9 per cento rispettivamente, recuperando parte delle maggiori perdite (rispetto alle SNF) registrate dall'inizio della pandemia.

## Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

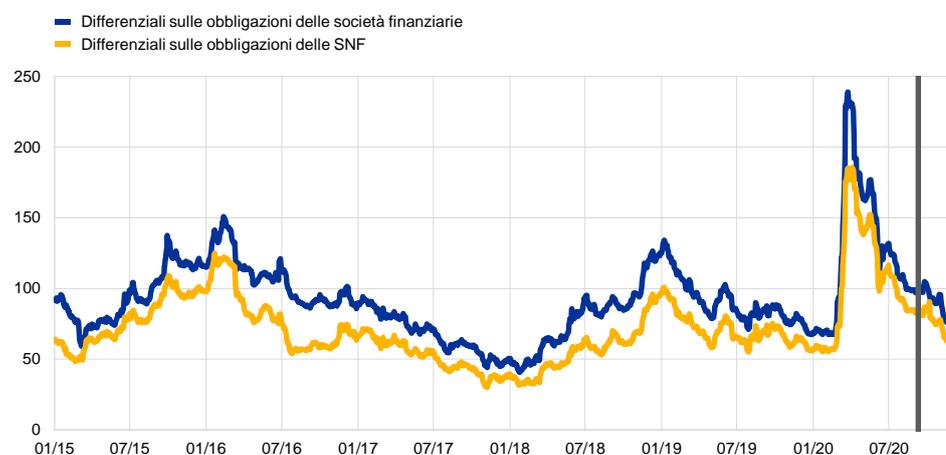
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 settembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 dicembre 2020.

**Nel periodo in esame i differenziali sulle obbligazioni societarie di tipo investment grade si sono ridotti, tenendo conto anche del significativo calo registrato alla notizia dell'esito positivo delle prime sperimentazioni sui vaccini (cfr. il grafico 8).** I differenziali rispetto ai tassi privi di rischio delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e di quelle del settore finanziario si sono ridotti rispettivamente di 25 e 30 punti base, registrando in particolare un calo di circa 5 punti base il 9 novembre, data in cui i mercati hanno ricevuto per la prima volta la notizia del successo delle sperimentazioni sui vaccini. Il calo complessivo riflette in larga misura una diminuzione della componente in eccesso del premio per il rischio obbligazionario, ovvero la componente dei differenziali sulle obbligazioni societarie non riconducibile ai fondamentali del credito (misurati per mezzo dei rating e dei tassi attesi di insolvenza), che sono rimasti sostanzialmente stabili. Malgrado l'ulteriore significativa riduzione, i differenziali sulle obbligazioni societarie rimangono lievemente al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia. Nel periodo in esame anche i differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento hanno registrato una marcata flessione.

## Grafico 8

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

(punti base)



Fonti: indici Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

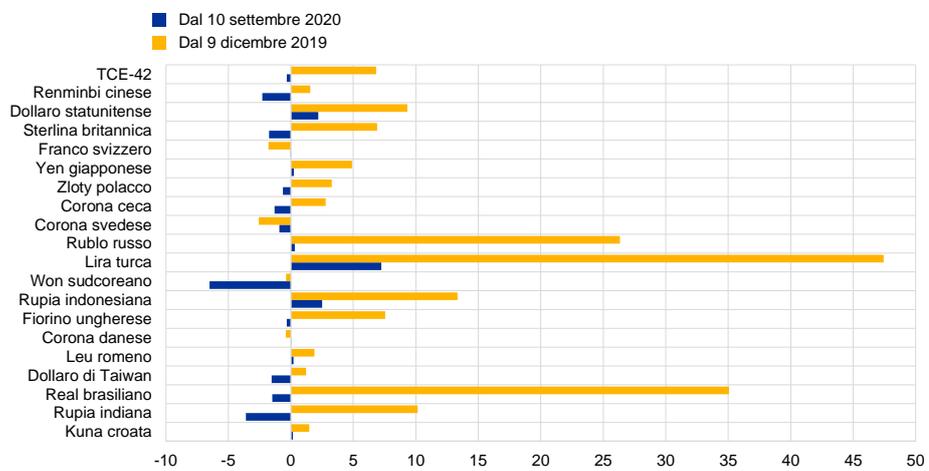
Note: i differenziali sono calcolati come asset swap spread rispetto al tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (ma con almeno un anno alla scadenza) e con rating "investment grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 settembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 dicembre 2020.

**Sui mercati valutari, l'euro si è lievemente indebolito su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 9).** 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 nel periodo in esame, pur rimanendo solo dell'1,9 per cento al di sotto del picco storico raggiunto a dicembre 2008. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro ha continuato ad apprezzarsi notevolmente rispetto al dollaro statunitense (del 2,2 per cento), riflettendo un ulteriore generalizzato indebolimento del dollaro a fronte di un miglioramento della propensione al rischio. In tale contesto, l'euro si è inoltre lievemente apprezzato nei confronti dello yen giapponese (dello 0,2 per cento), pur rimanendo sostanzialmente invariato nei confronti del franco svizzero. Nel contempo, l'euro si è indebolito rispetto alla sterlina britannica (dell'1,7 per cento), nonché nei confronti della maggior parte delle valute dei principali mercati emergenti, in particolare il renminbi cinese (del 2,3 per cento) e il won coreano (del 6,5 per cento).

## Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 9 dicembre 2020.

### 3 Attività economica

*Nel terzo trimestre del 2020 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato del 12,5 per cento sul periodo precedente. L'attività economica nell'area è stata sostenuta da un forte recupero di tutte le componenti della domanda, poiché a partire da maggio 2020 le misure di contenimento della pandemia di coronavirus (COVID-19) sono state attenuate. Ciò si è riflesso nei contributi positivi dei consumi privati, degli investimenti e dell'interscambio estero netto alla crescita del PIL. Nel terzo trimestre del 2020, tuttavia, il prodotto si è attestato su un livello inferiore di 4,4 punti percentuali a quello registrato nel quarto trimestre del 2019, prima della pandemia. Le informazioni più recenti sullo stato dell'economia, comprese quelle ricavate dalle indagini e dagli indicatori ad alta frequenza, sono coerenti con un significativo calo dell'attività nell'ultimo trimestre del 2020, sebbene di misura molto inferiore rispetto a quello osservato nel secondo trimestre di quest'anno, a causa della forte recrudescenza della pandemia e della necessaria reintroduzione, a partire dalla metà di ottobre, di misure di contenimento che hanno interessato principalmente il settore dei servizi. Benché secondo alcune stime il PIL in termini reali abbia subito una contrazione nel quarto trimestre del 2020, le prospettive per il 2021 e oltre restano strettamente legate all'evoluzione della pandemia e alla distribuzione dei vaccini contro il COVID-19. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2020 prevedono una diminuzione del PIL in termini reali sui dodici mesi pari al 7,3 per cento nel 2020 e un suo incremento del 3,9 nel 2021, del 4,2 nel 2022 e del 2,1 nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2020, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista al rialzo di 0,7 punti percentuali per il 2020, al ribasso di 1,1 per il 2021 e di nuovo al rialzo di 1,0 punti percentuali per il 2022, segnando quindi un recupero che nel medio periodo dovrebbe sostanzialmente riportarla al livello previsto dallo scenario di base ipotizzato nell'ambito delle proiezioni dello scorso settembre. Sebbene siano divenuti meno marcati per via delle notizie diffuse riguardo alla distribuzione dei vaccini in un prossimo futuro, i rischi per le prospettive a venire restano orientati verso il basso a causa degli effetti della pandemia sulle condizioni economiche e finanziarie.*

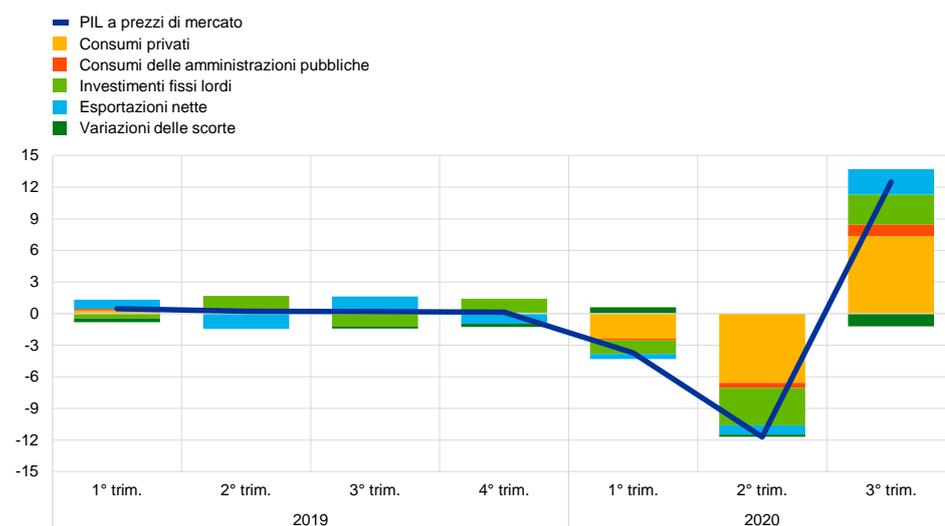
**La crescita nell'area dell'euro ha registrato un forte recupero nel terzo trimestre del 2020, ma si stima che abbia subito una nuova contrazione nell'ultimo trimestre dell'anno.** Nel terzo trimestre del 2020 il PIL in termini reali ha segnato un rimbalzo del 12,5 per cento sul periodo precedente, recuperando in parte il netto e brusco calo cumulato del 15,0 per cento osservato nella prima metà dell'anno (cfr. il grafico 10). Complessivamente, nel terzo trimestre del 2020 il livello del prodotto è rimasto inferiore del 4,4 per cento a quello dell'ultimo trimestre del 2019. La domanda interna ha fornito un contributo positivo alla crescita nel terzo trimestre del 2020, mentre la variazione delle scorte ha dato un apporto negativo contenuto. Anche l'andamento della domanda estera ha sostenuto la crescita dell'area dell'euro, come mostrato dal contributo positivo dell'interscambio netto. Se si tiene conto dell'intensità di beni importati di ogni componente della domanda, il contributo dei fattori esterni alla dinamica della crescita nel 2020 risulta essere stato particolarmente marcato (cfr. il riquadro 4). Per quanto riguarda la produzione, il recupero registrato nel terzo trimestre è stato trainato sia dal settore manifatturiero,

sia da quello dei servizi. Tuttavia, la dinamica è stata molto disomogenea nei vari settori e in particolare nel terziario, il cui livello di produzione è rimasto significativamente inferiore a quello precedente la pandemia.

### Grafico 10

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

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



Fonte: Eurostat.

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

#### La situazione del mercato del lavoro è lievemente migliorata nel terzo trimestre, data la forte ripresa dell'attività.

L'occupazione è cresciuta dell'1,0 per cento nel terzo trimestre del 2020, dopo un calo del 3,0 per cento nel secondo trimestre (cfr. il grafico 11). Malgrado tale miglioramento, nel terzo trimestre del 2020 essa si è attestata a un livello del 2,2 per cento inferiore rispetto al quarto trimestre del 2019. Le ore lavorate continuano a svolgere un ruolo importante nell'adeguamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro. Dopo un calo del 13,6 per cento nel secondo trimestre, le ore lavorate complessive sono cresciute del 14,8 per cento nel terzo trimestre, pur rimanendo a un livello inferiore del 4,6 per cento rispetto al quarto trimestre del 2019. Dopo aver toccato l'8,7 per cento a luglio, il tasso di disoccupazione si è collocato all'8,4 per cento a ottobre, rimanendo cioè circa 1,2 punti percentuali al di sopra del livello dello scorso febbraio, prima della pandemia. Le misure volte al mantenimento dell'occupazione continuano a sostenere il mercato del lavoro. Secondo alcune stime, i lavoratori che hanno beneficiato di tali provvedimenti corrispondevano al 5 per cento della forza lavoro in ottobre, in ribasso dal 18 per cento circa di aprile, ma in alcuni paesi il numero dei lavoratori interessati sta ricominciando ad aumentare in risposta alle misure di chiusura più recenti<sup>5</sup>.

#### Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro hanno registrato una parziale ripresa, pur continuando a segnalare una dinamica di contrazione.

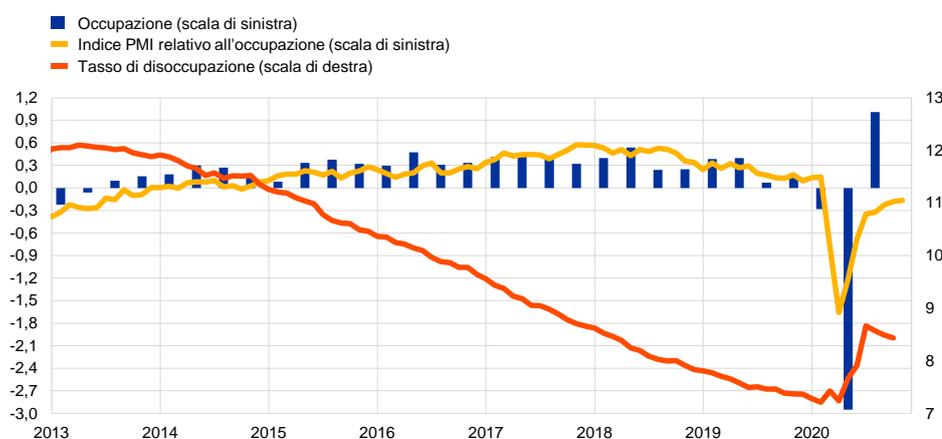
<sup>5</sup> Cfr. l'articolo *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

A novembre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo all'occupazione è salito lievemente a 48,3, da 48,2 in ottobre: si tratta di una notevole ripresa rispetto ad aprile, quando ha raggiunto il suo minimo storico. Tuttavia, l'attuale livello del PMI continua a indicare una contrazione dell'occupazione e potrebbe essere interpretato come una prima indicazione di prospettive modeste per il mercato del lavoro nel prossimo futuro.

### Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

**Dopo un sostanziale recupero nel terzo trimestre, pari al 14,0 per cento sul periodo precedente, la spesa per consumi ha ripreso a indebolirsi nel quarto trimestre.** Mentre in ottobre le immatricolazioni di autovetture si sono attestate su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia (in ribasso del 4,1 per cento sull'anno precedente), nello stesso mese il commercio al dettaglio è cresciuto dell'1,5 per cento sul mese precedente. È probabile che tali dati non colgano ancora l'impatto della reintroduzione delle misure di contenimento adottate a partire da metà ottobre. Per contro, il clima di fiducia dei consumatori ha continuato a diminuire in novembre, collocandosi a -17,6, rispetto a -14,5, in media, nel terzo trimestre. Nello stesso periodo, in alcuni paesi dell'area dell'euro, i consumi di beni durevoli hanno già superato, anche se di poco, i livelli pre-pandemia. Tuttavia, tale andamento è stato controbilanciato dall'impatto negativo dei consumi di servizi, ancora molto al di sotto delle tendenze storiche. Le famiglie nutrono crescenti preoccupazioni riguardo al peggioramento della loro situazione finanziaria, per cui le intenzioni di spesa relative ad acquisti importanti restano al livello più basso dalla crisi del debito sovrano. Per via del comportamento prudente dei consumatori e dell'irrigidimento delle misure di chiusura, si prevede un nuovo incremento del tasso di risparmio nel quarto trimestre.

**Nel terzo trimestre del 2020 gli investimenti delle imprese (approssimati dagli investimenti in settori diversi da quello delle costruzioni) hanno registrato un**

**marcato aumento, pari al 13,6 per cento sul periodo precedente, per poi indebolirsi nel quarto trimestre.** Nonostante il forte recupero, il livello degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni resta inferiore del 15,7 per cento a quello antecedente la crisi. Malgrado l'interpretazione positiva che si può ricavare dall'andamento dell'indice PMI relativo ai beni di investimento nei mesi di ottobre e novembre (55,6 a novembre, in rialzo da 54,7 a settembre), gli investimenti dovrebbero diminuire nel quarto trimestre, poiché la seconda ondata della pandemia dovrebbe avere avuto effetti anche sui profitti delle imprese. Inoltre, il clima di fiducia delle imprese sugli investimenti è ulteriormente peggiorato a novembre, mentre il grado di utilizzo della capacità produttiva rimane ben al di sotto del livello pre-crisi, il che implica che vi siano margini per espandere la produzione con lo stock di capitale esistente. Al tempo stesso, la relativa tenuta del settore manifatturiero a fronte delle nuove misure di chiusura può essere considerata un segnale positivo per le prospettive di investimento a breve termine. Tuttavia, su un orizzonte temporale più lungo, un maggiore onere del debito, riflesso dai più elevati indici di leva finanziaria delle imprese, pone rischi al ribasso per la ripresa degli investimenti.

**Nel terzo trimestre del 2020 anche gli investimenti delle famiglie (approssimati dagli investimenti in edilizia residenziale) hanno segnato un forte recupero, pari al 12,3 per cento sul periodo precedente, ma le prospettive per il breve termine restano incerte.** Il forte recupero osservato nel terzo trimestre del 2020 non si è tradotto in una piena ripresa, in quanto gli investimenti in edilizia residenziale sono rimasti inferiori del 3,8 per cento rispetto ai livelli di fine 2019. La marcata diversità tra paesi in relazione alla dinamica dell'edilizia residenziale nei primi tre trimestri del 2020 dovrebbe ridursi nel breve periodo, in quanto le prospettive per tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro non sembrano favorevoli, malgrado alcuni segnali positivi all'inizio del quarto trimestre. I dati più recenti sul rilascio dei permessi di costruire mostrano una pronunciata decelerazione nella prima metà dell'anno, fattore che sembra indicare un calo dei progetti di costruzione previsti. In ottobre il PMI relativo al prodotto nel settore delle costruzioni e ai servizi immobiliari è sceso ulteriormente in territorio negativo. Dopo un lieve rialzo in ottobre, a novembre il clima di fiducia tra le imprese edili e immobiliari ha subito un deterioramento, in quanto la nuova serie di misure adottate dalla metà di ottobre per contenere la seconda ondata della pandemia di coronavirus ha inciso negativamente sull'attività. Nello stesso periodo, le imprese appartenenti a tali settori hanno segnalato crescenti vincoli dal lato dell'offerta alla loro produzione, in particolare a causa delle loro condizioni finanziarie. Dal lato della domanda, secondo l'indagine della Commissione europea presso i consumatori, a novembre le nuove restrizioni e l'accresciuta incertezza dovute alla recrudescenza della pandemia hanno scoraggiato la spesa delle famiglie legata alle voci più importanti, tra cui le nuove abitazioni e quelle esistenti.

**Nel terzo trimestre del 2020 l'interscambio dell'area dell'euro con l'estero ha registrato un forte recupero fornendo un contributo positivo alla crescita del PIL; tuttavia tale ripresa dovrebbe rallentare nei prossimi mesi.** Mentre le esportazioni reali di beni dall'area dell'euro hanno più che recuperato il terreno perso nel trimestre precedente, con un incremento del 20,1 per cento rispetto al periodo precedente, le esportazioni reali di servizi dell'area sono aumentate solo del

9,2 per cento, dopo un calo del 21,0 per cento. Pertanto, il contributo fornito dall'interscambio estero netto alla crescita del PIL è stato significativamente positivo, pari a 2,4 punti percentuali. I dati sull'interscambio di beni evidenziano un'espansione generalizzata delle esportazioni in settembre. Nel terzo trimestre del 2020 le esportazioni di beni diversi dai prodotti chimici, in particolare di macchinari e attrezzature per il trasporto, hanno segnato un recupero più marcato su base trimestrale in termini relativi, soprattutto nel caso delle esportazioni di automobili. Tuttavia, è probabile che le nuove misure di chiusura interferiscano con l'andamento della ripresa dell'interscambio dell'area dell'euro nei prossimi mesi. Pur continuando a segnalare un ulteriore miglioramento in relazione al commercio di beni, il PMI dell'area dell'euro per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è sceso a 53 nel mese di novembre, mentre la valutazione dei livelli degli ordini dall'estero svolta dalla Commissione europea mostra solo un leggero incremento, ancora in territorio negativo. D'altro canto, le nuove restrizioni legate al COVID-19 continuano a gravare sull'interscambio di servizi, già in sofferenza, e il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero nel settore dei servizi è ulteriormente diminuito a 39,2.

#### **Gli indicatori ad alta frequenza e i risultati più recenti delle indagini congiunturali sono coerenti con un calo del PIL nell'ultimo trimestre del 2020.**

Negli ultimi mesi si è registrata una chiara tendenza al ribasso degli indicatori ad alta frequenza relativi alla mobilità nei paesi dell'area dell'euro, un andamento che si è evoluto di pari passo con quello di un indice composito di restrittività che ha continuato a collocarsi in posizione intermedia tra il picco toccato ad aprile e il successivo minimo di luglio. Gli indicatori ricavati dalle indagini segnalano una nuova contrazione dell'attività che interesserà principalmente il settore dei servizi. Nel caso del turismo, in particolare, è probabile che le rinnovate restrizioni agli spostamenti imposte a ottobre rafforzino la tendenza alla sostituzione del turismo estero con quello nazionale osservata durante la prima ondata della pandemia, indicando un complessivo deterioramento dell'attività dei servizi turistici nell'ultimo trimestre dell'anno (cfr. il riquadro 5). L'indice composito rapido dei responsabili degli acquisti relativo al prodotto è diminuito notevolmente, da 50,0 in ottobre a 45,3 a novembre, principalmente a causa del sostanzioso calo dell'indice relativo ai servizi (da 46,9 a 41,7). Nel contempo, anche l'indice relativo al prodotto nel settore manifatturiero è diminuito, anche se in misura inferiore, passando da 58,4 a 55,3 e rimanendo comunque in linea con un'espansione dell'attività. Le prospettive a breve termine restano tuttavia caratterizzate da un'elevata incertezza, non da ultimo alla luce delle insolite variazioni nelle relazioni statistiche ed economiche durante la pandemia di COVID-19 (cfr. il riquadro 3 per una descrizione delle innovazioni nello strumentario analitico utilizzato dalla BCE per valutare l'impatto della pandemia nel breve periodo).

**Guardando al futuro, le aspettative di crescita nel medio termine restano strettamente legate alla graduale evoluzione della pandemia e al buon esito della distribuzione dei vaccini contro il COVID-19.** Sebbene l'avvio tempestivo della distribuzione dei vaccini costituisca un fattore determinante nel sostenere le aspettative di una rapida ripresa, occorrerà del tempo prima che si raggiunga un'immunità generalizzata e che l'economia, mondiale e dell'area dell'euro, sia in grado di tornare alla "normalità". Secondo un'indagine svolta presso alcune grandi

imprese al fine di verificare cosa possa intendersi per “normalità” nel lungo termine, la pandemia dovrebbe comportare una maggiore digitalizzazione e un più ampio ricorso al telelavoro, accompagnati da aspettative di una persistente e più elevata produttività, ma, nel contempo, dal perdurare di un calo della domanda (cfr. il riquadro 6). In tale contesto di incertezza e al fine di ridurre i rischi di isteresi, le condizioni accomodanti della politica monetaria adottata dalla BCE continueranno a sostenere la domanda interna, mentre le misure di bilancio e a tutela dell’occupazione attualmente in vigore dovrebbero continuare a favorire i consumi privati.

**Le proiezioni macroeconomiche per l’area dell’euro formulate dagli esperti dell’Eurosistema a dicembre 2020 prevedono una flessione del PIL in termini reali sui dodici mesi pari al 7,3 per cento nel 2020 e un incremento del 3,9 per cento nel 2021, del 4,2 nel 2022 e del 2,1 nel 2023 (cfr. il grafico 12).**

Rispetto all’esercizio condotto a settembre 2020, la crescita del PIL in termini reali è stata rivista al rialzo di 0,7 punti percentuali per il 2020, al ribasso di 1,1 punti percentuali per il 2021 e di nuovo al rialzo di 1,0 punti percentuali per il 2022, segnando quindi un recupero che nel medio periodo dovrebbe sostanzialmente riportarla al livello previsto dallo scenario di base ipotizzato nell’ambito delle proiezioni dello scorso settembre. Sebbene siano divenuti meno marcati per via delle notizie diffuse riguardo alla distribuzione dei vaccini in un prossimo futuro, i rischi per le prospettive a venire restano orientati verso il basso a causa degli effetti della pandemia sulle condizioni economiche e finanziarie.

### Grafico 12

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



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

Note: data la volatilità senza precedenti del PIL in termini reali nel corso del 2020, nel grafico viene utilizzata una scala diversa dall’inizio dell’anno in poi. La linea verticale indica l’inizio dell’orizzonte temporale di proiezione e il grafico non mostra gli intervalli delle proiezioni. Quest’ultimo aspetto riflette il fatto che, nelle circostanze del momento, il consueto metodo di calcolo degli intervalli (basato su errori di proiezione storica) non fornirebbe un’indicazione affidabile dell’incertezza senza precedenti che caratterizza le attuali proiezioni.

## 4 Prezzi e costi

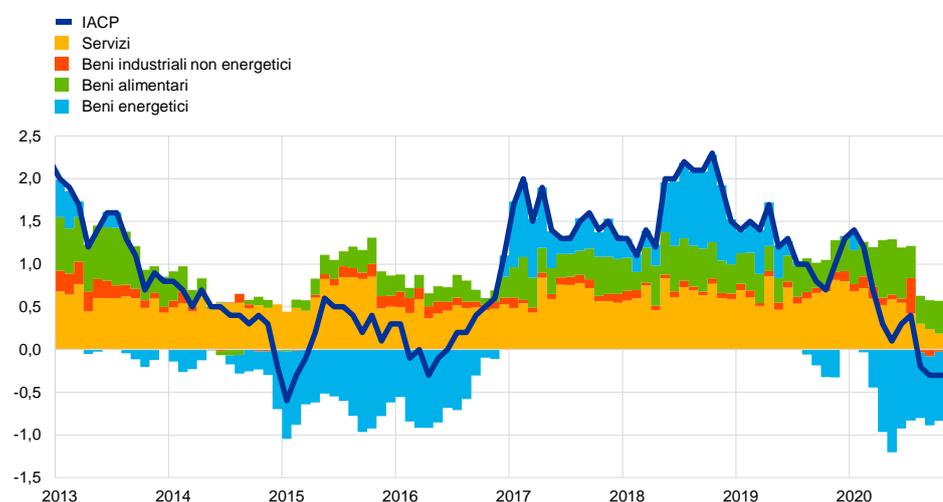
*Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a novembre l'inflazione sui dodici mesi dell'area dell'euro è rimasta invariata al -0,3 per cento. Sulla scorta della dinamica dei corsi petroliferi e tenendo conto della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, l'inflazione complessiva rimarrà probabilmente negativa fino agli inizi del 2021. Successivamente dovrebbe aumentare a seguito del termine della riduzione temporanea dell'IVA in Germania e degli effetti base al rialzo sulla componente energetica. Al tempo stesso, le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero mantenersi contenute per effetto della debolezza della domanda, in particolare nei settori dei viaggi e del turismo, nonché del contenimento delle pressioni salariali e dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Una volta venuto meno l'impatto della pandemia, una ripresa della domanda, sostenuta da politiche monetarie e di bilancio accomodanti, eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione nel medio termine. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati e dalle indagini rimangono su livelli bassi. Questa valutazione è sostanzialmente riflessa nello scenario di base individuato dalle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso di inflazione annuo dello 0,2 per cento nel 2020, dell'1,0 per cento nel 2021, dell'1,1 per cento nel 2022 e dell'1,4 per cento nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto a settembre dagli esperti della BCE, le prospettive per l'inflazione sono state corrette al ribasso per il 2020 e il 2022.*

**L'inflazione complessiva è rimasta invariata a novembre 2020.** Il tasso di inflazione invariato, pari al -0,3 per cento, ha celato piccole variazioni nelle componenti principali: da un lato l'inflazione dei beni energetici, lievemente più negativa, e quella relativa ai beni alimentari e ai prodotti industriali non energetici, marginalmente inferiore; dall'altro lato un aumento nella componente relativa ai servizi (cfr. il grafico 13).

### Grafico 13

#### Contributo delle componenti all'inflazione complessiva misurata sullo IACP 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 novembre 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 IACP* nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

#### Le misure dell'inflazione di fondo si sono stabilizzate su livelli bassi.

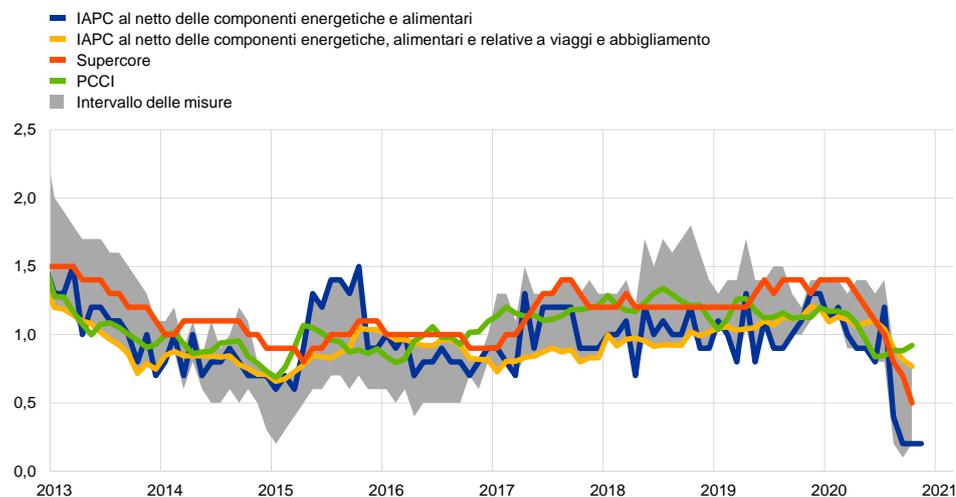
A novembre l'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è rimasta invariata, per il terzo mese di seguito, al minimo storico dello 0,2 per cento. Tale valore non rivela l'aumento registrato nella componente relativa ai servizi, salita allo 0,6 per cento a novembre, rispetto allo 0,4 per cento di ottobre, mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici è scesa dal -0,1 per cento di ottobre al -0,3 di novembre. Altre misure dell'inflazione di fondo, per le quali i dati sono disponibili fino a ottobre, si sono stabilizzate su livelli bassi. A ottobre l'inflazione misurata sullo IACP al netto delle componenti relative a energia, alimentari, viaggi e abbigliamento e l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) sono rimasti invariati, allo 0,8 e 0,9 per cento rispettivamente, mentre l'indicatore Supercore ha registrato una flessione dallo 0,7 per cento di settembre allo 0,5 a ottobre (cfr. il grafico 14)<sup>6</sup>. I recenti deboli dati relativi alle misure dell'inflazione di fondo dipendono anche dalla riduzione temporanea delle aliquote IVA in Germania, in vigore da luglio 2020.

<sup>6</sup> 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.

## Grafico 14

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2020 per lo IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari e a ottobre 2020 per tutte le altre misure. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento dello IAPC, media troncata del 30 per cento dello IAPC e mediana ponderata dello IAPC. 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 sui prezzi per i beni industriali non energetici inclusi nello IAPC si sono lievemente rafforzate.**

L'inflazione per i beni di consumo non alimentari importati è salita al -1,2 per cento a ottobre, in aumento dal -1,9 registrato a settembre. L'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è rimasta invariata allo 0,7 per cento a ottobre, come già avvenuto a settembre, rimanendo prossima alla media di più lungo periodo. Ai primi stadi della catena, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi ha evidenziato un lieve incremento, dal -1,6 per cento a settembre al -1,3 a ottobre, mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione di beni intermedi ha registrato una ripresa, dal -3,0 per cento a settembre al -2,5 a ottobre. Gli andamenti dell'inflazione all'importazione, sia per i beni al consumo non alimentari, sia per i beni intermedi, potrebbero derivare, almeno in parte, dal fatto che il tasso di cambio dell'euro rispetto all'anno precedente non ha continuato ad apprezzarsi a ottobre.

#### **Le pressioni salariali risultano falsate dagli effetti delle misure di sostegno pubblico alle retribuzioni.**

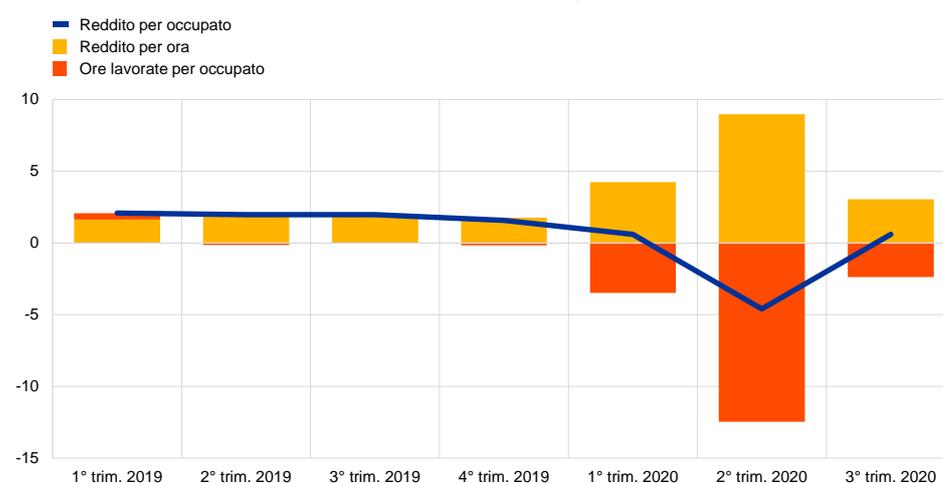
I primi tre trimestri del 2020 hanno mostrato una significativa volatilità negli andamenti del reddito per addetto e per ora, oltre che una discrepanza tra le due misure. La crescita tendenziale del reddito per occupato è aumentata allo 0,6 per cento nel terzo trimestre, dopo essere diminuita al -4,7 per cento nel secondo trimestre, dallo 0,6 del primo e dall'1,7 per cento del quarto trimestre del 2019. La crescita su base annua del reddito per ora, al contrario, è aumentata dal 2,0 per cento del quarto trimestre del 2019 al 4,3 nel primo trimestre del 2020, e ulteriormente nel secondo trimestre, raggiungendo il 9,3 per cento, prima

di scendere al 3,0 nel terzo trimestre del 2020 (cfr. il grafico 15). Tali andamenti contrastanti rispecchiano gli effetti dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e dei licenziamenti temporanei, in base ai quali i lavoratori hanno mantenuto la propria condizione lavorativa ma con una riduzione dei compensi, mentre le ore effettivamente lavorate per persona sono diminuite drasticamente. L'effetto illustrato si è parzialmente invertito nel terzo trimestre, in linea con la ripresa dell'attività. 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 statistiche<sup>7</sup>. 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, nel terzo trimestre sono scese all'1,6 per cento, dall'1,7 per cento del secondo trimestre, dopo essersi attestate all'1,9 nel primo. Sebbene si tratti soltanto di un lieve rallentamento, i dati includono ancora accordi conclusi prima dell'inizio della pandemia<sup>8</sup>.

### Grafico 15

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**Pur rimanendo su livelli molto contenuti, gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati sono lievemente aumentati a seguito delle notizie positive in merito al successo delle sperimentazioni sui vaccini contro il coronavirus (COVID-19), che hanno migliorato la propensione al rischio a livello mondiale (periodo dal 10 settembre al 9 dicembre).** Dopo aver iniziato a scendere alla fine di ottobre, a causa delle nuove misure di chiusura, all'inizio del mese successivo le misure delle aspettative di inflazione desunte dai mercati hanno registrato un notevole aumento, a seguito del primo di una serie di annunci circa il

<sup>7</sup> 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.

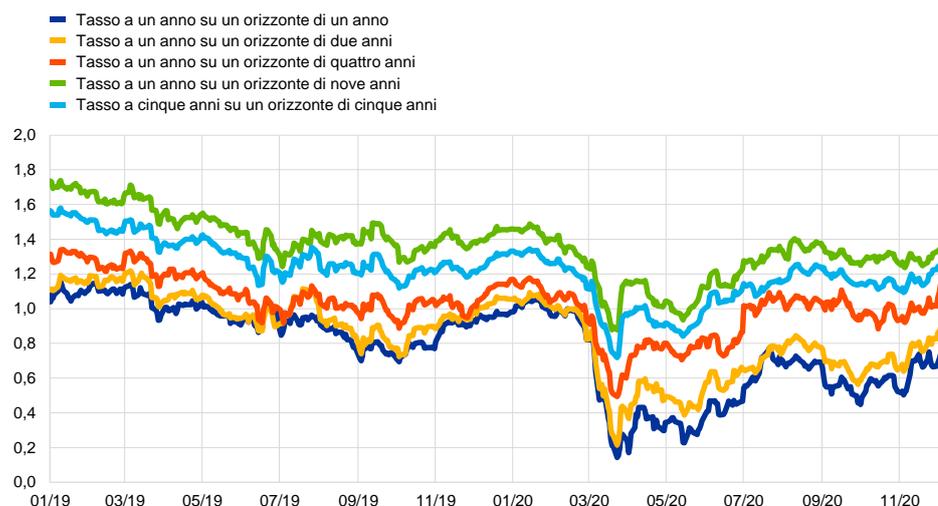
<sup>8</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Una valutazione delle dinamiche salariali durante la pandemia di COVID-19: il possibile contributo dei dati sulle retribuzioni contrattuali* in questo numero del Bollettino.

buon esito delle sperimentazioni sui vaccini contro il COVID-19. Per esempio, il 9 dicembre il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione (SII) su un orizzonte quinquennale si collocava all'1,25 per cento, un livello ampiamente compreso nell'intervallo osservato tra la metà del 2019 e l'inizio della pandemia. Benché gli indicatori delle aspettative di inflazione a più breve termine ricavati dai mercati abbiano mostrato finora una tenuta lievemente maggiore rispetto alla prima ondata della pandemia, il profilo futuro complessivo degli indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione. Gli indicatori delle aspettative di inflazione basati sulle indagini restano a livelli storicamente bassi. Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters) per il quarto trimestre del 2020, condotta nella prima settimana di ottobre, nonché gli ultimi dati censiti da Consensus Economics e Euro Zone Barometer nel mese di ottobre, le aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini sono rimaste su livelli pari o prossimi ai minimi storici.

### Grafico 16

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 9 dicembre 2020.

#### Le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2020 degli esperti dell'Eurosistema prevedono un graduale aumento dell'inflazione complessiva nell'orizzonte temporale della proiezione.

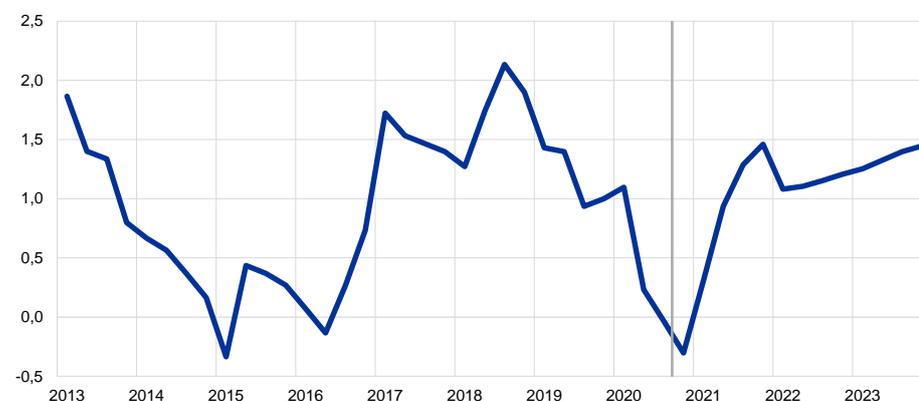
Lo scenario di base indica che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media sullo 0,2 per cento nel 2020, sull'1,0 nel 2021, sull'1,1 nel 2022 e sull'1,4 nel 2023 (cfr. il grafico 17). Rispetto all'esercizio condotto dagli esperti della BCE a settembre 2020, la proiezione per l'inflazione misurata sullo IAPC è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2020, è rimasta invariata per il 2021 ed è stata corretta al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2022, sulla base della diffusione di dati più contenuti relativi all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e di una correzione al ribasso delle pressioni inflazionistiche rispetto alle proiezioni precedenti, a fronte dell'ampio, seppur in calo, sottoutilizzo della capacità

produttiva nei mercati dei beni e del lavoro. La ripresa prevista per il 2021 riflette in larga misura gli effetti base nella componente energetica dell'inflazione misurata sullo IAPC legati alla brusca diminuzione dei corsi petroliferi all'inizio della pandemia mondiale di COVID-19, nonché l'inversione del taglio delle aliquote IVA in Germania. Nel medio termine l'inflazione complessiva dovrebbe aumentare gradualmente, soprattutto in ragione del lieve incremento del contributo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, che dovrebbe comunque rimanere piuttosto contenuta. L'inflazione armonizzata al netto dei beni energetici e alimentari è attesa allo 0,7 per cento nel 2020, allo 0,8 nel 2021 e all'1 nel 2022, prima di salire all'1,2 per cento nel 2023.

### Grafico 17

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2020 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2023 (proiezioni). I dati utilizzati per le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2020* sono aggiornati al 25 novembre 2020.

## 5 Moneta e credito

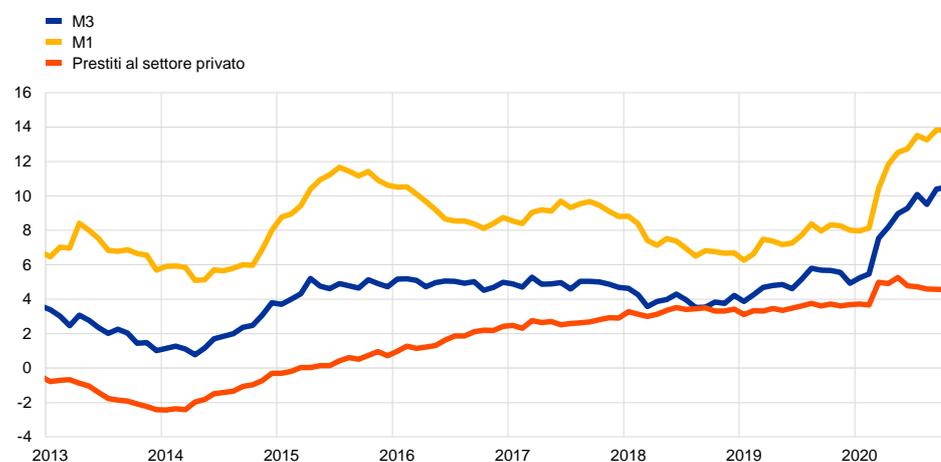
*Le dinamiche monetarie nell'area dell'euro hanno continuato a riflettere l'impatto della pandemia di coronavirus (COVID-19). A ottobre la crescita della moneta si è stabilizzata su tassi due volte più elevati rispetto a prima della pandemia, per effetto dell'attuazione delle misure di politica monetaria e della preferenza per le attività liquide. Il credito interno si è confermato la principale fonte di creazione di moneta, trainato dai prestiti alle società non finanziarie (SNF) e dagli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema. Le misure tempestive e consistenti adottate dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza hanno garantito il flusso di credito a condizioni favorevoli all'economia dell'area dell'euro. Il finanziamento esterno totale delle imprese si è stabilizzato nel terzo trimestre del 2020. Le piccole e medie imprese (PMI), che dipendono in larga misura dalle banche per il finanziamento, hanno segnalato alcuni lievi miglioramenti nell'accesso ai finanziamenti esterni nel periodo tra aprile e ottobre, ma prevedono un deterioramento nei prossimi mesi. Il costo complessivo del finanziamento tramite debito delle imprese è ora prossimo al livello antecedente la pandemia, poiché il costo del debito sul mercato si è nuovamente ridotto e i tassi sui prestiti bancari sono rimasti prossimi ai minimi storici. Tuttavia, si prevedono pressioni al rialzo sui tassi sui prestiti bancari, in quanto il deterioramento del contesto del rischio di credito sta intaccando i bilanci e la redditività delle banche.*

**La crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta sostanzialmente invariata a ottobre.** Le dinamiche monetarie hanno continuato a risentire degli effetti della pandemia di COVID-19, che ha determinato una preferenza eccezionale per la liquidità. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è lievemente aumentato a ottobre, al 10,5 per cento, dal 10,4 per cento di settembre, stabilizzandosi su un livello due volte più elevato rispetto a prima dell'inizio della pandemia (cfr. il grafico 18). Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario più liquido, M1, che comprende depositi a vista e circolante, a ottobre si è mantenuto stabile su un livello elevato, 13,8 per cento, in tal modo contribuendo fortemente alla crescita di M3. Tali andamenti riflettono la liquidità accumulata dalle imprese e dalle famiglie in un contesto di maggiore incertezza, ma anche, nel caso delle famiglie, alcuni risparmi forzati dovuti alle minori opportunità di consumo. La forte crescita della moneta è stata anche il risultato di importanti misure di sostegno adottate dalla BCE e dalle autorità di vigilanza, nonché dai governi nazionali, per garantire all'economia una liquidità sufficiente per far fronte alle conseguenze economiche della pandemia.

## Grafico 18

### M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

#### La crescita sostenuta dei depositi a vista continua a riflettere un'elevata

**incertezza.** I depositi a vista, che hanno fornito il principale contributo alla crescita di M3, hanno continuato a crescere a un tasso sui dodici mesi relativamente stabile, seppure molto elevato, pari al 14,3 per cento a ottobre. I detentori di moneta hanno continuato a privilegiare i depositi a vista per motivazioni di tipo precauzionale e legate al livello molto basso dei tassi di interesse, che riduce il costo-opportunità di detenere tali strumenti, in particolare rispetto ad altri meno liquidi. La crescita dei depositi è stata trainata principalmente dalle disponibilità di imprese e famiglie. Nel caso delle imprese, la crescita dei depositi detenuti varia da paese a paese, riflettendo differenze nella misura in cui il fabbisogno di liquidità delle imprese si è concretizzato e nella forma e nell'entità delle misure di sostegno attuate nei vari paesi. Inoltre, a ottobre, banconote e monete in circolazione sono cresciute a un tasso sostanzialmente stabile sui dodici mesi, pari al 10,7 per cento. A titolo di confronto, altri depositi a breve termine e strumenti negoziabili hanno continuato a fornire un modesto contributo all'espansione di M3 sui dodici mesi, rispecchiando il basso livello dei tassi di interesse e il comportamento degli investitori nella ricerca dei rendimenti.

#### Il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta, con l'aumento del contributo degli acquisti netti di attività dell'Eurosistema.

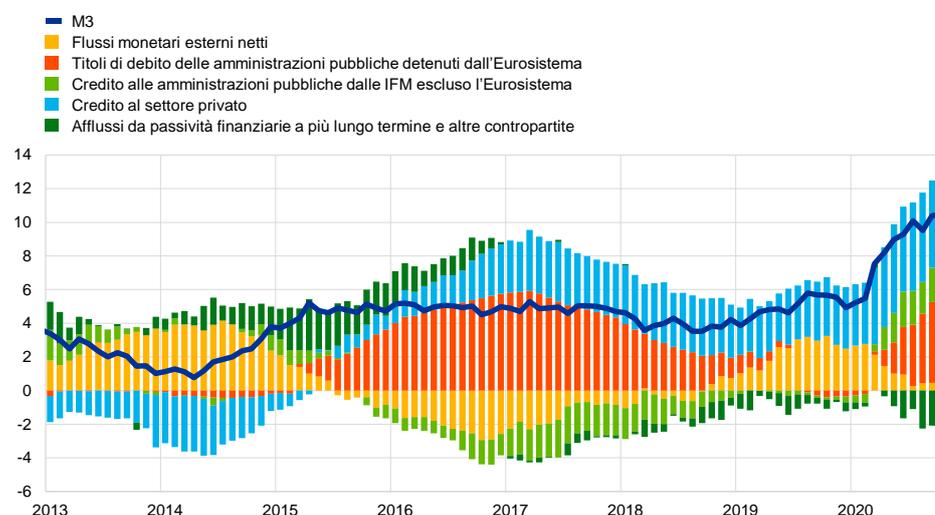
Dall'inizio del 2018 a settembre 2020, la crescita del credito al settore privato era stata la principale determinante dell'espansione di M3 dal punto di vista delle controparti (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 19). A ottobre, tuttavia, gli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il maggiore contributo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 19). Nel contempo il flusso di credito dal settore bancario (escluso l'Eurosistema) al settore pubblico si è attenuato negli ultimi mesi (cfr. l'area verde chiaro

degli istogrammi nel grafico 19). I flussi monetari esterni netti sono stati sostanzialmente bilanciati nei dodici mesi fino a ottobre (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 19), mentre le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno avuto un impatto negativo sulla crescita dell'aggregato monetario (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi nel grafico 19). Ciò è riconducibile principalmente agli andamenti di altre contropartite (in particolare le operazioni pronti contro termine), mentre le favorevoli condizioni delle OMRLT hanno continuato a sostenere la sostituzione del finanziamento bancario, determinando rimborsi netti di obbligazioni bancarie a lungo termine.

## Grafico 19

### M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. 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 e del PEPP. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2020.

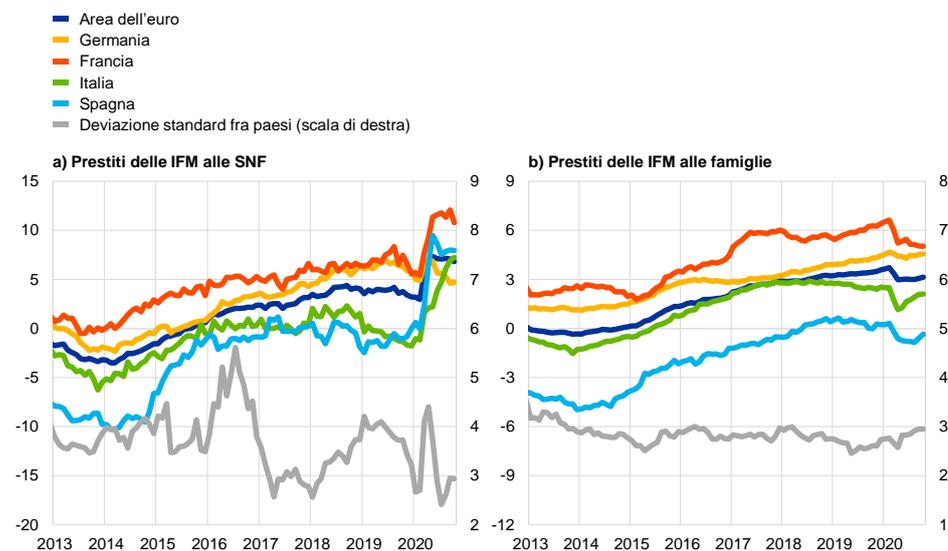
**Il flusso dei prestiti al settore privato si è ridotto.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato è rimasto invariato al 4,6 per cento a ottobre, un punto percentuale in più rispetto al periodo antecedente l'insorgere della pandemia (cfr. il grafico 18). La dinamica a più breve termine, tuttavia, segnala un rallentamento, come evidenziato dal marcato calo dei flussi mensili di prestiti a partire da giugno. La crescita del credito ha continuato a essere trainata principalmente dai prestiti alle imprese, con un tasso di crescita sui dodici mesi del 6,8 per cento a ottobre, dopo il 7,1 di settembre, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile al 3,1 per cento (cfr. il grafico 20). La riduzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese si è verificata in un contesto di riduzione del fabbisogno di liquidità di emergenza, di debolezza degli investimenti e di inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese. Il ricorso delle imprese a prestiti a più lungo termine ha continuato ad aumentare, a scapito dei prestiti a più breve termine. La divergenza fra la dinamica dei prestiti alle imprese e quelli alle famiglie riflette la natura specifica della crisi

legata al COVID-19, che ha portato a un crollo dei flussi di cassa delle imprese, costringendole ad accrescere il ricorso al finanziamento esterno.

## Grafico 20

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



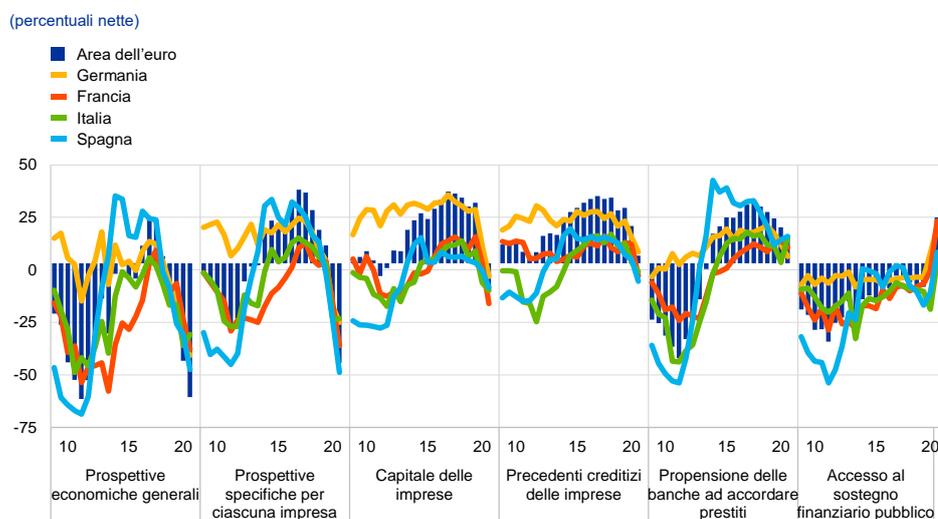
Fonte: BCE.

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

**Le piccole e medie imprese (PMI) hanno segnalato qualche lieve miglioramento delle loro condizioni di accesso ai finanziamenti esterni nel corso degli ultimi sei mesi rispetto all'inizio del 2020, ma prevedono un deterioramento in futuro.** Secondo l'[indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento](#) (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE) di novembre 2020, le PMI hanno segnalato un miglioramento dell'accesso al sostegno finanziario pubblico, per la prima volta dal 2009, il che indica che gli effetti delle iniziative di alcuni governi volte a fornire garanzie pubbliche per i prestiti bancari durante la pandemia di COVID-19 hanno raggiunto tali imprese (cfr. il grafico 21). Al tempo stesso, esse hanno percepito che il loro accesso ai finanziamenti ha risentito negativamente delle prospettive economiche generali, ma anche delle loro prospettive, specifiche per ciascuna impresa, e della loro posizione patrimoniale. Le imprese dell'area dell'euro hanno inoltre segnalato un marcato deterioramento del fatturato e dei profitti, diffuso tra paesi e settori. Poiché la domanda di fondi esterni per colmare le carenze di liquidità è notevolmente aumentata, il deficit di finanziamento (la differenza tra domanda e disponibilità di finanziamento esterno) si è, seppur di poco, ulteriormente accresciuto. Inoltre, i risultati dell'indagine SAFE hanno mostrato che le PMI, e in misura minore le grandi imprese, si attendevano un deterioramento della disponibilità della maggior parte delle fonti di finanziamento esterno, in particolare dei prestiti bancari e delle linee di credito.

## Grafico 21

### Fattori che incidono sulla disponibilità di finanziamenti esterni per le PMI



Fonte: BCE (indagine SAFE).

Nota: i dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine SAFE dalla 3a (marzo-settembre 2010) alla 23a (aprile 2020-ottobre 2020).

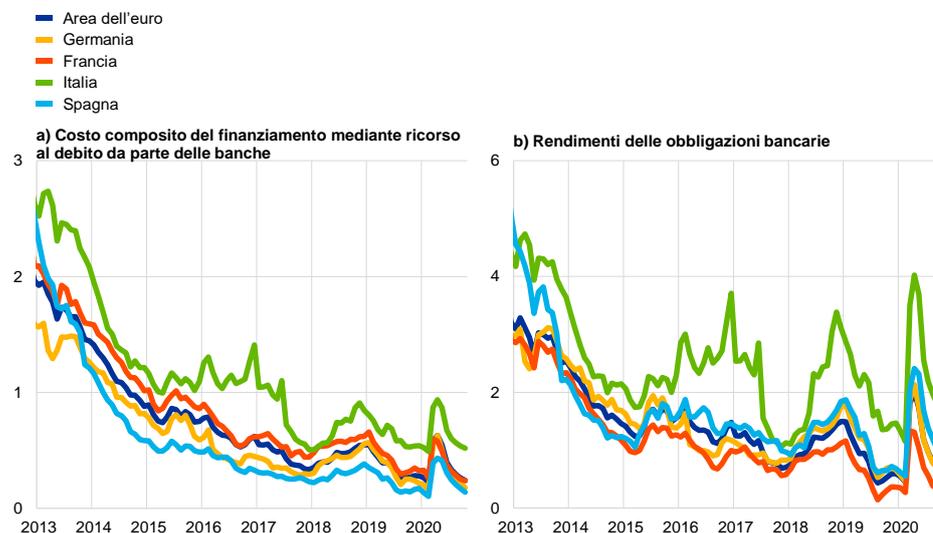
### **Le banche incontrano condizioni di finanziamento favorevoli, ma il rischio di credito grava sui loro bilanci e sulla loro redditività.**

Il costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro, che era aumentato in seguito alla diffusione della pandemia di COVID-19, è tornato prossimo al suo minimo storico, precedente la pandemia, di febbraio 2020 (cfr. il grafico 22). Ciò è dovuto principalmente ai minori rendimenti obbligazionari, favoriti dalle misure di politica monetaria della BCE. Il PAA e il PEPP della BCE stanno avendo un impatto positivo sui rendimenti obbligazionari, di cui beneficiano anche i titoli emessi dalle banche. Inoltre, le banche hanno in parte sostituito il finanziamento sul mercato con le OMRLT, esercitando così pressioni al ribasso sui rendimenti delle obbligazioni bancarie. Infine i prezzi delle obbligazioni bancarie garantite sono sostenute direttamente dal terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) della BCE. Inoltre, i tassi sui depositi delle banche dell'area dell'euro, che rappresentano la maggior parte della raccolta bancaria, si sono mantenuti su livelli storicamente bassi a ottobre 2020, contribuendo in tal modo a condizioni favorevoli per il finanziamento del debito bancario. Sin dall'inizio della crisi legata al COVID-19, le banche dell'area dell'euro hanno applicato in misura sempre maggiore tassi di interesse negativi ai depositi delle SNF detenuti presso di loro. Allo stesso tempo, gran parte dei depositi che costituiscono la provvista bancaria, in particolare i depositi al dettaglio, presenta ancora un tasso minimo pari a zero che riduce i margini netti sui tassi di interesse applicati dalle banche. Anche se le banche beneficiano di condizioni di finanziamento favorevoli, il deterioramento del merito di credito dei prenditori dovuto alla pandemia sta avendo un impatto negativo sulla loro redditività e sulle loro posizioni patrimoniali. 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, riflettendo l'accresciuta percezione del rischio legata alla pandemia.

## Grafico 22

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

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



Fonti: BCE, Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

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

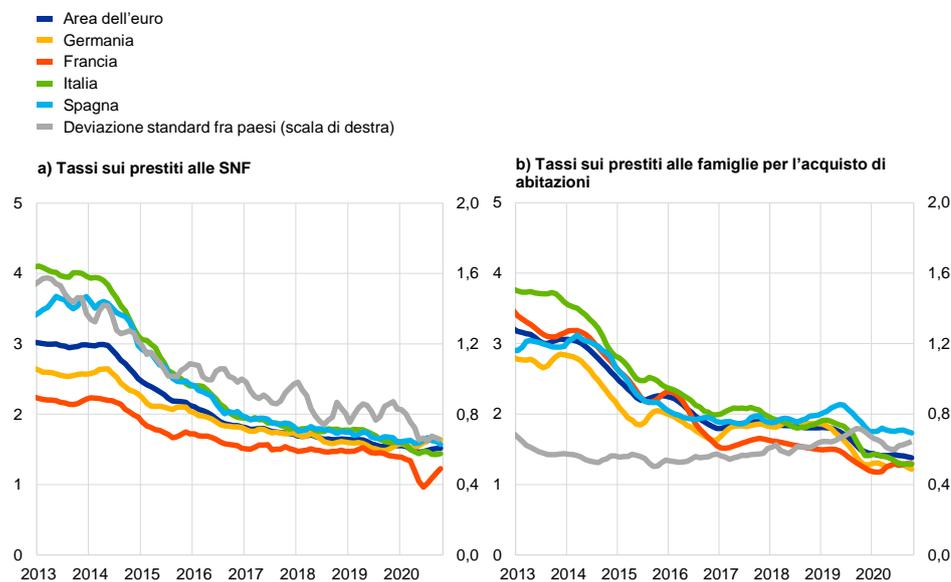
#### **I tassi sui prestiti bancari rimangono molto favorevoli, ma si attendono pressioni al rialzo.**

A ottobre i tassi compositi sui prestiti bancari alle imprese sono rimasti prossimi ai loro minimi storici pari a 1,53 per cento, mentre quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi a un nuovo minimo storico di 1,36 per cento (cfr. il grafico 23). Tale andamento è stato comune tra i paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il differenziale tra i tassi sui prestiti bancari di importo molto contenuto e quelli sui prestiti di importo elevato si è stabilizzato su livelli inferiori a quelli osservati prima della pandemia. Al tempo stesso, il forte impatto economico della pandemia sui proventi delle imprese, sulle prospettive di occupazione delle famiglie e sul merito di credito complessivo dei prenditori ha continuato a esercitare una pressione al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari. La reazione, finora favorevole, dei tassi sui prestiti bancari alla pandemia sembra riflettere due fattori: in primo luogo, l'efficacia delle misure adottate dalla BCE, dalle autorità di vigilanza bancaria e dai governi per controbilanciare l'impatto prociclico dello shock pandemico sull'offerta di credito. A tale riguardo, l'estensione dei sistemi di garanzia pubblica sui prestiti in alcuni paesi, almeno fino a giugno 2021, continuerà a proteggere i tassi sui prestiti bancari dagli andamenti avversi del rischio di credito dei debitori. In secondo luogo, riflettono la relativa rigidità dei tassi sui prestiti bancari nel breve periodo, mentre le banche assorbono temporaneamente alcune oscillazioni delle loro componenti di costo nel tentativo di mantenere i rapporti con la clientela.

## Grafico 23

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

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



Fonte: BCE.

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

#### Si stima che il flusso annuo dei finanziamenti esterni totali alle SNF dell'area dell'euro si sia stabilizzato nel terzo trimestre del 2020.

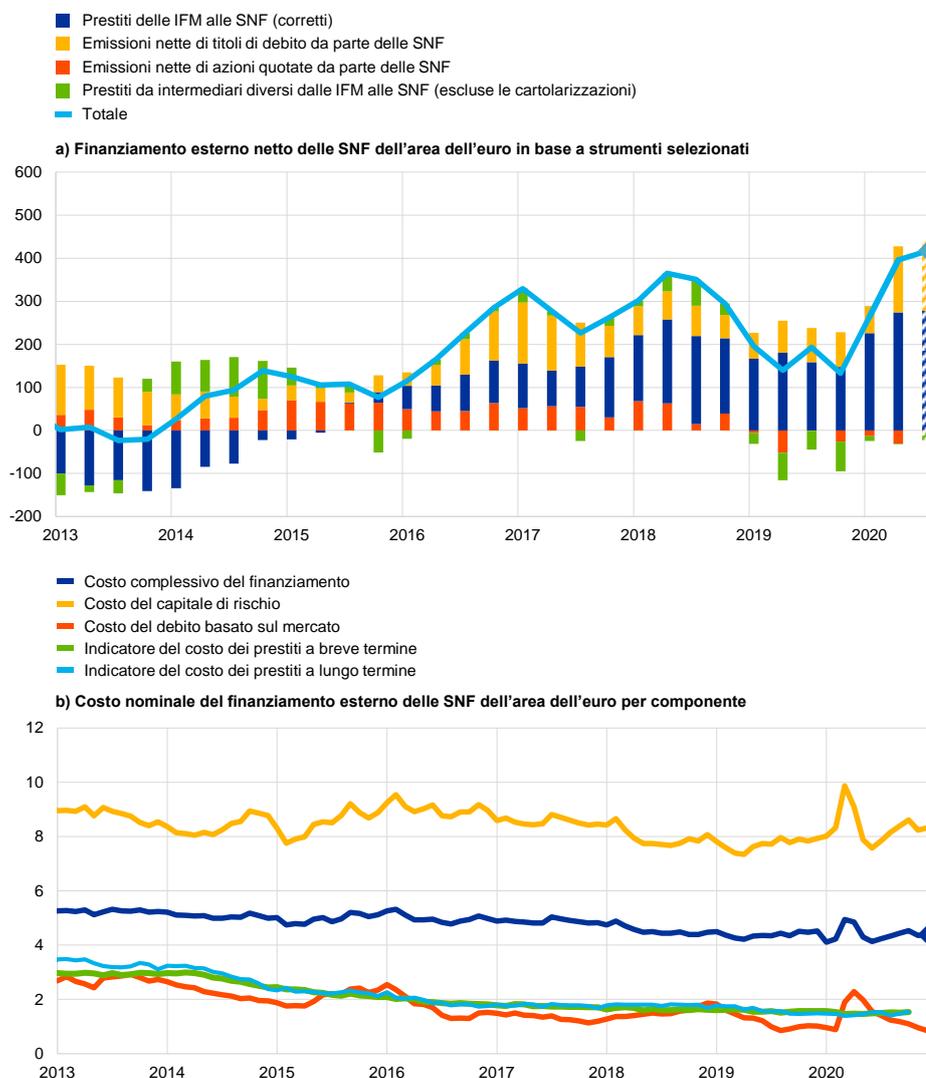
Tale stabilizzazione riflette un rallentamento nel ricorso ai prestiti bancari e nelle emissioni nette di titoli di debito nello stesso trimestre, dopo aver raggiunto massimi storici in quello precedente (cfr. il pannello a) del grafico 24). Il deterioramento dei flussi di cassa operativi delle imprese e il conseguente elevato fabbisogno di finanziamento sono stati temporaneamente attenuati a seguito dell'allentamento delle misure di chiusura (lockdown) nel terzo trimestre, dato il calo dei tassi di contagio da COVID-19. Il rallentamento del finanziamento esterno è legato anche all'accumulo di riserve di liquidità da parte delle imprese all'inizio dell'anno (da marzo a giugno), che ha determinato una minore domanda di credito nel terzo trimestre. Al tempo stesso, in tale trimestre si è assistito a un'impennata delle emissioni nette di azioni quotate, che tuttavia si è concentrata in alcune imprese, in particolare del settore tecnologico. I volumi dei prestiti erogati da operatori non bancari (diversi dalle IFM) sono rimasti modesti nel terzo trimestre. Nel complesso, i flussi totali di finanziamento esterno sono rimasti più elevati in tale trimestre del 2020 rispetto alla media trimestrale osservata tra il 2016 e il 2019, sulla scia di condizioni di finanziamento favorevoli. Alla fine di ottobre, il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,5 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 24). Tale livello è risultato inferiore di circa 40 punti base rispetto al picco locale di marzo 2020 e di 40 punti base superiore al minimo storico di giugno 2020. Il calo tra marzo e giugno è ascrivibile alla brusca riduzione del costo del capitale di rischio e del debito sul mercato. Tra la fine di ottobre e la fine del periodo di riferimento (9 dicembre 2020), si stima che il costo complessivo del finanziamento sia diminuito

di circa 15 punti base, portandosi al 4,4 per cento a causa del minore costo del debito sul mercato e del capitale di rischio.

## Grafico 24

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

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



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

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

*Un consistente sostegno di bilancio, attraverso stabilizzatori automatici e misure discrezionali da parte dei governi dell'area dell'euro, ha attenuato il significativo impatto negativo sull'economia reale causato dalla pandemia di coronavirus (COVID-19). Il costo di bilancio di tale sostegno è stato molto elevato per tutti i paesi dell'area dell'euro, pur presentando notevoli differenze tra un paese e l'altro. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in modo significativo, per effetto del rallentamento economico e del sostegno pubblico all'economia, raggiungendo l'8,0 per cento del PIL nel 2020, dallo 0,6 per cento del 2019. Di conseguenza, il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL dovrebbe scendere al 6,1 per cento nel 2021 e al 3,9 e 3,0 per cento nei due anni successivi. Ci si attende che il miglioramento sia trainato dalla graduale revoca delle misure di emergenza, mentre la componente ciclica migliorerà significativamente solo a partire dal 2022. Secondo le stime, il rapporto debito/PIL per l'insieme dell'area dell'euro, per effetto delle misure di bilancio e della situazione economica in deterioramento, è aumentato marcatamente nel 2020 e raggiungerà il livello massimo nel 2021, per poi diminuire molto lentamente. Un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimane essenziale alla luce della forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro, anche se le misure adottate per contrastare l'emergenza pandemica dovrebbero avere carattere quanto più possibile mirato e temporaneo. Allo stesso tempo, la debolezza della domanda da parte di imprese e famiglie e il più elevato rischio di un ritardo della ripresa, tenuto conto delle nuove misure di confinamento legate alla seconda ondata della pandemia, richiedono il continuo sostegno delle politiche di bilancio nazionali. Il fondo Next Generation EU (NGEU), che integra le misure di bilancio a livello nazionale, contribuirà a una ripresa più rapida, forte e uniforme e accrescerà la capacità di tenuta economica e il potenziale di crescita delle economie degli Stati membri dell'UE, soprattutto se i fondi saranno impiegati per una spesa pubblica produttiva e saranno accompagnati da politiche strutturali tese a migliorare la produttività.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe calare notevolmente nel 2020, per poi migliorare gradualmente in seguito<sup>9</sup>.** Sulla base di tali proiezioni, il rapporto fra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL nell'area dell'euro dovrebbe passare dallo 0,6 per cento del 2019 all'8,0 per cento nel 2020, per poi scendere al 6,1 nel 2021 e al 3,9 e 3,0 per cento, rispettivamente, nel 2022 e nel 2023 (cfr. il grafico 25). La diminuzione del saldo di bilancio nel 2020 è in ampia misura attribuibile a un deterioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo connesso a misure di sostegno che ammontano a circa il 4,5 per cento del PIL; la quota più rilevante di tali misure è rappresentata dalla spesa aggiuntiva, costituita in particolare da trasferimenti e sussidi a beneficio di imprese e famiglie, fra cui i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro o i regimi di integrazione salariale in costanza del

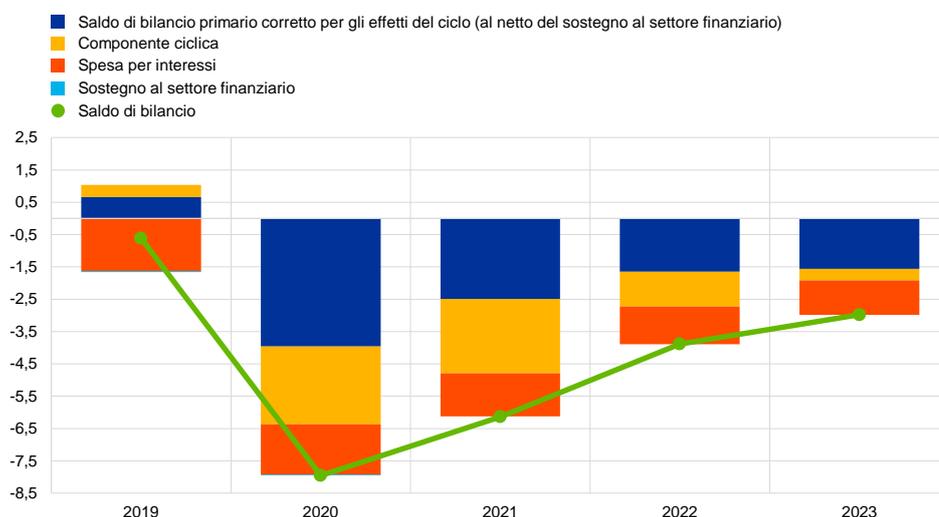
<sup>9</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2020* pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 dicembre 2020.

rapporto di lavoro. Questo calo discende anche da un'ampia componente ciclica avversa, in linea con un forte deterioramento del prodotto nell'area dell'euro<sup>10</sup>. Le proiezioni segnalano un successivo miglioramento del saldo di bilancio, inizialmente trainato da una ripresa del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, dato che parte delle misure di emergenza verrà gradualmente meno a partire dal 2021. Il contributo fornito dal ciclo economico dovrebbe far registrare un miglioramento significativo solo dal 2022, rimanendo negativo per tutto il periodo in esame. Queste proiezioni di finanza pubblica sono tuttavia caratterizzate da un'incertezza eccezionale, non da ultimo per quanto riguarda le dimensioni, i tempi e la composizione della spesa nell'ambito di NGEU, ma anche più in generale, in quanto le politiche economiche devono necessariamente reagire di pari passo con l'evolversi della pandemia.

### Grafico 25

#### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



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

**Oltre al sostegno di bilancio a favore delle proprie economie, i paesi dell'area dell'euro hanno messo a disposizione consistenti dotazioni di garanzie sui prestiti per sostenere la posizione di liquidità delle imprese.** Complessivamente tali garanzie ammontano a circa il 17 per cento del PIL per l'area dell'euro nel suo insieme, ma gli importi differiscono notevolmente tra paesi. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi e ogni importo delle garanzie escusse costituirà pertanto ulteriore spesa pubblica, aumentando il debito pubblico.

**Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2020 dagli esperti della BCE, le prospettive di bilancio dell'area dell'euro dovrebbero risultare meno negative nel 2020 ma più negative sia nel 2021 che nel 2022.** Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato

<sup>10</sup> Va osservato che nella congiuntura attuale il grado di incertezza che circonda la scomposizione del ciclo e la tendenza è insolitamente elevato.

rivisto al rialzo di 0,8 punti percentuali per il 2020, mentre per il 2021 e il 2022 è stato rivisto al ribasso rispettivamente di 1,2 e 0,3 punti percentuali. Il più contenuto disavanzo di bilancio nel 2020 si deve principalmente a un saldo corretto per il ciclo meno negativo, ma anche a una componente ciclica lievemente meno negativa. Tale quadro dovrebbe invertirsi nei prossimi due anni, quando sia il saldo corretto per il ciclo sia la componente ciclica dovrebbero essere più negativi rispetto alle attese precedenti.

**Nel 2020 l'orientamento della politica di bilancio in termini aggregati è stato fortemente espansivo, mentre nel biennio 2021-2022 ci si attende una moderata riduzione del sostegno al graduale venir meno delle misure di emergenza<sup>11</sup>.** Si stima che l'orientamento di bilancio sia stato moderatamente

espansivo nel 2019, mentre ci si aspetta che sia molto accomodante nel 2020, al 4,8 per cento del PIL. Per contro, nel 2021 e nel 2022 le proiezioni indicano una moderata contrazione, rispettivamente dell'1,5 e dello 0,8 per cento del PIL, mentre nel 2023 l'orientamento dovrebbe essere sostanzialmente neutro. Tale andamento riflette una graduale revoca delle misure eccezionali legate all'emergenza pandemica a partire dal 2021. Nonostante il graduale inasprimento, il saldo di bilancio complessivo rimarrà decisamente negativo, con gli strumenti di bilancio che continueranno a sostenere la ripresa economica nell'intero orizzonte di previsione.

**Nel 2020 il rapporto tra il debito pubblico e il PIL per il complesso dell'area dell'euro è salito notevolmente e, secondo le proiezioni, nel 2021 dovrebbe raggiungere il livello massimo di circa il 100 per cento, per poi diminuire molto gradualmente.** Gli incrementi del rapporto debito/PIL di 14,5 e 1,5 punti percentuali, rispettivamente nel 2020 e nel 2021, sono dovuti in larga misura a

elevati disavanzi primari e, nel 2020, a differenziali molto sfavorevoli fra tasso di interesse e crescita. Nel 2020 l'aumento è ascrivibile anche a considerevoli raccordi disavanzo-debito dovuti alle misure connesse con la pandemia, quali il sostegno di liquidità alle imprese e alle famiglie. Nel 2022 e 2023 i disavanzi primari in calo, seppur ancora considerevoli, saranno più che compensati dai contributi positivi forniti dal miglioramento dei differenziali fra tassi di interesse e crescita, alla luce della prevista ripresa dell'attività economica, e anche da un raccordo disavanzo-debito negativo nel 2022 (cfr. il grafico 26). Di conseguenza, alla fine dell'orizzonte di proiezione nel 2023, il rapporto debito/PIL dovrebbe attestarsi al 97,8 per cento.

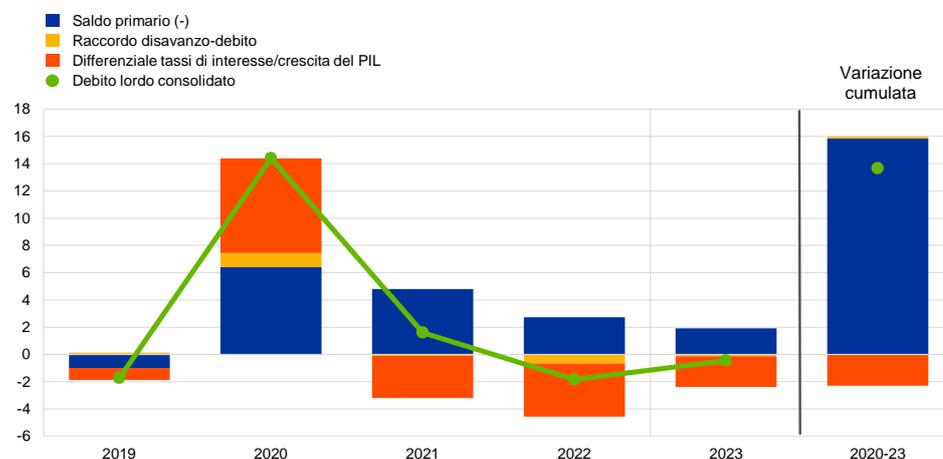
---

<sup>11</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Per ulteriori dettagli sul concetto di orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

## Grafico 26

### Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2020.

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

### Ci vorrà molto tempo per riportare i bilanci ai livelli precedenti la crisi.

La riduzione degli squilibri di bilancio si basa, tra l'altro, sul ritmo della ripresa nel 2021, in particolare dopo le notizie positive relative a diversi vaccini contro il COVID-19. Inoltre, l'azione di bilancio coordinata intrapresa nell'Unione europea dovrebbe imprimere slancio alla crescita economica. Al contempo, le condizioni di finanziamento favorevoli continuano a contribuire al contenimento dei costi di servizio del debito. In prospettiva è tuttora importante che gli Stati membri dell'UE ripristinino solide posizioni di bilancio, tra cui livelli inferiori di debito pubblico, una volta conseguita la ripresa dell'attività economica<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Per maggiori dettagli sui documenti programmatici di bilancio per il 2021 e i pareri della Commissione europea, cfr. il riquadro *I documenti programmatici di bilancio per il 2021: una valutazione al tempo della crisi del COVID-19* in questo numero del Bollettino.

# Riquadri

## 1 Effetti di lungo periodo di crisi del passato sull'economia mondiale

a cura di Natalia Martín Fuentes e Isabella Moder

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) rappresenta uno shock senza precedenti per l'economia internazionale.** In primo luogo, si tratta di un impatto a più livelli, in quanto l'emergenza di salute pubblica è stata accompagnata da shock di tipo indotto sia dal lato dell'offerta, per l'introduzione di severe misure di chiusura (lockdown), sia dal lato della domanda, in seguito all'aumento della disoccupazione e all'acuirsi dell'incertezza. In secondo luogo, tale impatto ha innescato azioni di risposta consistenti e poliedriche, che hanno mitigato le ripercussioni negative sull'attività economica, ma potrebbero acuire gli squilibri esistenti nell'economia internazionale e far temere eccessi di debito pubblico e privato, con conseguenti esigenze di riduzione della leva finanziaria in futuro. Infine, taluni settori sono stati particolarmente colpiti dalle misure di chiusura e dai cambiamenti nelle abitudini di consumo, fenomeni che probabilmente continueranno almeno fino a quando non sarà disponibile una soluzione medica efficace.

**La natura complessa dello shock causato dal COVID-19 impone riflessioni sugli effetti che esso avrà sul potenziale di crescita dell'economia internazionale nel lungo periodo.** Il presente riquadro prende in esame alcune crisi verificatesi nel passato e i canali di trasmissione attraverso cui esse hanno avuto ripercussioni sul prodotto potenziale<sup>13</sup>. Poiché quest'ultimo è una variabile non osservata, l'analisi è caratterizzata da forte incertezza. La crisi legata al COVID-19 è altresì unica per molti aspetti, di conseguenza le precedenti potrebbero non rappresentare degli indicatori affidabili delle possibili ripercussioni a lungo termine sull'economia internazionale, non da ultimo perché della crisi attuale non si conosce la durata, che rappresenta uno dei principali parametri per valutare i potenziali segni lasciati nel lungo periodo (effetti di scarring).

**La tesi tradizionale secondo cui le oscillazioni del ciclo economico non influenzano la crescita di lungo periodo è oggetto di controversie nella letteratura economica.** Per esempio, l'esistenza di effetti di isteresi nel mercato del lavoro (cioè il protrarsi degli effetti di uno shock sulla disoccupazione) è un fenomeno ampiamente analizzato e discusso<sup>14</sup>. Inoltre, recentemente, la lenta ripresa seguita alla crisi finanziaria mondiale ha ispirato contributi alla letteratura che dimostrano come le recessioni originino effetti prolungati, o di "scarring", sul livello

<sup>13</sup> Cfr. anche l'articolo [L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

<sup>14</sup> Cfr., per esempio, Blanchard, O.J. e Summers, L.H., "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Working Papers*, n. 1950, National Bureau of Economic Research, 1986.

del PIL<sup>15</sup> perché gli eventi ciclici si ripercuotono sul lato dell'offerta dell'economia attraverso molti canali, determinando la tendenza di lungo periodo.

**La valutazione degli effetti di scarring delle crisi verificatesi in passato fornisce comunque delle indicazioni sulle possibili ripercussioni del COVID-19 sul prodotto potenziale<sup>16</sup>.** Un'analisi delle epidemie del passato basata su proiezioni locali suggerisce che l'impatto iniziale sul livello di prodotto potenziale è relativamente breve, perché in genere cessa a due anni dalla fine dell'epidemia (cfr. il pannello superiore sinistro del grafico A)<sup>17</sup>. È comunque opportuno notare che le epidemie avvenute in passato, oggetto della presente analisi, erano per lo più eventi localizzati, non paragonabili a una grave pandemia mondiale<sup>18</sup>. Per questa ragione nella valutazione è stato considerato anche l'impatto sul prodotto potenziale di due altre crisi di tipo esogeno, cioè l'embargo sul petrolio imposto dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC) negli anni 1973-1974, che per i paesi colpiti può essere considerato come uno shock esogeno negativo dal lato dell'offerta<sup>19</sup>, e le ripercussioni delle principali guerre<sup>20</sup>. Dai risultati si evince che l'embargo petrolifero ebbe un effetto negativo sul prodotto potenziale solo nel primo anno successivo allo shock (cfr. il pannello superiore destro del grafico A). Per contro, i risultati relativi alle principali guerre (cfr. il pannello inferiore sinistro) suggeriscono che a un grave impatto iniziale seguono forti riprese economiche nel dopoguerra senza effetti di scarring di più lunga durata (cioè superiore a quattro anni). Tuttavia, gli intervalli di confidenza molto ampi indicano che esiste un'eterogeneità considerevole nelle ripercussioni a lungo termine delle guerre.

<sup>15</sup> Cfr., per esempio, Cerra, V., Fatás, A. e Saxena, S.C., "Hysteresis and Business Cycles", *CEPR Discussion Papers*, n. DP14531, 2020; Jordà, O., Schularick, M. e Taylor, A.M., "Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n. 2020-11, 2020; e Bluedorn, J. e Leigh, D., "Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters", *IMF Working Papers*, n. 18/163, 2018.

<sup>16</sup> I seguenti risultati si basano su proiezioni locali desunte dai dati di un modello di tipo panel relativi a 117 paesi per il periodo dal 1970 al 2017. Le variabili indipendenti rappresentano la crescita cumulata del prodotto potenziale in ogni anno. I regressori includono termini autoregressivi di quattro ritardi, variabili dummy per i rispettivi eventi, nonché effetti fissi per paese. Le fonti dei dati sono: Penn World Tables per il prodotto potenziale e le rispettive sottocomponenti e Laeven, L. e Valencia, F., "Systemic Banking Crises Revisited", *IMF Working Papers*, n. 18/206, 2018, per le crisi finanziarie.

<sup>17</sup> Le epidemie del passato analizzate sono: SARS (2003), influenza suina (2009-2010), sindrome respiratoria mediorientale da coronavirus (Middle east respiratory syndrome, MERS) (2013), virus Ebola (2014-2015) e virus Zika (2016). I paesi sono considerati colpiti dall'epidemia se vi sono stati registrati almeno dieci casi.

<sup>18</sup> Cfr. anche Jordà, Ò., Singh, S.R. e Taylor, A.M., "Longer-Run Economic Consequences of Pandemics", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n. 2020-09, 2020, in cui si espongono le significative conseguenze macroeconomiche di lungo periodo delle 15 principali pandemie dal XIV secolo.

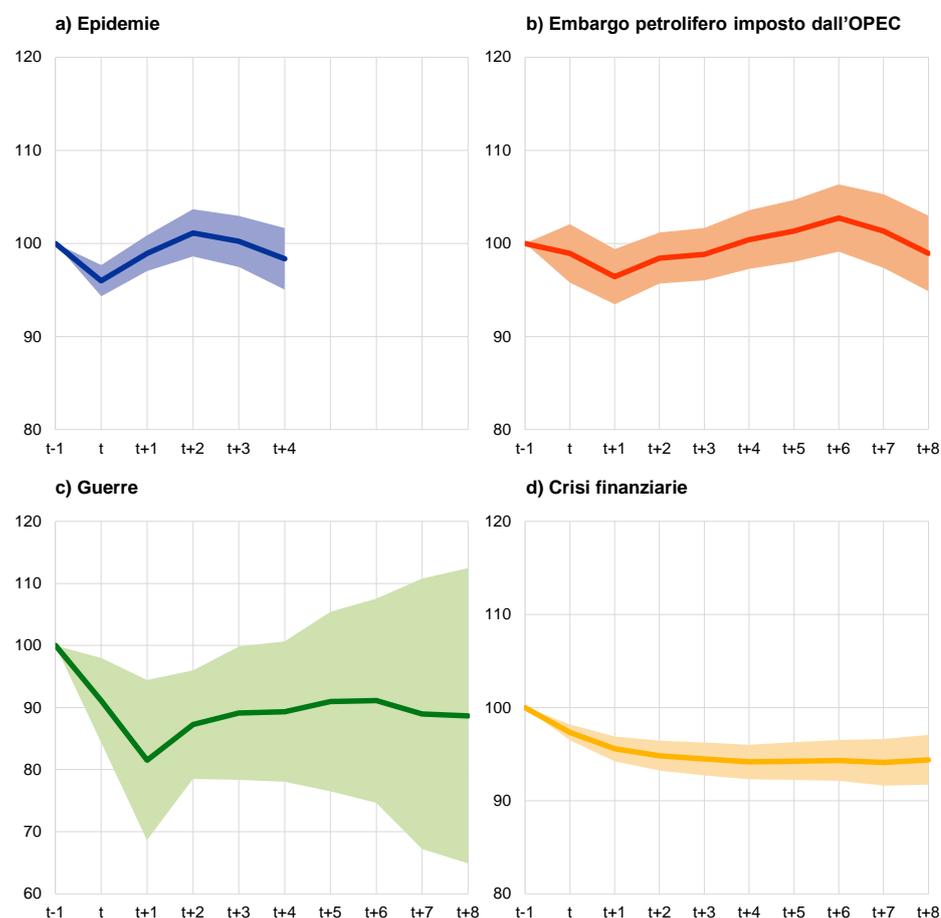
<sup>19</sup> Il campione considerato nelle stime include i seguenti paesi destinatari dell'embargo petrolifero imposto dall'OPEC: Canada, Giappone, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Stati Uniti e Sudafrica. Sebbene l'embargo petrolifero imposto dall'OPEC ebbe un effetto solo temporaneo sui paesi coinvolti rispetto ai paesi non interessati da tali restrizioni, il rialzo permanente dei corsi petroliferi dovuto agli shock dei prezzi degli anni settanta, in particolare il secondo, potrebbe aver avuto un effetto più duraturo sul prodotto potenziale mondiale. Cfr. anche l'articolo *L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro* nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

<sup>20</sup> Il campione include le seguenti guerre: guerra civile libanese (1975-1990), guerra del Golfo in Iraq (1990-1991), guerre in Jugoslavia (1991-1999), guerra civile in Sierra Leone (1991-2002), seconda guerra del Congo (1999-2003), guerra in Iraq (2003-2011), guerra civile siriana (dal 2011) e guerra civile in Iraq (2014-2017).

## Grafico A

### Effetti di scarring di epidemie e altre crisi passate sui livelli del prodotto potenziale

(indici)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di Penn World Tables e Laeven e Valencia (cfr. la nota 16 a piè di pagina).

Note: le linee continue indicano l'impatto dell'evento rispettivo nell'anno t sul livello di prodotto potenziale fino al periodo t+8, cioè otto anni dopo la conclusione dell'evento stesso, e le aree ombreggiate evidenziano l'intervallo di confidenza del 95 per cento. L'impatto sul prodotto potenziale è stimato con un approccio basato su proiezioni locali, che utilizza un panel di dati internazionali che include tutti gli eventi simultaneamente, quattro ritardi di crescita del prodotto potenziale, per tenere sotto controllo l'endogeneità, ed effetti fissi per paese. Poiché la maggior parte delle epidemie considerate nell'analisi è relativamente recente, il campione consente di calcolarne l'impatto solo fino a quattro anni dopo la loro fine. Il prodotto potenziale è definito come il livello di prodotto coerente con la capacità produttiva di un'economia.

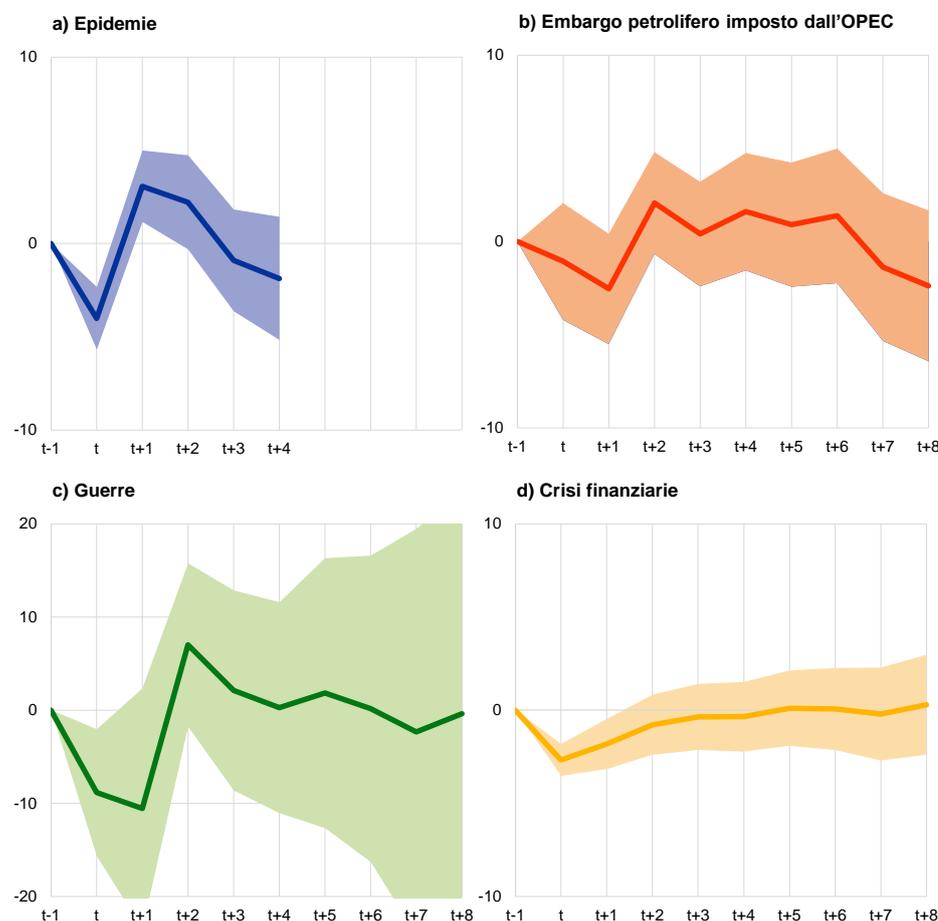
### Le crisi finanziarie sono per contro accompagnate da un calo del prodotto potenziale molto prolungato.

Dall'analisi delle crisi finanziarie verificatesi nel passato (in quanto esempi di crisi endogene, cioè innescate dall'accumulo di squilibri economici) si evince una perdita del 5 per cento circa perfino dopo otto anni, risultato in linea con la letteratura recente citata in precedenza. Tali evidenze sono sostenute dal fatto che nel caso delle recessioni causate dalle crisi finanziarie non si osservano fenomeni di aumenti superiori al previsto dei tassi di crescita dopo la fine della recessione, denotando effetti di scarring di lunga durata sul livello di prodotto potenziale (cfr. il grafico B). Ciò rappresenta una differenza rispetto alle crisi esogene (cioè epidemie, embargo imposto dall'OPEC e guerre), per le quali alla contrazione iniziale seguono tassi di crescita superiori alla norma, che riportano il prodotto potenziale dell'economia sulla sua tendenza di lungo termine.

## Grafico B

### Impatto di epidemie e altre crisi del passato sulla crescita del prodotto potenziale

(tassi di crescita in percentuale)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di Penn World Tables e Laeven e Valencia (cfr. la nota 16 a piè di pagina).

Note: le linee continue indicano l'impatto dell'evento rispettivo nell'anno  $t$  sul tasso di crescita del prodotto potenziale fino al periodo  $t+8$ , cioè otto anni dopo la conclusione dell'evento stesso, e le aree ombreggiate evidenziano l'intervallo di confidenza del 95 per cento. L'impatto sul prodotto potenziale è stimato con un approccio basato su proiezioni locali, che utilizza un panel di dati internazionali che include tutti gli eventi simultaneamente, quattro ritardi di crescita del prodotto potenziale, per tenere sotto controllo l'endogeneità, ed effetti fissi per paese. Poiché la maggior parte delle epidemie considerate nell'analisi è relativamente recente, il campione consente di calcolarne l'impatto solo fino a quattro anni dopo la loro fine. Il prodotto potenziale è definito come il livello di prodotto coerente con la capacità produttiva di un'economia.

**Le evidenze mostrano che nelle recessioni a seguito di crisi finanziarie l'impatto della crisi è stato particolarmente persistente per lo stock di capitale<sup>21</sup>.** È utile valutare l'impatto delle crisi finanziarie del passato sulle singole componenti del prodotto potenziale. Una crisi finanziaria ha un impatto iniziale su tutte e tre le componenti della funzione di produzione dal lato dell'offerta (cfr. il grafico C). Mentre l'impatto negativo sulla produttività totale dei fattori e sull'input di lavoro inizia a diminuire dopo circa tre anni, sullo stock di capitale si

<sup>21</sup> In linea con l'impatto di breve durata sulla crescita potenziale esposto in precedenza, l'impatto delle epidemie, dell'embargo imposto dall'OPEC e delle guerre sulle singole componenti dal lato dell'offerta è breve o per nulla significativo e non è pertanto ulteriormente approfondito in questa sede. L'unica eccezione è rappresentata dall'impatto negativo delle epidemie sull'offerta di lavoro (incluso il capitale umano), che si intensifica col tempo. I risultati relativi alle epidemie sono per lo più analoghi a quelli di recenti ricerche condotte dalla Banca mondiale. Cfr. Dieppe, A. (a cura di), *Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies*, Banca mondiale, 2020.

osservano effetti avversi e prolungati, che rappresentano la fonte principale degli effetti di scarring a lungo termine delle crisi finanziarie.

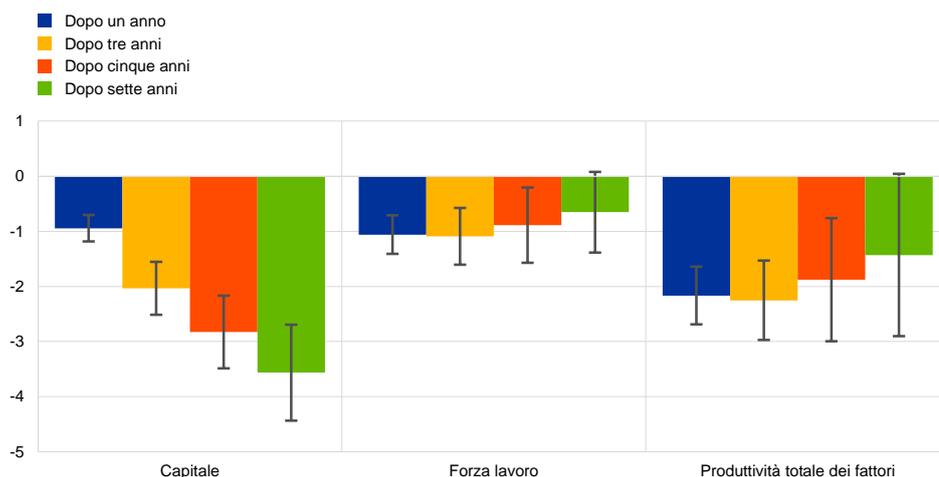
**Lo shock determinato dal COVID-19 potrebbe incidere negativamente sullo stock di capitale, come osservato nelle crisi finanziarie del passato.**

È probabile che la pandemia di COVID-19 abbia determinato un maggior deprezzamento del capitale, soprattutto nei settori a elevata intensità di capitale colpiti dalla crisi, come per esempio il trasporto aereo, in cui parti dello stock di capitale potrebbero essere soggette a obsolescenza, e altri che evidenziano difficoltà per gli effetti dello shock dal lato della domanda. Inoltre le esigenze di risanamento dei conti pubblici conseguenti alla crisi, unitamente alle prospettive economiche negative per le aziende, potrebbero contribuire a generare un periodo prolungato di sottoinvestimento<sup>22</sup>.

**Grafico C**

**Impatto delle crisi finanziarie sulle componenti del prodotto potenziale dal lato dell'offerta**

(tassi di crescita cumulati)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di Penn World Tables e Laeven e Valencia (cfr. la nota 16 a piè di pagina).  
 Note: gli istogrammi indicano l'impatto delle crisi finanziarie sulle rispettive componenti dal lato dell'offerta trascorso il numero di anni mostrato dopo la fine della crisi. Le barre di errore rappresentano un intervallo di confidenza del 95 per cento. L'impatto sul prodotto potenziale è stimato con un approccio basato su proiezioni locali, che utilizza un panel di dati internazionali che include tutti gli eventi simultaneamente, quattro ritardi di crescita del prodotto potenziale, per tenere sotto controllo l'endogeneità, ed effetti fissi per paese. Il prodotto potenziale è definito come il livello di prodotto coerente con la capacità produttiva di un'economia.

**Lo shock causato dal COVID-19 ha colpito soprattutto i settori a elevata intensità di lavoro; ciò implica che l'impatto iniziale sull'offerta di lavoro potrebbe mostrarsi più intenso rispetto alle crisi finanziarie verificatesi in passato.** Fatta eccezione per il settore dei trasporti, i comparti più colpiti dalle misure di contenimento del COVID-19 (cioè commercio al dettaglio, servizi alberghieri e di ristorazione, attività di intrattenimento e di divertimento) tendono a

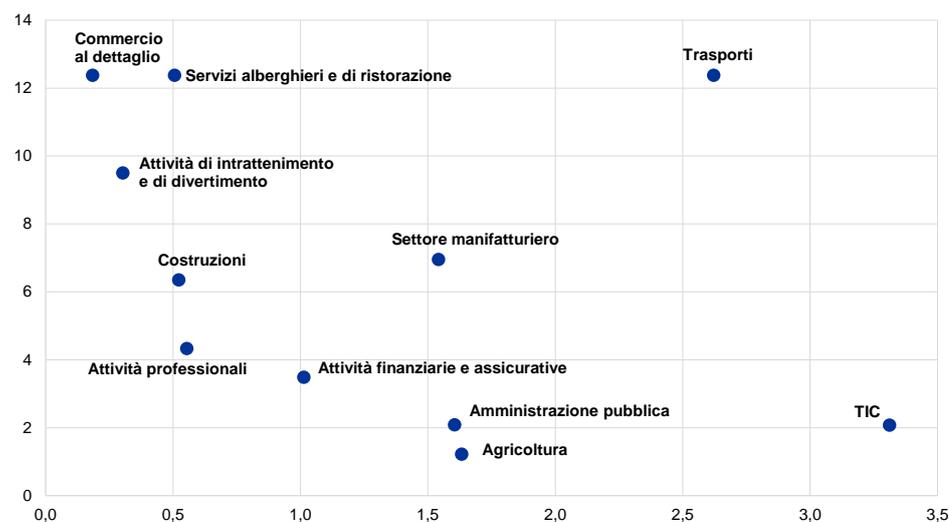
<sup>22</sup> Nel primo semestre del 2020 gli investimenti mondiali (esclusa l'area dell'euro) hanno registrato un calo dell'11 per cento, maggiore di quello osservato tra il terzo trimestre del 2008 e il primo del 2009, dopo la crisi finanziaria mondiale, che era pari all'8 per cento cumulato. In base alle proiezioni dell'OCSE gli investimenti mondiali nel quarto trimestre del 2021 saranno ancora inferiori del 4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2019 (i dati si basano su una media non ponderata di Australia, Canada, Corea, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti). Cfr. "OECD Economic Outlook N. 107 - Single-hit scenario - Edition 2020/1", OECD Economic Outlook: Statistics and Projections (database), OCSE, 2020.

presentare maggiore intensità di lavoro che di capitale (cfr. il grafico D). Nel contempo, perfino settori non interessati dalle misure di chiusura potrebbero aver subito degli effetti indiretti, a causa della riduzione della vendita di beni intermedi ai settori coinvolti da tali provvedimenti<sup>23</sup>. La possibilità che tale calo dell'occupazione assuma un carattere più persistente dipenderà dalla velocità con cui i lavoratori verranno riallocati tra i vari settori e imprese. Conseguenze della pandemia che incidono sul mercato del lavoro, come la riduzione della manodopera a causa dell'aumento di lavoratori scoraggiati o di inferiori flussi migratori verso le economie avanzate dal resto del mondo, potrebbero sfociare in una prolungata diminuzione della forza lavoro. Tale contrazione, accompagnata dagli effetti sull'accumulo di capitale umano a seguito della chiusura generalizzata delle scuole, potrebbe acuire la perdita di offerta di lavoro<sup>24</sup>. È altresì doveroso riconoscere che le perdite sono subordinate alle azioni di risposta e alla capacità delle politiche del lavoro di attenuare tali effetti<sup>25</sup>.

### Grafico D

#### Ripartizione per settore delle perdite dovute alle misure di contenimento del COVID-19 e rapporto intensità di capitale/lavoro

(asse delle ascisse: stock di capitale fisso per dipendente; asse delle ordinate: percentuale di perdite stimate in valore aggiunto)



Fonti: elaborazioni della BCE e banca dati EU KLEMS.

Note: la ripartizione per settore delle perdite dovute alle misure di contenimento del COVID-19 si basa su una valutazione degli esperti della BCE per un campione di paesi a rilevanza sistemica globale ed è calcolata come media non ponderata. Il rapporto intensità di capitale/lavoro è calcolato come lo stock di capitale fisso (nel 2017) diviso per l'input di lavoro (in numero di impiegati nel 2017) per ogni settore, sulla base di una media non ponderata di un campione di 19 paesi.

**In conclusione, sebbene la crisi legata al COVID-19 potrebbe avere un impatto negativo anche sulla produttività, la spinta verso le tecnologie digitali potrebbe avere effetti positivi nel più lungo termine.** La crisi legata al COVID-19

<sup>23</sup> Cfr. Laeven, L., "Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation", *CEPR Discussion Papers*, n. DP15022, 2020.

<sup>24</sup> Cfr. Burgess, S. e Sievertsen, H.H., "Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education", *VoxEU*, 2020, in cui gli autori sostengono che "anche solo un periodo relativamente breve di mancanza di istruzione si ripercuoterà sull'acquisizione di competenze" (traduzione non ufficiale).

<sup>25</sup> Cfr. il riquadro *Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

potrebbe ripercuotersi sulla produttività totale dei fattori in molti modi. L'impatto della pandemia potrebbe innanzitutto bloccare temporaneamente le risorse in settori non produttivi ed è probabile che la riallocazione delle risorse produttive verso comparti a crescita rapida richieda tempo<sup>26</sup>. Inoltre l'innovazione potrebbe risentire della riduzione degli investimenti in ricerca e sviluppo, sia nel settore pubblico, a causa delle esigenze di risanamento, sia in quello privato, per l'elevato grado di incertezza. Oltre a ciò, la redistribuzione delle catene globali del valore a seguito della crisi causata dal COVID-19 potrebbe compromettere la diffusione di innovazione e conoscenza tra i vari paesi. Nel contempo l'incremento nell'utilizzo delle tecnologie digitali stimolato dalla crisi potrebbe accelerare l'evoluzione digitale dell'economia mondiale e quindi contribuire positivamente alla produttività totale dei fattori<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Tuttavia, quando la riallocazione verso comparti più produttivi sarà compiuta, la produttività aggregata potrebbe beneficiarne. Inoltre lo shock causato dal COVID-19 potrebbe incidere maggiormente sulle imprese meno produttive, con un teorico effetto positivo sulla produttività aggregata. Cfr. il riquadro 2 nell'articolo [L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

<sup>27</sup> A riprova di ciò, in una recente indagine condotta presso le imprese leader dell'area dell'euro, l'aumento del lavoro da remoto e lo sviluppo della digitalizzazione sono stati gli effetti dal lato dell'offerta più citati tra quelli a lungo termine dovuti alla pandemia (cfr. il riquadro *Gli effetti a lungo termine della pandemia: evidenze da un'indagine presso le imprese leader* in questo numero del Bollettino).

## 2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 22 luglio al 3 novembre 2020

a cura di Simon Forsyth e Ross Murphy

**Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2020, ossia, rispettivamente, dal 22 luglio al 15 settembre e dal 16 settembre al 3 novembre.** In tale periodo si è registrata una stabilizzazione della volatilità dei mercati associata alla crisi provocata dal coronavirus (COVID-19) a inizio anno. Le misure annunciate dalle banche centrali hanno continuato a sostenere il funzionamento dei mercati nei mesi estivi.

**Nel quinto e nel sesto periodo di mantenimento del 2020 i livelli di liquidità di banca centrale all'interno del sistema bancario hanno continuato a crescere.** Tale aumento è riconducibile, in larga misura, al regolamento della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e agli acquisti effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP).

### Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo in rassegna, il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è stato pari a 2.044,5 miliardi di euro,** cifra superiore di 109,8 miliardi rispetto al valore medio osservato nei due precedenti periodi di mantenimento (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A). I fattori autonomi netti sono saliti a 1.901,6 miliardi di euro, con un incremento di 107,3 miliardi, mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate di 2,6 miliardi, raggiungendo i 142,9 miliardi di euro.

**I depositi detenuti dalle amministrazioni pubbliche hanno continuato a rappresentare di gran lunga il principale fattore di assorbimento della liquidità nel periodo in esame.** I depositi detenuti dalle amministrazioni pubbliche hanno confermato la tendenza al rialzo, sebbene il ritmo della loro crescita sia rallentato rispetto al periodo precedente. In media, sono aumentati di 146,7 miliardi di euro, fino a raggiungere i 727,9 miliardi. I depositi delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro hanno raggiunto i massimi storici, rappresentando, in media, oltre l'11 per cento del bilancio dell'Eurosistema durante il periodo in rassegna, a fronte di una quota pari a circa il 9 per cento nel periodo di riferimento precedente e al 6 per cento nei primi due periodi di mantenimento dell'anno. I fattori di immissione della liquidità sono cresciuti di 41,6 miliardi di euro, compensando solo in parte l'effetto dei maggiori depositi delle amministrazioni pubbliche. In particolare, le attività nette denominate in euro sono aumentate di 83,7 miliardi di euro, parzialmente bilanciate da un calo di 42,1 miliardi delle attività nette sull'estero (cfr. la sezione "Attività" della tavola A).

In generale, nel periodo in esame l'offerta complessiva di liquidità attraverso le operazioni di politica monetaria si è mantenuta nettamente superiore all'assorbimento di liquidità indotto dai fattori autonomi netti.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 22 luglio al 3 novembre 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 6 maggio al 21 luglio 2020	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 22 luglio al 15 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 16 settembre al 3 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>2.998,3</b>	<b>(+149,0)</b>	<b>2.976,9</b>	<b>(+37,5)</b>	<b>3.022,9</b>	<b>(+46,0)</b>	<b>2.849,3</b>	<b>(+339,1)</b>
Banconote in circolazione	1.384,9	(+27,3)	1.381,2	(+15,6)	1.389,1	(+7,9)	1.357,6	(+58,1)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	729,7	(+146,7)	712,9	(+41,7)	749,0	(+36,0)	583,0	(+261,5)
Altri fattori autonomi <sup>1</sup>	883,7	(-25,1)	882,8	(-19,7)	884,8	(+2,0)	908,8	(+19,5)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>2.562,7</b>	<b>(+529,6)</b>	<b>2.483,3</b>	<b>(+278,6)</b>	<b>2.653,5</b>	<b>(+170,2)</b>	<b>2.033,1</b>	<b>(+437,5)</b>
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>2</sup></b>	<b>142,9</b>	<b>(+2,6)</b>	<b>142,4</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>143,6</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>140,4</b>	<b>(+4,7)</b>
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	<b>435,4</b>	<b>(+104,8)</b>	<b>413,2</b>	<b>(+57,2)</b>	<b>460,7</b>	<b>(+47,5)</b>	<b>330,5</b>	<b>(+72,3)</b>
<b>Operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

1) Calcolati come somma tra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.  
2) Le "riserve obbligatorie minime" sono dati per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e quindi non dovrebbero essere inclusi nel calcolo delle passività totali.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 22 luglio al 3 novembre 2020						Periodo di riferimento precedente: dal 6 maggio al 21 luglio 2020	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 22 luglio al 15 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 16 settembre al 3 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>1.097,0</b>	<b>(+41,6)</b>	<b>1.097,9</b>	<b>(+26,9)</b>	<b>1.096,0</b>	<b>(-1,9)</b>	<b>1.055,4</b>	<b>(+22,6)</b>
Attività nette sull'estero	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3	(+60,5)
Attività nette denominate in euro	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2	(-37,9)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>5.020,5</b>	<b>(+728,6)</b>	<b>4.897,3</b>	<b>(+338,0)</b>	<b>5.161,4</b>	<b>(+264,1)</b>	<b>4.291,9</b>	<b>(+824,7)</b>
Operazioni di mercato aperto	5.020,5	(+728,6)	4.897,3	(+338,0)	5.161,4	(+264,1)	4.291,9	(+824,7)
Operazioni d'asta	1.625,9	(+419,8)	1.573,7	(+182,6)	1.685,6	(+111,9)	1.206,1	(+464,3)
ORP	1,3	(+0,7)	1,3	(+0,5)	1,3	(-0,0)	0,6	(-0,4)
ORLT a tre mesi	1,6	(-0,6)	2,0	(-0,3)	1,1	(-0,8)	2,2	(-0,9)
OMRLT-II	40,4	(-242,4)	45,9	(-124,1)	34,0	(-11,9)	282,8	(-188,3)
OMRLT-III	1.582,7	(+890,8)	1.524,5	(+436,1)	1.649,1	(+124,6)	691,9	(+541,5)
ORLT ponte	-	(-228,6)	-	(-129,6)	-	(+0,0)	228,6	(+112,4)
Portafogli definitivi	3.394,6	(+308,8)	3.323,6	(+155,3)	3.475,8	(+152,2)	3.085,8	(+360,4)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,5	(-0,2)	0,5	(-0,1)	0,5	(-0,0)	0,6	(-0,5)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,8	(-0,1)	2,9	(-0,0)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	285,8	(+3,5)	285,0	(+1,2)	286,8	(+1,9)	282,3	(+9,3)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	33,1	(-3,6)	34,0	(-1,1)	32,0	(-2,0)	36,7	(-5,5)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	29,6	(-1,2)	29,9	(-0,8)	29,3	(-0,6)	30,8	(+0,9)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.283,2	(+53,1)	2.268,6	(+24,0)	2.299,9	(+31,4)	2.230,2	(+79,4)
Programma di acquisto di attività del settore societario	232,3	(+15,3)	227,2	(+6,3)	238,2	(+11,0)	217,0	(+18,0)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	527,3	(+242,0)	475,6	(+125,8)	586,3	(+110,7)	285,3	(+258,7)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 22 luglio al 3 novembre 2020			Periodo di riferimento precedente: dal 6 maggio al 21 luglio 2020
	Quinto e sesto periodo di mantenimento	Quinto periodo di mantenimento: dal 22 luglio al 15 settembre	Sesto periodo di mantenimento: dal 16 settembre al 3 novembre	Terzo e quarto periodo di mantenimento
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1</sup>	2.044,5 (+109,8)	2.021,6 (+11,6)	2.070,7 (+49,2)	1.934,7 (+321,3)
Fattori autonomi netti <sup>2</sup>	1.901,6 (+107,3)	1.879,2 (+10,4)	1.927,2 (+48,0)	1.794,3 (+316,6)
Liquidità in eccesso <sup>3</sup>	2.998,0 (+634,5)	2.896,5 (+335,8)	3.114,1 (+217,6)	2.363,6 (+509,8)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

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

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

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

## Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 22 luglio al 3 novembre 2020			Periodo di riferimento precedente: dal 6 maggio al 21 luglio 2020
	Quinto e sesto periodo di mantenimento	Quinto periodo di mantenimento: dal 22 luglio al 15 settembre	Sesto periodo di mantenimento: dal 16 settembre al 3 novembre	Terzo e quarto periodo di mantenimento
ORP	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)
Eonia <sup>1</sup>	-0,468 (-0,01)	-0,467 (-0,00)	-0,469 (-0,00)	-0,460 (-0,01)
€STR	-0,553 (-0,01)	-0,552 (+0,00)	-0,554 (-0,00)	-0,545 (-0,01)

Fonte: BCE.

Note: le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

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

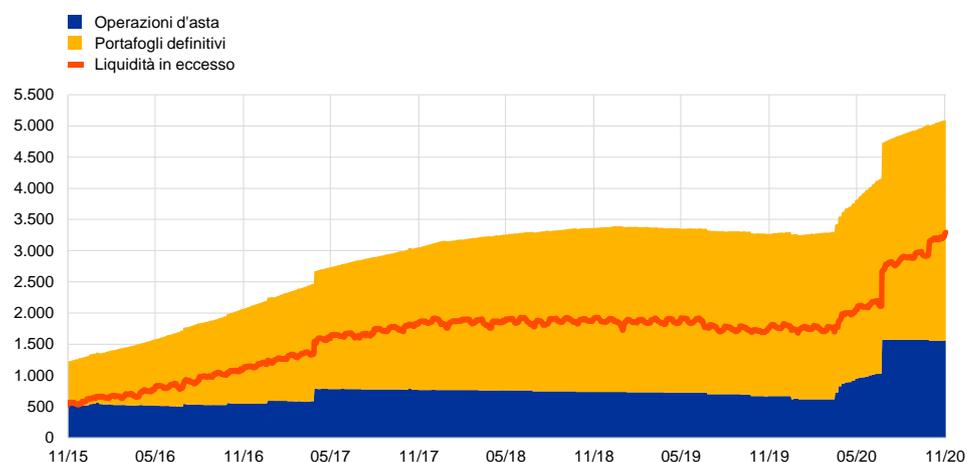
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio della liquidità immessa tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 728,6 miliardi di euro, raggiungendo i 5.050,5 miliardi (cfr. il grafico A).** Oltre la metà (58 per cento) di tale incremento di liquidità è derivato da operazioni di finanziamento connesse all'aggiudicazione delle OMRLT-III; il restante 42 per cento è riconducibile agli acquisti definitivi di attività.

## Grafico A

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

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al 3 novembre 2020.

**L'ammontare medio della liquidità immessa tramite operazioni di finanziamento dell'Eurosistema è cresciuto di 419,8 miliardi di euro durante il periodo in esame, per effetto, in larga misura, del regolamento della quarta e della quinta operazione della serie di OMRLT-III.** L'aumento medio di 890,8 miliardi di euro fornito attraverso le OMRLT-III è stato parzialmente compensato dalle scadenze e/o dai rimborsi volontari nel quadro del programma di OMRLT-II, allorché le controparti sono passate alle OMRLT-III i cui termini sono finanziariamente più convenienti, e dalle scadenze delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine ponte (ORLT). In media, i rimborsi nell'ambito del programma di OMRLT-II sono stati pari a 242,4 miliardi di euro. Le ORLT ponte, introdotte il 12 marzo 2020 come strumento di transizione per fornire accesso immediato ai finanziamenti a condizioni particolarmente favorevoli, consentendo al contempo un più agevole rinnovo dei fondi destinati alle OMRLT-III, sono anch'esse giunte a scadenza man mano che le controparti sono passate alle OMRLT-III, apportando un contributo complessivo pari a 228,6 miliardi di euro. Nel periodo in rassegna la BCE ha inoltre condotto la terza, la quarta e la quinta delle sette nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) annunciate ad aprile 2020. Tali operazioni, che mirano a sostenere il regolare funzionamento dei mercati monetari offrendo un efficace meccanismo di protezione per i tassi del mercato monetario, hanno consentito di incrementare la liquidità di un ammontare pari a 7,5 miliardi di euro. Le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e le ORLT a tre mesi hanno svolto un ruolo solo marginale, registrando un incremento medio aggregato di 100 milioni di euro rispetto al periodo di riferimento precedente.

**I portafogli definitivi sono nel contempo aumentati di 308,8 miliardi di euro, salendo a 3.394,6 miliardi, grazie al proseguimento degli acquisti netti nell'ambito del PAA e del PEPP.** L'ammontare delle attività detenute nell'ambito del PEPP è stato pari, in media, a 527,3 miliardi di euro, con un aumento di 242,0

miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente. Tra tutti i programmi di acquisto di attività, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo di gran lunga maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), che hanno fatto registrare, rispettivamente, aumenti medi di 53,1 miliardi di euro (per un totale di 2.283,2 miliardi) e di 15,3 miliardi di euro (per un totale di 232,3 miliardi).

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è aumentata di 634,5 miliardi di euro, raggiungendo i 2.998,0 miliardi (cfr. il grafico A).** I conti correnti di deposito eccedenti le riserve obbligatorie minime sono aumentati di 529,6 miliardi di euro, fino a raggiungere 2.562,7 miliardi; al contempo il ricorso ai depositi presso la banca centrale ha subito un incremento medio di 104,8 miliardi di euro, per un totale di 435,4 miliardi. La parziale esenzione delle eccedenze di liquidità dal tasso di remunerazione negativo applicato ai depositi presso la banca centrale riguarda solo i saldi detenuti nei conti correnti. Le banche sono pertanto incentivate a detenere riserve sui propri conti correnti anziché sui depositi presso la banca centrale.

## Andamenti dei tassi di interesse

**L'€STR ha registrato un calo medio di 0,8 punti base rispetto al periodo di riferimento precedente; tale diminuzione è riconducibile a un aumento della liquidità in eccesso.** Nel periodo in rassegna, l'€STR si è collocato in media a -55,3 punti base, contro una media di -54,5 punti base nel periodo di riferimento precedente<sup>28</sup>. I tassi di riferimento della BCE, compresi quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principale e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sono rimasti invariati durante il periodo in esame.

---

<sup>28</sup> L'Eonia, che da ottobre 2019 viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base, si è mosso in parallelo con quest'ultimo tasso.

### 3 Valutazione degli andamenti economici a breve termine al tempo del COVID-19

a cura di Niccolò Battistini, Gabe de Bondt, Roberto A. De Santis e Lorena Saiz

#### **L'improvvisa e profonda recessione innescata dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) ha reso necessario un adeguamento degli strumenti normalmente utilizzati per le previsioni in tempo reale della crescita del PIL nell'area dell'euro.**

Le gravi conseguenze economiche del COVID-19 hanno destabilizzato relazioni statistiche ed economiche consolidate<sup>29</sup>. Per questo motivo, i modelli previsionali a breve termine comunemente utilizzati non sono stati in grado di rilevare né la portata della contrazione osservata nei primi due trimestri del 2020 (caratterizzata da cali, sul trimestre precedente, del 3,7 e dell'11,7 per cento, rispettivamente) né la ripresa nel terzo trimestre (in cui si è osservato un rialzo dell'attività del 12,5 per cento). Tali dinamiche eccezionali hanno richiesto un aggiornamento dell'insieme degli strumenti normalmente impiegati per le previsioni in tempo reale della crescita del PIL nell'area dell'euro. Il presente riquadro descrive quattro approcci sviluppati appositamente dagli esperti della BCE per rendere conto delle caratteristiche e delle implicazioni specifiche della pandemia di COVID-19.

#### **Il primo approccio sfrutta il contenuto informativo delle diverse misure di contenimento attuate nei vari paesi.**

Per valutare l'impatto economico delle restrizioni imposte al comportamento delle persone per contenere la diffusione della pandemia nei diversi paesi, si applica una metodologia semplice<sup>30</sup>: una regressione panel di tipo "pooled", che individua un modello comparativo tra paesi degli effetti della pandemia, quantifica la relazione tra i provvedimenti di contenimento – misurati in base all'indice di rigore di Oxford (Oxford Stringency Index, OSI) – e il PIL in termini reali<sup>31</sup>. Stando ai dati dei primi tre trimestri del 2020 rilevati nei diversi paesi dell'area dell'euro, un modello lineare sembra riprodurre con ragionevole accuratezza l'eterogeneità tra paesi nella relazione tra il PIL in termini reali e l'indice OSI (cfr. il grafico A). Le stime in tempo reale ricavate dal modello comparativo tra paesi segnalano una contrazione del PIL dell'area dell'euro in termini reali, su base trimestrale, del 7,9 per cento nel secondo trimestre e un rialzo del 6,3 per cento nel terzo trimestre del 2020 (cfr. il grafico B).

<sup>29</sup> Cfr. anche Lenza, M. e Primiceri, G.E., "How to estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, n. 2461, BCE, agosto 2020.

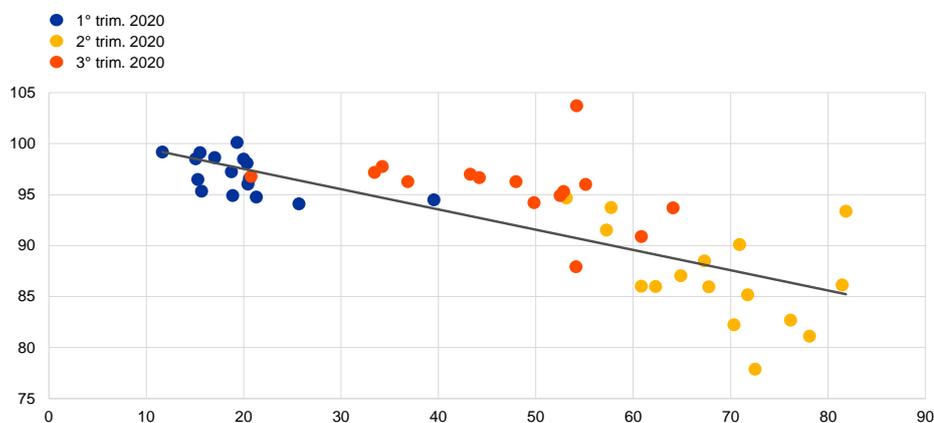
<sup>30</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. anche Battistini, N. e Stoevsky, G., *Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro* nel numero 3/2020 di questo Bollettino.

<sup>31</sup> Cfr. anche Hale, T., Angrist, N., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Kira, B., Majumdar, S., Petherick, A., Phillips, T., Tatlow, H. e Webster, S., "Oxford COVID-19 Government Response Tracker," Blavatnik School of Government, 2020.

## Grafico A

### PIL in termini reali e indice di rigore di Oxford nei diversi paesi dell'area dell'euro nel 2020

(asse delle ascisse: indice, PIL in termini reali 4° trim. 2019 = 100; asse delle ordinate: indice, max. = 100)



Fonti: Eurostat, Hale et al. (2020), elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la linea nel grafico indica il trend lineare (ossia i valori stimati) della regressione panel "pooled" in base ai dati relativi ai 19 paesi dell'area dell'euro nei primi tre trimestri dell'anno. Il coefficiente di inclinazione fornisce l'elasticità stimata dell'OSI sul PIL in termini reali.

### Il secondo approccio utilizza il contenuto informativo degli indicatori ad alta frequenza, poiché tali indicatori sono in grado di cogliere rapidamente improvvise variazioni delle condizioni economiche.

Gli indicatori mensili, pur essendo caratterizzati da un elevato contenuto informativo sull'attuale congiuntura economica, vengono pubblicati con un certo ritardo. I dati giornalieri o settimanali non convenzionali (come gli indicatori dei pagamenti tramite carta di credito, del consumo di energia elettrica e della mobilità) hanno fornito un quadro più tempestivo dell'impatto economico della pandemia. Tuttavia, poiché questi dati possono produrre "rumore", sono disponibili solo per un periodo di tempo limitato e sono soggetti a complessi andamenti stagionali, devono essere interpretati con cautela<sup>32</sup>. Tenendo conto di queste difficoltà di misurazione, lo strumentario comunemente utilizzato per le previsioni a breve termine del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stato ampliato, e include ora le informazioni sui pagamenti settimanali con carta di credito<sup>33</sup>. Tali informazioni aggiuntive, che in parte rilevano gli andamenti in tempo reale delle due componenti del PIL più duramente colpite dalla pandemia (la produzione nel settore dei servizi dal lato dell'offerta e i consumi privati dal lato della spesa), hanno migliorato l'efficacia predittiva dei modelli normalmente utilizzati per le previsioni a breve termine. A differenza dei modelli convenzionali, che segnalano una contrazione e una ripresa di lieve entità, i modelli previsionali a breve termine riveduti indicano una contrazione media del PIL in termini reali nell'area dell'euro del 7,0 per cento nel secondo trimestre del 2020 e una repentina ripresa dell'8,4 per cento nel terzo trimestre (cfr. il grafico B).

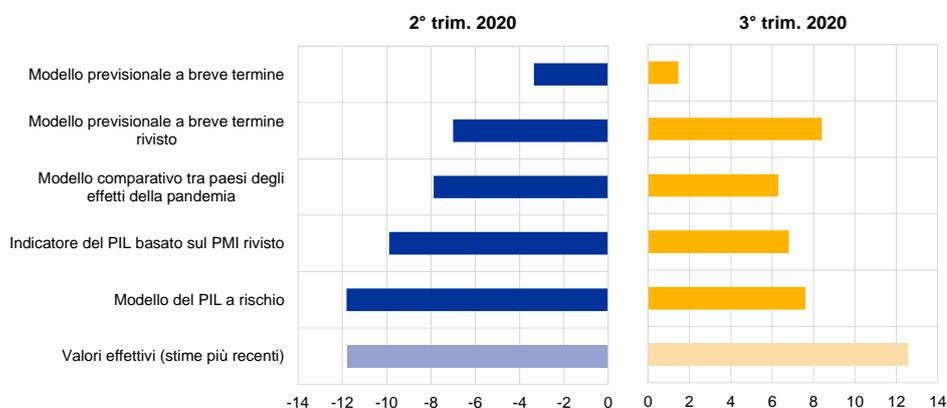
<sup>32</sup> Cfr. Hinge, D., "COVID-19 policy-making and the need for high-speed data", centralbanking.com, agosto 2020.

<sup>33</sup> Cfr. Bańbura, M. e Saiz, L., *Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro elaborate dalla BCE* nel numero 2/2020 di questo Bollettino.

## Grafico B

### Previsioni sulla crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali con modelli non comunemente utilizzati

(valori percentuali; tasso di crescita sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat, Hale et al. (2020), IHS Markit, BCE, elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il modello previsionale a breve termine rivisto include le informazioni sui pagamenti settimanali tramite carta di credito e altri indicatori standard resi disponibili 15 giorni prima del dato sulla stima rapida preliminare del PIL. L'indicatore del PIL in base al PMI rivisto fa riferimento a una regola basata sul prodotto composto del PMI non lineare, che tiene conto sia della variazione trimestrale di questo indice, sia del precedente dato sulla crescita del PIL. Il modello del PIL a rischio applica il rischio di coda negativo del 5 per cento della distribuzione condizionale per il secondo trimestre del 2020 e, dato l'atteso brusco rialzo, il rischio di coda positivo dell'1 per cento della distribuzione condizionale per il terzo trimestre del 2020. Tutte le previsioni del PIL in termini reali riportate sono stime in tempo reale.

### Il terzo approccio consiste nell'adeguare la relazione lineare tra il PIL e l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Manager's Index, PMI).

Il prodotto composto del PMI basato sulle indagini è un indice di diffusione mensile con valore compreso tra 0 e 100, dove 50 indica un'assenza di variazione del prodotto nel corso del mese precedente per le imprese che operano nei settori manifatturiero e dei servizi. Prima della pandemia, l'applicazione di una regola lineare del PMI (il cosiddetto "indicatore del PIL in termini reali") produceva risultati soddisfacenti per le previsioni su base trimestrale della crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali<sup>34</sup>. Tale relazione, tuttavia, è divenuta disfunzionale dall'inizio della crisi legata al COVID-19. Sono stati introdotti due tipi di adeguamenti per ricavare dal PMI il maggior numero possibile di informazioni. Il primo adeguamento è consistito nel considerare solo il rischio di coda negativo della distribuzione della crescita del PIL in termini reali per i primi due trimestri del 2020. La derivante regola dell'indicatore basata sul PMI ha consentito di prevedere, in tempo reale, un calo del PIL dell'area dell'euro in termini reali del 2,7 per cento nel primo trimestre e del 9,8 per cento nel secondo trimestre. La regola lineare del PMI si sarebbe rivelata inadeguata anche nella stima della repentina ripresa attesa nel terzo trimestre. Il secondo adeguamento è consistito pertanto nel ricavare informazioni anche dalla variazione del PMI e nell'assumere come punto di partenza la crescita del PIL nel trimestre

<sup>34</sup> In base alla regola del PMI lineare, la crescita del PIL in termini reali corrisponde al 10 per cento della (media trimestrale della) differenza del PMI rispetto a 50. Per ulteriori dettagli su tale regola dell'indicatore del PIL basata sul PMI, cfr. de Bondt, G.J., "A PMI-based real GDP tracker for the euro area", *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), vol. 15(2), dicembre, 2019, pagg. 147-170.

precedente<sup>35</sup>. Tale adeguamento ha implicato una ripresa stimata del 6,1 per cento nel terzo trimestre del 2020 (cfr. il grafico B).

**L'ultimo approccio ricava informazioni dagli eventi estremi applicando un modello non lineare.** Le variabili economiche reagiscono in maniera eterogenea nei periodi di recessione ed espansione. Per ovviare a tale assenza di linearità nella risposta abbiamo applicato il modello del PIL a rischio, che impiega regressioni quantiliche per collegare ciascun quantile di crescita del PIL in termini reali (ad esempio il 5° percentile) a determinate variabili macroeconomiche (come il PMI composito relativo al prodotto) e finanziarie<sup>36</sup>. Con riferimento a queste ultime, l'indicatore composito delle tensioni sistemiche (Composite Indicator of Systemic Stress, CISS) e i differenziali sulle obbligazioni societarie servono da misure proxy delle tensioni finanziarie e dei premi per il rischio. Il valore atteso della crescita del PIL in termini reali al rischio di coda negativo del 5 per cento della distribuzione condizionale è stato utilizzato per prevedere l'eccezionale contrazione dell'attività nei primi due trimestri del 2020. Per contro, il valore atteso al rischio di coda positivo dell'1 per cento della distribuzione condizionale è stato impiegato per riprodurre il rialzo senza precedenti della crescita del PIL in termini reali che si è verificato nel terzo trimestre. In linea con la natura degli eventi "di coda", le dinamiche dell'attività economica nei primi tre trimestri del 2020 sono state rilevate con ragionevole accuratezza in tempo reale dai quantili estremi della distribuzione della crescita del PIL in termini reali (cfr. il grafico C). I valori attesi di queste densità calcolate applicando i predetti rischi di coda caratterizzano le previsioni del modello del PIL a rischio. Tali valori hanno segnalato drastiche riduzioni del PIL dell'area dell'euro in termini reali del 2,9 e dell'11,8 per cento, rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre del 2020, seguite da un marcato rialzo del 7,6 per cento nel terzo trimestre (cfr. il grafico B)<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Una regola non lineare del PMI, applicata ai dati mensili, somma il prodotto composito del PMI quadratico alla regola lineare, a sua volta adeguata dal 10 al 15 per cento; tutto ciò si basa su stime derivanti da regressioni quantiliche antecedenti il COVID-19 che fanno riferimento al valore minimo del 10 per cento osservato per la crescita. Secondo una regola non lineare del PMI che utilizza un approccio basato su rapporto, la crescita del PIL in termini reali corrisponde alla crescita del PIL in termini reali del trimestre precedente moltiplicata per il rapporto tra una misura basata sul PMI del trimestre corrente e il valore di questo stesso parametro nel trimestre precedente. La misura basata sul PMI è uguale al 15 per cento della (media trimestrale della) differenza del PMI rispetto a 50, meno il 5 per cento della stessa differenza nel trimestre precedente.

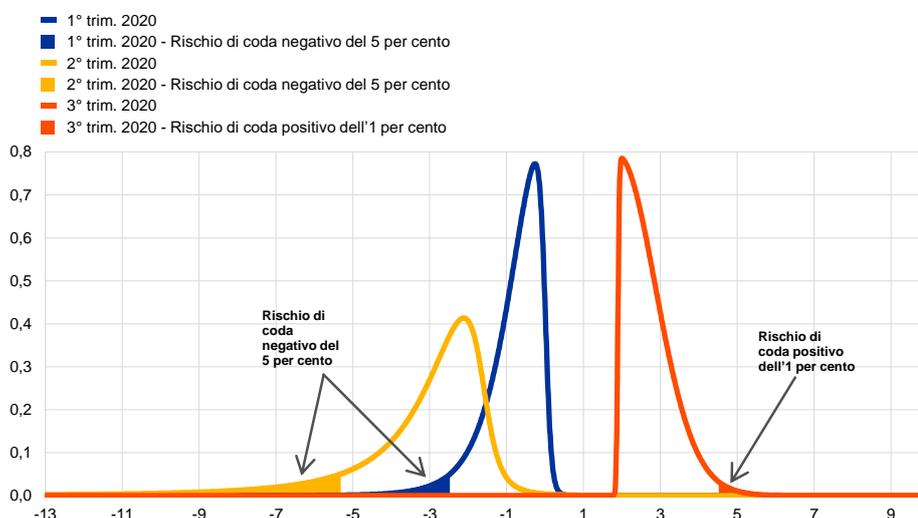
<sup>36</sup> Cfr. Adrian, T., Boyarchenko, N. e D. Giannone, "Vulnerable Growth", *American Economic Review*, 109 (4), 2019, pagg. 1263-89. Per l'applicazione allo scenario pandemico con uso di dati panel, cfr. De Santis, R.A. e W. Van der Veken, "Macroeconomic risks across the globe due to the Spanish Flu", *Working Paper Series*, n. 2466, BCE, novembre 2020. Per l'applicazione all'area dell'euro, cfr. anche Figueres, J.M. e M. Jarociński, "Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions", *Economic Letters*, vol. 191, giugno 2020.

<sup>37</sup> Applicando il rischio di coda positivo del 5 per cento della distribuzione condizionale, si prevede una crescita del PIL in termini reali al 5,6 per cento nel terzo trimestre del 2020.

## Grafico C

### Crescita del PIL in termini reali a rischio dell'area dell'euro nel 2020

(asse delle ordinate: densità di probabilità; asse delle ascisse: valori percentuali, tasso di crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**Nel complesso, dato il livello di incertezza eccezionalmente elevato, i quattro approcci riproducono con ragionevole accuratezza alcune caratteristiche specifiche della pandemia.** I primi due, pur avendo prodotto previsioni in tempo reale più moderate rispetto alla marcata evoluzione a V delle dinamiche effettive, hanno rilevato più efficacemente la simmetria degli andamenti nel secondo e nel terzo trimestre del 2020. Gli altri due approcci hanno riprodotto con discreta accuratezza l'entità del crollo dell'attività nel secondo trimestre, e tuttavia non hanno reso interamente conto del consistente rialzo osservato nel terzo trimestre, presumibilmente in seguito alla reazione asimmetrica del PMI.

**Nel contesto della pandemia di COVID-19, l'utilizzo di approcci non convenzionali per la valutazione degli andamenti economici a breve termine nell'area dell'euro richiede cautela.** Se da un lato alcuni strumenti adottano un approccio ad hoc nella valutazione (come l'utilizzo dei quantili estremi) e negli adeguamenti delle specifiche dei modelli (come l'indicatore del PIL basato sul PMI) per rilevare gli effetti della crisi, dall'altro alcuni di questi dati non convenzionali (come gli indicatori ad alta frequenza e l'indice di rigore di Oxford) sono caratterizzati da andamenti stagionali complessi o campioni molto ridotti. Di qui la necessità di subordinare l'impiego di tali strumenti a una attenta valutazione, in particolare per quanto riguarda il tipo di adeguamento richiesto. Alcuni di questi strumenti sono specificamente concepiti ai fini della misurazione dello shock indotto dalla pandemia e potrebbero divenire ridondanti con il normalizzarsi delle dinamiche economiche. Al di là dei limiti che presentano, tali strumenti hanno apportato notevoli miglioramenti allo strumentario normalmente utilizzato per la misurazione del PIL dell'area dell'euro in termini reali e continueranno a essere impiegati dagli esperti della BCE come ulteriore elemento da considerare nella formulazione delle proiezioni macroeconomiche e nella valutazione dell'impatto della seconda ondata della pandemia sull'economia. Poiché un ritorno alla "normalità" appare improbabile

nel breve termine, ci si attende che tali approcci rimodulati in base all'emergenza del COVID-19 saranno ancora utili nella valutazione della crescita del PIL in termini reali finché non si raggiungerà lo stadio di immunità diffusa.

## Analisi dell'impatto della pandemia di COVID-19 attraverso una scomposizione corretta per le importazioni della domanda aggregata dell'area dell'euro

a cura di Malin Andersson, Leyla Beck e Yiqiao Sun

**Il presente riquadro illustra un metodo alternativo per la scomposizione del PIL che tiene conto del fatto che ogni componente della domanda comprende beni e servizi importati.** La consueta scomposizione del PIL in componenti di domanda interna ed esportazioni nette consente di valutare l'apporto delle determinanti della crescita interne rispetto a quelle estere. Tradizionalmente, in questo tipo di scomposizione, per calcolare le esportazioni nette viene sottratto il contributo delle importazioni totali come aggregato a sé stante dal totale delle esportazioni. In realtà, tuttavia, le importazioni influiscono su tutte le singole componenti del PIL, cioè anche sulle variazioni delle scorte e sulla domanda interna, e ancor di più sugli investimenti rispetto ai consumi privati e delle amministrazioni pubbliche. Questa prassi contabile comune a livello nazionale presenta quindi dei limiti in quanto amplifica il contributo della domanda puramente interna alla crescita del PIL, riducendo nel contempo il peso dei fattori esteri sull'attività economica interna.

**Utilizzando invece una misura del PIL corretta per le importazioni, queste ultime vengono attribuite a ciascuna componente di spesa e dedotte dalla stessa separatamente in base alla rispettiva intensità di beni importati.**

Un simile metodo alternativo può far luce su due meccanismi di propagazione dello shock causato dal coronavirus (COVID-19), che altrimenti resterebbero latenti. In primo luogo, poiché considera l'intensità effettiva dei beni importati a livello di componente, tale metodo tiene conto dell'incidenza delle importazioni dirette di beni intermedi dall'esterno dell'area dell'euro sulla domanda interna, che ha risentito anche delle misure di chiusura adottate a livello mondiale. In secondo luogo, questo metodo evidenzia il ruolo dei fattori esterni nelle esportazioni, che diventa più visibile quando dalle esportazioni totali verso l'esterno dell'area dell'euro si sottrae solo la quota di importazioni dall'esterno dell'area stessa associate alle esportazioni. Il presente riquadro illustra le evidenze a sostegno dell'importanza dell'intensità di beni importati nella scomposizione della dinamica della crescita economica nell'area dell'euro durante la pandemia. Viene poi riportata un'analisi approfondita basata su approssimazioni settoriali e volta a mettere a punto correzioni che tengano conto di eventuali variazioni nell'intensità di beni importati tra le componenti di spesa nel periodo della pandemia.

**La scomposizione del PIL dell'area dell'euro corretta per l'intensità di beni importati<sup>38</sup> dall'esterno dell'area mostra che il contenuto della domanda**

<sup>38</sup> La scomposizione delle componenti di spesa del PIL corretta per le importazioni mostra l'importanza che le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno avuto ai fini della ripresa dal 2013 in poi. Cfr. al riguardo "The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Francoforte sul Meno, agosto 2017. Anche la composizione della domanda corretta per le importazioni ha svolto un ruolo determinante nelle dinamiche commerciali durante la crisi finanziaria mondiale secondo Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. e Yamano, N., "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal*, vol. 5, n. 3, pagg. 118-151.

**interna in termini di importazioni ha costituito un importante fattore di amplificazione della dinamica della domanda interna nel 2020.** Secondo la tradizionale definizione contabile del PIL utilizzata a livello nazionale, il contributo della domanda interna dell'area dell'euro è stato pari a 14,0 punti percentuali rispetto al calo cumulato del 15,0 per cento registrato dal prodotto dell'area dell'euro nella prima metà del 2020 e a 11,3 punti percentuali rispetto all'aumento del 12,5 per cento sul trimestre precedente nel terzo trimestre del 2020 (cfr. il pannello a del grafico A). Correggendo le componenti di spesa relative al 2020 per le rispettive intensità di beni importati prevalenti nel 2019, nella prima metà dell'anno si evidenzia un contributo più limitato alle perdite economiche da parte della componente prettamente interna della domanda e un maggiore contributo a carico delle esportazioni (cfr. il pannello b del grafico A). In base a tale modalità di computo, nel successivo periodo di ripresa l'incremento della domanda interna è stato inferiore rispetto al valore che si ottiene tramite la scomposizione tradizionale. Complessivamente il confronto rivela che, a causa dei legami di input-output, durante la pandemia l'economia dell'area dell'euro è stata più fortemente esposta agli shock esterni rispetto a quanto suggerito dalla scomposizione tradizionale<sup>39</sup>. Ciò è dovuto al fatto che, per via delle catene globali del valore, le importazioni sono intrinsecamente dipendenti dai modelli di produzione nazionali. Inoltre, gli shock esterni possono propagarsi ed essere amplificati a causa delle complementarità tra settori potenzialmente derivanti dalla presenza di legami di input-output<sup>40</sup>. L'intensità delle componenti del PIL in termini di importazioni dirette di beni intermedi può essere calcolata sulla base dei dati annuali di input-output forniti dall'Eurostat<sup>41</sup> per l'area dell'euro, disponibili per il periodo compreso tra il 2005 e il 2019. Le stime che ne derivano mostrano che l'intensità di beni importati è stata particolarmente elevata per le esportazioni e gli investimenti, lievemente inferiore per i consumi privati e particolarmente contenuta per la spesa per consumi delle amministrazioni pubbliche (cfr. il pannello a del grafico B). Essa è inoltre notevolmente più elevata per il settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi.

---

<sup>39</sup> Tale riscontro è in linea con i risultati di precedenti studi sull'importanza delle catene globali del valore ai fini del commercio mondiale durante la pandemia. Cfr. sul tema il riquadro *Il grande crollo degli scambi commerciali nel 2020 e il ruolo di amplificazione delle catene globali del valore* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

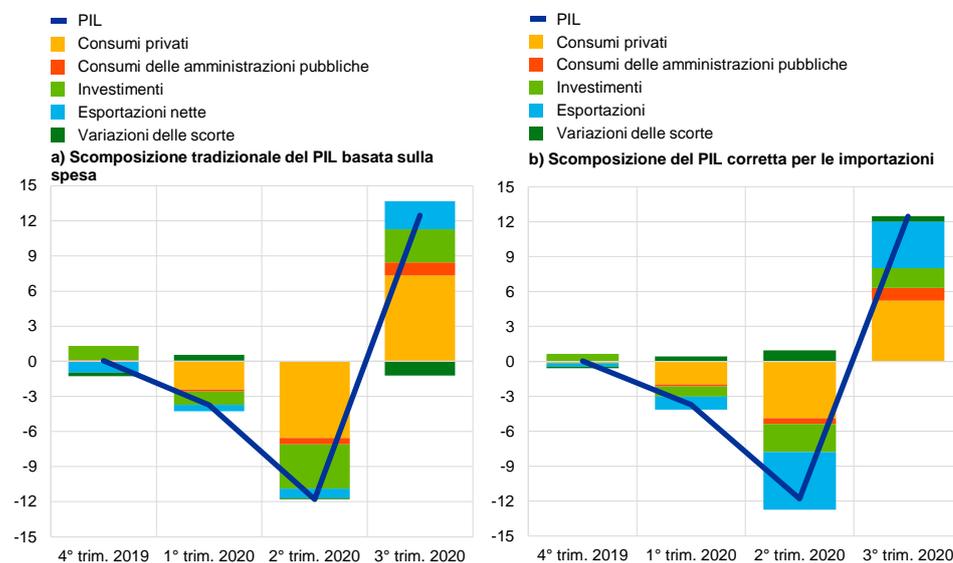
<sup>40</sup> Cfr., ad esempio, Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. e Werning, I., "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", *NBER Working Paper Series*, n. w26918, National Bureau of Economic Research, 2020; nonché Acemoğlu, D., Akgigit, U. e Kerr, W. "Networks and macroeconomic shocks", *VoxEU*, 2016.

<sup>41</sup> I dati simmetrici di input-output per singolo prodotto forniti dall'Eurostat per il periodo compreso tra il 2005 e il 2019 consentono di calcolare l'intensità di beni importati sia per componente della domanda che per settore.

## Grafico A

### Crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro e sue componenti dal quarto trimestre del 2019

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) rappresenta il metodo tradizionale di scomposizione del PIL basato sulla spesa e utilizzato nei dati di contabilità nazionale. Per determinare il contributo netto delle esportazioni alla crescita del PIL le importazioni complessive dall'esterno dell'area dell'euro vengono dedotte dalle esportazioni verso l'esterno dell'area stessa. Il pannello b) rappresenta la scomposizione del PIL corretta per le importazioni, calcolata in tre fasi. Innanzitutto viene elaborata l'intensità annua di beni importati per ciascuna componente di spesa utilizzando i dati simmetrici di input-output per singolo prodotto nell'area dell'euro forniti da Eurostat. Successivamente i valori dell'intensità di beni importati sono impiegati come ponderazioni al fine di stimare gli effettivi flussi nominali di importazioni dall'esterno dell'area dell'euro per il totale dei consumi privati totali, dei consumi delle amministrazioni pubbliche, degli investimenti e delle esportazioni. Non essendo possibile calcolare il contributo delle importazioni alle variazioni delle scorte, si ipotizza una proporzione del 50 per cento. Infine, da ciascuna componente di spesa vengono dedotti separatamente i flussi delle importazioni stimati, sia in termini nominali che reali, determinando il contributo alla crescita, corretto per le importazioni, di ciascuna componente. Si noti che i flussi nominali totali delle importazioni definiti sulla base dei dati di input-output non sono sempre coerenti con i flussi totali delle importazioni risultanti da dati di contabilità nazionale. Ciò significa che è necessario elaborare ulteriori possibili metodi per ottenere la scomposizione finale del PIL corretta per le importazioni.

**È probabile che l'intensità di beni importati dall'esterno dell'area dell'euro sia cambiata durante la pandemia.** La correzione illustrata nel pannello b) del grafico A si basa sull'intensità di beni importati precedente la crisi e sull'ipotesi che nel caso della domanda interna tale intensità non venga influenzata dalla pandemia. Tuttavia, pur essendo rimasta relativamente stabile in tempi normali, tale intensità tende a variare in maniera più marcata nei periodi di recessione (cfr. il pannello a del grafico B)<sup>42</sup>. Una graduale tendenza al rialzo in tempi normali rifletterebbe una maggiore globalizzazione, l'ampliamento delle catene globali del valore e fenomeni di specializzazione su scala internazionale, che comporterebbero tassi di crescita dell'interscambio superiori alla crescita della domanda interna<sup>43</sup>.

<sup>42</sup> Cfr. Bems, R., Johnson, R.C. e Yi, K.-M., "Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession", *IMF Working Papers*, n. WP/10/142, giugno 2010.

<sup>43</sup> Cfr. Kranendonk, H. e Verbruggen, J., "Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States", *De Economist*, vol. 156, n. 3, Springer, 2008, pagg. 295-306.

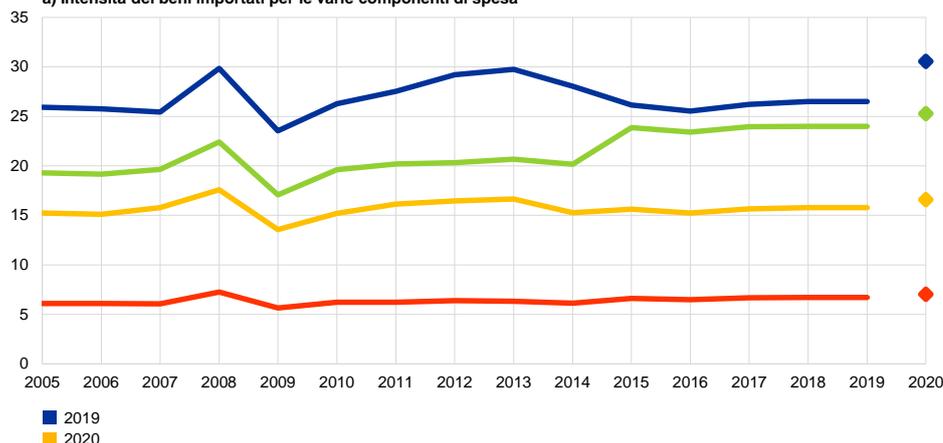
## Grafico B

### Intensità di beni importati nelle varie componenti di spesa del PIL e contributo dei principali settori

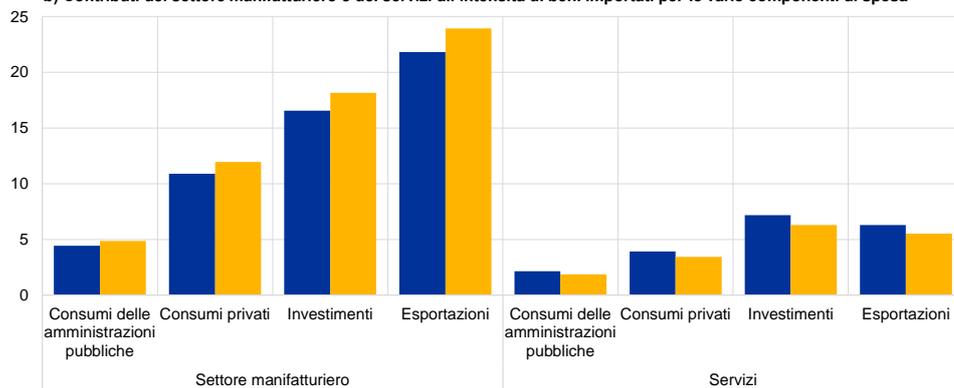
(valori percentuali; contributi in punti percentuali)

- Esportazioni
- Consumi privati
- Consumi delle amministrazioni pubbliche
- Investimenti

a) Intensità dei beni importati per le varie componenti di spesa



b) Contributi del settore manifatturiero e dei servizi all'intensità di beni importati per le varie componenti di spesa



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) l'intensità di beni importati è espressa come la somma dei valori dell'intensità delle importazioni dirette di beni intermedi. L'intensità di beni importati in riferimento al 2020, contrassegnata con delle losanghe, rappresenta un' approssimazione calcolata sulla base della variazione del rapporto tra importazioni e valore aggiunto nelle varie componenti della spesa, quale osservata nei dati effettivi sugli scambi e sul valore aggiunto disponibili per i primi tre trimestri del 2020. I valori relativi al 2020 riportati nel pannello b) costituiscono un' approssimazione del contributo fornito, rispettivamente, dal settore manifatturiero e da quello dei servizi all'intensità complessiva di beni importati nelle varie componenti di spesa. I dati relativi al 2020 si basano sulla media dei primi tre trimestri dell'anno. L'entità e la variazione del contributo fornito dal settore agricolo e da quello delle costruzioni all'intensità di beni importati delle varie componenti di spesa sono notevolmente inferiori e sono state omesse.

**Durante la pandemia di COVID-19 l'intensità di beni importati dall'esterno dell'area dell'euro nel settore manifatturiero sembra essere leggermente aumentata, mentre quella del settore dei servizi è diminuita.** Poiché i dati

dell'Eurostat su input-output relativi al 2020 non sono ancora disponibili, quale indicatore della rispettiva intensità di beni importati viene utilizzato il rapporto tra le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro a livello settoriale e il valore aggiunto nei principali settori al fine di valutare il possibile impatto della pandemia fino al terzo

trimestre dell'anno in corso<sup>44</sup>. È interessante notare come questi dati dimostrino che nel complesso durante la pandemia, considerando anche il recupero osservato nel terzo trimestre, il settore manifatturiero ha registrato una marcata perdita di valore aggiunto a seguito dello shock all'offerta dovuto alle misure di chiusura adottate in tutti i settori dell'economia, mentre la riduzione è stata inferiore nel caso delle importazioni. Ciò significa che l'intensità dei beni importati nel settore manifatturiero è cresciuta (cfr. il pannello b del grafico B). Per il settore dei servizi, invece, la perdita complessiva in termini di importazioni dall'esterno dell'area dell'euro in tale periodo ha superato quella del valore aggiunto, poiché la dinamica del turismo e dei viaggi<sup>45</sup> ha avuto un impatto particolarmente negativo sulle importazioni. Dal momento che per tutte le componenti di spesa il settore manifatturiero rappresenta una percentuale molto maggiore in termini di contenuto di beni importati rispetto al settore dei servizi, l'intensità complessiva di beni importati è aumentata nei primi tre trimestri del 2020. Tuttavia, tale possibile aumento del contenuto di beni importati non avrebbe effetti significativi sul risultato della scomposizione del PIL corretta per le importazioni rispetto a quanto indicato nel pannello b del grafico A.

**In conclusione, l'utilizzo dell'intensità di beni importati per distinguere il contributo interno e quello esterno alla crescita dell'area dell'euro suggerisce che nei primi tre trimestri del 2020 il contributo esterno è stato maggiore in termini assoluti rispetto a quanto indicato dalla scomposizione tradizionale, mentre il ruolo della domanda interna è stato più contenuto.**

Un'approssimazione basata su dati recenti che rilevano le variazioni del contributo del settore manifatturiero e di quello dei servizi durante la pandemia suggerisce che l'intensità dei beni importati sarebbe potuta aumentare in termini aggregati durante la crisi. Tuttavia, tale variazione nel contenuto di beni importati non avrebbe effetti significativi sulla scomposizione corretta per le importazioni.

---

<sup>44</sup> Maggiori informazioni sull'evoluzione dell'intensità di beni importati saranno disponibili in occasione della pubblicazione delle tavole di input-output relative al 2020 da parte di Eurostat, forse nell'estate del 2021.

<sup>45</sup> Cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di chiusura conseguenti al COVID-19 sull'interscambio dei servizi di viaggio* nel numero 4/2020 di questo Bollettino e il riquadro *Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus (COVID-19)* in questo numero del Bollettino.

## 5 Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus (COVID-19)

a cura di Vanessa Gunnella, Georgi Krustev e Tobias Schuler

**Una caratteristica rilevante della pandemia di coronavirus (COVID-19) è stata il brusco e profondo calo della mobilità, che ha causato un rallentamento del turismo, dell'interscambio di servizi di viaggio e dei consumi da parte di non residenti.** Le misure di lockdown e di distanziamento sociale hanno determinato forti diminuzioni nel consumo di servizi, altrimenti stabili. Il presente riquadro fa il punto sugli andamenti nel settore del turismo, analizza in che modo l'impatto di tali andamenti sui consumi varia da paese a paese ed esamina le prospettive a breve termine per una ripresa del turismo e dei viaggi.

**Il calo nel settore del turismo e dei viaggi, dovuto alle restrizioni e alle incertezze legate agli spostamenti transfrontalieri delle persone (ad esempio a causa di misure di quarantena), ha portato a un crollo dei consumi da parte dei non residenti.** Gli effetti di tale crollo sono osservabili se si esamina la differenza tra consumi interni e consumi nazionali (cfr. il pannello a) del grafico A). Il primo comprende il consumo dei non residenti, mentre il secondo comprende solo quello dei residenti<sup>46</sup>. Ad esempio, in Italia e in Spagna nel secondo trimestre del 2020, i consumi interni dei non residenti sono crollati di oltre il 90 per cento sul periodo corrispondente e cali analoghi sono stati registrati nella spesa per consumi dei residenti di tali paesi all'estero, notevolmente superiori al calo dei consumi nazionali.

**A causa della diminuzione dei viaggi transfrontalieri, i divari di consumo (l'eccedenza dei consumi interni rispetto a quelli nazionali dovuti alla spesa netta dei non residenti) si sono quasi esauriti nel secondo trimestre del 2020 (cfr. il pannello b) del riquadro A)<sup>47</sup>.** In altre parole il turismo ha funzionato come canale di amplificazione degli shock durante la pandemia di COVID-19 in paesi che sono esportatori netti di servizi di viaggio (ovvero paesi che ricevono molti turisti, come Spagna, Grecia e Portogallo), in quanto hanno registrato una forte contrazione dei consumi privati interni, e come canale di attenuazione nei paesi che sono importatori netti di servizi di viaggio (ad esempio la Germania)<sup>48</sup>. Più specificamente, nel caso dei creditori netti di servizi di viaggio, il crollo della spesa per consumi dei non residenti ha causato una diminuzione dei consumi interni superiore rispetto a quella dei consumi nazionali, mentre il contrario si è verificato nei paesi che erano debitori netti di servizi di viaggio prima dell'inizio della pandemia di COVID-19.

<sup>46</sup> Il concetto nazionale di spesa per consumi privati (SCP) comprende la spesa per consumi privati dei residenti di un paese, indipendentemente dal fatto che tali spese siano effettuate a livello nazionale o all'estero. L'SCP nazionale è il concetto utilizzato per indicare nei conti nazionali il totale dei consumi privati delle famiglie nel PIL dal lato della spesa. L'SCP interno incrementa il concetto di SCP nazionale calcolando il saldo netto della spesa nazionale dei residenti esteri meno la spesa dei residenti nazionali all'estero. Per ulteriori informazioni in merito alle differenze fra tali concetti, cfr. il riquadro 1 dell'articolo *Il consumo di beni durevoli nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

<sup>47</sup> I divari di consumo definiti nel presente riquadro (ovvero la differenza tra SCP interno e nazionale) comprendono, oltre alla spesa turistica, anche altri scambi transfrontalieri di servizi, quali la spesa per istruzione e sanità.

<sup>48</sup> Per ulteriori dettagli riguardo viaggi e turismo quali parti dell'interscambio di servizi nell'area dell'euro, cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di chiusura conseguenti al COVID-19 sull'interscambio dei servizi di viaggio* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

Tale modello si riflette anche nel netto deterioramento del saldo commerciale dei viaggi per i paesi esportatori netti di questi servizi e nel miglioramento del saldo degli importatori netti (cfr. il pannello a) del riquadro A). I dati disponibili per il terzo trimestre del 2020 mostrano un ritorno, parziale e incompleto, dei divari di consumo ai livelli osservati prima della pandemia.

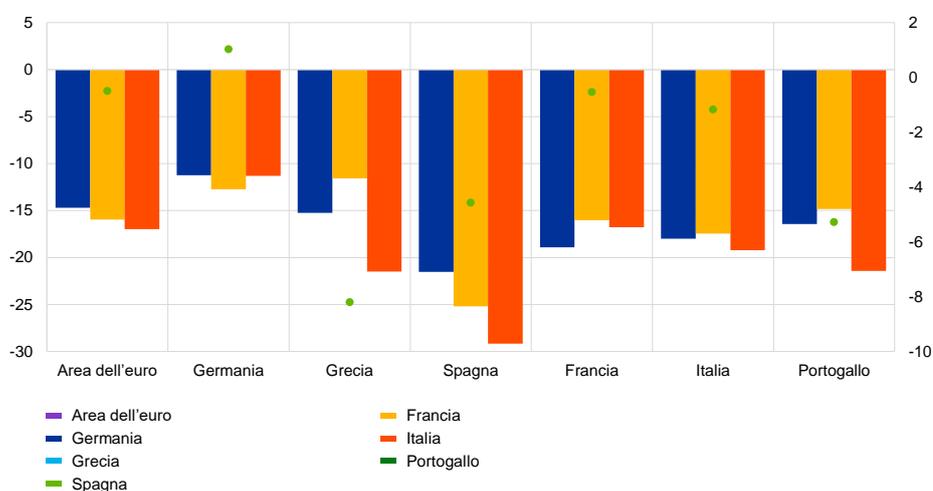
### Grafico A

#### Spesa per consumi privati (SCP) nazionale e interna e interscambio di servizi di viaggio

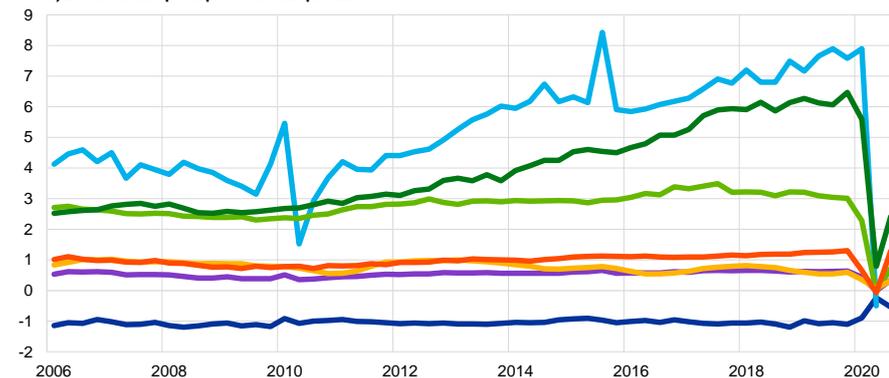
(pannello a): variazioni sui dodici mesi in valore percentuale (scala di sinistra) e in percentuale del PIL (scala di destra) nel secondo trimestre del 2020; pannello b): percentuale del PIL)

- PIL
- SCP nazionale
- SCP interna
- Saldo commerciale dei servizi di viaggio (scala di destra)

a) PIL in termini reali, SCP nazionale e interno e interscambio di servizi di viaggio



b) Divari nella spesa per consumi privati



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: area dell'euro rappresenta l'aggregato dell'area dell'euro. Nel pannello a) il saldo commerciale dei servizi di viaggio è indicato come una percentuale del PIL. Nel pannello b) i divari di SCP sono calcolati come la differenza tra SCP interna e nazionale, che corrisponde al saldo netto della spesa dei residenti esteri a livello nazionale meno la spesa dei residenti nazionali all'estero. Nel pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2020, ad eccezione della Grecia. Per l'area dell'euro il terzo trimestre del 2020 è stato stimato sulla base delle informazioni parzialmente disponibili per i paesi dell'area, che non includono i dati relativi a Grecia e Lussemburgo.

### Nonostante una parziale ripresa, i dati mostrano che il settore del turismo

**estero è rimasto debole nel terzo trimestre del 2020.** I dati riguardanti gli arrivi di turisti hanno continuato a mostrare cifre significativamente basse per gli arrivi dall'estero rispetto alla situazione precedente la pandemia di COVID-19

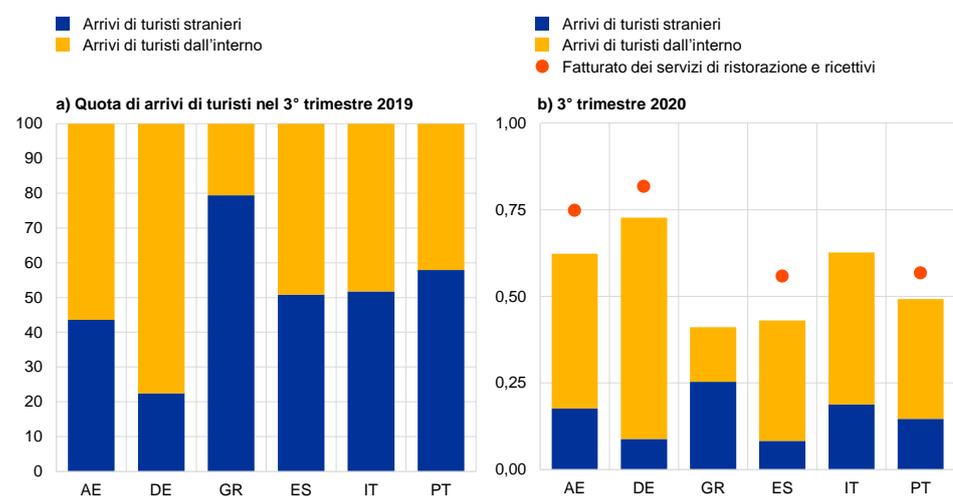
(cfr. il pannello b) del riquadro B). Per contro, il turismo nazionale ha mantenuto una relativa capacità di tenuta ed è stato in parte in grado di compensare la perdita del turismo estero, pur rimanendo al di sotto dei livelli osservati nel 2019.

Durante l'estate, le destinazioni a corto raggio sono state più richieste e diversi governi hanno avviato iniziative promozionali<sup>49</sup>. Tuttavia gli ultimi dati disponibili indicano una ripresa fragile e incompleta. Nell'area dell'euro gli arrivi di turisti sono stati meno di due terzi rispetto ai livelli osservati un anno prima. Il turismo nei paesi che dipendono dagli arrivi dall'estero, come Grecia e Portogallo (cfr. il pannello a) del riquadro B), si mantiene ancora molto al di sotto dei livelli normali. Analogamente il fatturato nei ristoranti, e in misura minore nelle strutture ricettive, ha registrato una ripresa, ma si è mantenuto su livelli molto bassi, sostenuto dai turisti nazionali e dagli abitanti del posto.

## Grafico B

### Arrivi di turisti e fatturato dei servizi

(pannello a): percentuale del totale; pannello b): rapporto relativo allo stesso trimestre dell'anno precedente)



Fonte: Eurostat.

Note: a causa della disponibilità di dati, i rapporti relativi agli arrivi di turisti si riferiscono ad agosto e settembre per la Grecia. I rapporti relativi al fatturato dei servizi di ristorazione e ricettivi non sono disponibili per la Grecia e l'Italia.

### A seguito della diffusa recrudescenza di casi di COVID-19, a partire da ottobre 2020 la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha reintrodotta delle

**restrizioni.** I visitatori sono attualmente sottoposti a test o a quarantena nella maggior parte dei paesi e l'ingresso per quelli provenienti da paesi al di fuori dell'UE è consentito solo per i paesi considerati sicuri<sup>50</sup>. Nella maggior parte dei paesi dell'area, i governi hanno imposto nuovamente i coprifuochi e hanno chiuso attrazioni turistiche e strutture ricreative quali musei, teatri, bar e ristoranti.

La reintroduzione delle restrizioni agli spostamenti a partire da ottobre, probabilmente avrà come conseguenza che la sostituzione del turismo estero con

<sup>49</sup> In Italia e in Grecia sono stati introdotti incentivi finanziari per promuovere il turismo in ambito nazionale, mentre altri governi hanno avviato campagne promozionali. Cfr. l'Organizzazione mondiale del turismo, "Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities", *UNWTO Briefing Note – Tourism and COVID-19*, n. 3, Madrid, settembre 2020.

<sup>50</sup> Il Consiglio dell'Unione europea ha pubblicato, a titolo orientativo, un [elenco](#) di paesi, al di fuori dell'UE, sicuri dal punto di vista epidemiologico. L'elenco è periodicamente riesaminato e, se necessario, aggiornato. Molti paesi dell'area dell'euro hanno revocato le restrizioni per i paesi presenti nell'elenco.

quello nazionale continuerà a incidere sulla dinamica dei servizi turistici nel breve periodo. Le ultime restrizioni potrebbero anche modificare l'impatto geografico della crisi sul settore, poiché questa volta saranno colpite in modo più grave le destinazioni turistiche invernali.

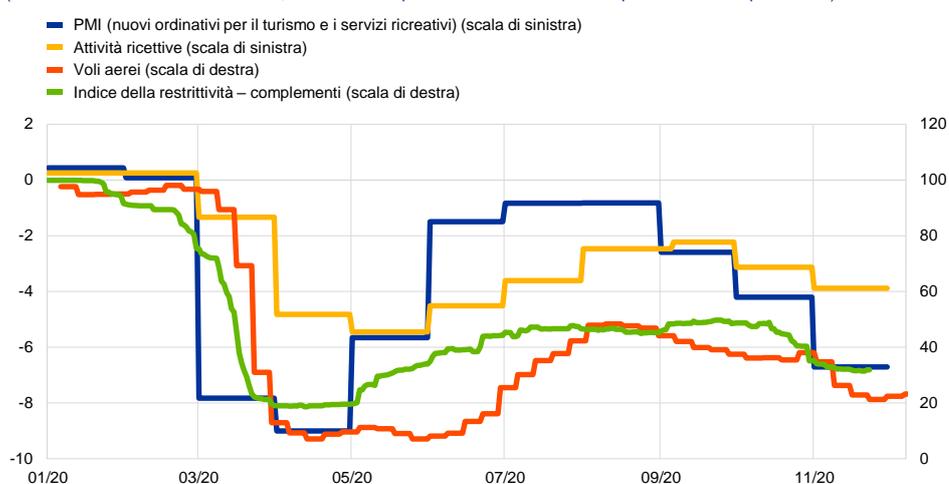
### Gli indicatori prospettici segnalano un nuovo deterioramento del settore del turismo dovuto alla reintroduzione delle restrizioni (cfr. il grafico C).

A causa dei divieti di spostamento, delle restrizioni e delle nuove misure di lockdown (indicate dalla linea verde), i viaggi sono diminuiti dopo l'estate e gli effetti sulla fiducia gravano fortemente sulle prenotazioni. Ciò è dimostrato da un'inversione della ripresa della capacità aerea (linea rossa) verificatasi in tutti i paesi dell'area dell'euro. Secondo i dati più recenti, la capacità aerea è attualmente pari a circa il 25 per cento dei livelli antecedenti il COVID-19. Gli indicatori prospettici, come il PMI sui nuovi ordinativi nei settori del turismo e delle attività ricreative, sono nuovamente diminuiti a novembre, segnalando una fase di contrazione. Anche la fiducia nel settore delle attività ricettive si mantiene su livelli bassi e ben al di sotto della sua media storica, come suggerito dal relativo indicatore del clima di fiducia della Commissione europea.

### Grafico C

#### Andamenti recenti nel settore del turismo

(scala di sinistra: indice standardizzato; scala di destra: percentuali relative allo stesso periodo dell'anno precedente)



Fonti: Markit, Haver, Commissione europea, OAG, Eurostat e Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Note: il PMI si riferisce all'UE. Le attività ricettive sono misurate dall'indicatore europeo del clima di fiducia. I dati sui voli aerei riguardano solo Germania, Spagna, Francia e Italia. L'indice della restrittività è una media tra i paesi dell'area dell'euro ponderata per la quota di arrivi di turisti nel 2019. I complementi (valore su base 100, in cui 100 è la massima restrittività) dell'indice della restrittività sono riportati in modo che un aumento della serie corrisponda a un allentamento e una diminuzione a un livello di restrittività più elevato.

## 6 Gli effetti a lungo termine della pandemia: evidenze da un'indagine presso le imprese leader

a cura di Eduardo Maqui e Richard Morris

**Il presente riquadro sintetizza i risultati di un'indagine ad hoc condotta dalla BCE presso imprese leader dell'area dell'euro. L'indagine prende in esame gli effetti a lungo termine sull'economia della pandemia di coronavirus (COVID-19).** Oltre ad aver indotto il più forte calo dell'attività economica nel breve termine mai registrato da secoli, la pandemia di COVID-19 ha portato con sé anche cambiamenti nell'operatività delle imprese e nel comportamento dei consumatori, alcuni dei quali probabilmente permarranno anche dopo la fine di questa crisi. A loro volta, tali cambiamenti possono avere un impatto, nel lungo periodo, su aggregati quali prodotto, occupazione e prezzi, nonché sulla relazione tra di essi<sup>51</sup>.

**Lo scopo principale dell'indagine è stabilire in che modo le imprese leader dell'area dell'euro percepiscano l'impatto a lungo termine della pandemia di COVID-19 sulla loro attività.** Ai fini dell'indagine abbiamo definito il lungo termine come “una nuova normalità in cui – grazie ad esempio alla disponibilità di un vaccino e/o di cure più efficaci – l'economia non sarà più soggetta a perturbazioni significative e/o a cambiamenti improvvisi dovuti al virus o alle misure necessarie a contenerlo”. L'indagine si articolava in tre parti. Nella prima parte veniva chiesto agli intervistati quali effetti di lungo termine dovuti alla pandemia di COVID-19, laddove esistenti, si attendessero per la propria attività, ad esempio per quanto riguarda l'organizzazione aziendale o i mercati di riferimento. Nella seconda parte si chiedeva agli intervistati di indicare se fossero in accordo o in disaccordo con una serie di affermazioni sulla narrazione di una “nuova normalità” indotta dalla pandemia. La terza parte indagava l'impatto atteso nel lungo termine su aggregati quali vendite, occupazione e prezzi. All'indagine hanno partecipato complessivamente 72 imprese non finanziarie, per il 60 per cento appartenenti al settore industriale e per il 40 per cento a quello dei servizi. Nell'interpretare i risultati occorre tenere presente che le dimensioni e la distribuzione delle attività di queste imprese fanno sì che esse siano molto probabilmente più in grado di altre di rispondere alle sfide poste dalla pandemia.

**Il maggior ricorso al lavoro a distanza e l'accelerazione della digitalizzazione sono gli effetti a lungo termine della pandemia menzionati più di frequente per quanto riguarda il lato dell'offerta.** Agli intervistati è stato chiesto di illustrare brevemente, mettendoli in ordine di importanza, fino a un massimo di tre effetti di lungo termine della pandemia sulla loro attività, ad esempio in relazione all'organizzazione aziendale o ai mercati di riferimento. Il grafico A sintetizza le risposte date a questa domanda aperta. Oltre il 40 per cento degli intervistati ha citato un maggiore ricorso al lavoro da casa, mentre quasi altrettanti intervistati hanno affermato che la pandemia ha indotto la propria impresa ad accelerare l'adozione delle tecnologie digitali, il che cambierà le modalità operative nel lungo

<sup>51</sup> Per uno studio recente sugli effetti a lungo termine delle pandemie passate e sul raffronto con i conflitti bellici, cfr. Jordà, Ó., Singh, S.R. e Taylor, A.M., “The long-run Economic Consequences of Pandemics”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, n. 9, 2020.

termine. Circa un quinto degli intervistati ha fatto riferimento a una riduzione più duratura dei viaggi di lavoro e/o a un incremento delle riunioni virtuali e un numero simile di intervistati ha segnalato un aumento del commercio elettronico o – nei segmenti business-to-business – delle “vendite virtuali”. Circa un quinto ha messo in evidenza che le azioni intraprese in risposta alla pandemia aumenteranno la capacità di tenuta e/o la flessibilità della propria impresa nel lungo termine.

**Una percentuale significativa degli intervistati ha indicato la minore domanda e/o i cambiamenti nella struttura della domanda come fonte di particolare preoccupazione.** Quasi il 30 per cento ha indicato la minore domanda di prodotti e servizi come una delle principali conseguenze della pandemia per la propria impresa nel lungo periodo, mentre oltre il 20 per cento ha indicato i cambiamenti duraturi nella struttura della domanda. Ciò sembra riflettere in larga misura l’idea che alcuni cambiamenti nelle abitudini di vita e di lavoro dovuti alla pandemia – in particolare il sempre maggiore svolgimento online delle attività d’impresa e dei consumi e la conseguente riduzione degli spostamenti – diventeranno sempre più radicati.

### Grafico A

#### Principali effetti a lungo termine della pandemia indicati dalle imprese leader

(percentuale degli intervistati)



Note: la domanda posta agli intervistati è stata la seguente: “Quali effetti a lungo termine, se ve ne sono, prevede che la pandemia di COVID-19 avrà sulla sua attività (ad esempio per quanto riguarda l’organizzazione aziendale o i mercati di riferimento)? Si prega di indicare fino a tre voci, in ordine di importanza”. Le risposte sono state successivamente raggruppate per categoria.

### Più di tre quarti degli intervistati concorda sul fatto che la pandemia incrementerà l’efficienza e la capacità di tenuta della propria attività.

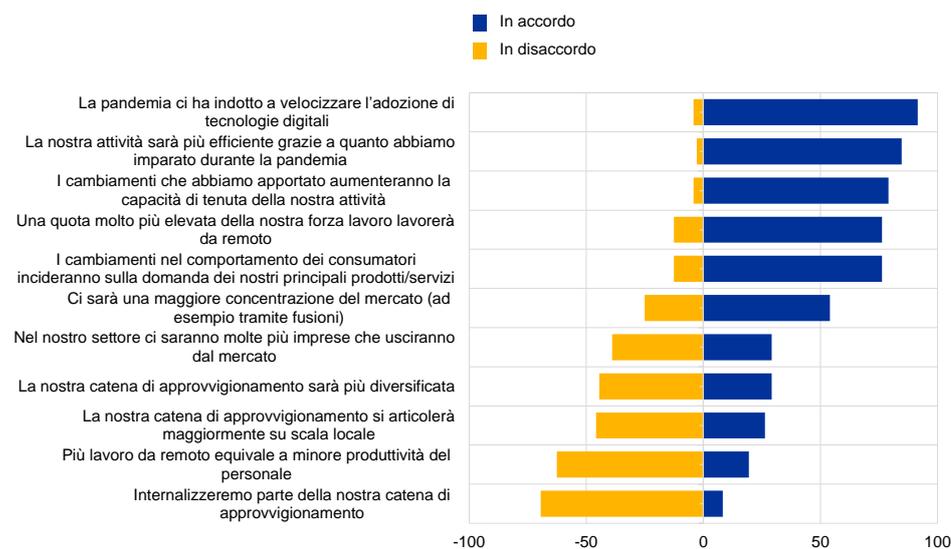
Il grafico B riassume le risposte degli intervistati quando è stato chiesto loro di dichiararsi in accordo o in disaccordo con una serie di affermazioni volte a mettere alla prova alcune narrazioni sulla “nuova normalità” indotta dalla pandemia. Più del 75 per cento ha affermato che le lezioni apprese durante la pandemia renderanno le proprie imprese più efficienti e che i cambiamenti intervenuti ne aumenteranno la capacità di tenuta. Nove su dieci hanno confermato di aver accelerato l’adozione di tecnologie digitali e/o l’automazione, mentre secondo più di tre quarti degli intervistati la quota di dipendenti che continuerà a lavorare da remoto sarà molto più elevata di prima. Circa il 60 per cento non si è detto d’accordo con l’affermazione secondo cui il maggior ricorso al lavoro da remoto ha ridotto la produttività, rispetto al 20 per cento appena che invece era di questo avviso. A tal riguardo, sebbene la riduzione delle interazioni informali e personali sia vista come un aspetto negativo, sono stati

percepiti anche molti vantaggi, tra cui il minor tempo sprecato per il pendolarismo, la possibilità di coordinare meglio gli impegni domestici e lavorativi e la maggiore connettività<sup>52</sup>.

## Grafico B

### Gli effetti a lungo termine della pandemia: narrazioni alla prova

(percentuale degli intervistati)



Note: la domanda posta agli intervistati è stata la seguente: "Indichi se è in accordo o in disaccordo con le seguenti affermazioni sugli effetti a lungo termine della pandemia di COVID-19." Le risposte possibili erano: a) in accordo, b) in disaccordo o c) indeciso o non pertinente. Nel grafico, "in accordo" corrisponde a un punteggio pari a 1 e "in disaccordo" a un punteggio pari a -1.

### La pandemia è stata vista come fonte di cambiamento nel comportamento dei consumatori sul lungo periodo e come probabile fonte di maggiore concentrazione del mercato, mentre l'impatto sulle catene di approvvigionamento sarebbe minore.

Tre quarti degli intervistati ha affermato che nel lungo termine la domanda del prodotto o del servizio che offre in via prevalente sarà influenzata dai cambiamenti nel comportamento dei consumatori riconducibili alla pandemia. Più della metà ha dichiarato che la concentrazione del mercato nel proprio settore aumenterà (rispetto a un quarto degli intervistati che è in disaccordo con questa affermazione) e che le fusioni avranno un impatto maggiore rispetto all'uscita delle imprese dal mercato. Interpellati in merito agli effetti a lungo termine della pandemia sulle catene di approvvigionamento – limitatamente alle imprese per le quali tali domande sono pertinenti – la maggioranza degli intervistati si è detta in disaccordo sul fatto che la propria catena di approvvigionamento diventerà più diversificata o sviluppata a livello locale; la schiacciante maggioranza degli intervistati non ritiene che la propria attività miri a internalizzare ulteriori parti della catena di approvvigionamento.

### La maggior parte degli intervistati ha affermato che nel lungo periodo la pandemia avrà un impatto positivo sulla produttività, ma negativo

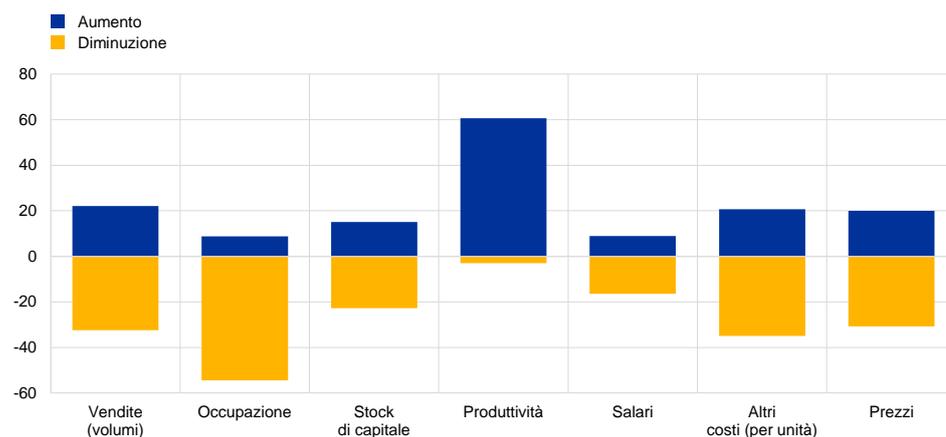
<sup>52</sup> È stato osservato, ad esempio, che per effetto del lavoro da remoto in tale situazione il personale era quasi sempre raggiungibile, mentre in passato ciò non avveniva per via del pendolarismo o dei viaggi di lavoro. È stato inoltre osservato che alcune funzioni, come le vendite, sono diventate molto più produttive laddove condotte virtualmente.

**sull'occupazione.** Quando è stato chiesto di valutare l'effetto complessivo a lungo termine su alcuni aggregati, il 60 per cento ha affermato che la produttività nella propria attività o nel proprio settore incrementerà, mentre quasi nessuno ha indicato il calo della produttività come conseguenza a lungo termine della pandemia. Per contro, il 55 per cento ha previsto un impatto negativo a lungo termine sull'occupazione, a fronte di un 10 per cento circa che ha indicato un effetto positivo. Ciò sembrerebbe riflettere il modo in cui le imprese hanno imparato a preservare la produzione nonostante le restrizioni sugli input di lavoro dovute al distanziamento sociale e l'individuazione dei relativi guadagni di efficienza. Nel contempo, relativamente pochi intervistati hanno indicato un effetto a lungo termine sullo stock di capitale della propria società dovuto alla pandemia. L'effetto a lungo termine della pandemia che si prevedeva su vendite (volumi), prezzi e costi è stato nel complesso lievemente negativo, ma la maggior parte degli intervistati ha dichiarato di non prevedere effetti a lungo termine – o di non averne certezza.

### Grafico C

L'effetto a lungo termine della pandemia sugli aggregati di impresa secondo gli intervistati

(percentuale degli intervistati)



Note: la domanda posta agli intervistati è stata la seguente: "Prendendo in esame la sua attività/il suo settore, come valterebbe nel complesso gli effetti a lungo termine della pandemia di COVID-19?" Le risposte possibili erano: a) in aumento; b) in diminuzione; c) nessuna variazione o d) non sa. Nel grafico, "in aumento" corrisponde a un punteggio pari a 1 e "in diminuzione" a un punteggio pari a -1.

## Una valutazione delle dinamiche salariali durante la pandemia di COVID-19: il possibile contributo dei dati sulle retribuzioni contrattuali

a cura di Gerrit Koester, Nicola Benatti e Aurelian Vlad

**La concomitanza delle conseguenze economiche della pandemia di coronavirus (COVID-19) e delle relative risposte in termini di politiche rende difficile interpretare l'andamento del mercato del lavoro, ivi comprese le dinamiche dei salari.** Ad esempio, le notevoli variazioni delle ore lavorate per occupato, osservate negli ultimi trimestri, insieme all'applicazione diffusa di regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e a problemi connessi alla loro rilevazione statistica, rendono più difficile l'interpretazione di indicatori salariali quali la "retribuzione oraria" o il "reddito da lavoro per dipendente"<sup>53</sup>. L'indicatore della BCE riferito alle retribuzioni contrattuali rileva l'esito dei processi di contrattazione collettiva e non è direttamente influenzato da questi particolari fattori<sup>54</sup>. Inoltre, esso di solito viene pubblicato circa un mese prima rispetto agli indicatori salariali basati sui conti nazionali trimestrali. Va osservato, tuttavia, che la pandemia può anche avere influito sulle caratteristiche dell'indicatore relativo alle retribuzioni contrattuali, poiché il numero di accordi salariali conclusi è risultato inferiore rispetto a quanto rilevato in circostanze normali. Il presente riquadro esamina il ruolo che l'indicatore delle retribuzioni contrattuali può svolgere nel processo di valutazione e previsione della dinamica salariale nella fase attuale.

**Sebbene i dati sulle retribuzioni contrattuali siano disponibili con maggiore tempestività, la crescita di queste ultime tende a reagire solo con un certo ritardo alle variazioni delle condizioni del mercato del lavoro.** Di solito occorre del tempo affinché le variazioni in termini di disoccupazione dovute alle rigidità nel mercato del lavoro si riflettano sulle trattative salariali. L'indicatore delle retribuzioni contrattuali tende pertanto a rispondere agli andamenti ciclici del mercato del lavoro con un ritardo temporale di alcuni trimestri (cfr. il grafico A). Ciò è dovuto ai processi di contrattazione nei grandi paesi dell'area dell'euro (che si svolgono per lo più a livello di settore), caratterizzati da una molteplicità di date di inizio e di durate differenti, che spesso fissano retribuzioni per periodi superiori all'anno. In linea con questo aspetto istituzionale, i recenti andamenti della crescita delle retribuzioni contrattuali non indicano che le turbolenze del mercato del lavoro legate alla pandemia abbiano avuto finora un impatto rilevante. Mentre la crescita su base annua è scesa all'1,9, all'1,7 e all'1,6 per cento rispettivamente nel primo, secondo e terzo trimestre del 2020, ciò riflette in parte alcuni effetti base - il che significa, ad esempio, che il basso valore indicato nel terzo trimestre del 2020 è in parte

<sup>53</sup> Tali questioni sono state discusse in precedenti numeri di questo Bollettino. 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 e il riquadro *Andamento delle retribuzioni orarie e dei redditi per occupato dall'inizio della pandemia di COVID-19* nell'articolo *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

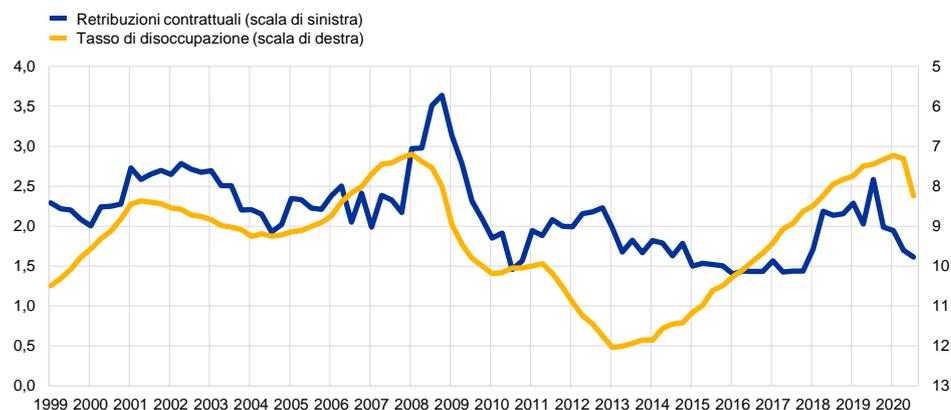
<sup>54</sup> Dal 2001 l'indicatore delle retribuzioni contrattuali è elaborato dalla BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati, quale indicatore di possibili pressioni salariali. Per informazioni più dettagliate, cfr. il riquadro *Il monitoraggio delle dinamiche salariali: un indicatore dei salari negoziati* nel numero di settembre 2002 del Bollettino mensile della BCE.

connesso all'impatto al rialzo nel terzo trimestre del 2019 collegato ai pagamenti di natura temporanea in Germania in quel periodo<sup>55</sup>.

### Grafico A

#### Dinamica della crescita delle retribuzioni contrattuali e tasso di disoccupazione

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2020. La scala di destra è invertita.

#### **Gli accordi salariali conclusi prima dell'insorgere della pandemia svolgono ancora un ruolo dominante nei recenti andamenti dell'indicatore dei tassi di crescita delle retribuzioni contrattuali.**

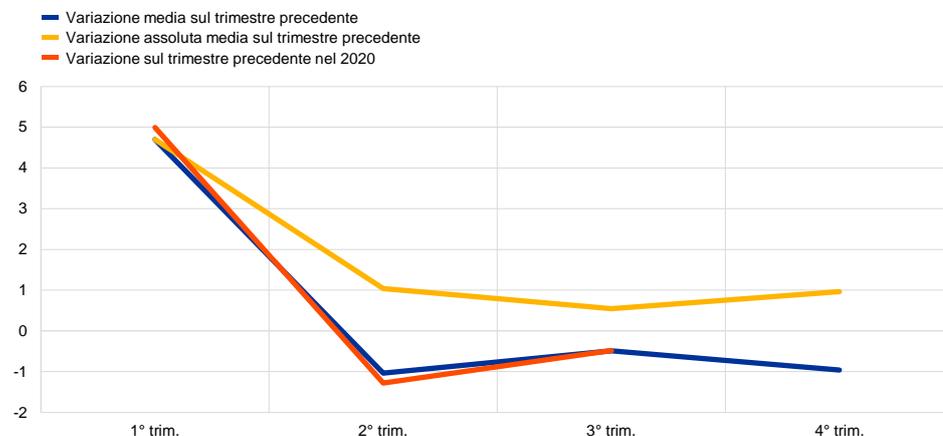
Le variazioni sul trimestre precedente dell'indicatore mostrano che la dinamica delle retribuzioni contrattuali nel 2020 è stata finora molto simile a quella osservata in media dal 1999 (cfr. il grafico B). Le variazioni nelle retribuzioni contrattuali tendono a verificarsi principalmente nel primo trimestre dell'anno. Ciò vale sia per le variazioni medie dell'indicatore dei tassi di crescita delle retribuzioni contrattuali, sia per le variazioni medie in termini assoluti. Il fatto che anche le variazioni medie in termini assoluti dell'indicatore, che riflettono l'ammontare medio assoluto degli incrementi e delle diminuzioni, si concentrino nel primo trimestre mostra che effettivamente le variazioni relative alle retribuzioni contrattuali si verificano soprattutto all'inizio dell'anno. Dati più dettagliati suggeriscono che quasi tutti gli incrementi delle retribuzioni contrattuali nel primo trimestre del 2020 erano riconducibili agli aumenti salariali registrati a gennaio, ossia prima dell'inizio della pandemia. Il ruolo preponderante degli accordi salariali all'inizio di ogni anno implica che i principali effetti della pandemia sulle retribuzioni contrattuali potrebbero iniziare a manifestarsi solo all'inizio del 2021, quando gran parte dei contratti scaduti sarà rinegoziata in diversi paesi dell'area dell'euro.

<sup>55</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. [Monthly Report](#), vol. 71, n. 11, Deutsche Bundesbank, novembre 2019, pag. 8.

## Grafico B

### Andamento stagionale delle variazioni delle retribuzioni contrattuali

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; periodi analizzati: 1999-2020 salvo diversa indicazione)



Fonti: stime ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2020. Le variazioni assolute sono calcolate sommando gli importi assoluti degli incrementi e delle diminuzioni.

#### **In questa fase, alcune informazioni di natura prospettica potrebbero essere ricomprese nello slittamento salariale.**

Questo può essere calcolato come differenza fra i tassi di crescita delle retribuzioni lorde, misurate come retribuzioni lorde e salari per dipendente, e tassi di crescita delle retribuzioni contrattuali<sup>56</sup>. Sulla base di questo approccio, lo slittamento salariale negativo nei primi tre trimestri del 2020 (cfr. il grafico C) riflette il fatto che il monte salari effettivo delle imprese è stato generalmente inferiore a causa delle misure pubbliche di sostegno e anche, tra gli altri fattori, dei minori premi e minori avanzamenti di carriera registrati. Tuttavia, il calcolo in questi termini dello slittamento salariale è inevitabilmente influenzato dai cambiamenti nella composizione dell'occupazione e nella media delle ore lavorate per occupato – e tali cambiamenti sono assai rilevanti nella congiuntura attuale. È probabile che la composizione dell'occupazione sia cambiata, poiché la pandemia ha causato perdite di posti di lavoro in particolare nel settore dei servizi, che ha un numero relativamente elevato di posti di lavoro poco retribuiti, aumentando quindi automaticamente la retribuzione media e compensando in parte gli effetti altrimenti negativi sullo slittamento salariale a livello aggregato<sup>57</sup>. Lo slittamento salariale segnala la pressione al ribasso che potrebbe emergere per le retribuzioni contrattuali in caso di un deterioramento della situazione nel mercato del lavoro, in cui i lavoratori che attualmente si trovano in regime di orario ridotto diventerebbero invece disoccupati.

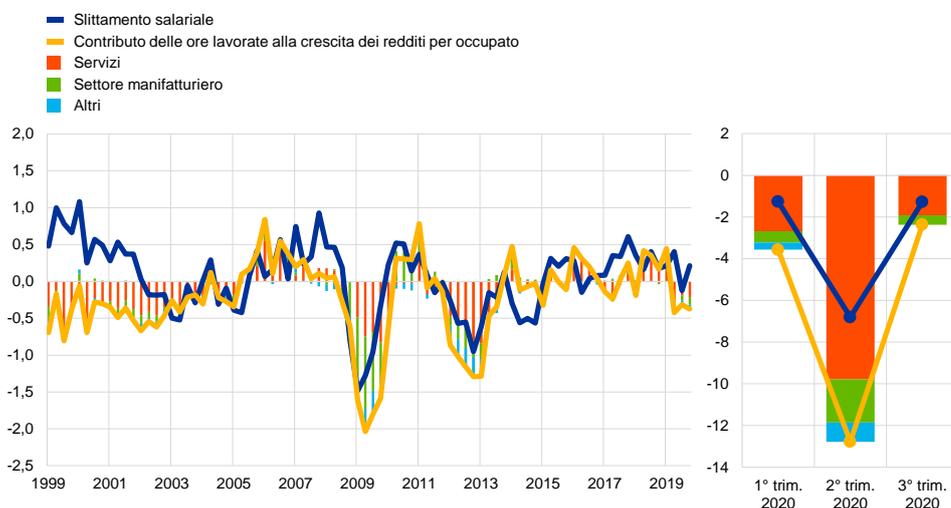
<sup>56</sup> Ciò implica che la crescita salariale complessiva misurata dalla retribuzione per dipendente può essere scomposta tra la crescita salariale ottenuta tramite contrattazione, lo slittamento salariale e l'impatto delle variazioni dei contributi previdenziali, laddove quest'ultimo è definito come la differenza tra la dinamica tendenziale della retribuzione per dipendente e quella di salari e stipendi lordi per dipendente.

<sup>57</sup> Per un'analisi di tali effetti di composizione cfr., ad esempio, Crust, E.E., Daly, M.C. e Hobjin, B., [The Illusion of Wage Growth](#), FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, agosto 2020 e l'articolo [Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

## Grafico C

### Lo slittamento salariale e il contributo delle ore lavorate alla crescita dei redditi per occupato

(contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2020. "Altri" si riferisce a tutti gli altri settori. Le colonne rappresentano i contributi dei servizi, del settore manifatturiero e di altri settori al contributo complessivo delle ore lavorate alla crescita dei redditi per occupato.

**L'attuale crescita delle retribuzioni contrattuali continua a essere trainata da accordi salariali precedenti alla pandemia, che ne limitano il valore informativo nella previsione della crescita salariale futura.** È probabile che i principali effetti della pandemia sulla crescita delle retribuzioni contrattuali diventino visibili solo a partire dal 2021, quando dovrà essere rinegoziata una quota sostanziale dei contratti salariali nei paesi dell'area dell'euro. L'andamento dello slittamento salariale, unitamente alle informazioni sulle ore lavorate e sulla disoccupazione, può fornire alcune indicazioni sul contesto in cui si svolgono tali negoziati. La disponibilità di dati più granulari, ad esempio sulla crescita delle retribuzioni contrattuali in settori differenti, sarebbe molto utile per un'analisi più dettagliata della dinamica salariale nell'area dell'euro.

## 8 I documenti programmatici di bilancio per il 2021: una valutazione al tempo della crisi del COVID-19.

a cura di **Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Steffen Osterloh**

**Il 18 novembre 2020 la Commissione europea ha pubblicato i propri pareri sui documenti programmatici di bilancio presentati dai paesi dell'area dell'euro per il 2021.** In un contesto caratterizzato dalla pandemia di coronavirus (COVID-19), quest'anno la valutazione della Commissione europea, a differenza degli anni passati, è stata di natura qualitativa e non si è focalizzata sull'osservanza contabile delle regole di bilancio. Ciò si deve all'attivazione della clausola generale di salvaguardia<sup>58</sup>, che consente agli Stati membri di deviare dai requisiti di aggiustamento del Patto di stabilità e crescita in alcune circostanze specifiche e ben definite, come ad esempio una grave recessione nell'area dell'euro o nell'Unione nel suo insieme. La valutazione della Commissione si è invece basata sulle raccomandazioni specifiche per paese in materia di bilancio adottate dal Consiglio il 20 luglio 2020 e sugli orientamenti da esso espressi a settembre per mezzo di lettere inviate a tutti gli Stati membri, in cui si indicava che la clausola di salvaguardia generale sarebbe rimasta attiva anche nel 2021 per garantire il sostegno necessario da parte delle politiche di bilancio. Nella sua valutazione la Commissione ha altresì chiarito che quando le condizioni economiche lo consentiranno, gli Stati membri dovranno perseguire politiche volte a conseguire prudenti posizioni di bilancio a medio termine e ad assicurare la sostenibilità del debito, incrementando nel contempo gli investimenti. Al fine di conciliare la necessità di garantire la stabilizzazione macroeconomica assicurando, nel contempo, la sostenibilità di bilancio nel medio termine, la Commissione ha affermato che le misure di sostegno dovrebbero essere mirate e temporanee, in quanto misure permanenti che non siano finanziate da misure compensative possono, nel medio termine, avere ripercussioni sulla sostenibilità di bilancio.

**I documenti programmatici di bilancio segnalano una ricomposizione delle misure nel 2021, da misure di emergenza a misure di ripresa, ma ancora non rispecchiano pienamente il sostegno proveniente da Next Generation EU (NGEU).** Secondo la Commissione europea, gli Stati membri hanno adottato misure di bilancio consistenti in risposta alla pandemia, pari al 4,2 per cento del PIL nel 2020 e al 2,4 per cento del PIL nel 2021. Nel 2020 i pacchetti di bilancio sono stati composti in gran parte da misure di emergenza volte ad alleviare gli effetti immediati della crisi, e in particolare a far fronte alla situazione della sanità pubblica e a limitare i danni di natura economica. La valutazione della Commissione indica che tali misure di emergenza hanno rappresentato circa l'80 per cento dei pacchetti fiscali relativi al 2020 a livello di intera area dell'euro. A partire dal 2021 le misure connesse con il

<sup>58</sup> La clausola è stata introdotta nell'ambito della riforma del Patto di stabilità e crescita nota come "six-pack", entrata in vigore nel 2011. La clausola può essere attivata quando si verifica un evento eccezionale al di fuori del controllo dello Stato membro interessato che influisce in modo rilevante sulla posizione di bilancio delle amministrazioni pubbliche, oppure nei periodi di grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'Unione nel suo insieme. Quando la clausola viene attivata è consentito agli Stati membri di discostarsi temporaneamente dal requisito di aggiustamento di bilancio nel quadro sia del braccio preventivo sia di quello correttivo del Patto, purché questo non comprometta la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio termine.

sostegno di emergenza dovrebbero gradualmente venir meno, lasciando spazio a una progressiva transizione verso misure di sostegno alla ripresa. La valutazione dei documenti programmatici di bilancio condotta dalla Commissione europea indica che le misure mirate alla ripresa, come i tagli alle imposte indirette e l'aumento degli investimenti pubblici, rappresentano oltre il 60 per cento delle misure di bilancio per il 2021. L'iniziativa NGEU, e in particolare il suo pilastro centrale, il dispositivo per la ripresa e la resilienza, dovrebbe entrare in fase di attuazione nel 2021. Tuttavia, dato lo stato delle attività preparatorie – in particolare per quanto riguarda i piani nazionali per la ripresa e la resilienza – le entrate e le spese relative al dispositivo si riflettono solo in esigua misura nelle previsioni della Commissione europea formulate in autunno e in alcuni dei documenti programmatici di bilancio.

**La Commissione europea ha indicato che nel complesso i documenti programmatici di bilancio per il 2021 sono in linea con le raccomandazioni sulle politiche di bilancio adottate dal Consiglio, ma ha evidenziato i rischi esistenti laddove le misure siano permanenti.** Dalla valutazione della

Commissione emerge che nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro le misure per il 2021 sono (perlopiù) temporanee; solo nei documenti programmatici di Francia, Italia, Lituania<sup>59</sup> e Slovacchia si riportano misure che non sembrano avere natura temporanea o essere accompagnate da misure compensative. Per il Belgio, la Grecia, la Spagna, la Francia, l'Italia e il Portogallo, la Commissione europea ha sottolineato che “alla luce del livello del debito pubblico e delle grandi sfide in materia di sostenibilità a medio termine [...] è importante assicurare che, nel varare misure di bilancio a sostegno dell'economia, sia preservata la sostenibilità di bilancio a medio termine”. L'elevata incertezza prevalente rende difficile valutare le misure, tanto più che non sempre si riescono a distinguere le misure temporanee da quelle più strutturali, dato che i paesi le stanno adottando in risposta all'evoluzione delle varie ondate della crisi.

**La valutazione della Commissione deve essere considerata alla luce dell'impatto significativo e divergente che la gravità dello shock causato dal COVID-19 e le misure di sostegno di bilancio stanno avendo sulle finanze pubbliche, ma anche alla luce dell'elevata incertezza prevalente.**

In media, circa il 30 per cento del peggioramento dei conti pubblici previsto per il 2020 dovrebbe essere invertito nel 2021, con un rapporto disavanzo/PIL al di sopra della soglia del 3 per cento del PIL in tutti i paesi dell'area dell'euro ad eccezione di Lussemburgo e Cipro (cfr. il grafico A). Nel 2021 Spagna, Francia, Italia e Slovacchia dovrebbero registrare i disavanzi più elevati, pari a oltre il 7,5 per cento del PIL. Nell'ipotesi di politiche invariate, nel 2022 i disavanzi rimarrebbero al di sopra della soglia del 3 per cento in tredici Stati membri dell'area dell'euro. Inoltre, si prevede che molti paesi che al momento dell'insorgere della crisi avevano un rapporto debito/PIL elevato, pari a circa il 100 per cento e anche oltre, saranno i più colpiti dallo shock causato dal COVID-19 dal punto di vista dell'aumento del livello di indebitamento (cfr. il grafico B). Nel 2022 sono solamente cinque i paesi dell'area dell'euro in cui il rapporto debito/PIL dovrebbe mantenersi al di sotto del valore di

---

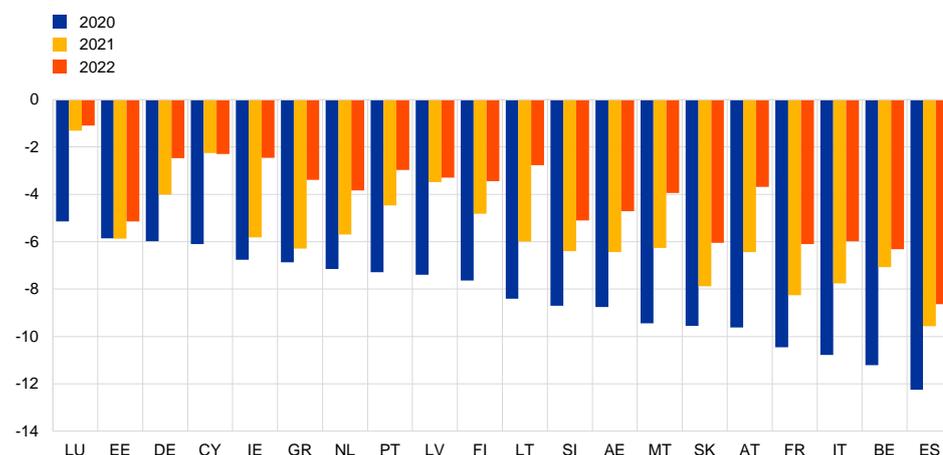
<sup>59</sup> La Lituania ha presentato un documento programmatico di bilancio basato sull'ipotesi di politiche invariate.

riferimento del 60 per cento del PIL previsto dal Trattato di Maastricht, ossia Estonia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo e Malta.

### Grafico A

Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, 2020-2022

(in percentuale del PIL)

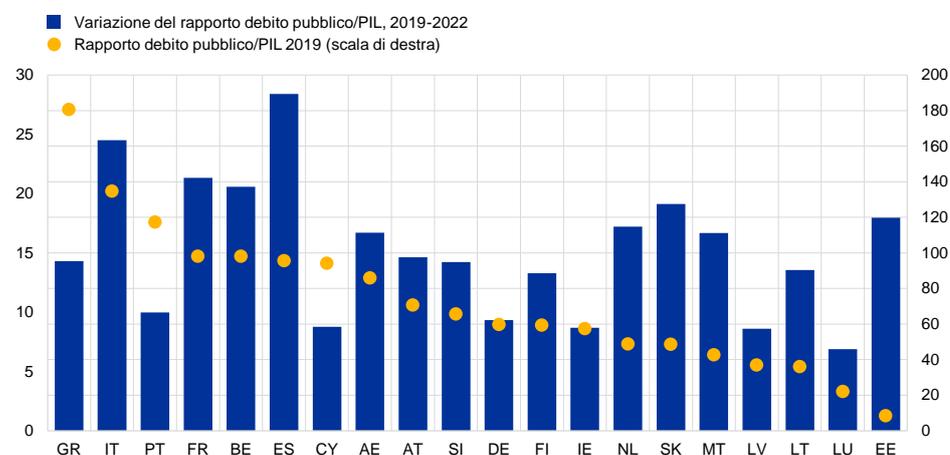


Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

### Grafico B

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, 2019-2022

(in percentuale del PIL)



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

**Allo stadio attuale la Commissione europea non intende avviare procedure per disavanzo eccessivo a fronte del superamento del valore di riferimento per il disavanzo del 3 per cento del PIL e della regola sul debito.** Attualmente solo la Romania è sottoposta a una procedura per disavanzo eccessivo (PDE), avviata ad aprile 2020. Nel pacchetto di novembre la Commissione ha dichiarato di ritenere che “alla luce dell’eccezionale incertezza creata dalla pandemia di COVID-19 e del suo straordinario impatto macroeconomico e di bilancio, anche per quanto riguarda la definizione di un percorso credibile per la politica di bilancio [...] non si dovesse prendere una decisione sull’opportunità di sottoporre gli Stati membri alla procedura

per i disavanzi eccessivi”. In base allo stesso criterio, la Commissione europea ha dichiarato che in questa fase non è possibile adottare alcuna decisione in merito a ulteriori passi da compiere in relazione alla procedura per disavanzo eccessivo nei confronti della Romania, che è stata avviata nell’aprile del 2020 in conseguenza del disavanzo di bilancio del 2019. Essa ha tuttavia valutato che in Romania “importanti fattori di fondo responsabili della situazione di bilancio, già presenti prima della pandemia del 2020, non sono stati modificati”. La Commissione europea riesaminerà l’avvio di ulteriori PDE nella primavera del 2021, sulla base dei dati convalidati per il 2020 e delle sue previsioni di primavera per il 2021.

**In ragione della brusca contrazione dell’economia dell’area dell’euro, un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimarrà essenziale fino a quando non si registrerà una ripresa duratura, in grado di consentire la ricostruzione di prudenti posizioni di bilancio nel medio termine.**

Dopo un orientamento di bilancio fortemente espansivo nel 2020, le previsioni dell’autunno 2020 della Commissione europea indicano il graduale venir meno delle misure di emergenza. Il sostegno di bilancio dovrebbe tuttavia continuare a rimanere su livelli elevati in relazione all’adozione di nuove misure mirate a sostenere la ripresa. Finché l’emergenza sanitaria persiste e la ripresa non è in grado di autoalimentarsi, sarà importante prorogare le misure temporanee al fine di scongiurare la possibilità di variazioni brusche e significative (cliff effects). Nondimeno, è fondamentale che le misure siano tempestive, temporanee e mirate, in modo da fornire sostegno nel modo più efficace senza produrre effetti durevoli sulle posizioni di bilancio nel periodo successivo alla crisi, garantendo in tal modo la sostenibilità delle finanze pubbliche. Quando le condizioni epidemiologiche ed economiche lo consentiranno, occorrerà rivolgere l’attenzione al perseguimento di politiche che mirino a conseguire prudenti posizioni di bilancio nel medio termine, incrementando nel contempo gli investimenti. In questo senso, NGEU offre l’opportunità di fornire sostegno agli investimenti e contribuire a una ripresa durevole.

# Articoli

## 1 Gli accordi europei di cambio (AEC II) come fase preparatoria in vista dell'adozione dell'euro: il caso di Bulgaria e Croazia

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

A completamento di un percorso svoltosi negli ultimi anni e concordato tra tutte le parti dell'UE interessate, il 10 luglio 2020 il lev bulgaro e la kuna croata sono stati inclusi negli accordi europei di cambio AEC II. Tale inclusione rappresenta un importante passo in direzione di un futuro allargamento dell'area dell'euro, dato il rilevante ruolo svolto dagli AEC II nella fase preparatoria all'adozione dell'euro. La partecipazione agli accordi può determinare un cambio di regime nel paese interessato: può cioè alterare gli incentivi degli investitori locali e internazionali e delle autorità nazionali.

Il presente articolo fornisce evidenze del fatto che un simile cambio di regime si è effettivamente verificato nei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) che hanno aderito agli accordi nel 2004 e nel 2005. Se sostenuto da politiche economiche solide, questo cambiamento può avere conseguenze positive, come l'accelerazione del processo di convergenza. Per contro, l'attuazione di misure di policy imprudenti può contribuire al formarsi di squilibri economici. L'articolo esamina gli AEC II anche dal punto di vista storico, analizzandone le principali caratteristiche e procedure e illustrando il nuovo percorso di inclusione – e, contemporaneamente, di partecipazione all'unione bancaria europea – che è stato istituito e attuato con successo in Bulgaria e Croazia.

La principale conclusione cui giunge l'articolo è che, per godere appieno dei vantaggi dell'integrazione monetaria e garantire una fluida inclusione negli accordi, i paesi hanno bisogno di politiche, di governance e di istituzioni solide che consentano di mettere in atto adeguate misure macroeconomiche, macroprudenziali, di vigilanza e strutturali per far fronte ai rischi.

### 1 Introduzione

**Il 10 luglio 2020 due Stati membri dell'UE, Bulgaria e Croazia, hanno aderito agli AEC II.** Il processo, avviato nel 2017, prevedeva il completamento di un percorso elaborato in base agli insegnamenti tratti dalle esperienze di altri paesi, all'istituzione dell'unione bancaria europea e a un attento esame dei punti di forza e delle vulnerabilità specifici dei due paesi<sup>60</sup>. Il percorso è stato concordato tra le

---

<sup>60</sup> Cfr. il riquadro *Il lev bulgaro e la kuna croata negli Accordi europei di cambio (AEC II)* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

autorità bulgare e croate e le parti coinvolte negli AEC II: i ministri delle finanze dei paesi dell'area dell'euro, la BCE, il ministro delle finanze danese e il governatore della Danmarks Nationalbank<sup>61</sup>. Le decisioni assunte hanno seguito una procedura comune che prevede il coinvolgimento della Commissione europea e la consultazione del Comitato economico e finanziario nella sua composizione relativa all'area dell'euro, nota come Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo (Eurogroup Working Group, EWG).

**L'inclusione del lev bulgare e della kuna croata negli AEC II rappresenta un importante passo in direzione di un ulteriore allargamento dell'area dell'euro.**

La Bulgaria e la Croazia dovrebbero adottare l'euro una volta soddisfatti i requisiti necessari (i criteri di convergenza di Maastricht) secondo le valutazioni contenute nei rapporti sulla convergenza della Commissione europea e della BCE<sup>62</sup>.

**Per la Bulgaria e la Croazia, gli AEC II rappresentano quindi non soltanto un accordo sui tassi di cambio, ma anche una fase propedeutica all'adozione dell'euro.**

Gli AEC II hanno due scopi principali: il primo è definire un accordo per la gestione dei tassi di cambio tra le valute dei paesi partecipanti che contribuisca anche al corretto funzionamento del mercato unico europeo attraverso la tutela della stabilità di tali tassi; il secondo è agevolare la valutazione della convergenza teorizzata nel Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) in merito all'adozione dell'euro da parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, con l'eccezione della Danimarca, che gode di uno status particolare<sup>63</sup>. In tal modo, gli AEC II offrono un terreno di prova prima dell'adozione dell'euro, poiché le economie degli Stati membri partecipanti operano in un regime di stabilità dei tassi di cambio nei confronti dell'euro (verifica di mercato) e viene loro richiesto di rafforzare ulteriormente le politiche macroeconomiche, macroprudenziali, di vigilanza e strutturali (verifica delle politiche), con il sostegno della governance economica in continua evoluzione dell'Unione europea.

---

<sup>61</sup> Fino al 10 luglio 2020 la Danimarca era l'unico Stato membro dell'UE non appartenente all'area dell'euro partecipante agli accordi. In seguito a tale data, sono entrate nel novero delle parti coinvolte negli AEC II anche Bulgaria e Croazia.

<sup>62</sup> L'articolo 140 e il protocollo 13 del TFUE sanciscono che l'adozione dell'euro da parte di uno Stato membro è subordinata al soddisfacimento di diversi criteri di convergenza economica e giuridica (Maastricht). Nei rapporti biennali sulla convergenza, la BCE e la Commissione europea verificano se a) i paesi interessati hanno raggiunto un elevato grado di convergenza economica sostenibile; b) le legislazioni nazionali sono compatibili con il Trattato e lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della BCE; c) sono soddisfatti i requisiti di legge affinché le banche centrali nazionali interessate divengano parte integrante dell'Eurosistema.

<sup>63</sup> Per quanto riguarda la stabilità dei tassi di cambio, la BCE e la Commissione europea verificano se il paese abbia rispettato gli AEC II per un periodo di almeno due anni senza che si siano osservate gravi tensioni nei normali margini di fluttuazione nel mercato dei cambi. In particolare, ciò significa che il paese in questione non deve svalutare di propria iniziativa il tasso di cambio centrale bilaterale della propria valuta nei confronti dell'euro. Il protocollo n. 16 del TFUE riconosce alla Danimarca l'esenzione dalla Terza fase dell'UEM. La Danimarca è pertanto l'unico Stato membro dell'UE non appartenente all'area dell'euro ad aver aderito agli AEC II senza l'obiettivo di adottare l'euro.

**Il presente articolo analizza l'inclusione del lev bulgaro e della kuna croata negli AEC II, focalizzando l'attenzione sul ruolo di ponte tra le valute nazionali e l'euro svolto dagli accordi.** Nello specifico, la sezione 2 passa brevemente in rassegna la storia, le principali caratteristiche e le procedure degli AEC II. La sezione 3 sostiene l'ipotesi, basata su evidenze quantitative, secondo cui gli AEC II possono determinare un cambio di regime nei paesi partecipanti che intendono adottare l'euro. La sezione 4 illustra il percorso verso l'inclusione negli AEC II stabilito e adottato per la Bulgaria e la Croazia. La sezione 5, infine, presenta le conclusioni ponendo l'enfasi sul percorso futuro e sulle principali sfide che Bulgaria e Croazia dovranno affrontare nel loro processo di adozione dell'euro.

## **2 Storia, principali caratteristiche e procedure degli AEC II**

### **2.1 Storia**

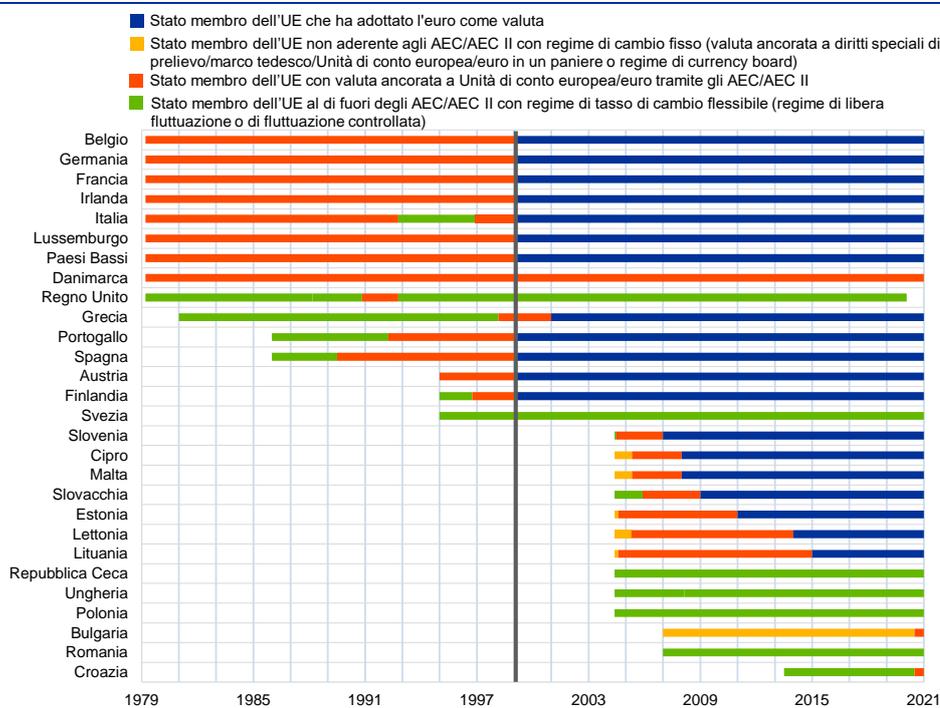
**Con l'introduzione dell'euro, il 1° gennaio 1999, gli AEC II hanno preso il posto dei precedenti accordi europei di cambio, che costituivano una componente del Sistema monetario europeo (SME), in vigore del 13 marzo 1979<sup>64</sup>.** Gli AEC precedenti, che costituivano uno degli elementi fondanti dello SME, miravano a ridurre la variabilità dei tassi di cambio e ad agevolare la stabilità monetaria tra le valute degli otto Stati membri iniziali. Con l'introduzione dell'euro, la corona danese e la dracma greca sono state incluse nei nuovi accordi, gli AEC II. Dopo l'adozione dell'euro da parte della Grecia nel 2001, e fino al 2004, la Danimarca è stata l'unico Stato membro dell'UE non appartenente all'area dell'euro ad aderire agli accordi (cfr. il grafico 1).

---

<sup>64</sup> Più in generale, il 1° gennaio 1999 lo SME è stato sostituito dalla Terza fase dell'UEM.

## Grafico 1

### Regimi di cambio negli Stati membri dell'UE dall'istituzione del Sistema monetario europeo



Fonte: BCE.

Note:

1) gli AEC, che costituivano un elemento del Sistema monetario europeo, sono entrati in vigore il 13 marzo 1979 e sono venuti meno con l'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM), il 1° gennaio 1999. Lo stesso giorno, agli AEC sono subentrati gli AEC II.

2) Belgio e Lussemburgo hanno osservato un regime di associazione monetaria sino all'adozione dell'euro nel 1999.

3) La banda di oscillazione standard attorno ai tassi centrali negli AEC corrispondeva al  $\pm 2,25$  per cento, con l'eccezione della lira italiana, della peseta spagnola, dell'escudo portoghese e della sterlina britannica, il cui intervallo di oscillazione era del  $\pm 6$  per cento. Dall'8 gennaio 1990 al 16 settembre 1992 la lira italiana (precedentemente inserita dagli AEC nella banda ampia) è passata alla banda ristretta.

4) Ad agosto 1993 la banda di oscillazione degli AEC si è temporaneamente ampliata fino a coprire un intervallo del  $\pm 15$  per cento per tutti i paesi aderenti agli accordi.

5) A settembre 1992 la partecipazione della lira italiana e della sterlina britannica agli AEC è stata sospesa. La lira italiana è stata ricompresa appieno negli accordi a novembre 1996.

6) La Grecia è stata inclusa negli AEC II nel periodo tra il 1999 e il 2000 con la nuova banda di oscillazione del  $\pm 15$  per cento.

La Danimarca ha mantenuto la banda di oscillazione del  $\pm 2,25$  per cento sia all'interno degli AEC che degli AEC II. Nonostante la banda nominale rappresentasse un parametro standard, quasi tutti i paesi che successivamente hanno aderito agli AEC II hanno adottato, su base unilaterale, una banda di oscillazione più ristretta. Tale impegno non comporta alcun obbligo per le altre parti coinvolte negli AEC II.

7) La Repubblica Ceca ha introdotto una soglia minima unilaterale per il tasso di cambio nei confronti dell'euro da novembre 2013 ad aprile 2017.

8) Il Regno Unito è uscito dall'UE il 31 gennaio 2020.

**Il 1° maggio 2004 dieci nuovi Stati membri hanno aderito all'Unione europea e le rispettive banche centrali nazionali (BCN) hanno adottato gli accordi europei di cambio AEC II.** Il 28 giugno 2004, poco dopo l'allargamento dell'UE, agli AEC II sono stati aggiunti la corona estone, il litas lituano e il tallero sloveno. Il 2 maggio 2005 anche la sterlina cipriota, il lat lettone e la lira maltese hanno aderito agli accordi, seguiti dalla corona slovacca il 28 novembre dello stesso anno. Da allora, tutti questi paesi hanno adottato l'euro in seguito all'“adempimento degli obblighi relativi alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria” (articolo 140 del TFEU), che includeva la ricezione di una valutazione positiva in merito alla convergenza da parte della BCE e della Commissione europea (cfr. il grafico 1).

## 2.2 Caratteristiche principali

**Gli AEC II sono stati sanciti con la risoluzione del Consiglio europeo del 16 giugno 1997<sup>65</sup>, nella quale si afferma che “L’euro sarà il centro del nuovo meccanismo”.** Le principali caratteristiche degli AEC II sono: a) la parità centrale con l’euro; b) una banda di oscillazione dell’ampiezza standard del  $\pm 15$  per cento rispetto al tasso di parità centrale; c) interventi ai margini della banda di oscillazione concordata; d) disponibilità di finanziamento a brevissimo termine da parte delle banche centrali aderenti. Queste ultime possono decidere di adottare, su base unilaterale, bande di oscillazione più ristrette (inclusi regimi di currency board) di quelle previste dagli AEC II, senza imporre obblighi aggiuntivi alle altre BCN aderenti o alla BCE<sup>66</sup>. Gli interventi ai margini delle bande di oscillazione sono, in linea di principio, automatici e illimitati, anche se la BCE e le BCN aderenti possono decidere di sospenderli in qualsiasi momento, in caso di conflitto con l’obiettivo primario di preservare la stabilità dei prezzi. Nell’ambito dell’adesione agli AEC II possono verificarsi riallineamenti al tasso di cambio centrale o adeguamenti dell’ampiezza della banda di oscillazione, ad esempio nel caso in cui i tassi di cambio di equilibrio subiscano modifiche nel tempo. Tali evoluzioni possono avere luogo non soltanto nell’ambito di un processo di convergenza reale, ma anche in caso di significative variazioni della competitività esterna o in presenza di politiche economiche incoerenti.

## 2.3 Principali procedure

**Sebbene nel Trattato si faccia riferimento agli AEC II come parte integrante dei criteri di convergenza sui tassi di cambio definiti a Maastricht, le procedure e la natura degli accordi non sono definite nel Trattato, poiché si tratta di atti intergovernativi.** Ai sensi dell’articolo 2, paragrafo 3, della risoluzione del Consiglio europeo del 1997, le decisioni relative all’adesione agli AEC II – in particolare le valutazioni sull’inclusione della valuta di un determinato paese a un certo tasso di cambio centrale e in una certa banda di oscillazione – vengono adottate di comune accordo tra i ministri delle finanze dei paesi dell’area dell’euro, la BCE e i ministri delle finanze e governatori delle banche centrali degli Stati membri aderenti agli AEC II e non appartenenti all’area dell’euro in un determinato momento. Le decisioni vengono assunte al termine di un processo che prevede la consultazione dell’EWG e in cui è coinvolta anche la Commissione europea, che prende parte alle riunioni pertinenti, può essere incaricata di svolgere particolari compiti ed è tenuta informata dalle parti coinvolte negli AEC II. Poiché l’adesione agli AEC II è condizione propedeutica all’introduzione dell’euro, ci si attende che tutti gli Stati membri dell’UE con deroga all’obbligo di adozione della moneta unica – ossia tutti gli Stati membri

<sup>65</sup> [Risoluzione del Consiglio europeo sull’istituzione di un meccanismo di cambio nella terza fase dell’unione economica e monetaria, Amsterdam, il 16 giugno 1997 \(GU C 236 del 2.8.1997, pag. 5\).](#)

<sup>66</sup> Sebbene le bande più ristrette siano di norma adottate su base unilaterale, senza che vengano imposti obblighi aggiuntivi alle altre BCN aderenti o alla BCE, la loro adozione può anche essere concordata multilateralmente nel caso di economie che si trovano a uno stadio di convergenza economica sufficientemente avanzato, come è avvenuto per la Danimarca.

non appartenenti all'area dell'euro eccetto la Danimarca – aderiscano agli accordi in un dato momento.

**Nell'interesse di tutte le parti coinvolte, le decisioni in merito all'adesione agli AEC II devono essere adottate di comune accordo a seguito di una solida e approfondita valutazione economica condotta dai soggetti pertinenti e consultando la Commissione europea, attraverso uno scambio di vedute trasparente e approfondito.** Il requisito del comune accordo sull'adesione agli AEC II prevede vi sia consenso sul fatto che lo Stato membro interessato persegua efficaci politiche orientate alla stabilità, attuate in maniera coerente con una regolare partecipazione agli accordi. Tutte le parti si impegnano a perseguire tale consenso con spirito positivo e i negoziati proseguono fino a quando non viene raggiunto un accordo accettabile per tutti. Ciò si riflette nella posizione espressa nel 2003 dal Consiglio direttivo della BCE in merito alle politiche sugli AEC II, che sottolinea la necessità di adottare un approccio olistico e di effettuare un'analisi approfondita nella valutazione economica<sup>67</sup>.

### 3 L'effetto “cambio di regime” degli AEC II sul comportamento degli investitori e dei responsabili delle politiche

#### 3.1 Motivazione

**I vantaggi dell'adozione dell'euro possono essere goduti appieno solo se vengono messe in atto adeguate misure di policy, anche a livello nazionale<sup>68</sup>.**

Il conseguimento di “un alto grado di sostenibile convergenza” (articolo 140 del TFUE) è il presupposto più importante per una ordinata introduzione dell'euro. A tal fine, sono essenziali politiche solide e un adeguato livello di qualità istituzionale. Questi parametri vengono pertanto tenuti in debita considerazione nella valutazione dell'adeguatezza di uno Stato membro dell'UE non appartenente all'area dell'euro a prendere parte agli AEC II.

**Ciò è tanto più importante in quanto l'adesione agli AEC II può influire sulle aspettative e sugli incentivi economici degli investitori internazionali e locali, nonché di quelli delle autorità di politica economica locali, in un cambio di regime che è a sua volta in grado di innescare diverse dinamiche positive o negative.** I progressi compiuti nel processo di integrazione monetaria, unitamente alla prospettiva di adottare l'euro, possono migliorare il clima di fiducia degli investitori nei confronti degli Stati membri aderenti agli accordi. Ciò potrebbe determinare un'accelerazione degli afflussi finanziari lordi internazionali e,

<sup>67</sup> Cfr. “Posizione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea su aspetti di politica del cambio relativi ai paesi aderenti”, BCE, 18 dicembre 2003.

<sup>68</sup> Per una recente analisi dei benefici derivanti dall'adozione dell'euro, cfr. l'intervento di Mario Draghi dal titolo “L'Europa e l'euro vent'anni dopo” in occasione del conferimento della Laurea honoris causa in Economia della Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa, 15 dicembre 2018 nonché Brans, P., Clemens, U., Kattami, C. e Meyermans, E., “Economic benefits of the euro”, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 19, n. 3, Commissione europea (di prossima pubblicazione).

di conseguenza, una più robusta crescita del credito interno accompagnata da un significativo miglioramento delle condizioni di finanziamento. Se da un lato un simile scenario può incoraggiare un processo di convergenza (catching-up) sostenibile, dall'altro, se accompagnato a una debolezza delle istituzioni e delle imprese, può costituire un incentivo negativo che potrebbe comportare, ad esempio, distorsioni nell'allocazione del capitale, il rinvio delle riforme necessarie e il deterioramento della capacità di adattamento di un paese. Il conseguente accumulo di squilibri può, in ultima analisi, aggravare il quadro di una possibile inversione dei flussi finanziari a livello internazionale<sup>69</sup>.

**In tale contesto, è possibile trarre numerose indicazioni dall'analisi degli andamenti dei flussi finanziari internazionali e dell'espansione del credito nei paesi che hanno aderito agli AEC II in passato.** L'analisi si concentra sui PECO che hanno aderito agli AEC II nel 2004 e nel 2005 e, successivamente, hanno adottato l'euro: Estonia, Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia. Nella sezione 3.2 le esperienze di tali paesi vengono messe a confronto con quelle degli Stati membri dell'UE che si trovano nella stessa regione e che non hanno ancora aderito agli AEC II (Repubblica ceca, Ungheria, Polonia e Romania) o che lo hanno fatto solo di recente (Bulgaria e Croazia). La sezione 3.3 esamina alcune implicazioni sul piano delle politiche derivanti da tale analisi.

### 3.2 Evidenze raccolte

**In seguito all'ingresso dei suddetti PECO nell'Unione europea, i paesi che hanno aderito agli AEC II hanno registrato un ciclo di flussi finanziari internazionali più consistente rispetto a quelli che non hanno aderito.**

Gli afflussi finanziari lordi in percentuale del PIL hanno registrato un'accelerazione prima dell'adesione all'UE, che per alcuni paesi ha coinciso con l'avvio della loro adesione agli AEC II<sup>70</sup>. Tuttavia, i paesi che hanno aderito agli accordi hanno registrato un aumento molto più marcato (cfr. i grafici 2 e 3). Nei paesi aderenti agli AEC II, gli afflussi finanziari lordi hanno raggiunto il loro valore massimo circa tre anni dopo l'adesione, segnando valori pari, in media, al 30 per cento circa del PIL (cfr. il grafico 2). Per contro, gli afflussi finanziari lordi si sono rivelati più stabili nei paesi non aderenti agli accordi, rimanendo compresi tra il 5 e il 10 per cento del PIL dopo l'ingresso nell'UE (cfr. il grafico 3). Con l'arrivo della crisi finanziaria mondiale nel 2007-2008, che si è manifestata nella maggior parte dei paesi osservati circa tre o quattro anni dopo l'ingresso nell'UE, i paesi aderenti agli AEC II hanno registrato un'inversione dei flussi finanziari più marcata (cfr. i grafici 2 e 3)<sup>71</sup>. A sostegno

<sup>69</sup> Sebbene sia sempre più evidente che i fattori di spinta internazionali, piuttosto che quelli di attrazione nazionali, rappresentino la principale determinante dei flussi internazionali di capitali, l'interazione delle caratteristiche specifiche di ciascun paese con le tendenze a livello mondiale può svolgere un ruolo importante nel determinare la dinamica dei flussi internazionali di capitali. Cfr., ad esempio, Rey, H., "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", intervento pronunciato in occasione del *Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2013.

<sup>70</sup> Dal momento che i paesi in esame (eccetto Bulgaria, Romania e Croazia) hanno aderito, nel 2004-2005, sia all'Unione europea che agli AEC II, tali andamenti hanno rispecchiato anche, in certa misura, la sincronizzazione del ciclo economico.

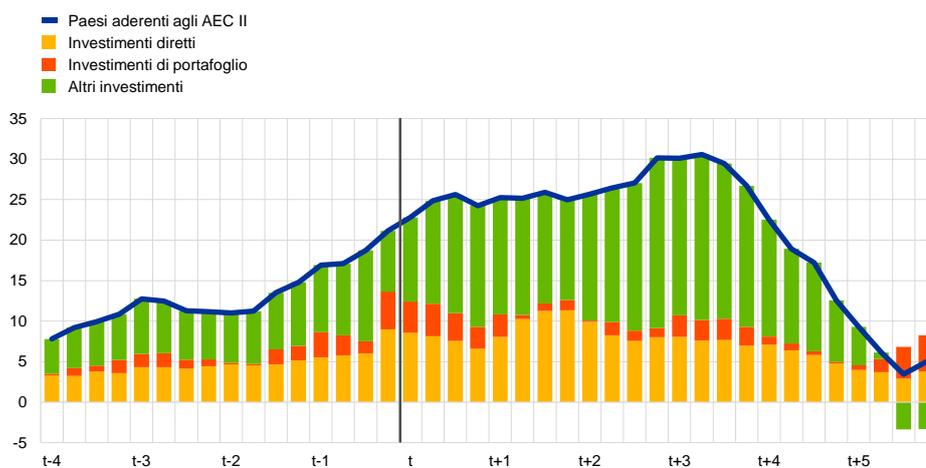
<sup>71</sup> Inoltre, i paesi aderenti agli AEC II hanno registrato più ampi afflussi finanziari internazionali in termini netti rispetto agli altri PECO.

dell'evidenza quantitativa, le analisi econometriche interne eseguite su un campione di economie emergenti ed ex economie in transizione mostrano che il grado di flessibilità del regime di cambio non incide sugli afflussi finanziari verso tali paesi, mentre è stato riscontrato che l'adesione agli AEC II genera un aumento degli afflussi finanziari lordi. Al tempo stesso, i risultati indicano che l'ingresso nell'UE non è rilevante nel giustificare gli afflussi finanziari registrati<sup>72</sup>.

## Grafico 2

### Afflussi finanziari lordi internazionali dei PECO prima e dopo l'adesione agli AEC II

(quota percentuale del PIL; medie non ponderate)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

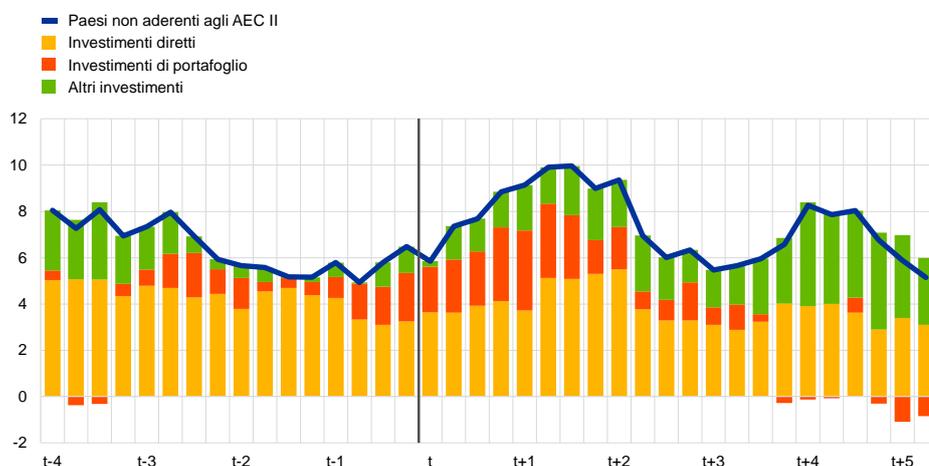
Note: i paesi interessati sono Estonia, Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia. Il periodo "t" rappresenta un evento specifico per ciascun paese e individua l'anno di adesione agli AEC II: 2004 per l'Estonia, la Lituania e la Slovenia e 2005 per la Lettonia e la Slovacchia.

<sup>72</sup> L'irrelevanza dell'ingresso nell'UE per gli afflussi finanziari internazionali è vera nel caso in cui si elimini dalla specifica la variabile di comodo dell'adesione agli AEC II.

### Grafico 3

#### Afflussi finanziari lordi internazionali dei PECO non aderenti agli AEC II, prima e dopo l'ingresso nell'Unione europea

(quota percentuale del PIL; medie non ponderate)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i paesi interessati sono Bulgaria, Repubblica Ceca, Croazia, Ungheria, Polonia e Romania. Il periodo "t" rappresenta un evento specifico per ciascun paese e individua l'anno di ingresso nell'Unione europea: 2004 per la Repubblica Ceca, l'Ungheria e la Polonia, 2007 per la Bulgaria e la Romania e 2013 per la Croazia.

**Le differenze negli afflussi finanziari lordi internazionali tra i PECO aderenti agli AEC II e gli altri PECO sono riconducibili in larga misura ai prestiti bancari e, in misura minore, agli investimenti diretti esteri (IDE) in entrata.** La più ampia quota dei flussi finanziari verso i PECO che hanno aderito agli AEC II si qualifica come "altri investimenti", ossia principalmente prestiti bancari alle imprese e alle famiglie e flussi all'interno dei gruppi bancari. Sebbene ciò possa essere considerato la conseguenza di una forte presenza di banche estere (per lo più con sede nell'UE) nei PECO aderenti agli AEC II in tale periodo, tale caratteristica era comune all'intera regione. Per contro, la composizione dei flussi finanziari internazionali verso i PECO non aderenti agli AEC II è risultata ripartita in modo molto più uniforme tra gli IDE e gli investimenti di altro tipo (cfr. i grafici 2 e 3).

**Con la partecipazione agli AEC II, i paesi aderenti hanno registrato anche una più forte espansione del credito interno e tassi di interesse reali inferiori, rispetto ai PECO che non hanno aderito agli AEC II dopo l'ingresso nell'UE.**

Ingenti afflussi finanziari internazionali, in particolare sotto forma di credito bancario e altri flussi interbancari, possono accentuare alcuni aspetti del ciclo del credito interno, ad esempio attraverso il sostegno della raccolta bancaria<sup>73</sup>. Nei paesi che hanno aderito agli accordi, il credito al settore privato in percentuale del PIL è quasi raddoppiato nei cinque anni successivi all'adesione, mentre negli altri PECO l'aumento dei volumi del credito è stato più graduale (cfr. il grafico 4). Nel contempo, i paesi aderenti agli accordi hanno registrato tassi di interesse reali medi a breve termine negativi nei tre o quattro anni successivi all'adesione. Inoltre, il calo dei tassi di interesse reali a lungo termine è stato molto più elevato nei paesi che hanno

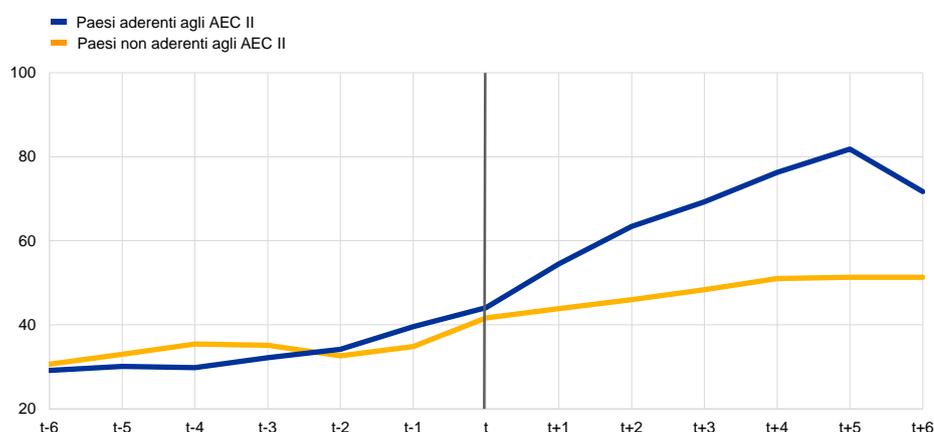
<sup>73</sup> Cfr., ad esempio, Lane, P.R. e McQuade, P., "Domestic Credit Growth and International Capital Flows", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n. 1, 2014, pagg. 218-252, in cui gli autori riscontrano, inoltre, che la crescita del credito interno nei paesi europei, prima del 2008, era fortemente correlata agli afflussi di debito netti ma non a quelli azionari netti.

aderito agli AEC II, rispetto ai paesi che non hanno aderito (cfr. il grafico 5). Sebbene le economie meno sviluppate dal punto di vista finanziario siano generalmente caratterizzate da risparmi interni più contenuti e necessitano pertanto di finanziamenti esteri per sostenere la crescita economica e il processo di catching-up nel suo complesso, ciò potrebbe rappresentare una sfida per alcuni paesi che aderiscono agli AEC II, poiché ingenti afflussi finanziari internazionali possono dare luogo a fasi di espansione e contrazione del credito<sup>74</sup>. Fasi di crescita eccessiva del credito, inoltre, possono risultare più estreme e difficili da contenere nei paesi con regimi di cambio fisso, poiché la crescita dell'inflazione che normalmente si associa a una forte domanda interna fa abbassare ulteriormente i tassi di interesse reali e ciò stimola, a sua volta, una domanda di credito aggiuntiva.

#### Grafico 4

##### Credito interno al settore privato nei PECO aderenti e non aderenti agli AEC II

(quota percentuale del PIL; medie non ponderate)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

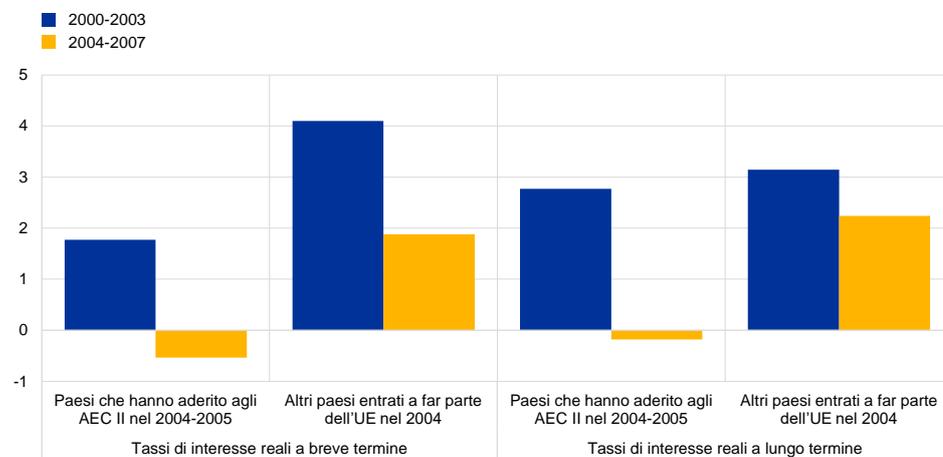
Note: i paesi aderenti agli AEC II interessati sono Estonia, Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia. Il periodo "t" rappresenta un evento specifico per ciascun paese e individua l'anno di adesione agli AEC II: 2004 per l'Estonia, la Lituania e la Slovenia e 2005 per la Lettonia e la Slovacchia. I paesi non aderenti agli AEC II interessati sono Bulgaria, Repubblica Ceca, Croazia, Ungheria, Polonia e Romania. Il periodo "t" rappresenta un evento specifico per ciascun paese e individua l'anno di ingresso nell'Unione europea: 2004 per la Repubblica Ceca, l'Ungheria e la Polonia, 2007 per la Bulgaria e la Romania e 2013 per la Croazia.

<sup>74</sup> L'esperienza di una crescita eccessiva del credito nei nuovi Stati membri dell'UE negli anni duemila è stata ampiamente discussa. Cfr., ad esempio, Backé, P. e Wójcik, C., "Credit booms, monetary integration and the new neoclassical synthesis", *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n. 3, pagg. 458-470, nonché Bakker, B.B. e Gulde, A-M., "The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?", *Working Paper Series*, n. 10/130, FMI, 2010.

## Grafico 5

### Tassi di interesse reali nei PECO aderenti e non aderenti agli AEC II

(valori percentuali)



Fonti: DataStream, BCE, Eurostat, OCSE, Reuters ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per esigenze legate alla convergenza, i tassi di interesse nominali a tre mesi del mercato monetario e quelli nominali a lungo termine (con scadenza a 10 anni) sono corretti utilizzando l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Gli aggregati sono medie semplici tra i vari paesi. I paesi che hanno aderito agli AEC II nel 2004-2005 sono Estonia, Lituania e Slovenia (2004), nonché Lettonia e Slovacchia (2005). Gli altri paesi che sono entrati a far parte dell'Unione europea nel 2004 sono Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia. I dati sui tassi reali a lungo termine per l'anno 2000 non sono disponibili. I dati relativi alla Slovenia sono disponibili a partire dal 2002. L'Estonia è esclusa dal valore aggregato dei tassi reali a lungo termine a causa della mancanza di dati.

### 3.3 Implicazioni sul piano delle politiche

**Sebbene il periodo successivo agli ingressi nell'UE del 2004-2005 si inquadri nel contesto della "Grande moderazione"<sup>75</sup>, caratterizzato da condizioni molto diverse da quelle oggi prevalenti, i riscontri empirici esposti nella precedente sottosezione presuppongono alcune implicazioni di carattere generale sul piano delle politiche che possono assumere rilevanza nel caso di Bulgaria e Croazia, nonché per gli altri Stati membri dell'UE che aspirano ad aderire agli AEC II in futuro.** Se da un lato i paesi aderenti agli accordi possono beneficiare di una maggiore disponibilità di capitale, dall'altro possono incorrere in maggiori rischi legati all'accumulo di squilibri macroeconomici. I paesi con ingenti flussi finanziari internazionali sono, in effetti, maggiormente soggetti a fasi di eccessiva espansione e contrazione del credito poiché gli afflussi finanziari esteri aumentano la disponibilità di fondi per il sistema bancario, una cui quota significativa è spesso di proprietà estera nei paesi dell'Europa centrale e orientale.

<sup>75</sup> Cfr. Bernanke, B.S., "The Great Moderation", considerazioni espresse in occasione dei *meetings of the Eastern Economic Association*, Washington, DC, 20 febbraio 2004.

**I precedenti storici indicano che fattori quali strutture economiche robuste<sup>76</sup> e una buona qualità delle istituzioni e della governance riducono il rischio di squilibri economici e migliorano la capacità di un paese di far fronte agli shock.** Sebbene la letteratura economica su questo argomento si sia focalizzata principalmente sulla fase successiva all'adozione dell'euro<sup>77</sup>, le evidenze presentate nella sottosezione precedente suggeriscono che dinamiche simili possono verificarsi anche durante il periodo di preparazione all'adozione della moneta unica.

**Strutture economiche robuste creano i presupposti per la distribuzione del capitale alle imprese produttive, sostenendo così il processo di catching-up anziché la formazione di bolle.** Simili strutture consentono inoltre alle autorità competenti di resistere alle pressioni derivanti da interessi di parte contro l'attuazione delle riforme necessarie, costituire margini di bilancio nelle fasi di espansione economica e adottare altre misure di natura anticiclica, anche sul piano macroprudenziale. In un contesto di debolezza delle istituzioni, andamenti quali l'impennata delle componenti più volatili dei flussi finanziari internazionali possono costituire un incentivo negativo che può condurre al rinvio delle riforme necessarie e al deterioramento della capacità di adattamento di un paese. Ciò non significa negare la necessità di attrarre capitali da parte delle economie in via di sviluppo; indica piuttosto che, se le istituzioni sono deboli, tali afflussi finanziari possono più facilmente rappresentare, in ultima analisi, un fattore negativo anziché positivo.

**L'ordinata adesione di una determinata valuta agli AEC II, pertanto, richiede solide condizioni strutturali di un'economia a livello nazionale.** La prospettiva di adesione agli AEC II e, successivamente, all'area dell'euro, dovrebbe agire da importante incentivo a migliorare il quadro delle politiche, della governance e delle istituzioni affinché si realizzi una convergenza sostenibile, analogamente a quanto avviene quando un paese incorpora la legislazione europea nel corso del processo che conduce al suo ingresso nell'UE. In assenza di questi miglioramenti, l'eccessiva facilità di accesso al finanziamento dopo l'adesione agli AEC II (e, in seguito, dopo l'adozione dell'euro) rischia di ridurre gli incentivi ad attuare le riforme necessarie.

---

<sup>76</sup> L'espressione "strutture economiche robuste" è utilizzata da Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. e Schulz, M., nella relazione dei cinque Presidenti "Completing Europe's Economic and Monetary Union", *Background Documents on Economic and Monetary Union*, Commissione europea, 2015. In Brinkmann, H., Harendt, C., Heinemann, F. e Nover, J., "Economic Resilience: A new concept for policy making?", Bertelsmann Stiftung, 2017, la capacità di tenuta in ambito economico è definita come "la capacità di un'economia nazionale di adottare misure preparatorie di gestione delle crisi, di attenuare le conseguenze dirette delle crisi stesse e di adattarsi a circostanze mutevoli. A tale riguardo, il livello della capacità di tenuta è determinato dall'efficacia delle azioni e dell'interazione tra la sfera politica, economica e sociale nel preservare una buona performance dell'economia – misurata in base agli obiettivi sociali – anche dopo una crisi" (traduzione non ufficiale).

<sup>77</sup> Cfr. Fernández-Villaverde, Garicano, J.L. e Santos, T., "Political Credit Cycles: The Case of the Euro Zone", *NBER Working Paper*, n. 18899, 2013; Challe, E., Lopez, J e Mengus, E., "Southern Europe's institutional decline," *HEC Research Papers Series*, n. 1148, HEC Paris, 2016; Masuch, K., Moshhammer, E. e Pierluigi, B., "Institutions, public debt and growth in Europe", *Working Paper Series*, n. 1963, BCE, settembre 2016; nonché Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Heinz, F.F e Muzikarova, S., "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", *Occasional Paper Series*, n. 203, BCE, dicembre 2017.

## 4 Il lev bulgaro e la kuna croata negli AEC II

**Nell'estate del 2018 e del 2019, in seguito alle discussioni con le parti degli AEC II, le autorità bulgare e croate hanno rispettivamente assunto una serie di impegni in termini di politiche economiche in settori di grande rilevanza ai fini di un processo di transizione ordinato e della successiva partecipazione agli AEC II.** Dopo l'adempimento di tali impegni definiti prioritari sul piano delle politiche economiche e l'annuncio di impegni post-adesione da completare nel periodo successivo all'inizio della partecipazione agli accordi, il 10 luglio 2020 i due paesi hanno aderito contemporaneamente agli AEC II e all'unione bancaria europea. La presente sezione spiega le motivazioni alla base della partecipazione agli accordi di questi due Stati membri dell'UE e il piano d'azione che è stato attuato.

**Quando la Bulgaria e la Croazia hanno inizialmente manifestato il loro interesse ad aderire agli accordi, le parti degli AEC II hanno tenuto conto di tre considerazioni fondamentali.**

**In primo luogo, era la prima volta che un paese aderiva agli AEC II dopo la crisi finanziaria, da cui erano stati tratti importanti insegnamenti.** Per questo motivo, il quadro istituzionale europeo aveva subito una profonda revisione nel decennio precedente ed era fondamentale non trascurare tali insegnamenti nelle decisioni future relative agli AEC II. La capacità di tenuta delle strutture economiche, la stabilità finanziaria e la qualità delle istituzioni e della governance avevano assunto un ruolo di primo piano nelle discussioni, data la loro importanza per la sostenibilità a più lungo termine dell'adozione dell'euro. In particolare, l'esperienza degli ex partecipanti agli AEC II aveva confermato che bisognava già possedere tali caratteristiche per garantire un'ordinata partecipazione agli accordi.

**In secondo luogo, era anche la prima volta che uno Stato membro aderiva agli AEC II dall'avvio dell'unione bancaria europea.** Nell'unione bancaria, il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) e il Meccanismo di risoluzione unico hanno poteri diretti sul sistema bancario dello Stato membro interessato. Ciascuno Stato membro è tenuto ad aderire all'unione bancaria al più tardi nel momento in cui viene introdotto l'euro. Dato che gli AEC II costituiscono una fase preparatoria per l'adozione della moneta unica, aderire agli accordi oggi significa anche prepararsi per l'unione bancaria. A tal fine, si è ritenuto opportuno che i paesi che intendevano adottare l'euro avviassero una cooperazione stretta con la BCE (cfr. il riquadro 1) contemporaneamente all'adesione agli AEC II<sup>78</sup>.

**In terzo luogo, era anche necessario tener conto di considerazioni specifiche relative al singolo paese.** Sebbene sia la Bulgaria che la Croazia avessero compiuto progressi significativi nell'affrontare gli squilibri macroeconomici ed entrambe avessero registrato risultati positivi in termini di adeguamento agli shock negativi nell'ambito dei rispettivi regimi di cambio, erano sorte preoccupazioni circa

---

<sup>78</sup> Al tempo stesso, anche l'avvio di una cooperazione stretta in materia di vigilanza *senza* aderire agli AEC II è una possibile linea d'azione per gli Stati membri dell'UE che attualmente non fanno parte dell'area dell'euro, vale a dire che i due processi non devono necessariamente essere sincronizzati.

la loro regolare partecipazione agli AEC II, a causa di alcune vulnerabilità ancora presenti.

**In tale contesto, si è posta la questione della maniera migliore di tenere conto delle considerazioni già menzionate all'interno del quadro istituzionale e giuridico esistente.** Gli Stati membri dell'UE devono essere trattati alla stessa maniera in qualsiasi fase dell'UEM, il che implica che non possono essere imposti prerequisiti o nuove regole prima della richiesta di partecipazione di uno Stato membro agli AEC II. Ogni Stato membro è quindi libero di richiedere in qualsiasi momento l'inserimento della propria valuta negli accordi e di assumere i propri impegni sul piano delle politiche economiche, come hanno fatto altri Stati membri in passato. Nel contempo, e in linea con la procedura richiamata nella sezione 2.3, le parti degli AEC II possono decidere di non dare il loro assenso alla partecipazione di tale Stato membro agli accordi nel caso in cui gli impegni in termini di politiche economiche e le relative azioni intraprese dalle autorità nazionali non facciano fronte in misura sufficiente agli sviluppi, ai timori e ai rischi individuati. Tale approccio è pienamente coerente con il quadro di riferimento degli AEC II.

**Durante la fase informale del percorso verso la partecipazione agli AEC II, si è tenuto un dialogo tra le parti degli accordi e le autorità bulgare e croate sui rischi individuati e sulle strategie per attenuarli.** Il dialogo ha precisato gli impegni sul piano delle politiche economiche che le autorità bulgare e croate dovevano assumere e adempiere al momento di procedere con il piano d'azione. Una volta completata questa fase, l'ultimo passaggio del piano è stato contrassegnato dalle richieste formali di inclusione del lev bulgaro e della kuna croata negli AEC II, che sono state inviate il giorno precedente l'adozione della decisione.

**Alcuni impegni di politica economica erano stati completati quando Bulgaria e Croazia sono entrate formalmente negli AEC II ("impegni prioritari") e, in linea con le prassi del passato, altri impegni devono essere completati dopo l'adesione agli accordi ("impegni post-adesione"), al fine di raggiungere un elevato grado di convergenza economica sostenibile al momento dell'adozione dell'euro.** Sia gli impegni prioritari che quelli post-adesione dovevano necessariamente essere ragionevoli, proporzionati e motivati. Inoltre, dovevano essere specifici, realistici e verificabili. Infine, è stato convenuto che tali impegni dovevano essere attuati, monitorati e verificati in un periodo di tempo relativamente breve.

**Nel frattempo, la BCE e la Commissione europea hanno istituito un sistema di monitoraggio adeguato nell'ambito delle rispettive competenze al fine di verificare l'osservanza degli impegni sia prioritari che post-adesione.**

In particolare, la BCE si è concentrata sugli impegni relativi al settore bancario, tra cui la vigilanza bancaria e le tematiche macroprudenziali. Sulla base di un mandato emesso dalle parti degli AEC II, la Commissione si è concentrata sugli impegni relativi alle politiche strutturali. Al fine di evitare sovrapposizioni con altre procedure, è stato inoltre precisato che le politiche di bilancio sono disciplinate dal Patto di stabilità e crescita e che in Bulgaria le riforme giudiziarie e la lotta contro la corruzione e la criminalità organizzata erano monitorate dalla Commissione ai sensi

del meccanismo di cooperazione e verifica (Cooperation and Verification Mechanism, CVM).

**Gli impegni prioritari sono stati assunti dalla Bulgaria nell'estate del 2018 e dalla Croazia nell'estate del 2019 e completati da entrambi i paesi prima dell'adesione agli AEC II il 10 luglio 2020.** Tre di questi impegni riguardavano gli stessi settori di politica economica sia per la Bulgaria che per la Croazia: a) instaurare una cooperazione stretta fra la vigilanza bancaria della BCE e le autorità nazionali competenti (ANC) nell'ambito del quadro giuridico dell'MVU; b) rafforzare gli strumenti macroprudenziali conferendo alle ANC il potere di adottare le cosiddette misure mirate ai prenditori, quali l'imposizione di limiti all'onere per il servizio del debito per i mutuatari rispetto al loro reddito; e c) recepire le direttive europee anti-riciclaggio nella legislazione nazionale. Gli altri tre erano impegni specifici per paese ed erano attinenti alle politiche strutturali. Il riquadro 1 esamina tali impegni in maggior dettaglio e descrive il processo di attuazione e valutazione degli impegni prioritari che rientrano nell'ambito di competenza della BCE (ossia quelli relativi alla vigilanza bancaria e alle politiche macroprudenziali), che sono stati completati al momento dell'adesione dei due paesi agli AEC II. Il riquadro inoltre illustra brevemente il funzionamento della vigilanza sulle banche dell'UE non appartenenti all'area dell'euro dal punto di vista operativo e in che modo essa si differenzia dalla vigilanza sulle banche dell'area dell'euro. Il riquadro 2 elenca gli impegni prioritari relativi alle politiche strutturali assunti dalle autorità bulgare e croate, che rientrano nell'ambito di competenza della Commissione.

## Riquadro 1

### Completamento degli impegni prioritari nell'ambito degli AEC II relativi alla vigilanza bancaria e agli strumenti macroprudenziali

a cura di Maximilian Fandl, Jaime Serra Goya e Kalina Paula Tylko-Tylczynska

Le parti degli accordi europei di cambio (AEC II) hanno affidato alla Banca centrale europea il mandato di monitorare l'attuazione dei due impegni prioritari relativi alla vigilanza bancaria e alla stabilità finanziaria, che le autorità bulgare e croate dovevano completare al momento dell'adesione agli accordi. I due impegni erano: a) istituire una cooperazione stretta fra la vigilanza bancaria della BCE e le autorità nazionali competenti (ANC) nell'ambito del quadro giuridico del meccanismo di vigilanza unico (MVU); b) rafforzare gli strumenti macroprudenziali stabilendo un chiaro fondamento giuridico in base al quale adottare misure macroprudenziali mirate ai prenditori, quali l'imposizione di limiti all'onere per il servizio del debito per i mutuatari rispetto al loro reddito.

La Bulgaria e la Croazia hanno presentato la richiesta di instaurare una cooperazione stretta tra le proprie ANC e la BCE rispettivamente a luglio 2018 e a maggio 2019. Sulla base di tali richieste, la BCE ha valutato se fossero state soddisfatte le condizioni per dare avvio a una cooperazione stretta. Conformemente al quadro giuridico, la valutazione era composta di due parti principali: a) una valutazione giuridica della normativa nazionale in materia adottata dallo Stato membro richiedente; b) una valutazione approfondita degli enti creditizi situati nello Stato membro. Per verificare adeguatamente se tutte le condizioni fossero state soddisfatte, la BCE ha elaborato

un quadro di riferimento standard basato sull'articolo 7 del regolamento sull'MVU<sup>79</sup> e sugli aspetti procedurali specificati nella Decisione BCE/2014/5 sulla cooperazione stretta<sup>80</sup>.

Per quanto riguarda la valutazione giuridica, la Bulgaria ha adottato la legislazione pertinente nel dicembre 2018, istituendo un meccanismo volto a garantire che la Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria, BNB) adottasse tutte le misure richieste dalla BCE in relazione agli enti creditizi. La BCE ha espresso una valutazione della nuova legislazione, considerando anche se i poteri a disposizione della BNB fossero almeno equivalenti a quelli della vigilanza bancaria della BCE. Al fine di soddisfare i requisiti per una cooperazione stretta, nel gennaio 2020 la BNB ha presentato un progetto di legge che modifica la legge sugli enti creditizi<sup>81</sup> e la legge sulla Banca nazionale di Bulgaria<sup>82</sup>. La nuova legge ha modificato i poteri sanzionatori della BNB e ha ampliato l'elenco delle violazioni passibili di sanzioni.

Analogamente, le autorità croate hanno emendato la legge sugli enti creditizi<sup>83</sup> e la legge sulla Hrvatska narodna banka<sup>84</sup> al fine di creare una base giuridica per una cooperazione stretta con la BCE. I primi emendamenti sono stati adottati dal parlamento croato a luglio 2019 e sono entrati in vigore ad agosto 2019. Ad aprile 2020 sono stati adottati ulteriori emendamenti, entrati in vigore nello stesso mese. La BCE ha ritenuto che il quadro giuridico nazionale fosse conforme alle condizioni rilevanti per l'instaurazione di una cooperazione stretta. Gli emendamenti hanno garantito che, una volta avviata tale cooperazione, la BCE disponesse di tutti i poteri necessari per svolgere i suoi compiti di vigilanza nei confronti delle banche croate.

I risultati della valutazione approfondita relativi alle banche bulgare sono stati pubblicati il 26 luglio 2019 e hanno segnalato carenze patrimoniali per due delle sei banche partecipanti<sup>85</sup>. Le due banche hanno attuato i rispettivi piani di capitalizzazione prima di instaurare la cooperazione stretta. Con quest'ultima fase sono stati soddisfatti tutti i prerequisiti di vigilanza e legislativi. Il 10 luglio 2020 la BCE ha annunciato che il Consiglio direttivo aveva adottato una decisione finalizzata ad instaurare una cooperazione stretta con la BNB<sup>86</sup>.

I risultati della valutazione approfondita per le banche croate sono stati pubblicati il 5 giugno 2020 e non hanno evidenziato carenze patrimoniali per le cinque banche interessate. Il 10 luglio 2020 la BCE ha annunciato che il Consiglio direttivo aveva adottato una decisione che istituiva una

---

<sup>79</sup> Cfr il [Regolamento \(UE\) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi](#) (GU L 287, del 29.10.2013, pag. 63).

<sup>80</sup> [Decisione della Banca centrale europea del 31 gennaio 2014 sulla cooperazione stretta con le autorità nazionali competenti degli Stati membri partecipanti la cui moneta non è l'euro](#) (BCE/2014/5), (GU L 198 del 5.7.2014, pag. 7).

<sup>81</sup> [Legge sugli istituti di credito](#), adottata dalla 40a Assemblea nazionale il 13 luglio 2006, pubblicata sul Darjaven Vestnik, numero 59 del 21 luglio 2006.

<sup>82</sup> [Legge sulla Banca nazionale di Bulgaria](#), adottata dalla 38a Assemblea nazionale il 5 giugno 1997, pubblicata sul Darjaven Vestnik, numero 46 del 10 giugno 1997.

<sup>83</sup> [Legge sugli enti creditizi](#), pubblicata sul Narodne novine n. 159/13, n. 19/15, n. 102/15 e n. 15/18.

<sup>84</sup> [Legge sulla Hrvatska narodna banka](#), pubblicata sul Narodne novine n. 75/08 e n. 54/13.

<sup>85</sup> Cfr. ["ECB concludes comprehensive assessment of six Bulgarian banks"](#), comunicato stampa della BCE del 26 luglio 2019. Le due banche con carenze patrimoniali nella valutazione approfondita sono state la First Investment Bank AD e la Investbank AD.

<sup>86</sup> [Decisione \(UE\) 2020/1015 della Banca centrale europea del 24 giugno 2020 sull'instaurazione di una cooperazione stretta tra la Banca centrale europea e la Българска народна банка \(Banca nazionale di Bulgaria\)](#) (ECB/2020/30) (GU L 224I del 13.7.2020, pag. 1).

cooperazione stretta con la Hrvatska narodna banka (HNB)<sup>87</sup> a seguito dell'adempimento da parte di quest'ultima a tutti i prerequisiti di vigilanza e legislativi.

Quando la Bulgaria e la Croazia hanno espresso l'intenzione di aderire agli AEC II, il loro quadro di riferimento macroprudenziale non prevedeva una base giuridica per le misure mirate ai prenditori. Al contrario, tale quadro si fondava principalmente su strumenti di capitale basati sulla direttiva sui requisiti patrimoniali<sup>88</sup> e sul regolamento sui requisiti patrimoniali<sup>89</sup>, come ad esempio la riserva di capitale anticiclica. Sebbene sia la HNB che la BNB disponessero di ampi poteri per formulare raccomandazioni sulle nuove prassi creditizie, queste non erano giuridicamente vincolanti e applicabili quanto le misure mirate ai prenditori.

In tale scenario, sia le autorità bulgare che quelle croate si sono impegnate a rafforzare gli strumenti macroprudenziali fornendo una base giuridica per le misure mirate ai prenditori. Tale impegno è stato completato con l'adozione della legislazione pertinente, rispettivamente a dicembre 2018 e ad aprile 2020.

Dopo il completamento dei loro impegni prioritari, la Bulgaria e la Croazia hanno aderito agli AEC II e all'unione bancaria. Dal 1° ottobre 2020 la BCE ha iniziato a vigilare direttamente sugli enti bulgari e croati significativi, mentre il Comitato di risoluzione unico è diventato l'autorità di risoluzione per tali enti e per tutti i gruppi internazionali. Gli enti creditizi che rientrano nella cooperazione stretta sono soggetti agli stessi standard e procedure di vigilanza dei loro omologhi nell'area dell'euro.

Una differenza fondamentale tra gli Stati membri che hanno adottato l'euro e quelli in regime di cooperazione stretta è che gli atti giuridici della BCE, comprese le decisioni sulle banche, non hanno effetti diretti sugli Stati membri in condizione di cooperazione stretta. Ciò significa che la BCE non adotta decisioni destinate alle banche di tali Stati membri, ma impartisce istruzioni alla rispettiva ANC, che a sua volta adotterà le necessarie misure amministrative a livello nazionale.

L'instaurazione di una cooperazione stretta con la BNB e la HNB segna una tappa importante nello sviluppo dell'unione bancaria. È la prima volta che l'unione bancaria si apre all'ingresso di Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

## Riquadro 2

### Completamento degli impegni prioritari nell'ambito degli AEC II relativi alle politiche strutturali

---

Nelle lettere alle parti degli accordi europei di cambio (AEC II), la Bulgaria<sup>90</sup> e la Croazia<sup>91</sup> si sono impegnate ad attuare una serie di misure relative alle politiche strutturali prima di aderire agli accordi. La Commissione europea è stata incaricata con mandato delle parti degli AEC II di

<sup>87</sup> [Decisione \(UE\) 2020/1016 della Banca centrale europea del 24 giugno 2020 sull'instaurazione di una cooperazione stretta tra la Banca centrale europea e la Hrvatska narodna banka \(BCE /2020/31\) \(GU L 224I del 13.7.2020, pag. 4\).](#)

<sup>88</sup> [Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento \(GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338\).](#)

<sup>89</sup> [Regolamento \(UE\) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento \(GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1\).](#)

<sup>90</sup> Cfr. [la lettera della Bulgaria sulla partecipazione agli AEC II del 13 luglio 2018.](#)

<sup>91</sup> Cfr. [la lettera della Croazia sulla partecipazione agli AEC II del 4 luglio 2019.](#)

monitorare l'attuazione di tali impegni prioritari, in linea con la sua sfera di competenza.

Il monitoraggio è stato agevolato da scambi tecnici a cadenza regolare tra la Commissione e le autorità bulgare e croate. La Commissione europea ha fornito alle parti degli accordi aggiornamenti periodici sui progressi compiuti. Allo stesso tempo, la BCE ha riferito in merito all'attuazione delle misure di politica economica connesse alla vigilanza bancaria e agli strumenti macroprudenziali (cfr. il riquadro 1).

Sia la Bulgaria che la Croazia hanno adattato i propri impegni prioritari in materia di politiche strutturali alle rispettive condizioni nazionali, al fine di evitare l'accumulo di squilibri macroeconomici e migliorare la qualità e la governance delle istituzioni. Le autorità bulgare si sono impegnate ad attuare misure nei seguenti ambiti: a) la vigilanza sul settore finanziario non bancario, b) la legislazione in materia di insolvenza, c) il quadro normativo in materia di antiriciclaggio e d) la governance delle imprese pubbliche. Nel frattempo, le autorità croate hanno assunto impegni relativi a: a) il quadro normativo in materia di antiriciclaggio, b) le statistiche, c) la governance del settore pubblico e d) il contesto imprenditoriale.

I rapporti di valutazione finali sono stati pubblicati insieme alle decisioni della BCE di includere il lev bulgaro<sup>92</sup> e la kuna croata<sup>93</sup> negli AEC II. Rispettivamente l'8 giugno 2020 e il 19 giugno 2020, le autorità croate e bulgare hanno informato le parti degli AEC II che i loro impegni prioritari erano stati portati a termine, a eccezione di quelli relativi all'instaurazione di una cooperazione stretta con la BCE, e hanno avanzato richiesta alle parti degli accordi di invitare la Commissione e la BCE a valutarne l'efficacia. Entrambe le istituzioni hanno confermato che gli impegni riguardanti le politiche dei relativi settori di competenza erano stati pienamente attuati e hanno accolto con favore l'azione compiuta da Bulgaria e Croazia per preparare in maniera migliore le rispettive economie al fine di una ordinata partecipazione agli accordi.

---

## Impegni post-adesione agli AEC II assunti dalla Bulgaria e dalla Croazia

- Le autorità bulgare si sono impegnate ad attuare misure supplementari riguardanti il settore finanziario non bancario, le imprese pubbliche, la legislazione in materia di insolvenza e il quadro normativo in materia di antiriciclaggio. La Bulgaria continuerà inoltre ad attuare le ampie riforme ai sensi del meccanismo di cooperazione e verifica (Cooperation and Verification Mechanism, CVM) nel settore giudiziario e nella lotta contro la corruzione e la criminalità organizzata.
- Le autorità croate si sono impegnate ad attuare misure nell'ambito delle politiche specifiche riguardanti il quadro normativo in materia di antiriciclaggio, il contesto imprenditoriale, le imprese pubbliche e la legislazione in materia di insolvenza.

---

<sup>92</sup> Cfr. la [lettera della Commissione europea alle parti degli AEC II sulla partecipazione della Bulgaria agli accordi e sulla valutazione dei suoi impegni prioritari](#).

<sup>93</sup> Cfr. la [lettera della Commissione europea alle parti degli AEC II sulla partecipazione della Croazia agli accordi e sulla valutazione dei suoi impegni prioritari](#).

**Al momento della sua inclusione negli AEC II, il cambio centrale del lev bulgaro rispetto all'euro è stato fissato al tasso di mercato prevalente, che era pari al tasso di cambio fisso previsto dal sistema di currency board (currency board arrangement, CBA).** Con l'adozione dei margini di fluttuazione standard di  $\pm 15$  per cento è stato inoltre stabilito, in linea con gli accordi precedenti, che il CBA bulgaro è un impegno unilaterale assunto esclusivamente dalla Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria), dal quale non deriva alcun obbligo per la BCE o per gli altri partecipanti agli accordi.

**Il cambio centrale della kuna croata rispetto all'euro nell'ambito degli AEC II è stato fissato al tasso di mercato prevalente al momento della sua inclusione.** In linea con la prassi seguita in passato, il cambio centrale era pari al tasso ufficiale di riferimento della BCE – pubblicato quotidianamente sul sito Internet di quest'ultima – del venerdì precedente l'inclusione della valuta negli accordi. Anche l'inclusione della kuna croata negli AEC II è soggetta a margini di fluttuazione standard del  $\pm 15$  per cento.

Il riquadro 3 riassume la valutazione economica a sostegno di tali decisioni sui tassi di cambio.

### Riquadro 3

#### Valutazione dei cambi centrali del lev bulgaro e della kuna croata nell'ambito degli AEC II

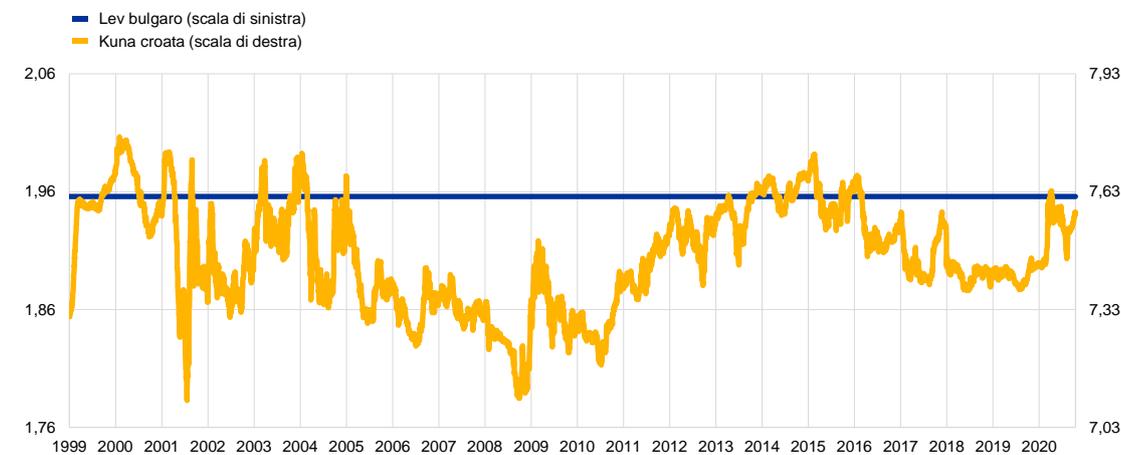
---

La Bulgaria e la Croazia hanno entrambe mantenuto la stabilità del tasso di cambio nominale per oltre vent'anni (cfr. il grafico A). A luglio 1997 la Bulgaria ha adottato un sistema di currency board per far fronte alle pressioni iperinflazionistiche. Inizialmente ciò si basava su un obbligo giuridico della Българска народна банка (Banca nazionale di Bulgaria, BNB), sancito dalla legge sulla Banca nazionale di Bulgaria, di scambiare la valuta nazionale al tasso di 1.000 vecchi lev bulgari per marco tedesco. A seguito di una ridenominazione (puramente nominale) del lev bulgaro nel giugno 1999, il tasso di cambio fisso è stato riallineato a 1 nuovo lev bulgaro per marco tedesco. Quando il marco tedesco ha cessato il corso legale in Germania nel 2002, la valuta di riferimento è diventata l'euro e il tasso di cambio fisso è stato stabilito a 1,95583 lev per euro, pari al tasso irrevocabile di conversione tra il marco tedesco e l'euro. Sin dalla sua introduzione nel 1994, la kuna croata è soggetta a un regime strettamente regolato di tasso di cambio flessibile, che non prevede alcun livello, percorso o banda di oscillazione predefiniti, e il suo tasso di cambio nei confronti dell'euro ha oscillato entro un intervallo ristretto di  $\pm 4,5$  per cento attorno al suo livello medio dal 1999.

## Grafico A

### Tassi di cambio del lev bulgaro e della kuna croata nei confronti dell'euro

(dal 4 gennaio 1999 al 14 ottobre 2020; unità in valuta nazionale per euro)



Fonte: BCE.

In linea con il suo sistema di currency board, la BNB spesso effettua, con banche nazionali, operazioni di conversione di lev bulgari in euro, mentre la Hrvatska narodna banka (HNB) interviene solo raramente sui mercati valutari. Come previsto dalla legge sulla Banca nazionale di Bulgaria, le passività monetarie della BNB sono interamente coperte dalle sue riserve ufficiali e la BNB stessa è obbligata a convertire le passività monetarie e l'euro al tasso di cambio ufficiale. Pertanto, l'emissione di lev bulgari non è discrezionale, ma legata direttamente alla disponibilità di riserve internazionali. Di conseguenza, la BNB non ha bisogno di effettuare interventi tradizionali in valuta estera per mantenere l'ancoraggio della propria valuta. Al contrario, essa emette o assorbe la moneta nazionale unicamente a fronte della valuta di riserva nelle transazioni con il settore bancario, denominate "interventi di tipo II", in modo tale che l'offerta di valuta nazionale equivalga automaticamente alla domanda. Nel caso della kuna croata, storicamente sono stati effettuati interventi sia per sostenere sia per indebolire la moneta, sebbene più di recente, fino allo shock causato dal coronavirus (COVID-9), la HNB sia intervenuta principalmente per contrastare le pressioni per il suo apprezzamento.

Grazie all'impegno credibile per mantenere la stabilità dei tassi di cambio, entrambe le banche centrali nazionali hanno accumulato adeguate riserve in valuta estera. Dalla crisi finanziaria mondiale del 2007-2008, la BNB e la HNB hanno notevolmente accresciuto la propria disponibilità di tali riserve. Nel 2019 le riserve in valuta estera della BNB e della HNB ammontavano rispettivamente al 47 per cento e al 38 per cento del PIL e superavano notevolmente tutti i parametri tradizionali di adeguatezza delle riserve in valuta estera.

Analogamente, entrambi i paesi hanno registrato miglioramenti significativi dei loro saldi con l'estero dalla crisi finanziaria mondiale, trasformando disavanzi di conto corrente a due cifre in avanzi. Anche le loro posizioni patrimoniali nette sull'estero hanno registrato un cambiamento significativo, passando da circa il -100 per cento del PIL per entrambi i paesi al -50 per cento per la Croazia e al -30 per cento per la Bulgaria, in modo tale da rendere quest'ultima uno dei paesi meno vulnerabili dell'Europa centrale e orientale.

Tale riequilibrio è stato inoltre accompagnato da un significativo adeguamento dei costi e prezzi relativi, per cui, da un punto di vista normativo, il lev bulgaro e la kuna croata sono stati valutati in

linea con i fondamentali. La valutazione dei saldi con l'estero di entrambi i paesi al momento dell'adesione agli AEC II indicava che i saldi di conto corrente erano relativamente prossimi al livello corretto per il ciclo e, semmai, leggermente superiori ai rispettivi parametri di riferimento a medio termine riferiti ai conti correnti, indicando quindi che le valute non erano sopravvalutate. Allo stesso tempo, i livelli dei prezzi relativi di entrambi i paesi si sono avvicinati a quanto suggerito dai rispettivi livelli di reddito sulla base di un'analisi econometrica comparata. Nel 2019 il livello dei prezzi della Bulgaria era pari al 52 per cento rispetto all'area dell'euro, mentre il PIL pro capite in termini reali era pari al 49 per cento di quello dell'area. Il livello dei prezzi della Croazia è stato del 65 per cento rispetto all'area dell'euro, mentre il PIL pro capite in termini reali è stato pari al 60 per cento di quello dell'area.

In assenza di un significativo disallineamento dei tassi di cambio reali, le parti degli AEC II hanno deciso di fissare il tasso di cambio centrale del lev bulgaro e della kuna croata al livello dei rispettivi tassi di mercato prevalenti. Nel caso del lev bulgaro, quest'ultimo era equivalente al tasso di cambio fisso previsto dal sistema di currency board. Pertanto, il lev bulgaro è stato incluso con un cambio centrale pari al tasso di cambio fisso di 1,95583 lev per euro. La kuna croata è stata inclusa con un cambio centrale fissato a 7,53450 kuna per euro, corrispondente al livello del tasso di cambio di riferimento (come pubblicato dalla BCE sulla base di una consultazione quotidiana tra le banche centrali europee) prima della sua inclusione.

Entrambi i paesi sono stati inclusi negli AEC II con un margine di fluttuazione standard del  $\pm 15$  per cento. Allo stesso tempo, si è convenuto che la Bulgaria aderisse con il suo sistema di currency board esistente, in vigore come impegno unilaterale che non impone ulteriori obblighi alla BCE.

---

## 5 Osservazioni conclusive: il percorso futuro e le principali sfide da affrontare

### **L'adesione agli AEC II è un passo necessario verso l'adozione dell'euro.**

Attualmente, 19 Stati membri dell'UE hanno adottato una politica monetaria comune con l'euro come moneta unica. Ai sensi del trattato, tutti gli altri Stati membri dell'UE, a eccezione della Danimarca, dovrebbero introdurre l'euro una volta soddisfatti i requisiti necessari.

**Da un punto di vista procedurale, l'adozione dell'euro è decisa dal Consiglio dell'Unione europea in linea con le pertinenti disposizioni del Trattato, compresa la necessità di mantenere l'adesione agli AEC II per almeno due anni.** La procedura è definita nell'articolo 140 e nel protocollo 13 del Trattato e si può riassumere nel seguente modo. Previa consultazione del Parlamento europeo e previa discussione in seno al Consiglio europeo, il Consiglio decide, su proposta della Commissione europea, quali Stati membri con deroga soddisfano le condizioni necessarie per adottare l'euro. Tale decisione è adottata sulla base dei criteri economici e legali di Maastricht. La Commissione europea e la BCE elaborano i rapporti sulla convergenza relativi al rispetto di tali criteri. Il Consiglio delibera – sulla base della raccomandazione di una maggioranza qualificata degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro – al più tardi sei mesi dopo aver ricevuto la proposta della Commissione, che si basa sulle conclusioni dei rapporti sulla

convergenza. I prossimi rapporti sulla convergenza dovrebbero essere pubblicati nel corso del 2022.

**Dal punto di vista dell'orientamento delle politiche, l'adozione dell'euro rappresenta un'opportunità, sebbene non una garanzia, per gli Stati membri di cogliere notevoli benefici.** Primo fra tutti, l'adozione di una valuta internazionale con corso legale favorisce la stabilità monetaria, che a sua volta si manifesta in un contesto di tassi di interesse reali stabili e bassi. Questo vantaggio, tuttavia, può anche esporre un paese a vulnerabilità, se la stabilità monetaria viene considerata come sostitutiva di politiche economiche regolamentate e sostenibili.

**L'articolo 140 del TFUE stabilisce inequivocabilmente che un paese deve raggiungere "un alto grado di sostenibile convergenza" con l'area dell'euro prima di introdurre la moneta unica.** Ciò significa che l'adozione dell'euro dovrebbe essere sostenibile nel lungo periodo. Inoltre, un ruolo molto importante è svolto da fattori quali la capacità di tenuta delle strutture economiche, la stabilità finanziaria, la qualità delle istituzioni e della governance e il progressivo rafforzamento dell'architettura dell'UE. Pertanto, il processo di convergenza non è automatico e, a livello nazionale, dovrebbe essere considerato piuttosto come la conseguenza di azioni di politica economica messe in atto sia prima che dopo l'adozione dell'euro, ossia come un continuum. È per questi motivi che i comunicati stampa della BCE del 10 luglio 2020 sull'inclusione del lev bulgaro e della kuna croata negli AEC II hanno anche sottolineato un "impegno risoluto" da parte delle rispettive autorità a "perseguire politiche economiche solide aventi l'obiettivo di preservare la stabilità economica e finanziaria e raggiungere una convergenza economica significativa e sostenibile"<sup>94</sup> (traduzioni non ufficiali).

**Il ruolo degli AEC II come fase preparatoria per l'adozione dell'euro e il cambiamento di regime che tali accordi comportano rappresentano sfide strategiche che devono essere affrontate.** Gli impegni prioritari assunti dalle autorità bulgare e croate negli ultimi anni hanno stimolato l'introduzione di importanti misure che mitigheranno i rischi nell'ambito degli AEC II. Le ulteriori misure di politica strutturale annunciate al momento dell'adesione agli AEC II vanno pertanto accolte con favore. Tuttavia, sebbene in entrambi i paesi siano stati compiuti passi fondamentali per affrontare gli squilibri macroeconomici, vi sono ancora progressi significativi da compiere per quanto riguarda la qualità complessiva delle istituzioni e della governance. A tale proposito, in futuro sarà decisiva una visione a lungo termine dell'elaborazione delle politiche, soprattutto alla luce dei nuovi rischi di divergenza causati dallo shock indotto dal coronavirus (COVID-19).

**Infine, tali sforzi dovranno comprendere anche misure volte a evitare che le imprese e gli operatori che fissano i prezzi utilizzino il passaggio all'euro come pretesto per rincari ingiustificati, che potrebbero minare la fiducia della popolazione nella moneta unica.** A tale riguardo, le autorità nazionali, in collaborazione con la Commissione europea e la BCE, possono trarre vantaggio dalle precedenti esperienze del passaggio all'euro in altri paesi, che hanno previsto

---

<sup>94</sup> Cfr. i comunicati stampa della BCE "Comunicato sulla Bulgaria" e "Comunicato sulla Croazia" del 10 luglio 2020.

misure quali campagne pubbliche di informazione e l'introduzione di una doppia indicazione dei prezzi, nonché accordi con le associazioni coinvolte. La BCE è pienamente impegnata, insieme alla Commissione, a sostenere le autorità bulgare e croate nella promozione di campagne finalizzate a evitare l'arrotondamento al rialzo dei prezzi.

## 2 L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro

a cura di Robert Anderton, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Lara Vivian

### 1 Introduzione

#### **Il mercato del lavoro dell'area dell'euro è stato gravemente colpito dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) e dalle relative misure di contenimento.**

L'occupazione e il totale delle ore lavorate sono diminuiti ai ritmi più elevati mai registrati. La disoccupazione è aumentata più lentamente e in misura minore, rispecchiando l'elevato tasso di ricorso alle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro e i passaggi all'inattività. L'aggiustamento del mercato del lavoro è avvenuto principalmente attraverso un forte calo della media delle ore lavorate. Inoltre, le forze di lavoro sono diminuite di circa 5 milioni nella prima metà del 2020, ovvero mezzo milione in più rispetto all'aumento registrato tra la metà del 2013 e il quarto trimestre del 2019.

#### **Gli shock sia dal lato dell'offerta di lavoro sia da quello della domanda aggregata contribuiscono a spiegare il calo del totale delle ore lavorate.**

Un'analisi effettuata mediante un modello autoregressivo vettoriale strutturale con restrizioni di segno mostra che gli shock dal lato dell'offerta di lavoro e della produttività sono responsabili insieme di circa un terzo del calo totale delle ore lavorate nel secondo trimestre del 2020. Ciò riflette sia l'impatto delle misure di chiusura (lockdown), che hanno costretto le imprese a chiudere temporaneamente o a ridurre le proprie attività, sia il calo delle forze di lavoro che, alla luce della pandemia, potrebbe anche riflettere una certa sfiducia. Si stima che lo shock negativo dal lato della domanda aggregata abbia causato circa un quarto del calo totale delle ore lavorate, rispecchiando sia i vincoli dal lato della domanda sia i possibili effetti dell'incertezza sui comportamenti di consumo.

**L'elevato ricorso alle misure mirate al mantenimento dei posti di lavoro nell'area dell'euro ha influito in modo significativo sugli andamenti del mercato del lavoro.** Quando i governi dell'area dell'euro hanno introdotto misure di contenimento per limitare la diffusione del virus, hanno anche elaborato politiche a sostegno del mercato del lavoro, con particolare attenzione alle misure mirate al mantenimento dei posti di lavoro sotto forma di riduzione dell'orario di lavoro e di licenziamenti temporanei. Tali misure contribuiscono a spiegare l'aggiustamento attraverso la media delle ore lavorate. Contribuiscono inoltre a spiegare perché il reddito per occupato è diminuito significativamente nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19 mentre, nello stesso periodo, la retribuzione oraria è leggermente aumentata<sup>95</sup>. Gli indicatori ad alta frequenza relativi alla domanda di lavoro e alle nuove assunzioni contribuiscono a far luce sull'impatto della crisi sul

<sup>95</sup> Il conseguente calo del reddito delle famiglie è stato in qualche misura controbilanciato dai sussidi fiscali, dalle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro e da altre misure di sostegno.

mercato del lavoro. Tali indicatori segnalano che, nonostante ci siano stati alcuni segnali di ripresa dell'occupazione e delle ore lavorate nel terzo trimestre del 2020, il mercato del lavoro è rimasto debole nel quarto trimestre.

**Un aspetto rilevante della pandemia è stato il passaggio dal lavoro d'ufficio al telelavoro.** Mentre gli impieghi compatibili col telelavoro erano coperti dal 33 per cento dei dipendenti nel 2019, meno del 10 per cento dei potenziali telelavoratori (pari al 3,3 per cento dei dipendenti) dichiarava di lavorare da casa, solitamente o talvolta. Questa situazione è cambiata con la pandemia e i relativi lockdown, durante i quali più di un terzo degli europei ha iniziato a utilizzare il telelavoro. Nei primi mesi successivi all'inizio della pandemia, il telelavoro potrebbe aver sostenuto l'occupazione e le ore lavorate in alcuni settori, in particolare tra i lavoratori con livelli di istruzione più elevati. In prospettiva, è probabile che la pandemia acceleri la trasformazione digitale in corso nell'economia dell'area dell'euro, facendo assumere maggior rilievo al telelavoro e all'uso delle tecnologie digitali.

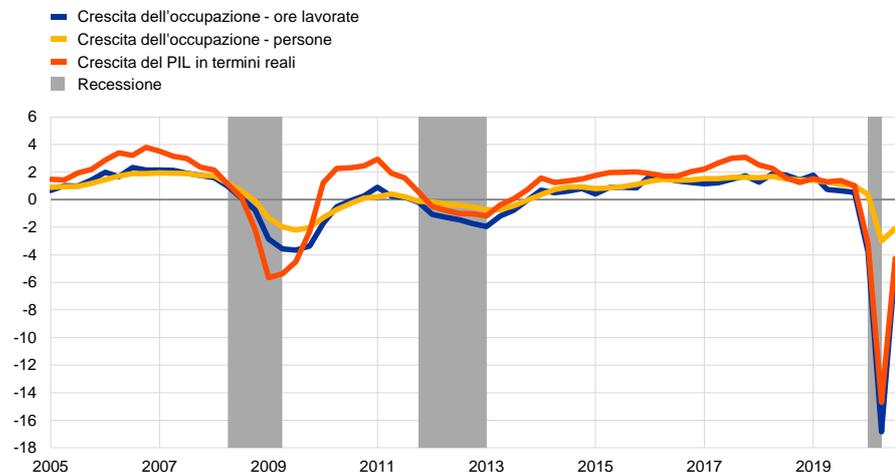
## 2 Andamenti dell'occupazione, della disoccupazione e delle ore lavorate

**La pandemia di COVID-19 ha determinato nel secondo trimestre del 2020 la più marcata contrazione dell'occupazione e del numero totale di ore lavorate mai registrata.** Nel corso di tale trimestre le persone occupate erano 5,2 milioni in meno rispetto alla fine del 2019: un calo del 3,2 per cento. Il calo del numero di occupati nel primo semestre del 2020 corrisponde a circa il 44 per cento dell'aumento del numero degli stessi a partire dal secondo trimestre del 2013. Sia l'occupazione sia le ore lavorate hanno registrato una lieve ripresa nel terzo trimestre, ma si sono mantenute nettamente al di sotto dei loro livelli nel quarto trimestre del 2019. Inoltre, nonostante la crescita dell'occupazione eccezionalmente bassa osservata nella prima metà del 2020, l'aggiustamento dell'occupazione sul trimestre precedente si è mantenuto relativamente modesto rispetto alle variazioni del PIL. Il totale delle ore lavorate ha subito una variazione notevolmente più pronunciata rispetto all'occupazione e anche rispetto al PIL. Nel secondo trimestre del 2020, quello più colpito dalle misure di contenimento, il totale delle ore lavorate è diminuito del 16,8 per cento e la media delle ore lavorate del 14,3 per cento su base annua (cfr. il grafico 1). L'aggiustamento attraverso il "margine intensivo" è stato agevolato dall'elevato ricorso a misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro, che hanno beneficiato degli sforzi compiuti dai governi per attuare nuovi regimi o per espandere considerevolmente quelli esistenti (cfr. la sezione 3). Il riquadro 1 descrive la natura degli shock che incidono sul totale delle ore lavorate e sulla partecipazione alle forze di lavoro.

## Grafico 1

### Andamento dell'occupazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: le variazioni sul periodo corrispondente si basano su dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Le aree ombreggiate indicano le recessioni dell'area dell'euro, definite come due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL. Ultime osservazioni: terzo trimestre del 2020.

### La produttività del lavoro per occupato è diminuita notevolmente durante la pandemia di COVID-19, mentre la produttività del lavoro per ora lavorata è lievemente aumentata.

Nella prima metà del 2020 si è registrata una netta diminuzione della produttività del lavoro per occupato, con una variazione sui dodici mesi del -12,1 per cento nel secondo trimestre del 2020, quando il netto calo del PIL è stato accompagnato da quello più moderato dell'occupazione. Per contro, la produttività del lavoro per ora lavorata è aumentata del 2,6 per cento sui dodici mesi nel secondo trimestre del 2020, in quanto le ore lavorate sono diminuite più del PIL (cfr. il grafico 1). Tale dicotomia tra produttività per persona e per ora lavorata è più marcata rispetto alle recessioni precedenti e riflette il tasso molto elevato di ricorso alle misure mirate al mantenimento dei posti di lavoro. Tuttavia, la produttività del lavoro per occupato ha registrato una netta ripresa nel terzo trimestre.

### La reazione del tasso di disoccupazione al calo dell'attività è stata più contenuta di quella dell'occupazione e del totale delle ore lavorate.

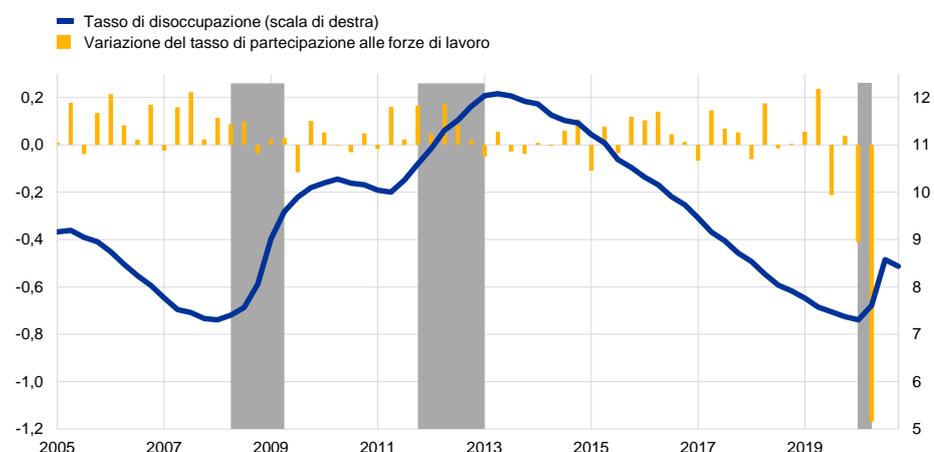
Tra febbraio e ottobre 2020 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è aumentato di solo 1,2 punti percentuali, raggiungendo l'8,4 per cento, nonostante il forte calo dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto l'8,7 per cento a luglio ed è successivamente diminuito. Il limitato aumento del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro, nei primi mesi dopo l'inizio della pandemia di COVID-19, è stato in netto contrasto con gli andamenti negli Stati Uniti, dove parte dell'aggiustamento è avvenuto attraverso il temporaneo licenziamento dei lavoratori; questi ultimi sono considerati disoccupati negli Stati Uniti, mentre nell'area dell'euro coloro che sono interessati da regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro o da licenziamenti temporanei rimangono, per la maggior parte dei casi, nei libri paga e pertanto non sono considerati disoccupati (cfr. il riquadro 2). La risposta più contenuta della disoccupazione al calo dell'attività nell'area dell'euro può essere attribuita non solo alle misure mirate al mantenimento dei posti di lavoro, volte a tutelare l'occupazione

e a limitare la disoccupazione, ma anche a un elevato numero di lavoratori che hanno effettuato la transizione verso l'inattività, determinando una brusca contrazione della partecipazione alle forze di lavoro (cfr. il grafico 2). I lockdown e le altre misure di contenimento hanno ridotto la domanda di lavoro e scoraggiato gli sforzi di ricerca di alcuni lavoratori che hanno perso il lavoro e sono passati direttamente all'inattività<sup>96</sup>. Le forze di lavoro hanno registrato una netta ripresa nel terzo trimestre, ma sono rimaste più contenute rispetto al quarto trimestre del 2019.

## Grafico 2

### Tasso di disoccupazione e tasso di partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro

(scala di sinistra: punti percentuali, variazioni sul trimestre precedente; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: tutti i dati trimestrali sono destagionalizzati. Le forze di lavoro sono misurate come somma di occupazione e disoccupazione. Le aree ombreggiate indicano le recessioni dell'area dell'euro, definite come due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL. Ultime osservazioni: terzo trimestre del 2020 per il tasso di partecipazione alle forze di lavoro e ottobre 2020 per il tasso di disoccupazione.

### Il tasso di disoccupazione e il totale delle ore lavorate si sono distanziati dai loro comovimenti a lungo termine con il PIL nel secondo trimestre del 2020<sup>97</sup>.

Il grafico 3 raffronta i tassi di crescita dell'occupazione e del totale delle ore lavorate osservati sul periodo corrispondente e le differenze del tasso di disoccupazione registrate sul periodo corrispondente, con le loro risposte attese nel caso in cui il rapporto a lungo termine tra questi aggregati del mercato del lavoro e il PIL fosse rimasto stabile nella prima metà del 2020. La risposta dell'occupazione sembra

<sup>96</sup> Le persone disponibili a lavorare ma che non cercano lavoro sono aumentate di 3,2 milioni nel primo semestre del 2020, il che rappresenta l'86 per cento del calo totale della forza lavoro misurato dall'indagine sulle forze di lavoro. Tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2020, una misura ampia del sottoutilizzo del lavoro, che comprende i disoccupati, le persone disponibili a lavorare ma non in cerca di lavoro, le persone in cerca di lavoro ma non disponibili a lavorare e i lavoratori a tempo parziale che desiderano lavorare più ore è aumentata dal 14,6 per cento al 16,3 per cento della forza lavoro estesa. La forza lavoro estesa comprende le persone disponibili a lavorare ma non in cerca di lavoro e le persone in cerca di lavoro ma non disponibili a lavorare, oltre agli occupati e ai disoccupati.

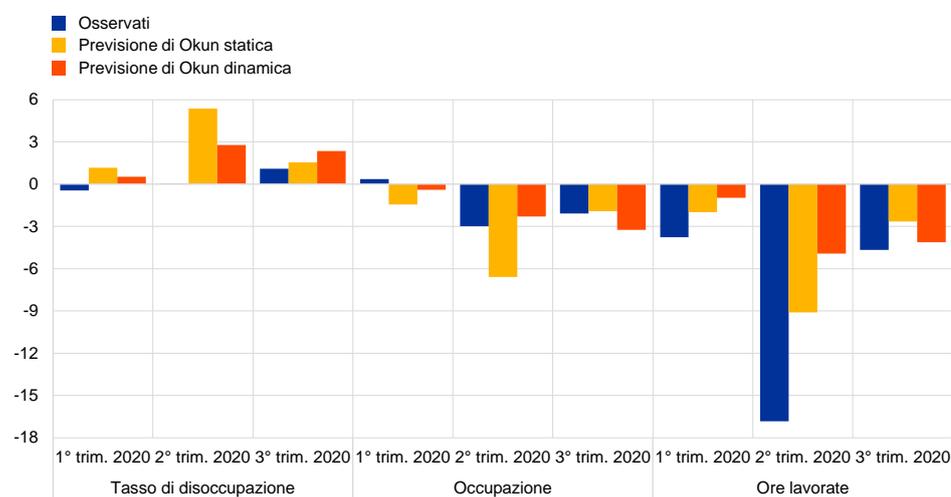
<sup>97</sup> Tale rapporto a lungo termine tra i principali aggregati del mercato del lavoro e il PIL può essere stimato utilizzando un approccio statico o dinamico. L'approccio statico ignora sia la dinamica di breve periodo sia quella di lungo periodo dell'adeguamento del mercato del lavoro alle fluttuazioni del ciclo economico, mentre un approccio dinamico consente una risposta prolungata del tasso di disoccupazione, dell'occupazione e del totale delle ore lavorate alle variazioni osservate nel PIL. Indipendentemente dall'approccio di stima, tale rapporto a lungo termine aiuta a quantificare il calo osservato dell'occupazione e del numero totale di ore lavorate e l'aumento osservato del tasso di disoccupazione a seguito della diminuzione dell'attività economica nella prima metà del 2020.

sostanzialmente in linea con le previsioni dell'approccio dinamico alle stime riguardanti il suo rapporto a lungo termine con il PIL. Tuttavia, il tasso di disoccupazione non è aumentato rispetto al secondo trimestre del 2019, mentre il numero totale di ore lavorate è diminuito più di quanto ci si sarebbe potuto aspettare esaminando il suo rapporto a lungo termine con il PIL. Nel terzo trimestre del 2020, i tassi di crescita sui dodici mesi registrati per occupazione e totale delle ore lavorate sono apparsi sostanzialmente in linea con il loro rapporto di lungo periodo con la crescita del PIL, mentre il tasso di disoccupazione si è mantenuto inferiore rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato in considerazione della sua correlazione storica con il PIL.

### Grafico 3

Previsioni basate sul rapporto a lungo termine tra aggregati selezionati del mercato del lavoro e PIL

(tasso di disoccupazione, punti percentuali; occupazione e ore lavorate, valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il rapporto a lungo termine tra ciascuna variabile del mercato del lavoro e il PIL è stimato sulla base di tassi di crescita sul periodo corrispondente o di differenze (nel caso del tasso di disoccupazione) fino al quarto trimestre del 2019. Gli impatti sono quindi calcolati come risposta delle variabili del mercato del lavoro al calo del PIL sul periodo corrispondente osservato nel primo e nel secondo trimestre del 2020 secondo la legge di Okun. La previsione dinamica di Okun si basa su un modello autoregressivo a ritardi distribuiti e consente una risposta dinamica degli aggregati del mercato del lavoro al calo del PIL.

## Riquadro 1

### Principali determinanti degli andamenti del mercato del lavoro: un analisi SVAR

a cura di Claudia Foroni e Matthias Mohr

Il presente riquadro valuta gli andamenti recenti del totale delle ore lavorate e delle forze di lavoro nell'area dell'euro sulla base di un modello autoregressivo vettoriale strutturale con restrizioni di segno (SVAR). Tale approccio può essere usato per scomporre le variazioni sul periodo corrispondente delle quattro variabili endogene, mostrate nella tavola A, nei contributi cumulati di quattro shock economici specifici, che comprendono: a) uno shock che determina un aumento della domanda di lavoro; b) uno shock tecnologico o di produttività che può essere considerato analogo a un cambiamento improvviso della tecnologia di produzione delle imprese; c) uno shock che costituisce una variazione esogena dell'offerta di lavoro (attraverso uno shock dal lato della partecipazione alle forze di lavoro) e d) uno shock dal lato della contrattazione salariale, che può essere considerato analogo a una modifica del potere contrattuale dei lavoratori. Tali shock non

sono osservabili e sono individuati imponendo restrizioni alla direzione in cui le variabili endogene si muovono in risposta all'impatto degli shock, come illustrato nella tavola A<sup>98</sup>.

## Tavola A

### Restrizioni imposte all'impatto degli shock sulle variabili endogene

Variabile endogena	Shock dal lato della domanda di lavoro	Shock di produttività	Shock dal lato dell'offerta di lavoro	Shock dal lato della contrattazione salariale
Ore lavorate	+	+	+	-
Deflatore del PIL	+	-	-	+
Salari reali		+	-	+
Forze di lavoro			+	+

Note: la tavola mostra le restrizioni di segno all'impatto istantaneo di ciascuno shock (riga superiore) sulla variazione rispetto al trimestre precedente della rispettiva variabile endogena (prima colonna). Un "+" (" -") indica che la variabile reagisce positivamente (negativamente) all'impatto dello shock, mentre una casella vuota significa che non viene imposta alcuna restrizione alla direzione della risposta all'impatto. Lo SVAR è stimato utilizzando le variazioni sul trimestre precedente delle variabili tra il secondo trimestre del 1995 e il quarto trimestre del 2019. Per "salari reali" si intendono le retribuzioni orarie deflazionate con il deflatore del PIL.

Da un punto di vista economico, tali shock possono cogliere diversi eventi. Un incremento del potere di contrattazione salariale può essere collegato a politiche del mercato del lavoro, come l'aumento del salario minimo. Analogamente, le riforme strutturali mirate a ridurre il costo del lavoro e a rendere i mercati del lavoro più flessibili, come la riduzione dei sussidi di disoccupazione o la possibilità di non aderire alle contrattazioni salariali collettive, possono essere considerate esempi di shock negativi dal lato della contrattazione salariale. Gli shock positivi dal lato dell'offerta di lavoro possono essere collegati a ondate migratorie, variazioni nelle preferenze dei lavoratori o riforme istituzionali che modificano la dimensione delle forze di lavoro, come un innalzamento dell'età pensionabile. Gli shock positivi dal lato della domanda aggregata includono eventi che determinano un incremento della domanda di beni e servizi nell'economia interna, come un'espansione inattesa della domanda estera o un aumento della fiducia che può incentivare le persone a spendere di più per investimenti o beni di consumo. In tale contesto, uno shock simile farebbe aumentare anche la domanda di lavoro, con conseguente crescita del totale delle ore lavorate. Infine, gli shock positivi di produttività possono essere innovazioni tecnologiche che agevolano la produzione o la distribuzione di beni e servizi o danno origine a nuovi prodotti, ma riguardano anche l'impatto delle riforme economiche finalizzate a migliorare l'economia dal lato dell'offerta (ad esempio aumentando la concorrenza attraverso l'abolizione delle normative inefficienti).

Il grafico A mostra l'effetto cumulato degli shock individuati sulle variazioni sul periodo corrispondente del totale delle ore lavorate e delle forze di lavoro fino al secondo trimestre del 2020<sup>99</sup>. Come mostrato nel pannello superiore sinistro, il modello SVAR interpreta il forte calo del totale delle ore lavorate osservato nel secondo trimestre del 2020 come indotto principalmente dagli

<sup>98</sup> Le restrizioni all'impatto degli shock sulle variabili endogene possono essere desunte da modelli economici teorici. Per una descrizione di un modello analogo e una spiegazione delle restrizioni, cfr. Foroni, C., Furlanetto, F. e Lepetit, A., "Labor Supply Factors and Economic Fluctuations", *International Economic Review*, vol. 59, n. 3, 2018, pagg. 1491-1510.

<sup>99</sup> Gli shock sono ottenuti stimando un modello SVAR con parametri invariabili nel tempo per l'area dell'euro, con le restrizioni di segno definite nella tavola A, dal secondo trimestre del 1995 al quarto trimestre del 2019. Gli shock per il primo e il secondo trimestre del 2020 sono ottenuti sulla base degli shock passati stimati, dei parametri stimati e dei dati disponibili per le quattro variabili di questo periodo. Mentre il modello è stimato utilizzando le variazioni trimestrali delle variabili endogene, i grafici di questo riquadro mostrano la scomposizione delle variazioni trasformate in tassi di variazione sui dodici mesi. La componente residua riflette la media non condizionale delle variabili.

shock dal lato dell'offerta e della domanda<sup>100</sup>. Dal lato dell'offerta, si stima che gli shock dal lato dell'offerta di lavoro e della produttività abbiano causato insieme oltre un terzo del calo totale delle ore lavorate. Ciò rispecchia l'impatto del lockdown e delle misure di contenimento introdotte dai governi nazionali durante la pandemia, che hanno costretto molti negozi e imprese a chiudere temporaneamente o a ridurre le proprie attività. Inoltre, l'impatto negativo dello shock dal lato dell'offerta di lavoro rileva i lavoratori che hanno perso il lavoro durante la crisi legata alla pandemia e non hanno immediatamente iniziato a cercare nuove occupazioni. La registrazione di tali lavoratori come inattivi ha determinato il forte calo delle forze di lavoro rilevato nei primi due trimestri del 2020. Si stima che l'impatto di uno shock negativo dal lato della domanda rappresenti circa un quarto del calo del totale delle ore lavorate nel secondo trimestre. Ciò rispecchia i vincoli imposti alla domanda di servizi a seguito delle misure di chiusura nonché altri fattori, come l'aumento dell'incertezza durante la pandemia, che ha limitato i consumi. Si stima che l'impatto di uno shock positivo del mark-up salariale giustifichi meno di un decimo del calo del totale delle ore lavorate osservato nel secondo trimestre, principalmente a causa di un forte incremento registrato dalle retribuzioni orarie (cfr. il riquadro 3 per gli andamenti delle retribuzioni orarie). Non sorprende che il forte calo della partecipazione alle forze di lavoro si spieghi principalmente attraverso l'impatto dello shock dal lato dell'offerta di lavoro, come mostra il pannello superiore destro del grafico A. La componente residuale dovrebbe rappresentare meno di un terzo del calo del totale delle ore lavorate.

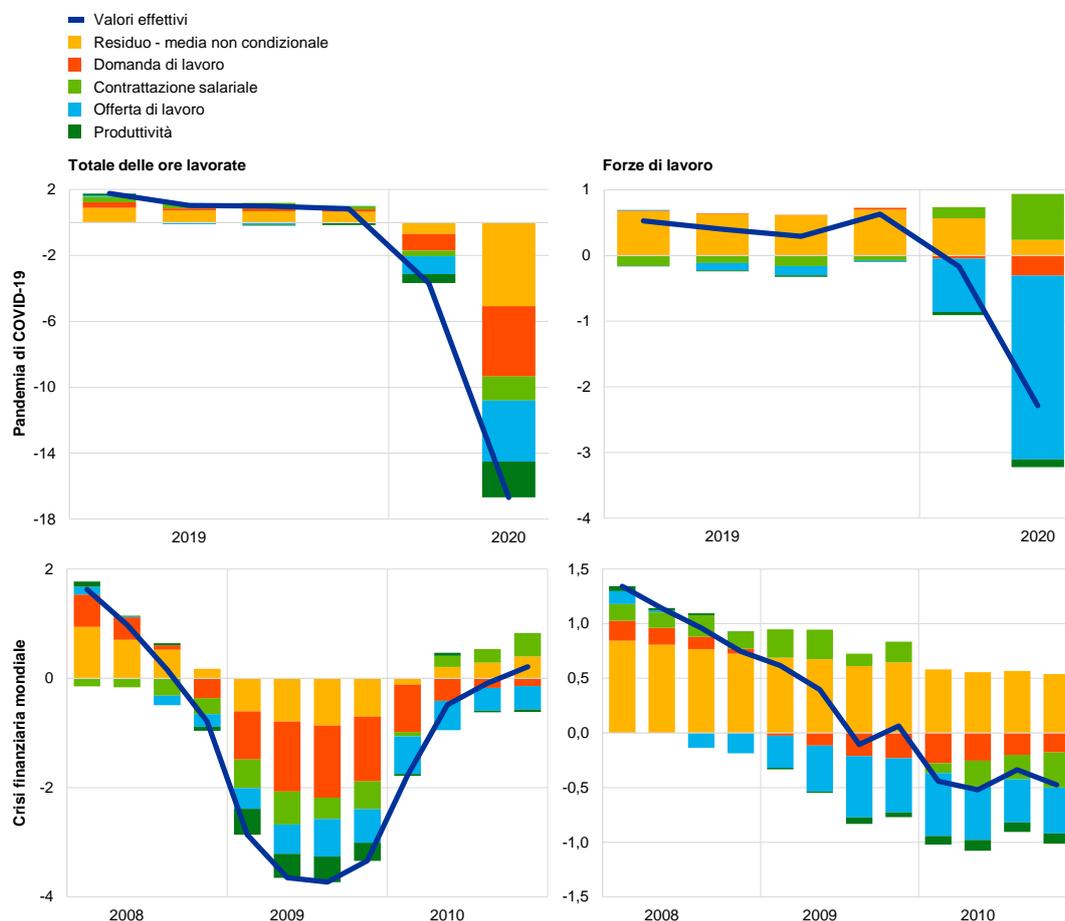
---

<sup>100</sup> Durante il primo trimestre, la pandemia ha colpito l'economia principalmente nell'ultimo mese, ovvero a marzo. L'analisi dei risultati dei primi due trimestri del 2020 fornisce un quadro analogo a quello qui descritto per il secondo trimestre del 2020.

## Grafico A

### Contributi degli shock alle variazioni del totale delle ore lavorate e delle forze di lavoro nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Sebbene le risposte del totale delle ore lavorate e delle dimensioni delle forze di lavoro siano state notevolmente maggiori nel corso dell'attuale pandemia di COVID-19 rispetto al periodo della crisi finanziaria, un confronto degli impatti degli shock nelle due recessioni evidenzia interessanti analogie ma anche importanti differenze. Come nell'attuale pandemia, anche durante la crisi finanziaria la maggior parte del calo del totale delle ore lavorate è stata spiegata da shock dal lato dell'offerta di lavoro, della produttività e della domanda (cfr. il grafico A, pannello inferiore sinistro). Tuttavia, a differenza dell'attuale pandemia, lo shock dominante durante il punto più basso della crisi finanziaria del 2009 è stato quello dal lato della domanda, che ha rappresentato una quota maggiore del calo del totale delle ore lavorate rispetto ai due shock dal lato dell'offerta. Infine, in entrambe le recessioni, gli shock dal lato dell'offerta di lavoro sono stati i principali fattori che hanno contribuito alla diminuzione delle forze di lavoro, accompagnati in entrambi i casi da un calo del totale delle ore lavorate.

## Riquadro 2

### Impatto della crisi legata al COVID-19 sul mercato del lavoro negli Stati Uniti

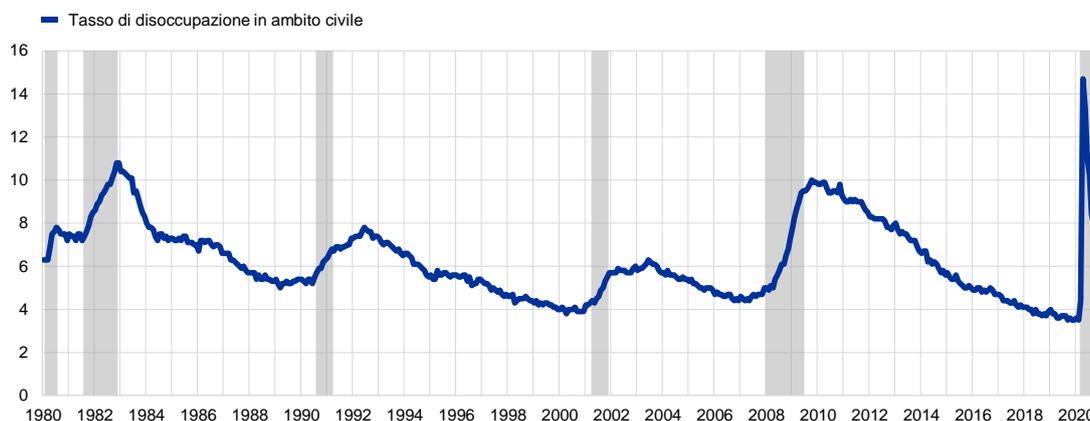
a cura di Ramon Gomez Salvador

La chiusura generalizzata dell'economia statunitense, attuata per tenere sotto controllo la pandemia di COVID-19, ha portato a un aumento senza precedenti della disoccupazione e a una diminuzione della partecipazione alle forze di lavoro. Tra febbraio e aprile 2020 il numero di posti di lavoro si è ridotto di circa 25 milioni e il tasso di disoccupazione è salito dal 3,5 per cento al 14,7 per cento (cfr. il grafico A), con i lavoratori temporaneamente licenziati che hanno rappresentato il 75 per cento dei nuovi disoccupati<sup>101</sup>. Nelle prime sei settimane di chiusura circa 30 milioni di persone hanno presentato domanda per il sussidio di disoccupazione, mentre 8 milioni di lavoratori sono usciti dalle forze di lavoro a marzo e aprile<sup>102</sup>.

#### Grafico A

##### Tasso di disoccupazione

(percentuale della popolazione attiva in ambito civile, dati destagionalizzati)



Fonte: Bureau of Labor Statistics (BLS).

Note: i dati sulle forze di lavoro sono limitati alle persone di età pari o superiore a 16 anni. Le aree ombreggiate segnalano le date di recessione annunciate dal Business Cycle Dating Committee dell'NBER. Ultima osservazione: ottobre 2020.

Il calo dell'occupazione è stato senza precedenti rispetto alle recessioni passate. Un aspetto rilevante per comprendere l'aumento della disoccupazione è il suo legame con il calo dell'occupazione connesso agli andamenti della partecipazione alle forze di lavoro. Il grafico B mostra che nelle recessioni passate la maggior parte della crescita della disoccupazione era connessa al calo dell'occupazione. Per contro, nella crisi legata al COVID-19, non solo il calo dell'occupazione è stato elevato rispetto alle precedenti recessioni, ma la diminuzione della partecipazione ha anche limitato l'aumento della disoccupazione in misura maggiore rispetto al

<sup>101</sup> Negli Stati Uniti, i lavoratori temporaneamente licenziati sono quelli classificati come disoccupati cui è stata assegnata una data di rientro al lavoro o che prevedono di tornarvi entro sei mesi.

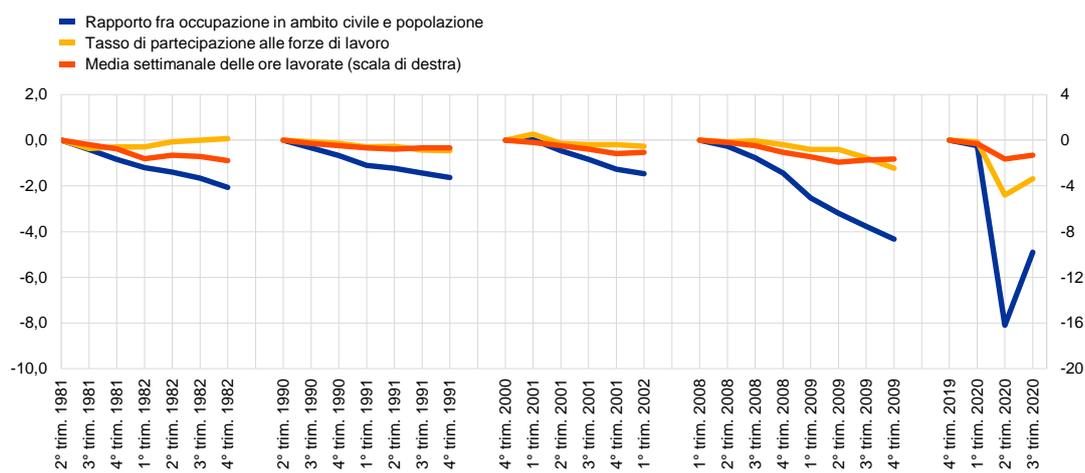
<sup>102</sup> Il drastico aggiustamento ha avuto luogo nonostante l'introduzione di misure volte a contenere la disoccupazione, tra cui: a) il programma per la tutela delle retribuzioni (Paycheck Protection Program), che fornisce prestiti e garanzie alle imprese con un massimo di 500 dipendenti per coprire i costi salariali, i pagamenti di mutui o canoni di locazione, i servizi e i benefit per le cure sanitarie: in base al programma se l'impresa mantiene sul libro paga la maggior parte dei dipendenti assunti prima della crisi può beneficiare della remissione parziale o totale di tali prestiti; b) il credito d'imposta finalizzato al mantenimento dei dipendenti (Employee Retention Tax Credit): un credito d'imposta fino alla fine del 2020 pari al 50 per cento della retribuzione qualificata pagata dai datori di lavoro che ne hanno diritto, a condizione che le imprese mantengano i lavoratori nel loro libro paga.

passato. Anche le ore lavorate per addetto hanno registrato un aggiustamento leggermente più marcato rispetto alle precedenti recessioni (cfr. il grafico B).

## Grafico B

Tasso di occupazione, partecipazione alle forze di lavoro e media settimanale delle ore lavorate durante la crisi legata al COVID-19 e le recessioni passate

(scala di sinistra: punti percentuali; scala di destra: variazioni percentuali)



Fonti: Bureau of Labor Statistics (BLS) ed elaborazioni a cura degli autori.

Nota: il grafico mostra gli andamenti cumulati nel corso di ciascuna recessione.

Nonostante la rapida ripresa del mercato del lavoro, ci vorrà tempo perché il tasso di disoccupazione torni ai livelli precedenti la pandemia. Il tasso di disoccupazione è sceso al 6,9 per cento a ottobre, 7,8 punti percentuali al di sotto del suo livello massimo di aprile. Tra aprile e ottobre il numero di lavoratori occupati è aumentato di 16,4 milioni a causa del reinserimento nel mercato del lavoro di quelli temporaneamente licenziati. Anche il numero di ore settimanali lavorate ha mostrato segni di ripresa. Tuttavia, secondo le previsioni del Federal Open Market Committee, pubblicate a settembre 2020, il tasso di disoccupazione dovrebbe tornare ai livelli precedenti la recessione solo nel 2023.

## 3 Misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro

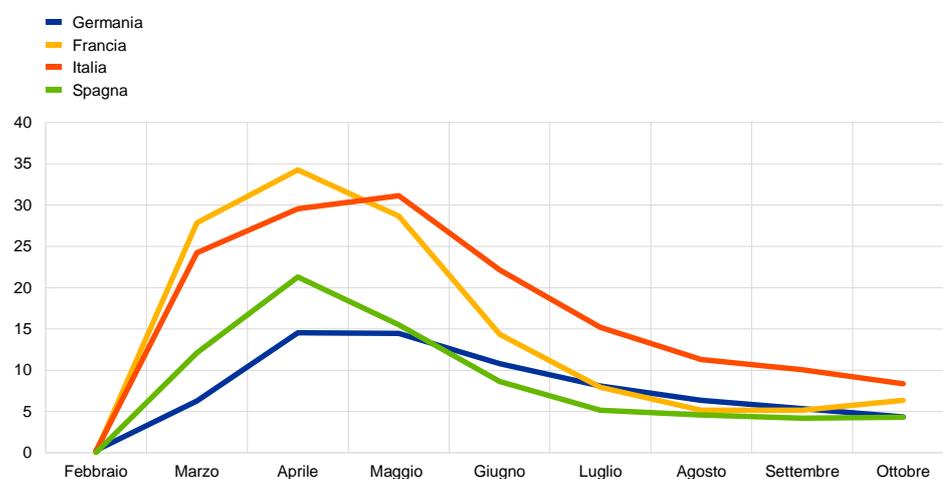
**Le misure mirate al mantenimento dei posti di lavoro hanno raggiunto livelli senza precedenti nei primi mesi dopo l'inizio della pandemia di COVID-19 e pertanto svolgono un ruolo importante nello spiegare gli andamenti del mercato del lavoro in questo periodo.** Ad aprile 2020 quando erano in vigore misure di lockdown per contenere la diffusione del COVID-19 nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, tra cui i quattro paesi principali, il 15 per cento di tutti i lavoratori dipendenti in Germania, il 34 per cento in Francia, il 30 per cento in Italia e il 21 per cento in Spagna erano interessati dalla riduzione dell'orario di lavoro (cfr. il grafico 4). Pur essendo da allora diminuiti, tali livelli restano comunque elevati. Si prevede che, nel quarto trimestre del 2020, il numero di lavoratori interessati dalle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro aumenti in seguito alle nuove

misure di lockdown. Per inquadrare tali cifre, nel 2009 la percentuale media di lavoratori interessati da regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro raggiungeva il 3,2 per cento in Germania, lo 0,8 in Francia, il 3,3 in Italia e l'1,0 in Spagna<sup>103</sup>. Tali misure contribuiscono a spiegare l'aggiustamento del mercato del lavoro attraverso la media delle ore lavorate. Inoltre contribuiscono a spiegare perché il reddito per occupato è diminuito significativamente nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19, mentre nello stesso periodo la retribuzione oraria è leggermente aumentata (cfr. il riquadro 3).

#### Grafico 4

#### Percentuale di dipendenti che beneficiano di misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro

(percentuali di lavoratori dipendenti)



Fonti: stime degli autori basate su dati ricavati da Eurostat, Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB), ifo Institute, Ministère du Travail, de l'Emploi et de l'Insertion, Istituto Nazionale Previdenza Sociale (INPS) e Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

**L'elevato numero di lavoratori coinvolti nelle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro ha beneficiato di rapide misure politiche a sostegno del mercato del lavoro nelle prime fasi della pandemia.** All'inizio della pandemia di COVID-19, i governi nazionali dei paesi dell'area dell'euro hanno adottato ampie politiche a sostegno del mercato del lavoro. Le misure mirate al mantenimento dei posti di lavoro hanno avuto un ruolo di primo piano e sono state ampiamente adottate in tutta l'area dell'euro. Tali misure sono state concepite per sostenere i redditi dei lavoratori e proteggere i posti di lavoro nelle imprese durante la pandemia di COVID-19<sup>104</sup>. Alcuni paesi hanno introdotto nuovi regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e altri hanno rivisto i regimi esistenti accrescendone la generosità, ampliandone i criteri di idoneità e riducendo gli oneri

<sup>103</sup> Cfr. *OECD Employment outlook 2010: Moving beyond the Jobs Crisis*, OCSE, 2010.

<sup>104</sup> 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.

amministrativi legati all'accesso a tali regimi. Essi sono stati sostenuti anche a livello dell'Unione europea<sup>105</sup>.

**Le misure finalizzate al mantenimento del posto di lavoro contribuiscono a mantenere stabile l'occupazione nel breve periodo, ma è importante che siano pianificate in modo da limitare gli effetti indesiderati.** In particolare, tali misure

hanno svolto un ruolo importante all'inizio della pandemia di COVID-19, quando le imprese hanno dovuto far fronte a un'improvvisa contrazione delle vendite.

Hanno contribuito a ridurre il fabbisogno di liquidità delle imprese e consentito loro di riprendere l'attività più rapidamente dopo il lockdown, mantenendo intatti i rapporti di lavoro. Alcuni studi hanno analizzato l'impatto causale della riduzione dell'orario di lavoro sull'occupazione e hanno concluso che questi regimi hanno contribuito a salvare posti di lavoro nel momento in cui le imprese hanno dovuto far fronte a un forte calo della domanda<sup>106</sup>. Tali effetti, potenzialmente, potrebbero anche essere maggiori per le imprese con un'elevata leva finanziaria<sup>107</sup>. Tuttavia le misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro comportano anche un determinato livello di perdite secche (quando sovvenzionano posti di lavoro che non sarebbero stati persi) e di effetti di esubero (quando sovvenzionano posti di lavoro improduttivi). Alcuni studi suggeriscono che i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro potrebbero ridurre l'efficienza allocativa dell'economia se utilizzati su larga scala per un periodo di tempo prolungato<sup>108</sup>. Per tali motivi la loro durata dovrebbe essere limitata nel tempo, al fine di non ostacolare la necessaria ristrutturazione economica, pur restando in vigore per un periodo sufficientemente lungo da preservare posti di lavoro produttivi che altrimenti potrebbero andare persi<sup>109</sup>. È probabile che tali rischi siano significativamente inferiori durante la crisi legata al COVID-19 rispetto alle fasi di rallentamento del ciclo economico. Inoltre, alcuni paesi hanno adeguato la generosità delle proprie misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro nel momento in cui hanno prorogato la durata delle stesse oltre i primi mesi della pandemia.

**Le caratteristiche strutturali influiscono sui margini di aggiustamento del mercato del lavoro, ma la natura dello shock, unita agli assetti istituzionali del mercato del lavoro in Europa, ha portato all'adozione generalizzata del margine intensivo di aggiustamento.** Diversi paesi dell'area dell'euro si distinguono per le loro normative relativamente rigorose in materia di tutela

<sup>105</sup> A maggio 2020 il Consiglio dell'Unione europea ha adottato uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (SURE).

<sup>106</sup> Cfr., ad esempio, Hijzen, A. e Martin, S., "The role of short-time work schemes during the global financial crisis and early recovery: a cross-country analysis", *IZA Journal of Labor Policy*, vol. 2:5, 2013 e Balleer, A., Gehrke, B., Lechthaler, W. e Merkl, C., "Does short-time work save jobs? A business cycle analysis", *European Economic Review*, vol. 84, 2016, pagg. 99-122.

<sup>107</sup> Cfr. Cahuc, P., Kramarz, F. e Nevoux, S., "When Short-Time Work Works", *IZA Discussion Papers*, n. 11673, 2018.

<sup>108</sup> Cfr., ad esempio, Cooper, R., Meyer, M. e Schott, I., "The Employment and Output Effects of Short-Time Work in Germany", *NBER Working Paper*, n. 23688, 2017 e Giupponi, G. e Landais, C., "Subsidizing Labor Hoarding in Recessions: The Employment & Welfare Effects of Short Time Work", *CEP Discussion Papers*, n. 1585, Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, 2018.

<sup>109</sup> Per una trattazione, cfr. Arpaia, A., Curci, N., Meyermans, E., Peschner, J. e Pierini, F., "Short time working arrangements as response to cyclical fluctuation", *European Economy Occasional Papers*, n. 64, Commissione europea, 2010 e Costa Dias, M., Joyce, R., Postel-Vinay, F. e Xu, X., "The Challenges for Labour Market Policy during the COVID-19 Pandemic", *Fiscal Studies*, vol. 41(2), 2020, pagg. 371-382.

dell'occupazione, che rendono il ricorso a regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro più interessante rispetto ai licenziamenti quando le imprese devono affrontare un calo temporaneo della domanda. In alcuni paesi, l'elevata tutela dell'occupazione determina una segmentazione dei mercati del lavoro e i lavoratori temporanei sono utilizzati come ammortizzatore contro le fluttuazioni della domanda. Tuttavia, la natura e la portata della crisi legata al COVID-19 e l'attuazione di misure volte ad agevolare l'accesso alla riduzione dell'orario di lavoro hanno portato a un ampio ricorso al margine intensivo di aggiustamento in gran parte dei paesi dell'area dell'euro. Questa forte dipendenza dal margine intensivo di aggiustamento può anche riflettersi in una minore creazione di posti di lavoro nel periodo della ripresa.

### Riquadro 3

#### Andamento delle retribuzioni orarie e dei redditi per occupato dall'inizio della pandemia di COVID-19

a cura di Gerrit Koester ed Elke Hahn

La crescita salariale a livello aggregato è generalmente valutata in termini di reddito per occupato o di retribuzione per ora lavorata. Con riferimento all'area dell'euro, in circostanze normali i due indicatori tendono a muoversi sostanzialmente in parallelo (cfr. il pannello a) del grafico A). In altri casi, tuttavia, possono divergere in misura considerevole per effetto, ad esempio, di riduzioni (temporanee) delle ore lavorate per occupato ("margine intensivo") qualora i dipendenti non siano obbligati ad assorbire il calo delle ore nei rispettivi salari mensili. Gli andamenti osservati durante la crisi finanziaria mondiale del 2008-2009 ne costituiscono un esempio storico.

La pandemia di COVID-19 ha determinato una divergenza sostanziale tra redditi per occupato e retribuzioni orarie. Tale andamento è stato evidente a partire dall'inizio della pandemia, soprattutto nel secondo trimestre del 2020, quando il reddito per occupato è diminuito a un tasso del 4,7 per cento sui dodici mesi e la retribuzione oraria è aumentata del 9,3 per cento, sebbene le differenze si siano nuovamente attenuate nel terzo trimestre del 2020 (cfr. il pannello b) del grafico A). Il numero di lavoratori interessati dalle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro, rimasto elevato dall'inizio della pandemia e pari al livello massimo nel secondo trimestre (cfr. il grafico 4 nel testo principale), ha svolto un ruolo decisivo in tali andamenti, principalmente per il tramite delle conseguenze sulle ore lavorate per addetto. Esse tendono a esercitare un impatto al ribasso sui redditi per occupato, poiché nell'aderire a tali regimi i lavoratori generalmente conservano il proprio stato occupazionale, ma subiscono riduzioni salariali. Al contempo, producono un effetto al rialzo sulle retribuzioni orarie, dal momento che le ore lavorate tendono a subire riduzioni molto più marcate rispetto ai salari<sup>110</sup>. Un altro fattore che complica la valutazione delle tendenze salariali di fondo durante la pandemia è rappresentato dagli effetti di composizione. Dato che l'occupazione è diminuita in misura particolarmente drastica nel caso di lavori scarsamente qualificati e tra i giovani lavoratori (cfr. il grafico 9 nel testo principale), che tendono a collocarsi nelle fasce salariali più basse, gli effetti di composizione potrebbero attualmente esercitare un effetto al rialzo sull'andamento dei salari<sup>111</sup>.

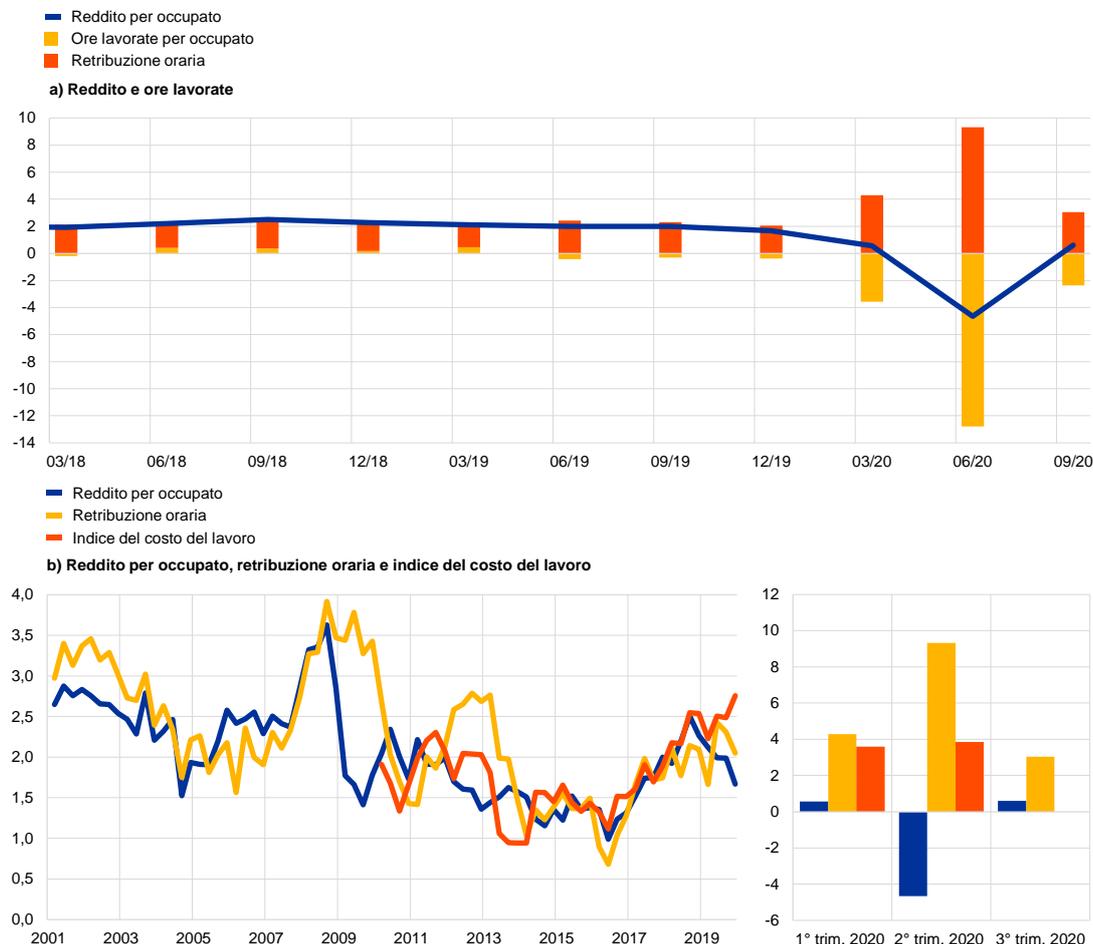
<sup>110</sup> Cfr. anche il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile*, op. cit.

<sup>111</sup> Per un'analisi di tali effetti di composizione e del loro impatto sull'andamento dei salari nell'area dell'euro durante le precedenti crisi, cfr. l'articolo *Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari nell'area dell'euro* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Andamento di alcuni indicatori salariali

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



Fonti: BCE, banche centrali nazionali ed Eurostat.

Note: dati gli ampi movimenti recenti osservati nel reddito per occupato e nella retribuzione oraria, i tassi sul periodo corrispondente relativi agli ultimi tre trimestri sono mostrati su una scala separata nel pannello b). Ultime osservazioni: secondo trimestre del 2020 per l'indice del costo del lavoro e terzo trimestre del 2020 per il resto.

L'azione delle misure di sostegno pubblico complica la valutazione delle tendenze salariali di fondo durante la pandemia. In primo luogo, le informazioni sulla quota di reddito aggregato e sul numero di dipendenti interessati dalle misure di mantenimento dei posti di lavoro richiedono dati dettagliati sui tassi di sostituzione retributiva e su quelli di utilizzo, pubblicati solo con un notevole ritardo temporale. In secondo luogo, le rilevazioni statistiche possono variare da paese a paese. Se nella maggior parte dei principali paesi dell'area dell'euro le indennità erogate nell'ambito dei regimi di sostegno sono corrisposte direttamente ai dipendenti e registrate come trasferimenti sociali, nei Paesi Bassi, ad esempio, i datori di lavoro ricevono una sovvenzione per finanziare i pagamenti ai lavoratori. Nel caso in cui le indennità siano versate ai dipendenti in forma diretta ma registrate come trasferimenti sociali, il rapporto tra reddito e ore lavorate diminuisce e le misure avranno un notevole effetto al ribasso sui redditi per occupato, mentre la retribuzione oraria dovrebbe risentire di un impatto molto meno marcato. Per contro, nei paesi in cui i regimi prevedono che la sovvenzione sia erogata ai datori di lavoro, che successivamente corrispondono i salari per le ore

non lavorate, le misure non dovrebbero indurre una forte riduzione dei redditi per occupato, ma comportare soprattutto una retribuzione oraria più elevata.

In un contesto di distorsioni del reddito per occupato e della retribuzione oraria provocate da tali regimi, segnali relativi alla dinamica dei costi salariali possono essere desunti, tra le altre cose, dall'indice del costo del lavoro (ICL) elaborato dall'Eurostat, che di fatto misura l'andamento della retribuzione oraria includendo i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro e le imposte pagate, ma escludendo i sussidi da questi ricevuti. Secondo l'ICL, nel secondo trimestre del 2020, il costo orario del lavoro nell'area dell'euro è aumentato del 4,2 per cento sullo stesso trimestre dell'anno precedente (cfr. il pannello b) del grafico A), in misura notevolmente inferiore rispetto alla crescita della retribuzione oraria<sup>112</sup>. Ciò indica che alla riduzione del numero di ore lavorate a causa della crisi legata al COVID-19 non ha pienamente corrisposto un aumento dei costi a carico delle imprese, dal momento che in alcuni casi queste ultime hanno ricevuto i sussidi introdotti dai governi dell'area dell'euro a sostegno del mantenimento dei posti di lavoro durante la crisi.

Nel complesso, gli andamenti salariali sono una determinante significativa delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro<sup>113</sup>. L'andamento divergente, marcato e senza precedenti, di diversi indicatori salariali durante la crisi legata al COVID-19 e gli effetti ampi ed eterogenei dei regimi volti al mantenimento dei posti di lavoro nei vari paesi dell'area dell'euro complicano la valutazione delle pressioni salariali di fondo e, di conseguenza, del loro impatto sui prezzi. Ciò sottolinea l'importanza della disponibilità di informazioni dettagliate e tempestive sull'impatto esercitato da tali regimi sugli indicatori della crescita salariale.

---

## 4 Utilizzo degli indicatori ad alta frequenza per la valutazione degli andamenti del mercato del lavoro

**Gli indicatori ad alta frequenza sono uno strumento utile per acquisire una comprensione tempestiva degli andamenti del mercato del lavoro, in particolare in periodi di cambiamenti rapidi e drastici dell'attività economica.**

Google Trends, ad esempio, fornisce informazioni sugli interessi delle persone che utilizzano il motore di ricerca di Google per reperire informazioni su argomenti specifici, come i regimi volti al mantenimento dei posti di lavoro e le condizioni di disoccupazione. Altre due fonti che è possibile utilizzare come misura più diretta delle condizioni della domanda nel mercato del lavoro sono le offerte di impiego di Indeed e il tasso di assunzione di LinkedIn<sup>114</sup>. Il numero di offerte di lavoro pubblicate su Indeed può essere indicativo delle variazioni nella domanda di lavoro, mentre il tasso di assunzione di LinkedIn offre informazioni complementari sul numero di cambi di occupazione. Tali indicatori sono disponibili ben prima della pubblicazione delle statistiche ufficiali sul mercato del lavoro e forniscono, pertanto,

---

<sup>112</sup> Il più marcato aumento dell'ICL nel 2019 è in parte legato a una riduzione permanente degli oneri previdenziali a carico dei datori di lavoro in Francia, con la sostituzione del credito d'imposta per l'impiego e la competitività (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE), a partire dal primo trimestre del 2019.

<sup>113</sup> Cfr., ad esempio, il riquadro [Il ruolo dei salari nel rialzo dell'inflazione](#) nel numero 5/2018 di questo Bollettino.

<sup>114</sup> Cfr., ad esempio, il riquadro [Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro](#) nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

informazioni preziose e tempestive in grado di agevolare la pronta individuazione di cambiamenti nella domanda e nella ricerca di lavoro. Devono tuttavia essere utilizzati a complemento delle statistiche ufficiali, poiché non seguono le medesime regole di campionamento e potrebbero non rappresentare gli andamenti relativi alla popolazione con la stessa accuratezza delle statistiche ufficiali sul mercato del lavoro.

**L'indicatore di consapevolezza ad alta frequenza di Google Trends relativo alle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro e alle condizioni di disoccupazione ha raggiunto il valore massimo dopo l'inizio del lockdown nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico 5).** Tale indicatore è basato sui dati di Google Trends e costruito considerando le ricerche relative a licenziamenti, riduzioni dell'orario di lavoro, aspettative e disoccupazione. Esso fornisce informazioni quotidiane sul livello di interesse degli utenti per la situazione del mercato del lavoro. In particolare, le ricerche eseguite in Google sui regimi volti al mantenimento dei posti di lavoro e sulle condizioni di disoccupazione hanno subito un'impennata a metà marzo, evidenziando una corrispondenza relativamente buona tra il picco di interesse per la situazione del mercato del lavoro e le date di avvio dei lockdown attuati nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro<sup>115</sup>. Con l'allentarsi delle misure di contenimento, l'indicatore di consapevolezza è tornato sui livelli abituali<sup>116</sup>.

---

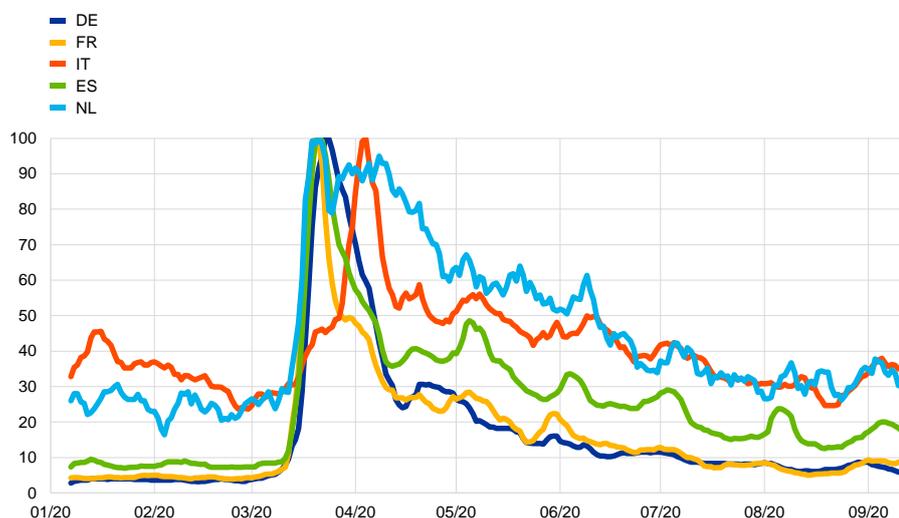
<sup>115</sup> L'indicatore di consapevolezza ha raggiunto il valore massimo un giorno dopo l'inizio del lockdown in Germania, tre giorni dopo l'inizio del lockdown in Francia, sette giorni dopo l'inizio del lockdown in Spagna e sei giorni dopo l'inizio del lockdown nei Paesi Bassi. Per contro, in Italia il picco della consapevolezza relativa alle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro e alle condizioni di disoccupazione è stato raggiunto con un lieve ritardo rispetto all'introduzione delle misure di contenimento nel paese.

<sup>116</sup> Ciò riflette non soltanto i miglioramenti osservati nell'attività economica dopo l'allentamento delle misure di contenimento e, in seguito, delle restrizioni ai viaggi all'interno dell'area dell'euro, ma anche un calo dell'incertezza associata all'attuazione e all'utilizzo delle misure volte al mantenimento dei posti di lavoro e al loro impatto sulle condizioni del mercato del lavoro nei cinque maggiori paesi dell'area.

## Grafico 5

Indicatore di consapevolezza relativo alle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro e alle condizioni di disoccupazione

(indice: 100 = massimo livello di interesse)



Fonti: Google Trends ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il valore 100 rappresenta il massimo livello di interesse per l'argomento. L'indicatore di consapevolezza è costruito come media mobile su sette giorni della popolarità giornaliera su Google Trends dei termini "licenziamento", "riduzione dell'orario di lavoro", "aspettativa" e "disoccupazione". Ultima osservazione: 15 settembre 2020.

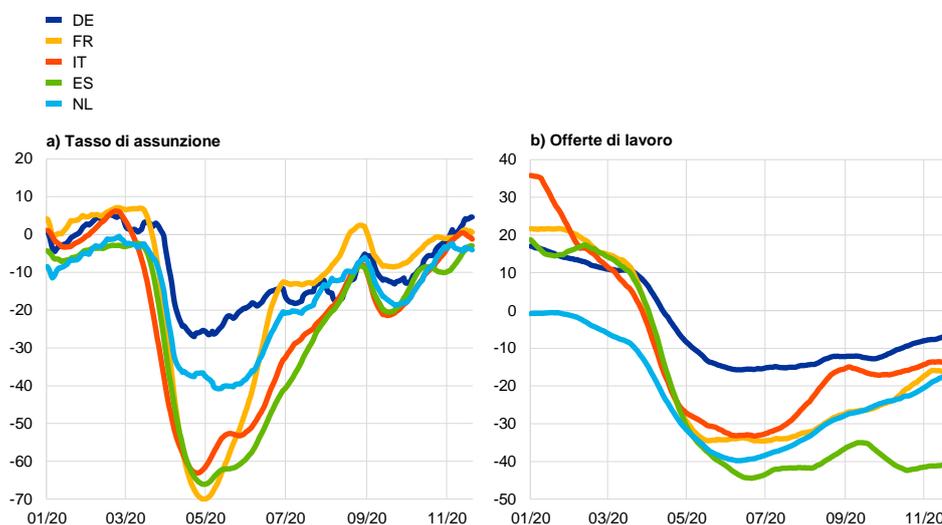
### **Gli indicatori relativi al tasso di assunzione e alle offerte di lavoro forniscono ulteriori evidenze del marcato impatto della pandemia sul mercato del lavoro.**

L'indicatore di LinkedIn relativo al tasso di assunzione è più strettamente collegato alle transizioni da un impiego all'altro e ai tassi di avviamento al lavoro, mentre l'indicatore di Indeed relativo alle offerte di occupazione riflette gli andamenti della domanda di lavoro e può essere considerato come un indicatore di posti vacanti. Entrambi gli indicatori sono drasticamente calati a marzo e ad aprile con il diffondersi della pandemia e l'attuazione delle misure di lockdown (cfr. il grafico 6). A maggio il tasso di assunzione ha toccato il punto minimo, segnando in seguito una sostanziale ripresa, ma permane su livelli molto più contenuti rispetto a quelli registrati nell'anno precedente. Le offerte di lavoro hanno seguito lo stesso andamento decrescente evidenziato dal tasso di assunzione, iniziando tuttavia a risalire a un ritmo soltanto ridotto e continuando sostanzialmente ad attestarsi sui medesimi bassi livelli raggiunti a maggio. La differenza tra i due indicatori può riflettere il fatto che alcune nuove assunzioni scaturiscano da offerte di lavoro passate o passaparola.

## Grafico 6

### Indicatori ad alta frequenza del mercato del lavoro: tasso di assunzione e offerte di lavoro

(tassi di crescita sul periodo corrispondente, punti percentuali)



Fonti: LinkedIn, Indeed ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: la metodologia alla base degli indicatori ad alta frequenza relativi alle nuove assunzioni e alle offerte di lavoro è descritta nel riquadro *Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino. Ultima osservazione: 20 novembre 2020.

## 5 Impatto della crisi nei diversi paesi, settori di attività, gruppi demografici e tipologie di impiego

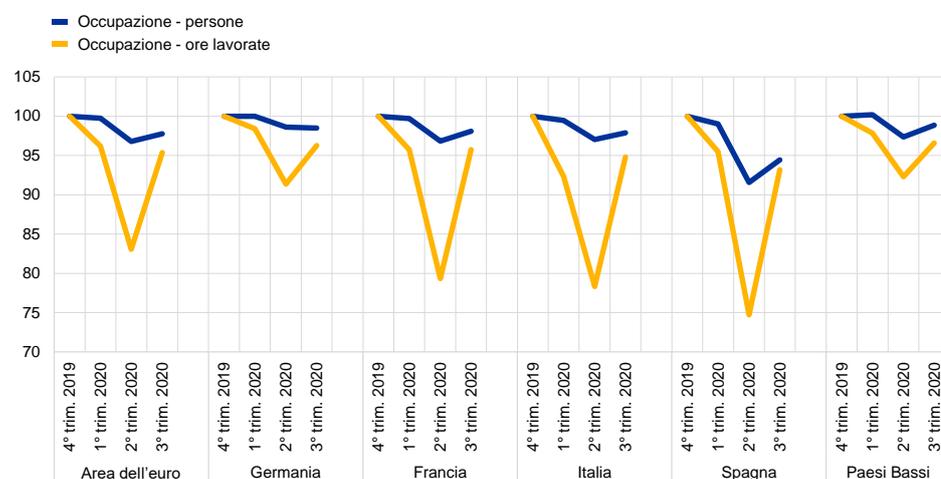
**La pandemia di COVID-19 sta avendo un impatto eterogeneo sui mercati del lavoro dell'area dell'euro sotto varie dimensioni.** La presente sezione analizza le differenze nell'impatto della pandemia tra i vari paesi dell'area dell'euro e settori di attività, poiché tra questi ultimi alcuni sono più esposti di altri alle variazioni del profilo della domanda. Illustra, inoltre, gli effetti della pandemia sui diversi gruppi demografici e tipi di contratto di lavoro. In aggiunta, la sezione esamina l'adozione del telelavoro durante la pandemia e le possibilità di ulteriore utilizzo.

**L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro è molto negativo e interessa tutti i paesi dell'area dell'euro.** Le restrizioni imposte dai lockdown hanno iniziato a essere introdotte nell'area a fine febbraio e a essere allentate a partire da metà maggio. Sebbene le date esatte di inizio e fine delle misure di lockdown siano state diverse, l'impatto maggiore sull'attività economica e sulla perdita di posti di lavoro si è concretizzato nel secondo trimestre del 2020. Il grafico 7 mostra l'impatto cumulato della pandemia sul mercato del lavoro nei primi tre trimestri del 2020 nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro. Se il calo dell'occupazione è stato consistente in tutti i grandi paesi, si ravvisa una certa eterogeneità tra gli stessi, di riflesso alla differente intensità delle risposte politiche alla pandemia e alla diversa composizione settoriale delle economie.

## Grafico 7

### Variazioni dell'occupazione e delle ore lavorate

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

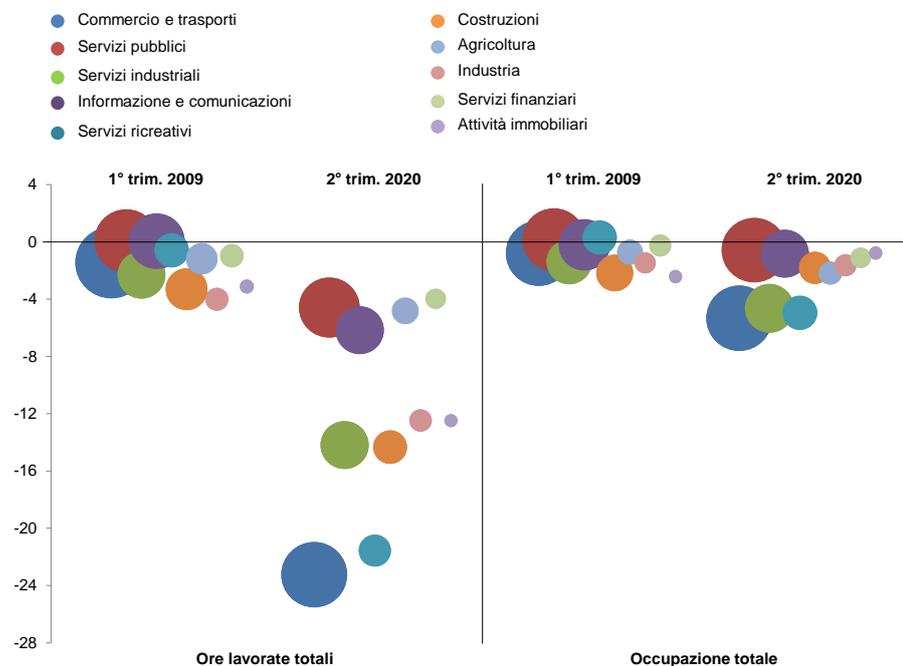
**Nel secondo trimestre del 2020 il totale delle ore lavorate è diminuito in tutti i principali settori nell'area dell'euro.** Il calo ha avuto entità diverse a seconda dei settori, in parte per effetto della rigidità delle misure di lockdown che hanno interessato ciascun comparto<sup>117</sup>. Un confronto con il primo trimestre del 2009, quando la crescita dell'occupazione e il totale delle ore lavorate raggiunsero il livello minimo durante la crisi finanziaria, mostra che nella recente recessione legata alla pandemia la riduzione del totale delle ore lavorate sul trimestre precedente è stata più ampia in tutti i principali settori (cfr. il grafico 8). Su base trimestrale, la contrazione del totale delle ore lavorate nei servizi ricreativi nel secondo trimestre del 2020 è stata 40 volte maggiore del corrispondente calo registrato nel primo trimestre del 2009, mentre nel settore del commercio e dei trasporti la flessione è stata 15 volte superiore. Nel confronto con il primo trimestre del 2009, anche la dinamica dell'occupazione è stata più eterogenea tra i principali comparti nel secondo trimestre del 2020. Tuttavia, rispetto al profilo settoriale della flessione delle ore lavorate totali, l'andamento settoriale del calo dell'occupazione totale è più simile a quello osservato durante la crisi finanziaria. Ciò riflette il ricorso diffuso, nell'attuale recessione legata alla pandemia, alle misure volte al mantenimento dei posti di lavoro per stabilizzare l'occupazione. Pur avendo contribuito a tale obiettivo, le politiche a tutela dell'occupazione potrebbero tuttavia ostacolare l'efficiente riallocazione dei lavoratori tra i settori. Si prevede che quest'ultima sarà tanto più ampia quanto più lunga sarà la pandemia.

<sup>117</sup> Per un'analisi del legame tra i vari risultati settoriali e le proiezioni macroeconomiche relative all'area dell'euro, cfr. il riquadro *Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro* nel numero 3/2020 di questo Bollettino.

## Grafico 8

### Ore lavorate totali e occupazione totale nell'area dell'euro per settore

(tassi di variazione sul trimestre precedente, valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

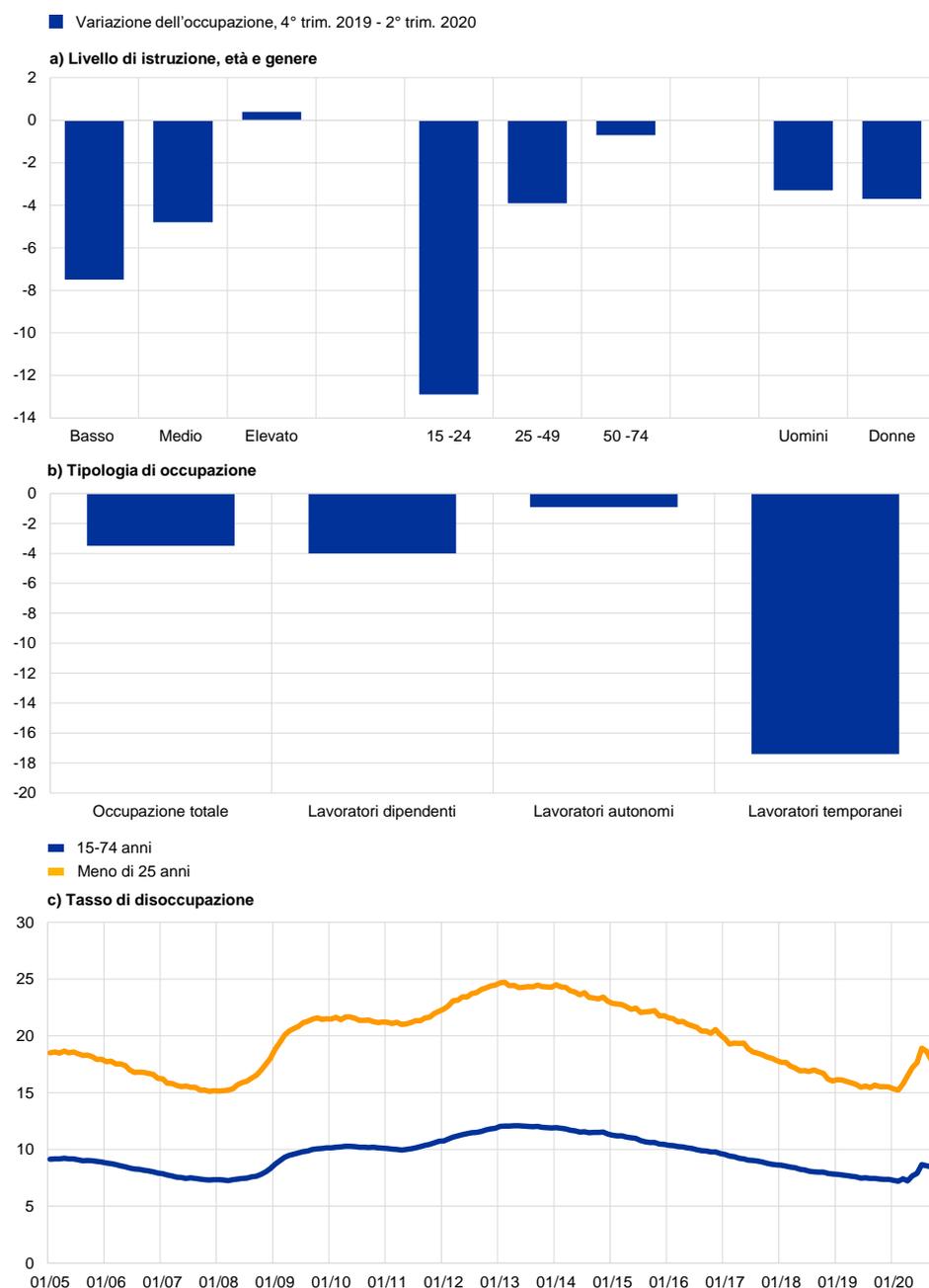
Nota: l'area dei cerchi riflette la quota del rispettivo settore sull'intera economia.

**Il calo dell'occupazione è stato maggiore per i dipendenti temporanei, i giovani e i lavoratori con bassi livelli di istruzione.** Il pannello a) del grafico 9 mostra che l'occupazione dei lavoratori con un livello elevato di istruzione non ha pressoché risentito della pandemia, mentre i lavoratori con un basso livello di istruzione hanno subito un brusco calo della loro condizione di occupati. I giovani lavoratori, analogamente, sono stati colpiti in modo sproporzionato rispetto ai lavoratori più anziani. L'occupazione femminile è inoltre scesa in misura superiore rispetto a quella maschile, sebbene la differenza sia relativamente contenuta. Tra le varie tipologie di contratto, a registrare il calo maggiore sono stati i lavoratori temporanei (cfr. il pannello b) del grafico 9). In linea con la flessione dell'occupazione, il tasso di disoccupazione giovanile è aumentato in misura significativamente maggiore rispetto al tasso di disoccupazione complessivo (cfr. il pannello c) del grafico 9).

## Grafico 9

### Variazione nel mercato del lavoro dell'area dell'euro per gruppi demografici e tipologie di occupazione nel primo semestre del 2020

(pannelli a) e b): variazioni percentuali, crescita cumulata, dal 4° trim. 2019 al 2° trim. 2020; pannello c): valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: elaborazioni dei pannelli a) e b) basate sull'aggregato di tutti i paesi dell'area dell'euro esclusa la Germania, per la quale non vi erano dati disponibili. Le ultime osservazioni per il tasso di disoccupazione si riferiscono a ottobre 2020.

**Il lavoro a distanza è in grado di attenuare i costi economici delle misure che impongono la permanenza a casa e il distanziamento sociale.** La crisi legata al COVID-19 e le relative politiche adottate hanno determinato un più diffuso ricorso al telelavoro. In Europa oltre un terzo dei lavoratori ha iniziato a lavorare da remoto in

conseguenza della pandemia<sup>118</sup>. Ciò ha probabilmente sostenuto l'occupazione e le ore lavorate in alcuni settori e per alcune categorie di lavoratori, in particolare per quelli con un elevato livello di istruzione. Un'ampia maggioranza di coloro che durante la pandemia hanno lavorato a distanza aveva precedenti esperienze di telelavoro; esaminare la distribuzione precedente il COVID-19 delle occupazioni compatibili con il telelavoro potrebbe pertanto fornire indicazioni utili sulle dinamiche dei mercati del lavoro europeo e dell'area dell'euro nel contesto della pandemia (cfr. il riquadro 4).

## Riquadro 4

### Occupazioni compatibili con il telelavoro

---

a cura di Colm Bates e Lara Vivian

Il presente riquadro analizza gli andamenti del telelavoro nell'UE e nel Regno Unito. Per distinguere le occupazioni che possono essere svolte da casa da quelle che richiedono la presenza sul luogo di lavoro, si combina un indice di telelavoro con dati individuali per il 2019 relativi agli Stati membri dell'UE e al Regno Unito<sup>119</sup>. Tra le attività potenzialmente compatibili con il telelavoro figurano quelle svolte dagli impiegati, dai tecnici dell'informazione e della comunicazione e dalla maggior parte dei dirigenti e dei professionisti. Al contrario, alcune occupazioni in comparti come quello delle vendite, delle pulizie e della sanità necessitano della presenza fisica sul luogo di lavoro per il loro svolgimento.

Nel 2019 le occupazioni compatibili con il telelavoro rappresentavano il 33 per cento di dipendenti e il 46 per cento delle retribuzioni annue, suggerendo che il lavoro a distanza è più diffuso tra le attività altamente remunerate (cfr. il grafico A). Ciascuna percentuale aumenta di un punto se si considerano anche altri paesi dell'UE e il Regno Unito. Malgrado differenze metodologiche, i risultati sono simili a quelli degli Stati Uniti, dove il 37 per cento delle occupazioni e il 46 per cento dei salari sono stati individuati come compatibili con il telelavoro (Dingel and Neiman, 2020). Nell'area dell'euro la quota più alta di occupazioni compatibili con il telelavoro si osserva nel settore dell'informazione e della comunicazione e la più bassa nel settore agricolo. Nel comparto dell'informazione e della comunicazione le professioni adatte al telelavoro rappresentano l'83 per cento dei dipendenti e l'87 per cento delle retribuzioni annue. In agricoltura, al contrario, il telelavoro è possibile solo per il 7 per cento degli addetti, le cui retribuzioni, tuttavia, costituiscono circa un quinto delle retribuzioni complessive del settore. Nei comparti in cui è possibile svolgere da remoto

---

<sup>118</sup> Cfr. *Living, working and COVID-19: First findings – April 2020*, Eurofound, 2020.

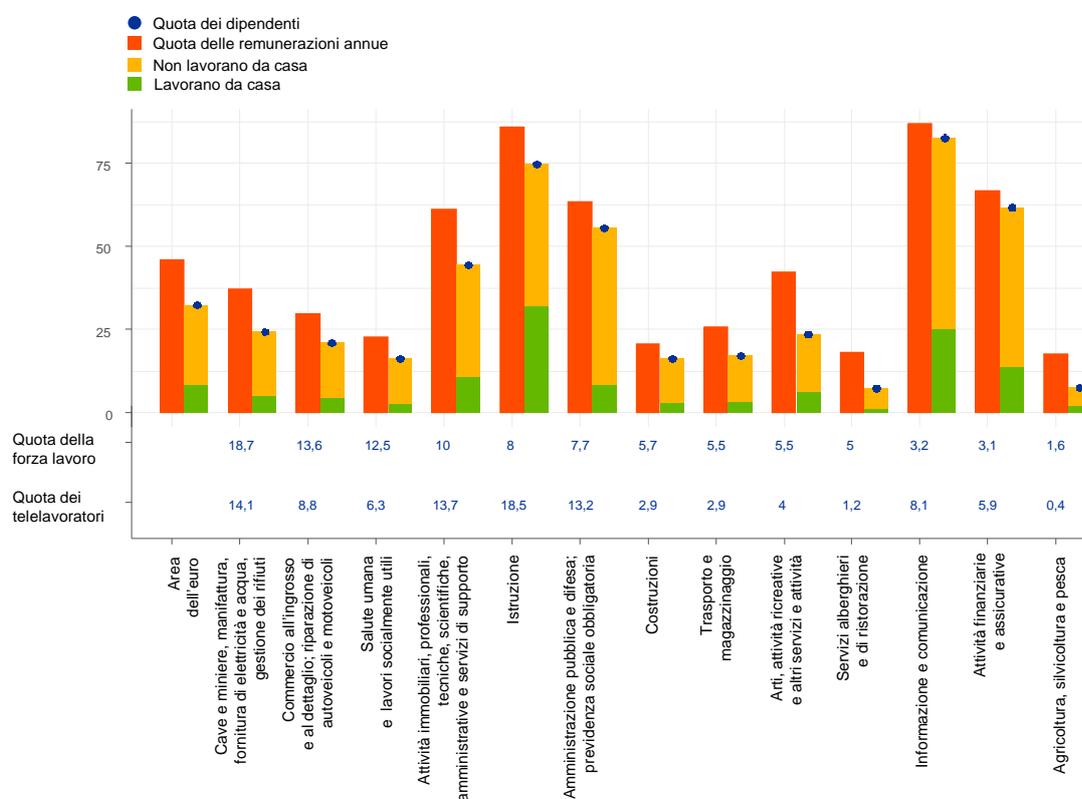
<sup>119</sup> L'indice di telelavoro è basato su Dingel, J.I. e Neiman, B., "How many jobs can be done at home?", *Journal of Public Economics*, vol. 189, 2020, pagg. 1-8. Dingel e Neiman assegnano alle occupazioni un grado di compatibilità con il telelavoro compreso tra 0 e 1: 0 implica che nessuna attività prevista da tale occupazione è eseguibile mediante telelavoro e 1 che tutte le attività dell'occupazione considerata sono eseguibili a distanza. Nella presente analisi, la valutazione è applicata alla Classificazione internazionale tipo delle professioni (International Standard Classification of Occupations, ISCO-08) mediante una tavola di raccordo fornita dal Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti (cfr. "Crosswalks between the 2010 SOC and systems used by other Federal and international statistical agencies", Bureau of Labor Statistics, 2012). Sono inoltre utilizzate ponderazioni per tipologia di dipendente al fine di far corrispondere l'indice a un più ampio aggregato dell'ISCO-08. L'obiettivo dell'esercizio è combinare l'indice con dati individuali, ossia ricavati dall'indagine europea sulle forze di lavoro (European Labour Force Survey, EU-LFS), dalle statistiche europee sul reddito e sul tenore di vita (European Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC) e dal comitato socioeconomico tedesco (German Socio-Economic-Panel, SOEP). Per ciascuna fonte di dati si considerano le più recenti edizioni disponibili delle indagini: 2019 per l'EU-LFS e 2018 per l'EU-SILC e il SOEP (cfr. "Socio-Economic Panel (SOEP), data from 1984-2018", versione 35, SOEP, 2019). Le occupazioni con un punteggio di compatibilità con il telelavoro superiore a 0,5 sono indicate come adatte al lavoro a distanza.

oltre il 40 per cento delle occupazioni, ossia l'istruzione, le attività finanziarie, l'amministrazione pubblica, il settore immobiliare e altre attività amministrative, è impiegato circa il 30 per cento del totale dei dipendenti dell'area dell'euro. Il restante 70 per cento è distribuito tra settori in cui il lavoro a distanza è possibile per non più del 25 per cento degli addetti. Nell'area dell'euro, inoltre, meno del 10 per cento dei telelavoratori potenziali dichiara di lavorare da casa solitamente o talvolta; ciò significa che due terzi dei lavoratori potrebbero non avere alcuna familiarità con il lavoro a distanza<sup>120</sup>.

## Grafico A

Quota delle remunerazioni annue e dei dipendenti in occupazioni potenzialmente compatibili con il telelavoro nell'area dell'euro per settore

(valori percentuali)



Fonti: indice: Dingel e Neiman (2020); dati: EU-LFS 2019, EU-SILC 2018, SOEP (2019) ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: per l'area dell'euro e per ciascun settore il grafico mostra la quota di remunerazioni annue generate da occupazioni potenzialmente eseguibili da remoto (istogramma arancione) e la quota di dipendenti impiegati in occupazioni potenzialmente eseguibili da remoto (punto blu), inclusi coloro che attualmente telelavorano (istogramma verde) e coloro che non lo fanno (istogramma giallo). Le cifre al di sotto degli istogrammi mostrano la percentuale della forza lavoro complessiva e la percentuale di tutti i telelavoratori potenziali in ciascun settore. Indice di telelavoro aggregato al livello della classificazione a due cifre dell'ISCO-08 utilizzando le ponderazioni per tipologia di dipendente. Slovacchia, Slovenia e Malta non sono incluse.

La quota dei dipendenti in occupazioni potenzialmente compatibili con il telelavoro è superiore al 50 per cento nelle regioni delle capitali di Regno Unito, Belgio, Francia, Lussemburgo e Svezia, mentre è pari a circa il 20 per cento in alcune regioni di Spagna, Grecia e Romania (cfr. la figura A).

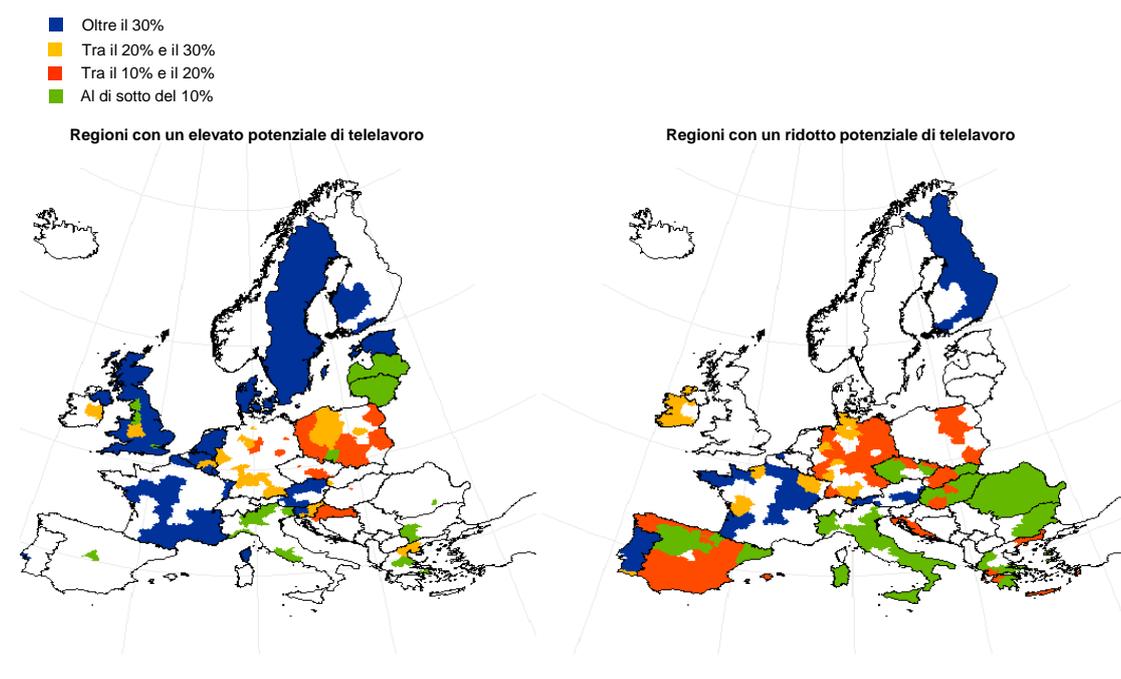
Analogamente, la percentuale di occupati che lavorano da casa in maniera regolare o saltuaria

<sup>120</sup> L'indagine sulle forze di lavoro (Labour Force Survey) chiede agli intervistati se lavorino da casa. Tuttavia, una risposta come "solitamente" o "talvolta" non necessariamente implica che l'intervistato telelavori o che il suo impiego sia totalmente eseguibile da remoto. Gli insegnanti, ad esempio, potrebbero affermare di lavorare talvolta da casa per preparare le lezioni, ma ciò non significa obbligatoriamente che abbiano tenuto una lezione da casa.

varia in misura notevole da regione a regione. Ben il 70 per cento dei telelavoratori potenziali riferisce di lavorare da casa a Stoccolma, mentre tale quota si attesta su circa il 45 per cento a Parigi e Londra. In Italia, viceversa, lavora da remoto meno del 10 per cento dei telelavoratori potenziali. Tali differenze nei tassi di utilizzo potenziali ed effettivi del telelavoro, risalenti al periodo precedente la pandemia, suggeriscono che nelle varie regioni europee si registravano diversi gradi di preparazione al rapido ricorso al lavoro da remoto quale strumento con cui fronteggiare la pandemia. Esse potrebbero discendere, ad esempio, da norme sociali eterogenee e stigmatizzazioni riferite al lavoro da casa, così come da limitazioni legate alle apparecchiature e alle competenze digitali. Queste ultime si riferiscono a un insieme di strumenti che agevolerebbero il lavoro da remoto: da adeguate connessioni a banda larga a programmi formativi volti a superare le difficoltà poste dagli ambienti di lavoro a distanza. In prospettiva, la crisi legata al COVID-19 potrebbe accelerare l'adozione del telelavoro e ridurre il divario digitale nei paesi europei qualora i paesi in ritardo incrementino i propri investimenti in tecnologie digitali<sup>121</sup>.

### Figura A

Quota dei telelavoratori potenziali che lavorano da casa almeno saltuariamente nelle diverse regioni europee



Fonti: indice: Dingel e Neiman (2020); dati: EU-LFS 2019 ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: un ridotto potenziale di telelavoro indica che la quota delle occupazioni compatibili con il telelavoro nell'area è al di sotto del 30 per cento. Indice di telelavoro aggregato al livello della classificazione a due cifre dell'ISCO-08 utilizzando le ponderazioni per tipologia di dipendente. Il livello della NUTS (Nomenclatura delle unità territoriali per la statistica) è NUTS 2, ad eccezione dei Paesi bassi (NUTS 0) e del Regno Unito (NUTS 1). Le regioni ultraperiferiche e Malta non sono incluse.

## 6 Osservazioni conclusive

**L'ampio sostegno pubblico fornito mediante le misure volte al mantenimento dei posti di lavoro ha attenuato l'impatto della pandemia sul mercato del lavoro.** Si stima che ad aprile i lavoratori coinvolti da tali misure abbiano raggiunto i

<sup>121</sup> Cfr. l'articolo *L'economia digitale e l'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

32 milioni, cifra circa tre volte superiore al numero dei disoccupati. Da allora il numero di lavoratori interessati da regimi di integrazione salariale è diminuito ed è stato stimato a circa 8 milioni a ottobre 2020. Dato il numero molto elevato di lavoratori soggetti a condizioni temporanee, l'interpretazione delle statistiche ufficiali del mercato del lavoro richiede cautela. In particolare, le misure volte al mantenimento dei posti di lavoro hanno contribuito a contenere un ulteriore aumento della disoccupazione e un calo più marcato dell'occupazione. Non è ancora chiaro, tuttavia, quanti di tali lavoratori torneranno con successo al normale orario di lavoro e quanti rischiano di perdere il proprio impiego. Il numero ancora elevato di lavoratori interessati dalle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro e il brusco calo della partecipazione al mercato del lavoro suggeriscono che la capacità di forza lavoro inutilizzata è significativamente maggiore di quella rilevata dal tasso di disoccupazione. Il ricorso ai regimi volti al mantenimento dei posti di lavoro è stato inoltre integrato dall'adozione di politiche per il mercato del lavoro a livello UE, tra le quali figura lo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE). Ciò ha creato un insieme di strumenti di solidarietà a livello dell'Unione per aiutare i governi nazionali ad affrontare gli aumenti improvvisi della spesa pubblica al fine di tutelare l'occupazione.

**È probabile che la crisi porti a un incremento delle esigenze di riallocazione del lavoro e si prevede che esse saranno tanto maggiori quanto più lunga sarà la crisi.** Le politiche del mercato del lavoro attualmente in vigore sono state formulate con l'obiettivo di tutelare i lavoratori da un temporaneo shock avverso all'economia. Hanno contribuito a preservare i redditi delle famiglie e limitare le conseguenze negative sui consumi. La riallocazione del lavoro dipenderà in misura cruciale dalla durata della crisi e dalle possibili variazioni strutturali della domanda. Tuttavia, a una maggiore durata dello shock potrebbe corrispondere una maggiore necessità di riallocazione dei posti di lavoro. Lo shock legato al COVID-19 sta inoltre imprimendo slancio ai processi di automazione e digitalizzazione, le competenze proprie dei lavori esistenti potrebbero necessitare di miglioramenti e ciò potrebbe determinare un maggiore squilibrio nel mercato del lavoro<sup>122</sup>. In tale contesto, i regimi volti al mantenimento dei posti di lavoro potrebbero coniugare la tutela dell'occupazione con l'offerta di percorsi formativi finalizzati ad agevolare la ristrutturazione delle competenze e a sostenere l'innalzamento del loro livello. L'impatto eterogeneo della pandemia nei vari paesi, inoltre, potrebbe lasciare il segno e ampliare le divergenze tra i mercati del lavoro dell'area dell'euro. Più intensi squilibri tra la domanda e l'offerta di competenze e una maggiore dispersione geografica del tasso di disoccupazione sono stati un risultato persistente della precedente crisi e hanno indotto un aumento della durata media della

---

<sup>122</sup> Per un'analisi delle implicazioni della digitalizzazione per i mercati del lavoro europei, cfr. "Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area" ([Part 1](#)) e ([Part 2](#)), *The ECB Podcast*, episodi 9 e 10, BCE, settembre 2020; e Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Morgan, J., Petroulakis, F. e Vivian, L., "Virtually Everywhere. Digitalisation and the euro area and EU economies", *Occasional Paper Series*, n. 244, BCE, 2020.

disoccupazione, in grado di determinare, in ultima istanza, un incremento della disoccupazione strutturale<sup>123</sup>.

---

<sup>123</sup> Cfr. l'articolo [L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

## 3 L'economia digitale e l'area dell'euro

a cura di Robert Anderton, Valerie Jarvis, Vincent Labhard,  
Filippos Petroulakis, Ieva Rubene, Lara Vivian

### 1 Introduzione

**La digitalizzazione – la diffusione di tecnologie digitali che conduce a un'economia digitale – è “virtualmente ovunque”.** La digitalizzazione trasforma le abitudini di consumo, gli andamenti della produzione, i modelli di business, le preferenze e i prezzi relativi, e di conseguenza trasforma intere economie, diventando così un tema importante dal punto di vista delle banche centrali. Alcuni degli effetti principali della digitalizzazione che rilevano per la politica monetaria riguardano il prodotto e la produttività, i mercati del lavoro, i salari e i prezzi.

**L'impatto della digitalizzazione su una data economia dipende, tra le altre cose, dalla struttura economica, dalle politiche economiche, dalle istituzioni e dalla governance del paese in esame.** Non è tuttavia chiaro se la digitalizzazione sia destinata a rendere più profonde le differenze tra paesi, oppure a ridurle. È comunque interessante osservare come il grado di digitalizzazione differisca fra i vari paesi dell'area dell'euro e dell'UE, e come solo pochi di essi abbiano un livello pari a quello delle nazioni più digitalizzate al mondo.

**Il presente articolo primariamente riassume e aggiorna le evidenze sull'economia digitale nell'area dell'euro e nell'UE, presentando anche raffronti su scala internazionale**<sup>124</sup>. L'articolo documenta la crescita dell'economia digitale, misurata in termini di valore aggiunto sulla base del Sistema dei conti nazionali, la diffusione delle tecnologie digitali così come rilevata da alcuni indicatori pertinenti e l'impatto delle tecnologie digitali sul contesto economico in cui opera la politica monetaria, esaminando gli effetti su produttività, mercati del lavoro e inflazione<sup>125</sup>.

**Il presente articolo analizza inoltre più nel dettaglio l'impatto della pandemia di coronavirus (COVID-19) sull'economia digitale.** Dall'inizio della pandemia sia i produttori che i consumatori hanno acquisito più familiarità con le tecnologie digitali e se ne servono in misura maggiore. Un più ampio ricorso alle tecnologie digitali può far accelerare il cambiamento strutturale che esse mettono in atto e rappresentare tanto un'opportunità quanto una sfida per i paesi dell'area dell'euro e dell'UE in generale.

<sup>124</sup> I contenuti di questo articolo traggono fondamento da Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Morgan, J., Petroulakis, F. e Vivian, L., “*Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies*”, *Occasional Paper Series*, n. 244, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2020.

<sup>125</sup> La digitalizzazione potrebbe anche avere effetti sul benessere, i quali, tuttavia, non vengono contemplati nel presente articolo. Tali effetti potrebbero derivare da tre fonti principali: prodotti disponibili sul mercato (migliore qualità, nuove varietà o servizi gratuiti), produzione non destinata al mercato (che beneficia di prodotti o dati digitali), acquisti online ed economia della condivisione (prezzi più bassi e maggiore varietà). Tali aspetti sono esaminati nel contesto di un approccio alle statistiche sui risultati economici maggiormente incentrato sulle persone, come illustrato ad esempio in “*Measuring Economic Welfare: What and How?*”, Staff Report dell'FMI, marzo 2020.

**È importante precisare che la digitalizzazione può avere effetti sull'economia che vanno oltre quelli contemplati nel presente articolo.** La digitalizzazione può incidere sulla struttura del mercato e sulla concorrenza, con ripercussioni sull'innovazione e sul ruolo svolto dai beni immateriali, nonché creare effetti redistributivi. La digitalizzazione può altresì incidere sulle scelte relative a lavoro e tempo libero e avere ulteriori implicazioni dal punto di vista del benessere, sia positive che negative, che non sono facilmente misurabili sulla base delle dimensioni prese in esame in questa sede.

**Il resto dell'articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 presenta gli effetti della digitalizzazione sulla produttività e sull'offerta di beni e servizi. La sezione 3 esamina gli effetti della digitalizzazione sui mercati del lavoro e sull'inflazione. La sezione 4 considera il probabile impatto della pandemia di COVID-19 sulla digitalizzazione e le ripercussioni sull'economia in senso ampio nel breve, medio e lungo periodo. Nella conclusione vengono riportate le osservazioni più rilevanti e vengono illustrati i messaggi principali dell'articolo.

## 2 Dimensione e crescita dell'economia digitale

**L'economia digitale nell'area dell'euro e nell'UE è di dimensione minore rispetto agli Stati Uniti e il divario non si è modificato in maniera significativa negli ultimi anni.** Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro si registra un valore aggiunto derivante dal settore digitale molto più esiguo (in percentuale del PIL) rispetto a quello degli Stati Uniti; l'economia digitale dell'area dell'euro corrisponde a circa due terzi di quella statunitense (cfr. il grafico 1). Negli Stati Uniti il solo settore dei servizi digitali fornisce un contributo pari all'intera economia digitale dell'area dell'euro. In termini di dimensioni, negli Stati Uniti il settore manifatturiero legato alle tecnologie dell'informazione è circa il doppio rispetto a quello dell'area dell'euro ed è addirittura maggiore di quello di paesi specializzati in attività manifatturiere, come la Germania<sup>126</sup>. Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, l'incremento in termini di punti percentuali sui dodici mesi della quota rappresentata dall'economia digitale è stato inferiore a 0,1, lo stesso che negli Stati Uniti, lasciando quindi lo scarto sostanzialmente invariato.

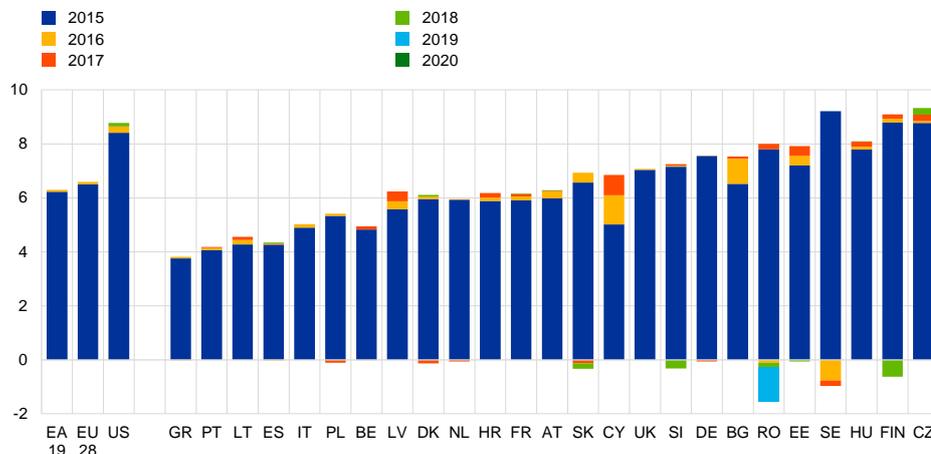
---

<sup>126</sup> Va precisato che vi sono alcuni motivi di cautela quando si confrontano i paesi e si dà una lettura dei sottosettori dell'economia digitale. Ad esempio, alcuni paesi possono avere una quota elevata di valore aggiunto nel sottosettore della manifattura legata alle tecnologie dell'informazione, ma ciò talvolta può essere dovuto all'esternalizzazione verso quel paese della produzione di parti di computer. Perciò quote elevate di valore aggiunto in quel settore non indicheranno necessariamente che il paese in questione sia all'avanguardia nella digitalizzazione.

## Grafico 1

### L'economia digitale, 2015-2020

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

Note: la voce relativa al 2015 mostra i dati per quell'anno. Le voci relative al periodo 2016-2020 (laddove disponibili) mostrano la variazione prodotta dai dati per quegli anni.

### L'adozione di tecnologie digitali, nondimeno, è aumentata notevolmente a partire dal 2015.

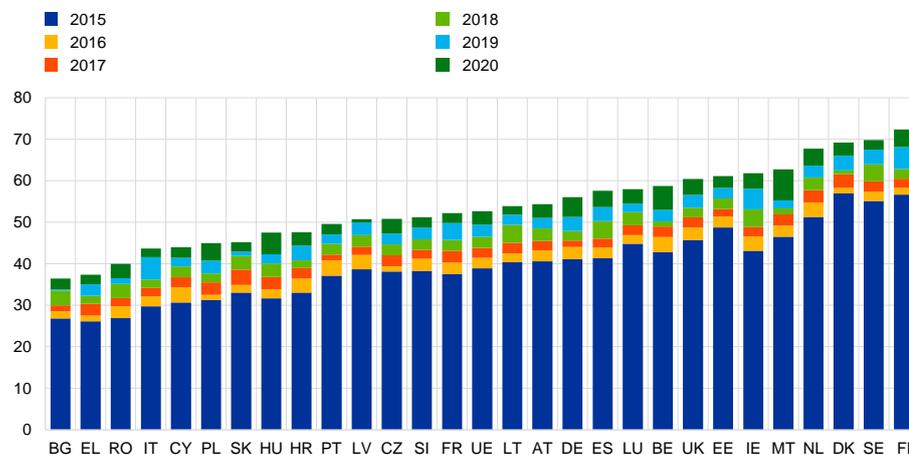
L'Indice di digitalizzazione dell'economia e della società è passato da meno di 40 nel 2015 a oltre 60 nel 2020, come si evince dal grafico 2, che tuttavia cela una certa eterogeneità tra paesi, con l'indice inferiore o prossimo a 40 per tre di essi e prossimo o superiore a 70 per altri tre. Sebbene nella maggior parte dei paesi la connettività (in particolare la banda larga) abbia raggiunto livelli fra loro comparabili, permangono differenze in relazione ad altre dimensioni, quali i livelli di capitale umano e l'integrazione delle tecnologie digitali nel settore delle imprese e nel settore pubblico<sup>127</sup>. Tali differenze fra paesi nell'adozione delle tecnologie digitali fanno sì che l'impatto della digitalizzazione possa variare anche all'interno dell'area dell'euro e fra paesi dell'UE.

<sup>127</sup> Il settore pubblico può svolgere un ruolo importante nel livello complessivo di adozione delle tecnologie digitali da parte di un'economia. La trasformazione della pubblica amministrazione, la promozione di alternative digitali nell'istruzione pubblica e l'uso di tecnologie digitali nel settore della sanità pubblica possono stimolare una più ampia diffusione – e una più ampia accettazione – delle tecnologie digitali nell'economia nel suo complesso. Su questi fronti, alcune delle economie più digitalizzate dell'area dell'euro ottengono punteggi elevati.

## Grafico 2

### Adozione di tecnologie digitali nell'area dell'euro e nelle economie dell'UE

(Indice di digitalizzazione dell'economia e della società)



Fonte: Commissione europea.

Note: la voce relativa al 2015 mostra i dati pubblicati in quell'anno; le voci relative al periodo 2016-2020 mostrano la variazione prodotta dai dati pubblicati per quegli anni. I dati si riferiscono all'anno precedente a quello in cui sono stati pubblicati. La categoria "connettività" comprende la copertura e l'adozione delle reti fisse a banda larga veloci e ultraveloci; il "capitale umano" si concentra sull'utilizzo di Internet, sulle competenze digitali e TIC e sui laureati in scienze, tecnologia, ingegneria e matematica; l'"uso dei servizi internet" mette insieme l'utilizzo da parte dei cittadini di contenuti, comunicazioni e transazioni online, incluse le operazioni bancarie in rete; l'"integrazione delle tecnologie digitali" prende in esame il commercio elettronico e la digitalizzazione delle imprese.

## 3 Produttività e offerta

### Produttività

**Negli ultimi due decenni si è assistito a un prolungato rallentamento della produttività nelle economie avanzate.** La crescita della produttività dell'area dell'euro ha iniziato a ridursi in misura significativa nella seconda metà degli anni novanta, molto prima rispetto ad altre economie avanzate, ma tale flessione si è registrata in maniera diffusa anche prima della crisi finanziaria. Tale andamento è stato principalmente dovuto a una minore crescita della produttività totale dei fattori (PTF) nell'epoca precedente la crisi, ma negli ultimi anni hanno influito anche i livelli inferiori dell'intensità di capitale (cioè il capitale per unità di lavoro), a seguito del crollo degli investimenti verificatosi durante la ripresa. Benché possa sembrare paradossale che un'epoca di rapido progresso tecnologico non sia caratterizzata da un notevole miglioramento della produttività, il rallentamento di fatto è più evidente nei settori che si avvalgono maggiormente di tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC). Questa è una delle evidenze a sostegno della tesi secondo cui ci troveremo ancora in una fase iniziale del processo di adozione delle TIC<sup>128</sup>.

### Una spiegazione condivisa del rallentamento osservato nel periodo precedente la crisi in Europa, rispetto agli Stati Uniti, risiede nella minore

<sup>128</sup> Tale tesi è basata sul volume degli acquisti di beni e servizi legati alle TIC rispetto al valore aggiunto del settore. Cfr. van Ark, B., "The Productivity Paradox of the New Digital Economy", *International Productivity Monitor*, vol. 31, Centre for the Study of Living Standards, 2016, pagg. 3-18.

**capacità delle economie europee di cogliere i benefici offerti dalle TIC, soprattutto nel settore dei servizi di mercato.** Negli Stati Uniti a metà degli anni novanta si sono verificati una forte spinta innovativa legata alle TIC, un marcato aumento della crescita della PTF nei settori che le producevano, nonché un notevole incremento dell'intensità di capitale TIC e una maggiore PTF nei settori in cui vi è un più ampio ricorso a tali tecnologie<sup>129</sup>, che, per contro, sono state sviluppate e impiegate con ritardo dalle economie europee. Tra le ragioni di questo fenomeno potrebbe esserci la natura delle TIC rispetto ad altre tecnologie più obsolete. Macchinari e attrezzature tradizionalmente potevano essere usati da qualunque tipo di manodopera: era dunque sufficiente accumulare tale capitale per generare crescita. Il capitale che incorpora TIC, invece, richiede manodopera specializzata e impone che i processi organizzativi siano adeguati e concepiti in modo nuovo, oltre ad altri cambiamenti significativi, rappresentando una sfida per le imprese esistenti. Ciò significa che il capitale TIC si accompagna a un insieme più complesso di altri input, la cui sintesi efficiente può consentire di ottenere rendimenti migliori in termini di produttività dall'investimento realizzato<sup>130</sup>.

**Secondo alcuni studi le differenze tra le pratiche manageriali rappresentano una spiegazione fondamentale del motivo per cui alcuni paesi riescono a impiegare le TIC meglio di altri.** Bloom et al.<sup>131</sup> mostrano che le aziende statunitensi con sede nel Regno Unito hanno livelli di efficienza più alti, legati a una maggiore produttività delle TIC. Essi attribuiscono tale fenomeno alle strutture organizzative delle aziende statunitensi, più flessibili e decentralizzate<sup>132</sup>. Una cattiva gestione può essere particolarmente problematica in relazione alle TIC, dato l'aumento della dispersione degli shock specifici di impresa (Decker et al.<sup>133</sup>), verosimilmente a seguito del ritmo più sostenuto dell'evoluzione tecnologica che amplifica l'importanza di una gestione agile e flessibile. Nei fatti le imprese di frontiera hanno visto crescere rapidamente la propria produttività, mentre quelle meno avanzate hanno recuperato con lentezza, il che suggerisce l'esistenza di strozzature nella diffusione dell'innovazione (Andrews et al.<sup>134</sup>). Schivardi e

<sup>129</sup> Cfr. van Ark, B., O'Mahoney, M. e Timmer, M.P. "The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n. 1, American Economic Association, 2008, pagg. 25-44; Jorgenson, D.W., Ho, M.S. e Stiroh, K.J., "A Retrospective Look at the U.S. Productivity Growth Resurgence", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n. 1, American Economic Association, 2008, pagg. 3-24.

<sup>130</sup> Cfr. Bresnahan, T.F., Brynjolfsson, E. e Hitt, L.M., "Information Technology, Workplace Organization, and the Demand for Skilled Labor: Firm-Level Evidence", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n. 1, Oxford University Press, Oxford, febbraio 2002, pagg. 339-376 e DeLong, J.B. e Summers, L.H., "Equipment Investment and Economic Growth: How Strong Is the Nexus?", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 23, n. 2, Brookings Institution Press, Washington D.C., 1992, pagg. 157-212.

<sup>131</sup> Cfr. Bloom, N., Sadun, R. e Van Reenen, J., "Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle", *American Economic Review*, vol. 102, n. 1, American Economic Association, febbraio 2012, pagg. 167-201.

<sup>132</sup> Anche all'interno degli Stati Uniti, Bloom et al. riscontrano notevoli differenze nelle prassi gestionali: cfr. Bloom, N., Brynjolfsson, E., Foster, L., Jarmin, R., Patnaik, M., Saporta-Eksten, I. e Van Reenen, J., "What Drives Differences in Management Practices?" *American Economic Review*, vol. 109, n. 5, American Economic Association, maggio 2019, pagg. 1648-1683.

<sup>133</sup> Cfr. Decker, R.A., Haltiwanger, J., Jarmin, R.S. e Miranda, J., "Changing Business Dynamism and Productivity: Shocks versus Responsiveness", *American Economic Review*, vol. 110, n. 12, American Economic Association, dicembre 2020, pagg. 3952-3990.

<sup>134</sup> Cfr. Andrews, D., Criscuolo, C. e Gal, P.N., "The Best versus the Rest: Divergence across Firms during the Global Productivity Slowdown", mimeo, agosto 2019.

Schmitz<sup>135</sup> mostrano che i paesi le cui imprese hanno adottato buone prassi gestionali hanno ottenuto una crescita della produttività molto più veloce rispetto ad altri nel periodo dal 1995 al 2008 (quando negli Stati Uniti è decollata la crescita di produttività legata alle TIC), in confronto al decennio precedente.

### **L'adozione di tecnologie può anche dipendere dalle politiche adottate.**

Pur essendo in grado di avvalersi di tecnologie digitali, le imprese le adotteranno solo se ciò si rivela redditizio; tuttavia bassi livelli di concorrenza potrebbero far diminuire tali profitti. Andrews et al.<sup>136</sup> mostrano che il divario esistente tra imprese di frontiera e quelle meno avanzate è più ampio per i settori meno interessati da riforme volte a promuovere la concorrenza (come, per esempio, il settore del commercio al dettaglio in confronto a quello delle telecomunicazioni). Nel contempo, dato che le imprese devono essere in grado di attrarre lavoratori qualificati e rispondere alle esigenze di cambiamento, una rigida legislazione a tutela dell'occupazione (Employment Protection Legislation, EPL) può rendere meno agevole per le imprese attrarre questi lavoratori e adottare nuove tecnologie. Secondo Andrews et al.<sup>137</sup> nei settori caratterizzati da forti esigenze di ricambio del personale per ragioni legate all'aggiornamento tecnologico, una regolamentazione più rigida in materia di occupazione si associa a un minore ricorso alle tecnologie digitali. Cette et al.<sup>138</sup> mostrano che una simile regolamentazione comporta a) effetti positivi sull'intensità di capitale fisico non legato alle TIC e sulla quota di addetti più qualificati e b) effetti negativi sull'intensità di ricerca e sviluppo e sulla quota di lavoratori meno qualificati. Di conseguenza, tale normativa si rivela molto costosa in termini di manodopera poco qualificata, che viene sostituita da capitale non destinato alle TIC<sup>139</sup>.

**Sussistono differenze sostanziali tra aziende digitali e non in termini di distribuzione della produttività e persistenza della leadership.** Sulla base di dati a livello di impresa relativi ai "quattro grandi" paesi dell'area dell'euro, il pannello superiore del grafico 3 mette a confronto la produttività relativa delle aziende digitali con quella delle imprese non digitali lungo l'intera distribuzione della produttività<sup>140</sup>. Nella maggior parte dei casi, le imprese digitali sono meno produttive delle

<sup>135</sup> Cfr. Schivardi, F. e Schmitz, T., "The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades", *Journal of the European Economic Association*, vol. 18, n. 5, Oxford University Press, Oxford, ottobre 2020, pagg. 2441-2486.

<sup>136</sup> Cfr. Andrews, D. et al., "The Best versus the Rest: Divergence across Firms during the Global Productivity Slowdown", op. cit.

<sup>137</sup> Cfr. Andrews, D., Nicoletti, G. e Timiliotis, C., "Digital technology diffusion: A matter of capabilities, incentives, or both?", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1476, OECD Publishing, Parigi, 2018.

<sup>138</sup> Cfr. Cette, G., Lopez, J. e Mairesse, J., "Labour Market Regulations and Capital Intensity", *NBER Working Papers*, n. 22603, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, settembre 2016.

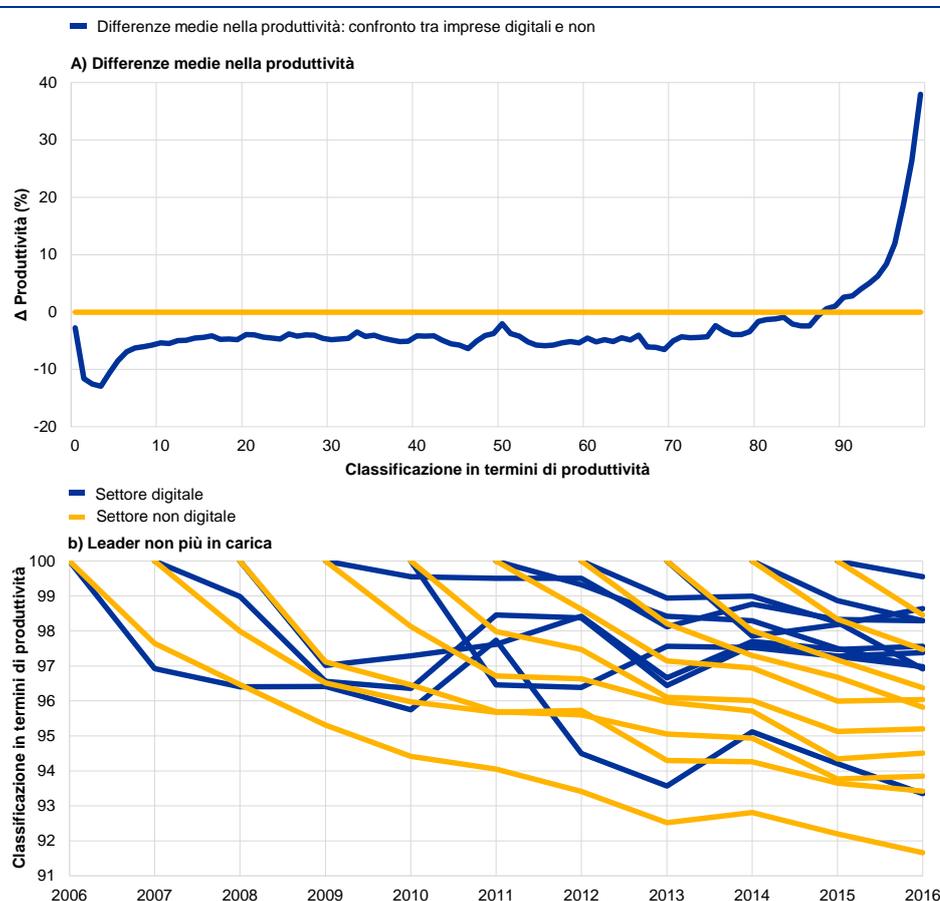
<sup>139</sup> Cfr. Bloom, N. e Van Reenen, J., "Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 122, n. 4, Oxford University Press, Oxford, novembre 2007, pagg. 1351-1408.

<sup>140</sup> A ogni percentile della distribuzione della produttività per ogni tipo di impresa, il grafico confronta la produttività media delle aziende digitali con quella delle imprese non digitali. Il settore digitale comprende il comparto manifatturiero ad alta tecnologia (fabbricazione di computer, prodotti di elettronica e ottica e apparecchiature elettriche) e i servizi TIC (attività editoriali, attività di produzione cinematografica, di video e di programmi televisivi, di registrazioni musicali e sonore, attività di programmazione e trasmissione, telecomunicazioni, produzione di software, consulenza informatica e attività connesse, attività dei servizi di informazione e altri servizi informatici).

omologhe non digitali, ma tra quelle nel decile superiore della distribuzione sono le aziende digitali a rivelarsi sensibilmente più produttive. Si tratta altresì delle imprese più giovani e delle grandi. Inoltre il mantenimento di una leadership in termini di produttività è maggiore nel settore digitale. Il pannello inferiore del grafico 3 mostra la classificazione media delle imprese con produttività superiore all'ultimo percentile della distribuzione nel proprio settore di appartenenza in un dato anno seguita nel tempo; benché in media i leader delle aziende restino altamente produttivi, nelle imprese digitali la persistenza della leadership è significativamente maggiore. Nel contempo, l'ascesa di nuove imprese leader è piuttosto simile tra i vari settori.

### Grafico 3

Distribuzione della produttività e persistenza della leadership (Germania, Spagna, Francia e Italia)



Fonti: Orbis Europe (Bureau van Dijk) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il settore digitale comprende la fabbricazione di computer, prodotti di elettronica e ottica (C26) e la fabbricazione di apparecchiature elettriche (C27), attività editoriali (J58), attività di produzione cinematografica, di video e di programmi televisivi, di registrazioni musicali e sonore, attività di programmazione e trasmissione (J59, J60), telecomunicazioni (J61), produzione di software, consulenza informatica e attività connesse, attività dei servizi di informazione e altri servizi informatici (J62, J63). I settori non digitali comprendono le altre attività manifatturiere (C11-C25, C28-C33); fornitori di servizi di pubblica utilità (D, E); costruzioni (F) e servizi di mercato (G-I, M-N). La produttività media a livello di impresa è misurata dal rapporto tra ricavi operativi lordi in termini reali e numero di addetti, per imprese con almeno dieci impiegati in un dato anno tra il 2006 e il 2016. Il campione è composto dalle aziende con sede in Germania, Spagna, Francia e Italia.

**Ci sono evidenze di una diminuzione del contributo delle TIC alla crescita della produttività nelle economie avanzate.** Mentre l'area dell'euro ha avuto risultati sostanzialmente peggiori rispetto ai suoi pari in termini di crescita della produttività nel periodo dal 1995 al 2004, nel decennio scorso si sono osservate delle variazioni

negli incrementi di produttività derivanti dal capitale TIC sia in America settentrionale sia nell'area dell'euro. Secondo alcune tesi gli aumenti registrati nel periodo dal 1995 al 2004 erano anomali e si è tornati a una crescita normale, per contro gli incrementi osservati a partire dal 2005 sono stati molto inferiori perfino rispetto a quelli precedenti il 1995<sup>141</sup>.

**La digitalizzazione, compresi più recentemente l'intelligenza artificiale e l'apprendimento automatico (machine learning), è una forma di tecnologia pervasiva (general purpose technology, GPT), caratterizzata da impatti di ampia portata sull'economia nel suo complesso.** Le GPT sono pervasive, hanno

un intrinseco potenziale di miglioramento tecnico e favoriscono innovazioni complementari (Bresnahan e Trajtenberg<sup>142</sup>). L'effetto combinato di queste tre qualità conferisce unicità alle GPT, innescando effetti considerevoli sulla produttività.

Nel contempo, ciò comporta che le tecnologie pervasive necessitano di periodi lunghi per essere implementate, che possono raggiungere diversi decenni nel caso di tecnologie moderne quali il motore a vapore, l'elettricità o le TIC (Bresnahan e Trajtenberg<sup>143</sup>, Nordhaus<sup>144</sup>). L'adattamento delle prassi di produzione e di gestione a una nuova tecnologia può essere un processo lungo. L'andamento degli investimenti in capitale fisico presenta dei picchi, considerati i costi di adeguamento, mentre la produzione della tecnologia stessa diventa più efficiente col tempo.

I lavoratori qualificati possono essere difficili da reperire, soprattutto prima che la nuova tecnologia raggiunga una diffusione abbastanza ampia da creare una base di scolarizzazione sufficiente a essere insegnata su larga scala. È necessario accumulare capitale complementare derivante dalle innovazioni periferiche, che richiede tempo<sup>145 146</sup>.

## Offerta

**Gli investimenti digitali sono spesso in attività immateriali.** Uno degli elementi caratterizzanti dell'economia digitale è la transizione dal capitale fisico (edificio e attrezzature) al capitale immateriale (per esempio: ricerca e sviluppo, software, algoritmi, banche dati e relative analisi)<sup>147</sup>. Secondo alcune stime, tra un terzo (per le

<sup>141</sup> Cfr. Cette, G. e de Pommerol, O.J., "Have the growth gains from ICT been exhausted?", *Eco Notepad, Banque de France*, 18 ottobre 2018. Per ulteriori analisi aggiornate, cfr. Cette, G., Devillard, A. e Spiezia, V., "Growth factors in developed countries: a 1960-2019 growth decomposition", *Banque de France Working Paper Series*, n. 783, ottobre 2020.

<sup>142</sup> Cfr. Bresnahan, T.F. e Trajtenberg, M., "General purpose technologies 'Engines of growth'?", *Journal of Econometrics*, vol. 65, n. 1, Elsevier, B.V., gennaio 1995, pagg. 83-108.

<sup>143</sup> Ibidem.

<sup>144</sup> Cfr. Nordhaus, W., "Two Centuries of Productivity Growth in Computing", *The Journal of Economic History*, vol. 67, n. 1, Cambridge University Press, Cambridge, marzo 2007, pagg. 128-159.

<sup>145</sup> Cfr. Jovanovic, B. e Rousseau, P., "General purpose technologies" in Aghion, P. e Durlauf, S.N. (a cura di), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1b, 2005, pagg. 1181-1224.

<sup>146</sup> Il ritardo nella crescita della produttività dalla quarta rivoluzione industriale ha rimesso in discussione la metodologia di misurazione della produttività stessa. L'opinione diffusa nella letteratura è che non si possa imputare il rallentamento della crescita di quest'ultima agli errori di misurazione cui essa è comunque probabilmente soggetta. Cfr. il riquadro: "Some measurement issues and the digital economy" in Anderton, R. et al., op. cit., per una trattazione generale sull'impatto della digitalizzazione sulla misurazione di diverse variabili.

<sup>147</sup> Cfr. la sezione "Supply side" in Anderton, R. et al., op. cit., per maggiori dettagli sulla definizione di investimento immateriale fornita dal Sistema europeo dei conti e sulle altre categorie classificate come investimenti immateriali nella base dati del progetto INTAN-Invest.

economie con un grado di digitalizzazione contenuto) e due terzi (per quelle maggiormente digitalizzate) degli investimenti digitali riguardano attività immateriali.

**Un aspetto importante dell'investimento in attività immateriali digitali è rappresentato dai cosiddetti big data.** Il termine si riferisce non solo all'ampiezza e alla complessità di un insieme di dati, ma anche alle relative tecniche di analisi. Si tratta di una delle tecnologie digitali maggiormente utilizzate dalle aziende<sup>148</sup>. Come avviene in generale con le attività immateriali, i big data possono assumere forme molto variegata e spesso sono molto condizionati dalla realtà di una particolare impresa, al di fuori della quale non si mostrano particolarmente validi (un esempio della natura "non recuperabile" degli investimenti legati alle attività immateriali)<sup>149</sup>. I big data possono essere raccolti tramite piattaforme online e fornitori di servizi e possono essere elaborati e analizzati in molti modi per generare ricavi, per esempio attraverso pubblicità mirata. Non è facile stimare il valore di tale capitale di dati, ma è potenzialmente molto elevato: stime recenti attribuiscono al mercato dei dati europeo nel 2019 un valore pari a 324 miliardi di euro<sup>150</sup>.

**Per gli investimenti immateriali non è semplice fornire garanzie; per finanziari sembrano dunque più adatte forme alternative al finanziamento bancario tradizionale.** Ciò è riconducibile al maggior grado di incertezza e di rischio delle attività immateriali (in ragione del loro carattere innovativo), oltre agli aspetti relativi alla loro trasferibilità, rispetto alla natura più fisica degli investimenti materiali. Gli intermediari tradizionali, come le banche locali, spesso mancano degli strumenti necessari a valutare i progetti rischiosi incentrati su idee innovative basate su tecnologie complesse; per contro le piccole imprese non dispongono dei fondi interni e della reputazione necessari a evidenziare la loro qualità agli occhi degli investitori. Il mercato azionario e il capitale di rischio potrebbero rappresentare fonti di finanziamento più adatte agli investimenti immateriali che, pertanto, potrebbero risentire del forte ricorso al credito bancario nell'area dell'euro<sup>151</sup>.

**In ragione di alcuni elementi peculiari che le caratterizzano, le tecnologie digitali favoriscono una maggiore concentrazione.** La crescente rilevanza del capitale immateriale, che comporta notevoli costi fissi ma bassi costi marginali, associata alla capacità di utilizzare il cloud computing per promuovere la crescita di un'azienda in modo rapido ed economico, implica che le imprese riescono ad avere una presenza di scala senza averne una fisica ("scale without mass") e a riprodurre processi di business a costo zero (Brynjolfsson et al.<sup>152</sup>). Perfino al di fuori del settore tecnologico, le imprese "superstar" con bassi margini di profitto, soprattutto nel settore del commercio al dettaglio, fanno un ampio ricorso alle TIC

---

<sup>148</sup> Cfr. il riquadro [Investimenti in attività immateriali nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

<sup>149</sup> Cfr. Haskel, J. e Westlake, S., *Capitalism without Capital: The Rise of Intangible Economy*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 28 novembre 2017.

<sup>150</sup> Cfr. Commissione europea, *European Data Market Study*, 2020.

<sup>151</sup> Cfr. Ahn, J., Duval, R.A. e Sever, C., "[Macroeconomic Policy, Product Market Competition, and Growth: The Intangible Investment Channel](#)", *IMF Working Paper*, n. 20/25, Fondo monetario internazionale, febbraio 2020.

<sup>152</sup> Cfr. Brynjolfsson, E., McAfee, A., Sorell, M. e Zhu, F., "Scale without mass: Business process replication and industry dynamics", Harvard Business School Technology and Operations Management Unit Research Paper, n. 7-016, 2008.

(Decker et al.<sup>153</sup>), avvalendosi di tecnologie dell'automazione avanzate per le attività di magazzino e logistica. Molte tecnologie digitali comportano anche notevoli esternalità di rete, per cui che le aziende che innovano per prime hanno un considerevole vantaggio e dominano i mercati in cui operano. L'elevato dinamismo delle imprese osservato negli anni novanta nelle aziende TIC (che ha svolto una funzione di traino per l'intera economia statunitense) negli anni duemila ha ceduto il passo a una dinamica moderata e a un tasso di creazione di nuove imprese inferiore (Decker et al.<sup>154</sup>), che indica potenzialmente un minor livello di concorrenza.

**Vi sono segnali di un potere di mercato e di una concentrazione crescenti, soprattutto negli Stati Uniti.** Nonostante esistano opinioni differenti circa l'entità dell'aumento del potere di mercato e il nesso tra margine di profitto e concentrazione del mercato stesso in quanto le aziende potrebbero mantenere bassi i propri margini per acquisire grandi quote di mercato, vi è ampio consenso sull'aumento sia dei margini di profitto delle imprese sia della concentrazione negli Stati Uniti (De Loecker et al.<sup>155</sup>, Autor et al.<sup>156</sup>). Per quanto riguarda l'Europa la letteratura è decisamente meno ampia, soprattutto a causa di un diverso grado di copertura dei dati, e le conclusioni non sono univoche<sup>157</sup>. Sono in gioco molti fattori, ma è probabile che la tecnologia rivesta un ruolo rilevante. Tra le aziende con margini elevati e con alte quote di mercato che Autor et al. definiscono come imprese "superstar" figurano alcuni ben noti giganti della tecnologia. Bessen<sup>158</sup> rileva che l'uso di software TIC proprietari è fortemente legato al livello e all'aumento della concentrazione nel settore, dei margini operativi, dei ricavi e della produttività delle aziende leader; tali fattori, insieme alle attività immateriali, spiegano in gran parte l'aumento del grado di concentrazione. Crouzet ed Eberly<sup>159</sup> osservano che negli Stati Uniti le attività immateriali sono associate a una maggiore concentrazione e ciò potrebbe essere dovuto all'evoluzione tecnologica in un contesto di forte concorrenza o il risultato del potere di mercato. Calligaris et al.<sup>160</sup> evidenziano che i margini di profitto nelle economie facenti parte dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) sono più elevati nei settori ad alta intensità digitale e che tale divario si sia ampliato in misura significativa nel tempo, in particolare nei settori con un grado di digitalizzazione maggiore. Nella misura in

---

<sup>153</sup> Cfr. Decker, R.A., Haltiwanger, J., Jarmin, R.S. e Miranda, J., "Where has all the skewness gone? The decline in high-growth (young) firms in the U.S.", *European Economic Review*, vol. 86, Elsevier, B.V., luglio 2016, pagg. 4-23.

<sup>154</sup> Cfr. Decker et al., "Changing Business Dynamism and Productivity: Shocks versus Responsiveness", (cfr. la nota 133 a piè di pagina per ulteriori dettagli).

<sup>155</sup> Cfr. De Loecker, J., Eeckhout, J. e Unger, G., "The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n. 2, Oxford University Press, Oxford, maggio 2020, pagg. 561-644.

<sup>156</sup> Cfr. Autor, D., Dorn, D., Katz, L.F., Patterson, C. e Van Reenen J., "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n. 2, Oxford University Press, Oxford, maggio 2020, pagg. 645-709.

<sup>157</sup> Per una trattazione più ampia, confronta la sezione "Supply side" in Anderton, R. et al., op. cit. e i riferimenti in essa contenuti.

<sup>158</sup> Cfr. Bessen, J., "Information Technology and Industry Concentration", *Working Paper*, Boston University School of Law, 12 gennaio 2017.

<sup>159</sup> Cfr. Crouzet, N. ed Eberly, J., "Understanding Weak Capital Investment: the Role of Market Concentration and Intangibles", *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, maggio 2019.

<sup>160</sup> Cfr. Calligaris, S., Criscuolo, C. e Marcolin, L., "Mark-ups in the digital era", *OECD Science Technology and Industry Working Papers*, n. 2018/10, OECD Publishing, Parigi, 25 aprile 2018.

cui le tecnologie digitali rappresentano una determinante significativa della concentrazione, la ridotta presenza di imprese tecnologiche in Europa potrebbe spiegare la mancanza di una chiara evidenza sull'aumento della concentrazione di mercato osservato nel continente europeo rispetto agli Stati Uniti (Cavalleri et al.<sup>161</sup>).

## Riquadro 1

### Piattaforme online ed economia collaborativa

---

a cura di Lara Vivian

L'economia collaborativa o della condivisione utilizza piattaforme digitali per coordinare e supervisionare l'incontro nel mercato tra il lato dell'offerta e quello della domanda. Le piattaforme online tendono a essere eterogenee sotto vari profili, tra cui la tecnologia adottata e i servizi e i beni offerti. Ad esempio, gli scambi mediati da piattaforme digitali comprendono i servizi di trasporto, la consegna di prodotti alimentari, i servizi di pulizia, nonché attività online quali traduzioni, trascrizioni, la raccolta di dati e lo sviluppo di software. Nell'ambito della finanza, l'economia collaborativa consente di coordinare investitori e prenditori e di organizzare il finanziamento collettivo di progetti (crowdfunding), mentre le piattaforme che operano nel settore della ricettività alberghiera facilitano l'accesso alle proprietà immobiliari. La definizione di economia collaborativa comprende i servizi finanziari e il commercio di beni, includendo anche il concetto di "gig economy", spesso utilizzato per indicare quelle piattaforme in cui il servizio fornito è il lavoro retribuito necessario per svolgere un compito o risolvere un problema<sup>162</sup>.

L'economia collaborativa non è un fenomeno nuovo, ma le sue dimensioni stanno aumentando. Secondo le stime, sebbene le dimensioni delle piattaforme online siano cresciute rapidamente, il contributo che esse danno all'economia rimane relativamente modesto. Nel 2016 rappresentavano al massimo l'1 per cento del PIL e il 3 per cento dell'occupazione in tutti i paesi dell'UE, ma con notevole eterogeneità tra i vari paesi (cfr. il grafico A). In termini di specializzazione, le piattaforme del settore finanziario generano la maggior parte delle entrate legate all'economia collaborativa in Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia e Svezia, mentre in Polonia e Lussemburgo il settore trainante è quello delle competenze online. Nei paesi in cui la dimensione dell'economia delle piattaforme è più esigua, al contempo, è il settore della ricettività alberghiera a svolgere un ruolo più rilevante. Parallelamente alla crescita dell'economia collaborativa in termini di dimensioni, anche l'occupazione legata alle piattaforme è aumentata nel tempo: nel 2016 rappresentava lo 0,15 per cento dell'occupazione complessiva nell'UE a 27 e nel Regno Unito considerati congiuntamente<sup>163</sup>. Sebbene indagini e ricerche si basino spesso su definizioni diverse di occupazione legata alle piattaforme, altri studi confermano grandezze simili, nonché l'eterogeneità esistente tra paesi. Nel 2018, ad esempio, in Spagna ben il 2,6 per cento dei lavoratori svolgeva

---

<sup>161</sup> Cfr. Cavalleri, M., Eliet, A., McAdam, P., Petroulakis, F., Soares, A. e Vansteenkiste, I., "Concentration, market power and dynamism in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2253, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2019.

<sup>162</sup> Per una trattazione approfondita dei termini utilizzati per categorizzare le piattaforme digitali, cfr. de Groen, W.P., Kilhoffer, Z., Lenaerts, K. e Mandl, I., "Employment and working conditions of selected types of platform work", Fondazione europea per il miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro (Eurofound), Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo, 2018.

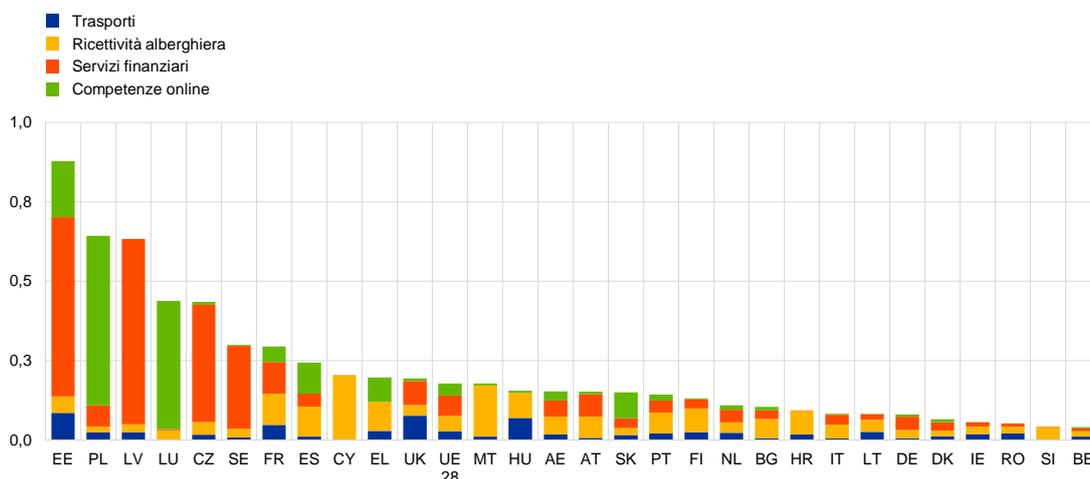
<sup>163</sup> Cfr. Nunu, M., Nausedaite, R., Eljas-Tall, K., Svatikova, K. e Porsch, L., "Study to Monitor the Economic Development of the Collaborative Economy at sector level in the 28 EU Member States. Final Report", Direzione generale Mercato interno, industria, imprenditoria e PMI (Commissione europea), Technopolis, Trinomics, VVA Consulting, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo, 2018.

attività lavorativa tramite piattaforma come occupazione principale, rispetto a un esiguo 0,6 per cento in Finlandia<sup>164</sup>.

## Grafico A

### Dimensioni dell'economia collaborativa

(in percentuale del PIL, 2016)



Fonte: Nunu, M. et al. (per maggiori dettagli cfr. la nota 164 a piè di pagina).

Le piattaforme online hanno il potenziale per essere un'importante fonte di innovazione e concorrenza, in quanto riducono gli ostacoli all'avvio e alla gestione di piccole imprese. È tuttavia importante garantire che le differenze di norme e regolamentazione tra i fornitori di servizi su piattaforma e i fornitori di servizi tradizionali non si traducano in condizioni di disparità concorrenziale. Inoltre, l'importanza delle grandi reti nello sviluppo delle piattaforme online aumenta il rischio di disparità significative tra grandi operatori delle piattaforme e altri soggetti per quanto riguarda le quote di mercato. Emergono pertanto questioni di policy su come promuovere una concorrenza equa ed evitare l'eventuale affermazione di piattaforme dominanti. Ciò potrebbe richiedere una revisione del quadro giuridico all'interno del quale operano le piattaforme, che potrebbe sostanziarsi fra l'altro in una revisione della tassazione e nella supervisione di fusioni e acquisizioni. Analogamente, sussistono questioni di carattere legale sullo status occupazionale dei lavoratori delle piattaforme e sull'ipotesi di considerare le piattaforme online come datori di lavoro, a fronte di procedimenti giudiziari che in questo ambito hanno finora dato esiti contrastanti<sup>165</sup>. Inoltre, nei propri modelli di business le piattaforme digitali devono garantire l'applicazione di principi quali trasparenza e non discriminazione, che dipendono fortemente dall'uso dei dati e dal loro trattamento.

<sup>164</sup> Cfr. Urzi Brancati, M.C., Pesole, A. e Fernández-Macías, E., "New evidence on platform workers in Europe", *JRC Science for Policy Report*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo, 2020. Per una rassegna delle stime sull'economia delle piattaforme nelle economie sviluppate, cfr. de Groen, W.P. et al., op. cit. Per una visuale su 75 paesi di tutto il mondo, cfr. Berg, J., Furrer, M., Harmon, E., Rani, U., e Silberman, M.S., "Digital labour platforms and the future of work: Towards decent work in the online world", Organizzazione internazionale del lavoro, Ginevra, 20 settembre 2018.

<sup>165</sup> Per una discussione dettagliata sulle condizioni di impiego e di lavoro dei lavoratori delle piattaforme in alcuni paesi dell'UE, cfr. de Groen, W.P. et al., op. cit.

## 4 Mercati del lavoro

**La presente sezione esamina gli effetti della digitalizzazione sul mercato del lavoro.** Dopo aver trattato il fenomeno della polarizzazione dell'occupazione, viene illustrato come la digitalizzazione e l'automazione possano sostituire taluni impieghi e mansioni, ma anche crearne di nuovi<sup>166</sup>.

**Dagli inizi degli anni novanta i mercati del lavoro delle economie avanzate hanno cominciato a polarizzarsi, con il conseguente aumento sia della quota di occupazione scarsamente qualificata, sia di quella altamente qualificata, a scapito dei posti di lavoro che richiedono un livello di qualifiche medio.**

Se per i lavoratori altamente qualificati si è osservato un incremento sia dei premi salariali sia dell'occupazione, il sostanziale aumento della percentuale di manodopera poco qualificata non è stato sempre necessariamente accompagnato da retribuzioni maggiori. Di conseguenza, la crescita del numero di occupati altamente e scarsamente qualificati si è tradotta in un minor numero di lavoratori con qualifiche di livello medio, innescando fenomeni di polarizzazione (o "hollowing out", cioè graduale erosione di tali posti di lavoro), che praticamente si verificano in tutte le economie avanzate<sup>167</sup>. Tali fenomeni sono in gran parte riconducibili allo sviluppo della digitalizzazione e dell'automazione, che induce cambiamenti tecnologici tesi a sostituire le mansioni più routinarie (routine-biased technological change, RBTC). Simili mansioni, caratterizzate da forte ripetitività e routine (lavori mediamente qualificati come, per esempio, quelli degli addetti agli sportelli bancari, degli operatori di macchinari, degli impiegati d'ufficio), possono in ultima analisi essere svolte in modo più efficiente da macchine o computer<sup>168</sup>.

**L'automazione tende a favorire le mansioni retribuite sia molto, sia molto poco.** Da un lato il fenomeno RTBC favorisce i lavori che richiedono competenze di analisi complesse, con un certo livello di astrazione (e quindi potenziale di automazione limitato) o con un alto grado di comunicazione interpersonale, che vengono facilmente integrati da tali tecnologie. D'altro canto, i fenomeni di automazione e RTBC non hanno ancora avuto alcun impatto sulle mansioni manuali non routinarie, che in genere non richiedono una formazione specifica, o ne richiedono poca, ma includono molti compiti che necessitano di intuito, discrezionalità, flessibilità, adattabilità o interazione personale, anch'esse difficilmente automatizzabili. In questa categoria rientra una gamma di lavori molto ampia, soprattutto appartenenti al settore dei servizi, come pulizie, manutenzione, cura della persona, sicurezza e ristorazione.

**L'automazione e i relativi effetti sui vari tipi di occupazione possono essere analizzati sulla base di un modello in cui un lavoro consiste in un insieme di mansioni differenti, alcune delle quali sono più facilmente automatizzabili di**

---

<sup>166</sup> Gli effetti della digitalizzazione sui mercati del lavoro europei sono discussi anche in due podcast della BCE: "Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area (Part 1)", BCE, Francoforte sul Meno, 2 settembre 2020, e "Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area (Part 2)", BCE, Francoforte sul Meno, 29 settembre 2020.

<sup>167</sup> Cfr., per esempio, Goos, M., Manning, A. e Salomons, A., "Job Polarization in Europe", *American Economic Review*, vol. 99, n. 2, American Economic Association, maggio 2009, pagg. 58-63.

<sup>168</sup> Da notare che il termine "routine" non è da intendersi come sinonimo di banale e monotono; esso indica piuttosto un compito caratterizzato da molta ripetitività, facilmente codificabile.

**altre.** Secondo tale concezione, il fenomeno RTBC automatizza alcune mansioni e ne crea di nuove, distruggendo lavori esistenti e generandone di nuovi<sup>169</sup>.

Poiché l'automazione ha un vantaggio comparato nelle occupazioni con un livello medio di qualifica (molto routinarie e con funzioni traducibili in codice informatico in modo relativamente facile), essa può gradualmente sostituire i lavoratori mediamente qualificati inducendone la riassegnazione ad altre mansioni<sup>170</sup>.

**Il grafico 4 mostra l'andamento della polarizzazione dell'occupazione per tipologia di mansioni in alcuni paesi europei<sup>171</sup>.** Le mansioni di concetto non routinarie (non-routine cognitive tasks, NRC) sono ripartite in mansioni di analisi e personali (per es. matematici e manager), le mansioni routinarie (R) sono divise in mansioni di concetto e manuali (per es. impiegati e operatori di macchinari) e quelle manuali non routinarie (non-routine manual tasks, NRM) in fisiche e personali (per es. addetti alle pulizie e camerieri). Il grafico mostra l'evoluzione del contenuto mansionistico dell'occupazione media<sup>172</sup> e mostra una spiccata riduzione del carattere routinario delle mansioni a favore di aspetti non ripetitivi, di concetto. Il grafico restituisce una fotografia coerente con la tesi secondo cui la polarizzazione si accompagna a una diversa allocazione delle competenze tra le varie occupazioni<sup>173</sup>. Inoltre, secondo Dias da Silva et al.<sup>174</sup>, la diminuzione delle ore medie lavorate, osservata negli ultimi decenni in vari paesi appartenenti all'UE, ha esacerbato la polarizzazione professionale<sup>175</sup>.

---

<sup>169</sup> Tale concezione si ispira a quella di Autor, D.H., Levy, F. e Murnane, R.J., in "The Skill Content of Recent Technological Change: An Empirical Exploration", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n. 4, Oxford University Press, Oxford, novembre 2003, pagg. 1279-1333.

<sup>170</sup> Cfr. Goos, M., "The impact of technological progress on labour markets: policy challenges", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, n. 3, Oxford University Press, Oxford, luglio 2018, pagg. 362-375.

<sup>171</sup> Il grafico è tratto da Dias da Silva, A., Laws, A. e Petroulakis, F., "Hours of work polarisation?", *Working Paper Series*, n. 2324, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2019 ed è basato sulla rappresentazione delle mansioni più dettagliata contenuta in Acemoglu, D. e Autor, D., "Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings", Ashenfelter, O. e Card, D. (a cura di), *Handbook of Labor Economics*, vol. 4b, Elsevier, B.V., 2011, pagg. 1043-1171.

<sup>172</sup> Tutte le occupazioni o professioni sono classificate in base alle mansioni di cui consistono considerando le sei categorie del grafico 4. Con questo metodo si ottengono le mansioni che compongono l'occupazione media.

<sup>173</sup> Cfr. Acemoglu, D. e Autor, D., op. cit. Inoltre la natura specifica degli effetti sulla manodopera dipende dai rapporti di equilibrio esistenti tra tecnologia, offerta di competenze e domanda dei consumatori. Poiché i lavoratori abbandonano le mansioni con qualifiche di livello medio a favore di quelle per cui sono necessari lavoratori poco o molto qualificati, gli effetti su occupazione e retribuzioni di queste categorie dipenderanno dai vantaggi comparati relativi dei lavoratori addetti a mansioni con qualifiche medie.

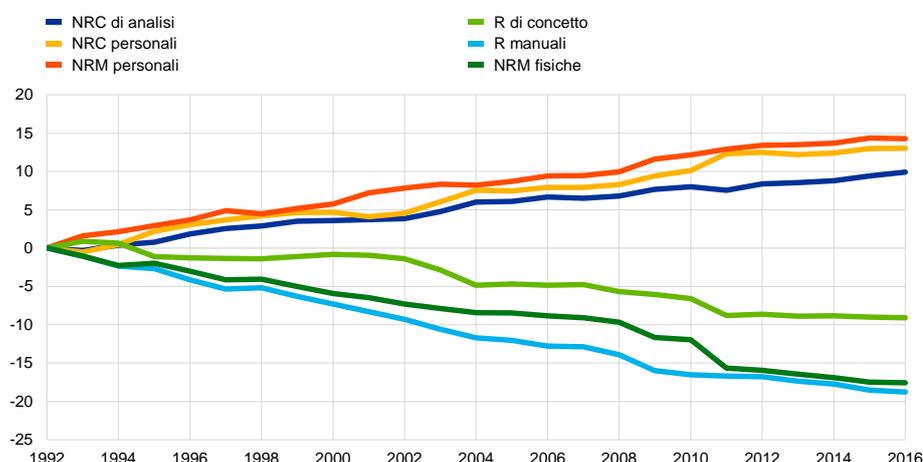
<sup>174</sup> Dias da Silva et al., op. cit.

<sup>175</sup> Più precisamente, secondo Dias da Silva et al., op. cit., le ore lavorate sono diminuite in misura maggiore per alcuni lavori routinari rispetto ad altri non routinari, di conseguenza tale diminuzione sta esacerbando gli effetti della polarizzazione professionale nelle porzioni superiore e centrale della distribuzione delle competenze.

## Grafico 4

### Evoluzione del contenuto mansionistico dell'occupazione media in alcuni paesi europei

(variazione nella proporzione delle mansioni)



Fonte: Dias da Silva et al. (cfr. la nota 171 a piè di pagina).

Note: le occupazioni sono classificate in base alle mansioni che prevedono considerando le sei categorie indicate; ogni riga indica, quindi, il contenuto mansionistico dell'occupazione media; NRC = mansioni di concetto non routinarie; NRM = mansioni manuali non routinarie; R = mansioni routinarie. Campione normalizzato a 0 nel 1992. Il campione dei paesi comprende: Belgio, Danimarca, Irlanda, Grecia, Spagna, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Finlandia, Svezia e Regno Unito.

### Un esempio calzante di una moderna tecnologia di automazione dall'elevato potenziale in termini di sostituzione della forza lavoro è quello dei robot industriali.

Attualmente i robot sono utilizzati principalmente per svolgere compiti ripetitivi nel settore manifatturiero e rappresentano quindi un esempio significativo di sostituzione di lavoratori addetti a mansioni routinarie. Graetz e Michaels<sup>176</sup> dimostrano che i robot aumentano la PTF e la produttività del lavoro in Europa senza effetti significativi sull'occupazione, a parte una lieve variazione a favore dei lavoratori altamente qualificati<sup>177</sup>. Il rapporto tra digitalizzazione e occupazione è esaminato più in dettaglio di seguito nel riquadro 2, in cui si giunge alla conclusione generale secondo cui, a livello aggregato, la digitalizzazione tende generalmente ad essere associata positivamente all'occupazione.

## Riquadro 2

### Digitalizzazione, occupazione e disoccupazione

a cura di Valerie Jarvis

Misurare la portata dell'economia digitale non è semplice, ma un parametro per determinare il grado di digitalizzazione nei vari paesi dell'UE è la misura in cui l'occupazione è collegata alle attività digitali. Due paesi dell'UE – Estonia e Svezia – occupano regolarmente i primi posti nei grafici sull'occupazione in ambito digitale. Una definizione relativamente ampia di occupazione dipendente dalle TIC può comprendere tutti coloro che svolgono lavori ad alto contenuto di TIC,

<sup>176</sup> Cfr. Graetz, G. e Michaels, G., "Robots at Work", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 100, n. 5, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, dicembre 2018, pagg. 753-768.

<sup>177</sup> Acemoglu, D. e Restrepo, P., in "Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets", *Journal of Political Economy*, vol. 128, n. 6, giugno 2020, pagg. 2188-2244, mostrano come i mercati del lavoro locali negli Stati Uniti, in cui l'uso dei robot è relativamente più diffuso, abbiano subito effetti negativi di più vasta portata sull'occupazione e sulle retribuzioni.

a prescindere dal fatto che siano impiegati direttamente in settori TIC o meno, nonché coloro che svolgono lavori ad alto contenuto di compiti connessi con le TIC in senso più ampio. Tale misura dimostra l'elevato grado di eterogeneità tra paesi, con una percentuale del totale dell'occupazione dipendente dalle TIC che va dal 22 per cento circa del Lussemburgo (quota persino più alta degli Stati Uniti) al 7 per cento circa di Grecia, Italia e Slovacchia. Sebbene raggiunga appena l'11 per cento nell'area dell'euro e nell'UE, questa definizione più ampia di occupazione dipendente dalle TIC ammonta a circa il 17 per cento dell'occupazione totale di Svezia ed Estonia, percentuale simile a quella che si osserva negli Stati Uniti<sup>178</sup>.

I settori a maggiore contenuto digitale hanno fornito un contributo rilevante alla crescita dell'occupazione in tutte le economie avanzate nel decennio 2006-2016 (cfr. il grafico A, pannello di sinistra). Esaminando il rapporto tra la crescita complessiva dell'occupazione e il contributo dei settori ad alto contenuto digitale per alcune economie europee, il grafico A (riquadro di sinistra) indica un contributo considerevole fornito da tali settori alla crescita totale dell'occupazione nel periodo 2006-2016. I paesi più dipendenti dalle tecnologie digitali, ossia la Svezia e l'Estonia, sembrano essere stati tra i paesi che hanno registrato i migliori risultati in termini di contributo dato all'occupazione dai settori ad alto contenuto digitale, superando i risultati di molte altre economie dell'UE.

Vi sono inoltre alcune evidenze secondo cui le economie con un'incidenza più elevata di economia digitale sul valore aggiunto totale tendono a essere quelle con tassi di disoccupazione più bassi. Il grafico A (pannello di destra) mostra una correlazione sostanzialmente negativa tra i tassi di disoccupazione aggregati e le percentuali di valore aggiunto complessivo registrate nei settori digitali per le economie dell'UE e per gli Stati Uniti nel periodo 2000-2018. Sebbene il grafico non implichi un nesso di causalità, esso sembra andare in senso contrario rispetto all'idea secondo cui un più elevato grado di digitalizzazione porta a un aumento del tasso di disoccupazione aggregato. Ciò non significa che la digitalizzazione non si traduca in delocalizzazione di posti di lavoro o nell'interruzione di rapporti lavorativi – per cui alcune persone perdono il proprio impiego e per molto tempo hanno difficoltà a ritrovare un'occupazione – ma che la digitalizzazione genera anche nuovi posti di lavoro e nuove mansioni. Le tendenze che si osservano in quei paesi che sono all'avanguardia dal punto di vista della trasformazione digitale possono rappresentare un insegnamento per altri paesi che sono ancora in fase di convergenza.

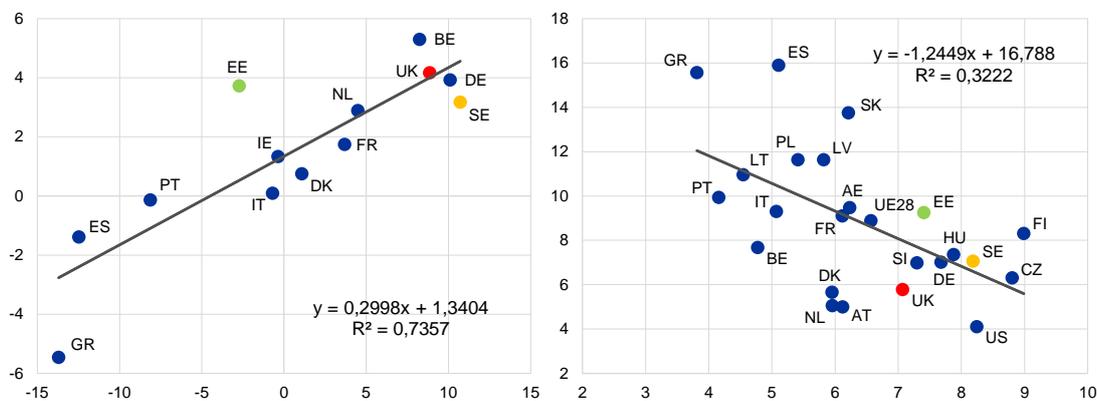
---

<sup>178</sup> Per una definizione completa di occupazione dipendente dalle TIC e rispettive fonti di dati, cfr. il riquadro "Digitalisation and EU labour markets: a comparative approach" in Anderton, R. et al., op. cit.

## Grafico A

### Digitalizzazione, occupazione e disoccupazione

(pannello di sinistra, asse delle ascisse: crescita in percentuale dell'occupazione totale; asse delle ordinate: contributo dato all'occupazione dai settori ad alto contenuto digitale; pannello di destra, asse delle ascisse: settore digitale in percentuale del valore aggiunto dell'economia nel suo complesso; asse delle ordinate: tasso medio annuo di disoccupazione nel periodo 2000-2018)



Fonte: OCSE (2019).

**In che modo i mercati del lavoro possono ancora generare opportunità di occupazione sufficienti dopo due secoli di incredibili progressi tecnologici che consentono di risparmiare forza lavoro?** Secondo Acemoglu e Restrepo<sup>179</sup>

la tecnologia ha un "effetto di reintegrazione" che, pur distruggendo alcune mansioni, ne crea di nuove. Essi sono fattori di una reinterpretazione del rapporto tra tecnologia e lavoro intesa come una sorta di competizione tra automazione e nuove mansioni ad alta intensità di lavoro, in cui quest'ultimo viene reintegrato e la produttività cresce. Al tempo stesso, questi meccanismi possono indurre maggiori disuguaglianze sul mercato del lavoro<sup>180</sup>. Inoltre, il maggiore potere di mercato delle grandi imprese digitali potrebbe anche comprimere le retribuzioni ed essere associato a una riduzione della quota di reddito che remunera il fattore lavoro<sup>181</sup>.

**Recenti studi hanno tentato di quantificare con maggiore precisione la minaccia che l'automazione rappresenta per i posti di lavoro esistenti.**

Frey e Osborne<sup>182</sup> hanno chiesto ad alcuni esperti di esprimere un parere soggettivo sulla possibilità di automatizzare facilmente determinate occupazioni nel prossimo

<sup>179</sup> Cfr. Acemoglu, D. e Restrepo, P., "The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment", *American Economic Review*, vol. 108, n. 6, American Economic Association, giugno 2018, pagg. 1488-1542 e Acemoglu, D. e Restrepo, P., "Automation and New Tasks: How Technology Displaces and Reinstates Labor", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n. 2, American Economic Association, 2019, pagg. 3-30.

<sup>180</sup> Cfr. ad esempio, la sezione intitolata "A general equilibrium perspective of how automation affects the labour market" in Anderton, R. et al., op. cit. In tale sezione il modello dinamico stocastico di equilibrio generale adottato per stimare le conseguenze di uno shock causato dall'automazione mostra, nel medio termine, un aumento sia dell'occupazione scarsamente qualificata sia di quella altamente qualificata, oltre a un contemporaneo incremento del premio salariale dei lavoratori altamente qualificati rispetto a quelli poco qualificati.

<sup>181</sup> Vi sono inoltre evidenze del fatto che la forte crescita del telelavoro durante la pandemia di COVID-19 può essere associata a un ulteriore aumento delle disuguaglianze, poiché le tipologie di lavoro che possono essere svolte a distanza prevedono spesso retribuzioni più elevate (cfr. l'articolo *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino).

<sup>182</sup> Cfr. Frey, C.B. e Osborne, M.A., "The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation?", *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 114, Elsevier, B.V., gennaio 2017, pagg. 254-280.

futuro<sup>183</sup>. I risultati indicano che il 47 per cento dei posti di lavoro negli Stati Uniti è a rischio elevato (superiore al 70 per cento) di automazione. Studi successivi rilevano possibili effetti di minore entità, come nel caso di Arntz et al.<sup>184</sup>, secondo i quali solo il 9 per cento dei posti di lavoro negli Stati Uniti è esposto a un elevato rischio di automazione. Nel complesso, le stime empiriche di quanti tipi di lavoro possano essere soggetti al rischio di un certo grado di automazione sono caratterizzate da una grande variabilità. Inoltre, sebbene l'automazione sembri essere collegata a tendenze quali la polarizzazione dell'occupazione e possa comportare la perdita di posti di lavoro, essa induce anche "effetti di reintegrazione" che danno luogo a nuove mansioni e nuovi posti di lavoro<sup>185</sup>.

**Al di là delle cifre esatte, vi è indubbiamente il timore che l'automazione delle mansioni possa rappresentare una minaccia per un numero considerevole di posti di lavoro.** Anche se storicamente la tecnologia ha avuto un effetto netto positivo sul lavoro, vi è il rischio che il ritmo dell'automazione possa essere troppo rapido per alcuni lavoratori, che non saranno in grado di acquisire rapidamente nuove qualifiche e di essere riassegnati a nuove mansioni. Se da un lato le politiche in materia di formazione e riqualificazione professionale hanno un ruolo importante da svolgere, dall'altro possono presentare sfide più impegnative per i lavoratori più maturi. Al fine di sfruttare appieno i potenziali vantaggi offerti dalla digitalizzazione salvaguardando nel contempo l'inclusività, potrebbe essere necessario adeguare ulteriormente le condizioni strutturali di riferimento, tra cui le politiche per il mercato del lavoro e dei prodotti.

## 5 Digitalizzazione e inflazione al consumo

**La digitalizzazione è spesso associata a effetti negativi sui prezzi di alcuni beni e servizi e sull'inflazione complessiva.** Tali effetti possono essere esaminati separatamente distinguendo due canali di trasmissione. Il primo canale, quello della trasmissione ai prezzi al consumo, è diretto ed è legato ai prezzi dei prodotti digitali nell'area dell'euro e nei suoi Stati membri. Il secondo canale di trasmissione è di tipo più indiretto. Esso è legato alla digitalizzazione, cioè al commercio al dettaglio online, agli effetti sull'inflazione come il risparmio sui costi, a una maggiore trasparenza dei prezzi, all'intensificarsi della concorrenza e agli incrementi di produttività, fattori che in genere sono molto difficili da distinguere dal punto di vista empirico<sup>186</sup>. Infine, è importante scindere l'impatto della digitalizzazione sul livello dei prezzi dal tasso di variazione, ossia dall'inflazione, e valutare se il ricorso all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) non induca una distorsione nella

<sup>183</sup> Più precisamente il quesito posto nello studio verteva sulla possibilità di specificare, a condizione di disporre di grandi quantità di dati, le mansioni di un determinato lavoro in maniera sufficientemente dettagliata da poter essere svolte da attrezzature all'avanguardia controllate da computer.

<sup>184</sup> Cfr. Arntz, M., Gregory, T. e Zierahn, U., "The Risk of Automation for Jobs in OECD Countries: A Comparative Analysis", *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n. 189, OECD Publishing, Parigi, 14 maggio 2016.

<sup>185</sup> Cfr. il riquadro *Digitalizzazione, occupazione e disoccupazione* del presente articolo, in cui viene suggerito che, su scala aggregata tra vari paesi, a un più elevato grado di digitalizzazione corrispondono livelli di disoccupazione più contenuti.

<sup>186</sup> Per una rassegna più approfondita di tali effetti cfr. la sezione "Digitalisation and inflation" in Anderton, R. et al., op. cit.

misurazione dell'inflazione, data la crescente importanza del commercio al dettaglio online nei consumi delle famiglie.

## Effetti diretti

**Il canale degli effetti diretti della digitalizzazione sui prezzi al consumo si sostanzia nei prezzi dei prodotti digitali acquistati dai consumatori.** Poiché tali prodotti rientrano nel paniere dello IAPC per l'area dell'euro e i suoi Stati membri, ciò avrà un impatto diretto sull'inflazione misurata da tale indice. È difficile individuare chiaramente i "prodotti digitali", ma una definizione approssimativa di un indice di tali prodotti può essere ricavata dalla definizione dell'indice delle TIC elaborato da Eurostat<sup>187</sup>. In base a tale proxy, nel periodo compreso tra il 2002 e il 2019 le flessioni dei prezzi dei prodotti TIC hanno indotto una riduzione del tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC nell'area dell'euro pari a 0,15 punti percentuali in media ogni anno (cfr. il grafico 5). L'effetto è stato maggiore fino al 2015 circa, per poi diminuire di una qualche misura in seguito. Nello stesso periodo tale impatto per i singoli paesi dell'area dell'euro è stato in media compreso tra 0,1 e 0,2 punti percentuali l'anno<sup>188</sup>.

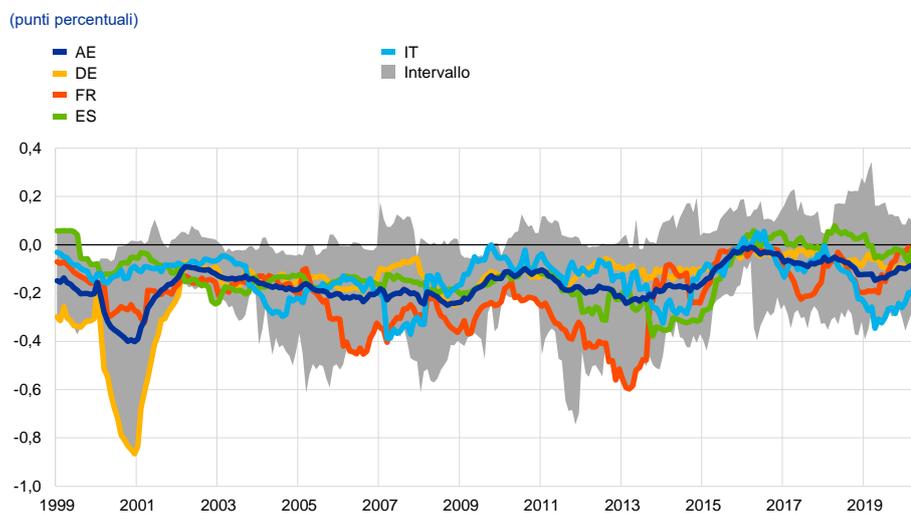
---

<sup>187</sup> In linea con gli orientamenti pubblicati nel manuale metodologico dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo "[Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) Methodological Manual](#)", Eurostat, Publications Office of the European Union, Lussemburgo, novembre 2018,, l'indice dei prodotti TIC è costituito dalle categorie ECOICOP 08.2.0 Apparecchi telefonici e telefax e 09.1 Apparecchi audiovisivi, fotografici e informatici in quanto beni a carattere prevalentemente elettronico. Esso comprende inoltre le categorie 08.3.0 Servizi di telefonia e telefax e 12.3.1.2 Orologeria. Il peso complessivo di queste voci nello IAPC è pari a circa il 4 per cento nell'area dell'euro nel 2020.

<sup>188</sup> Le differenze tra paesi riflettono principalmente i diversi tassi di inflazione per i servizi di telecomunicazione, un settore storicamente caratterizzato da un'elevata concentrazione, ma in cui il potere di mercato è diminuito dal 2003 (ad esempio, secondo gli indicatori elaborati dall'OCSE in materia, a partire da tale anno la regolamentazione complessiva nel settore delle telecomunicazioni è stata snellita nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro). Viceversa il tasso di inflazione relativo ai prodotti audiovisivi e alle apparecchiature informatiche e telefoniche presentava una minore variabilità tra i diversi paesi dell'area dell'euro.

## Grafico 5

Contributo dei prodotti TIC al tasso di inflazione complessivo sui dodici mesi misurato sullo IAPC in diversi paesi dell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli ultimi dati si riferiscono a luglio 2020. L'intervallo è definito dal contributo minimo e dal contributo massimo tra i paesi dell'area dell'euro (in composizione variabile). I prodotti TIC comprendono apparecchi audiovisivi, fotografici e informatici, apparecchi e servizi telefonici e di telefax, nonché orologeria. I mesi a partire dai quali vengono elaborati gli indici dei prezzi nazionali relativi ad articoli di orologeria sono diversi, ma il peso di tali indici è molto contenuto (per l'area dell'euro è inferiore allo 0,5 per cento dello IAPC complessivo), pertanto il confronto in termini di paesi e intervalli di tempo non risente di distorsioni poiché l'impatto sul contributo aggregato dei prodotti TIC è trascurabile. I tassi di inflazione relativi al 2000 e al 2001 presentano invece distorsioni in quanto riflettono l'approccio metodologico adottato, che comprende i servizi Internet inclusi nello IAPC della Germania.

### Le stime del tasso di inflazione relativo ai prodotti digitali sono soggette a

**diversi caveat.** Innanzitutto, fra i prodotti digitali rientranti nel paniere dei prezzi al consumo non figurano solo le quattro categorie menzionate. Anche molti altri beni e servizi sono influenzati dall'andamento dei prezzi TIC in misura differente. In secondo luogo, i prodotti TIC (o beni elettronici) sono soggetti ad aggiornamenti tecnologici improvvisi e molto rapidi e pertanto ai fini della loro inclusione nello IAPC presentano difficoltà in termini di adeguamento della qualità del paniere, di un suo ampliamento o di sostituzione dei prodotti che lo compongono. Una mancata integrazione in maniera adeguata dei prezzi di tali prodotti nel paniere dello IAPC può determinare una distorsione (al rialzo o al ribasso) dei rispettivi indici.

### Effetti indiretti

**Il canale degli effetti indiretti è rappresentato dal risparmio sui costi e da un'intensificazione della concorrenza legata alla maggiore trasparenza dei prezzi.** Per quanto riguarda i beni di consumo finali la digitalizzazione è spesso associata al termine "commercio elettronico", che ha una connotazione più ristretta ed è solitamente utilizzato per indicare l'acquisto o la vendita di beni e servizi su

Internet. Per quanto concerne il commercio elettronico tra imprese e consumatori, l'effetto di riduzione dell'inflazione determinato dalla crescita di questo tipo di attività si produce in due modi. Innanzitutto, rispetto ai canali di distribuzione tradizionali il commercio elettronico può ridurre quei costi che sia i rivenditori tradizionali, sia i rivenditori online possono trasferire ai consumatori (ad esempio, le vendite online richiedono spese inferiori in termini di manutenzione dei negozi). In secondo luogo,

il commercio elettronico può comprimere i prezzi (o limitarne l'aumento a seguito di un aumento dei costi) per via di una maggiore trasparenza e di una più forte concorrenza tra i fornitori. I consumatori ricorrono al commercio elettronico alla ricerca di prezzi migliori e offerte più vantaggiose, costringendo sia i fornitori che operano tramite i canali tradizionali, sia quelli che operano online a contenere i prezzi ed erodendone potenzialmente i margini di profitto. Quando la proporzione del commercio elettronico rispetto al commercio al dettaglio complessivo è ancora contenuta possono verificarsi entrambi questi effetti.

**Sebbene in generale il commercio elettronico intensifichi la concorrenza, l'esistenza e l'ampio ricorso a tecnologie commerciali basate su Internet può anche creare opportunità di tacita collusione tra fornitori o rivenditori al dettaglio che invece pregiudicano la concorrenza stessa.** Se da un lato il commercio elettronico consente ai consumatori di confrontare i prezzi e la qualità dei beni, dall'altro agevola anche la possibilità per i fornitori di verificare i prezzi e dar luogo eventualmente a comportamenti collusivi per quanto riguarda le politiche dei prezzi. Benché tali effetti possano essere rilevanti per determinati mercati, l'impatto delle tecnologie che permettono operazioni di commercio elettronico dovrebbe essere prevalentemente favorevole alla concorrenza, in particolare finché la tecnologia è ancora relativamente giovane e i fornitori online si adoperano per conquistare quote di mercato nel tentativo di rafforzare la propria posizione nel settore.

**La misura in cui gli effetti indiretti descritti sopra hanno ricadute sull'inflazione dipende in parte dalla prevalenza del commercio elettronico nell'area dell'euro.**

Inoltre, la possibilità di confrontare i prezzi online può già essere un fattore favorevole alla concorrenza. Nel 2017 gli acquisti online effettuati dai consumatori hanno rappresentato quasi il 14 per cento del totale delle vendite al dettaglio (ad esclusione di automobili e motocicli) nell'area dell'euro, una quota che è quasi raddoppiata negli ultimi dieci anni. I beni e servizi acquistati più di frequente sono stati articoli di abbigliamento, servizi alberghieri e viaggi<sup>189</sup>. Anche il ricorso al commercio elettronico da parte dei consumatori è notevolmente cresciuto. Nel 2019 la percentuale di persone che utilizzavano Internet per ottenere informazioni su beni e servizi ha raggiunto il 70 per cento e quella di coloro che lo utilizzavano per effettuare acquisti online ha toccato il 60 per cento: un aumento significativo negli ultimi dieci anni (cfr. il grafico 6). Tra i paesi dell'area dell'euro, la Germania e i Paesi Bassi sono i capifila da questo punto di vista, seguiti da Lussemburgo e Francia, mentre le economie meridionali (Grecia, Italia, Cipro e Portogallo) sono leggermente in ritardo in termini di acquisti effettivi.

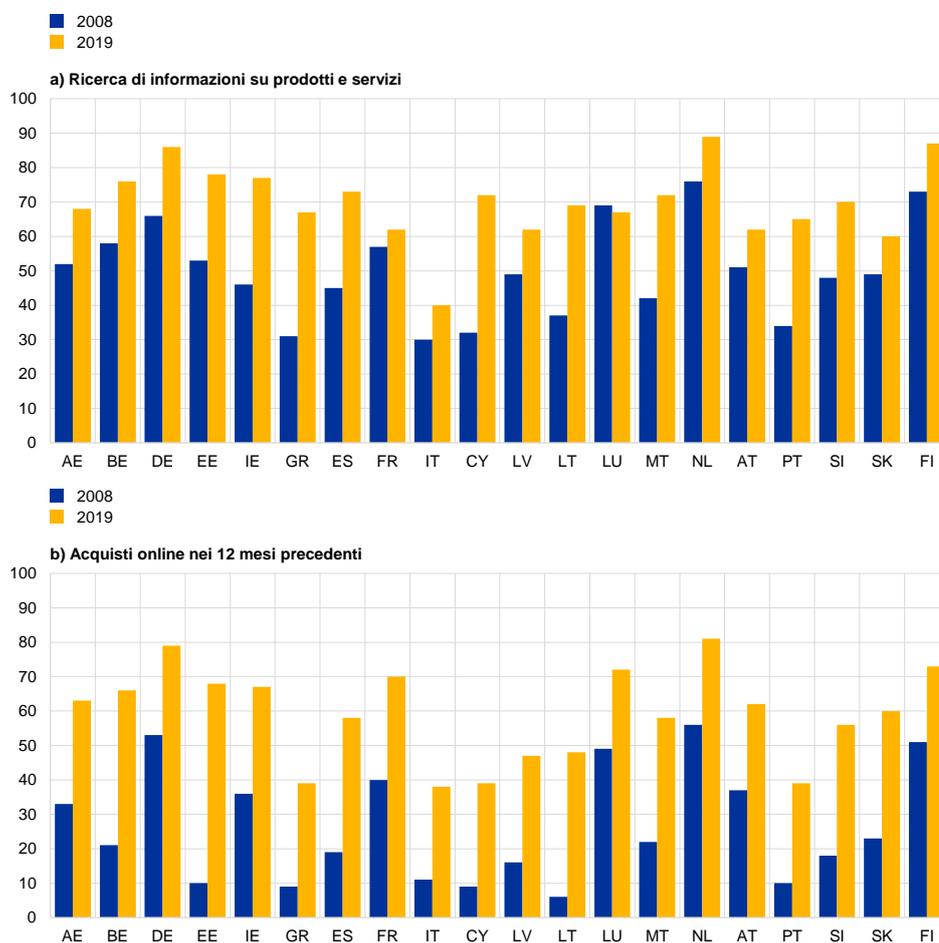
---

<sup>189</sup> La stima della percentuale delle vendite al dettaglio online è ricavata da dati relativi alle vendite online tra imprese e consumatori a livello nazionale forniti dall'[Associazione europea per il commercio elettronico](#) e da Eurostat.

## Grafico 6

### Uso di Internet da parte delle famiglie per consumi e raccolta di informazioni

(in percentuale di tutta la popolazione)



Fonte: Eurostat.

### La continua crescita del commercio elettronico potrebbe influire sull'inflazione per un periodo prolungato.

Le evidenze empiriche relative alle ricadute della diffusione del commercio elettronico sull'inflazione sono finora scarse ma indicano un effetto negativo contenuto. Diversi studi, tra cui stime interne della BCE, hanno utilizzato differenti approcci, composizioni di paesi (compresi quelli dell'area dell'euro) e intervalli di tempo (inclusi gli ultimi dieci anni) e hanno rilevato che l'espansione del commercio elettronico (misurata da vari parametri) potrebbe aver ridotto il tasso di inflazione sui dodici mesi di circa 0,1 punti percentuali<sup>190</sup>. Tuttavia, nel complesso, gli eventuali effetti di un più intenso utilizzo del commercio elettronico in termini di riduzione dei prezzi dureranno finché la diffusione delle tecnologie

<sup>190</sup> Cfr. ad esempio, Choi, C. e Yi, M.H., "The effect of the Internet on Inflation: Panel data evidence", *Journal of Policy Modelling*, vol. 27, n. 7, Elsevier, B.V., febbraio 2005, pagg. 885-889; Lorenzani, D. e Varga, J., "The Economic Impact of Digital Structural Reforms", *Economic Papers*, n. 529, Commissione europea, 2014; e Csonto B., Huang, Y., e Tovar, C.E., "Is Digitalization Driving Domestic Inflation?", *IMF Working Paper*, n. 19/271, Fondo monetario internazionale, dicembre 2019. Per maggiori informazioni sulle stime interne della BCE cfr. il riquadro "Digitalisation and inflation" in Anderton, R. et al., op. cit.

legate a questo tipo di commercio non si sarà stabilizzata<sup>191</sup>. Malgrado il diffuso consenso circa il fatto che il commercio al dettaglio online freni l'inflazione, secondo un ramo minoritario della letteratura in materia, l'adozione delle tecnologie digitali può essere associata a una concentrazione del mercato fra poche imprese "superstar", fattore che può comportare alcuni effetti inflazionistici nel lungo termine e che va quindi monitorato nel futuro<sup>192</sup>.

**Le variazioni nel potere di mercato e nella digitalizzazione possono avere conseguenze non solo per l'inflazione, ma anche ai fini della trasmissione della politica monetaria.** Tuttavia, la discussione accademica sui canali attraverso i quali tale impatto si manifesta è ancora aperta. Syverson<sup>193</sup> dimostra che in condizioni di concorrenza perfetta un'espansione monetaria comporterebbe una crescita del prodotto maggiore rispetto a quanto avverrebbe in regime di monopolio. La politica monetaria incide sull'attività delle imprese sia in maniera diretta, in quanto induce variazioni nel costo del capitale, sia indiretta poiché influenza la domanda. In genere le imprese con un elevato potere di mercato sono meno esposte alle variazioni di costo e quindi agli effetti della politica monetaria, rispetto alle imprese che operano in un contesto di perfetta concorrenza. Ciò non significa, tuttavia, che un minore potere di mercato si tradurrà necessariamente in una maggiore trasmissione degli shock di costo o in una più efficace trasmissione della politica monetaria. Quest'ultima dipenderà dal mutare delle decisioni delle imprese in materia di fissazione dei prezzi in funzione delle variazioni nel potere di mercato<sup>194</sup>. Korinek e Ng<sup>195</sup> analizzano il ruolo dei costi dell'innovazione digitale delle imprese "superstar" e rilevano che, con i progressi dell'innovazione, i costi legati ai fattori di produzione subiranno meno oscillazioni al variare della domanda, determinando una curva di Phillips più piatta, ossia una maggiore vischiosità dei prezzi<sup>196</sup>. Risultati in certa misura contrastanti sono evidenziati da Cavallo<sup>197</sup>, che rileva un calo nel livello di dispersione geografica dei prezzi negli Stati Uniti negli ultimi dieci anni, attribuendolo al fatto che i rivenditori online adottano strategie di fissazione dei prezzi omogenee che limitano la possibilità di discriminazioni di prezzo su base geografica. Pertanto la sensibilità dei prezzi al dettaglio agli shock mondiali, come quelli legati ai tassi di cambio e ai prezzi del gas, è cresciuta, il che indica un calo

---

<sup>191</sup> Cfr. la trattazione di Meijers, H., "Diffusion of the Internet and low inflation in the information economy", *Information Economics and Policy*, vol. 18, n. 1, marzo 2001, pagg. 1-23.

<sup>192</sup> Cfr., ad esempio, Haldane, A.G., "Market Power and Monetary Policy", intervento tenuto all'Economic Policy Symposium della Federal Reserve Bank di Kansas City, a Jackson Hole, nel Wyoming, il 24 agosto 2018 e Shapiro, C., "Protecting Competition in the American Economy: Merger Control, Tech Titans, Labour Markets", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n. 3, American Economic Association, 2019, pagg. 69-93.

<sup>193</sup> Cfr. l'intervento "Changing market structures and implications for monetary policy", tenuto da Syverson, C. in occasione dell'Economic Policy Symposium organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City a Jackson Hole, nel Wyoming, nel 2018.

<sup>194</sup> È importante notare che la presente trattazione concerne un solo aspetto dei costi delle imprese e della trasmissione della politica monetaria, mentre vi sono ovviamente molti altri fattori e meccanismi coinvolti nel processo di trasmissione della politica monetaria.

<sup>195</sup> Cfr. Korinek, A. e Ng, D.X., "Digitisation and the macroeconomics of superstars", mimeo, 2018.

<sup>196</sup> Man mano che le imprese "superstar" acquisiscono nuove quote di mercato e finché i loro processi di innovazione comporteranno dei costi fissi, una percentuale crescente della loro domanda di fattori sarà assorbita dai costi fissi, che rispondono in misura minore alle variazioni della domanda aggregata.

<sup>197</sup> Cfr. Cavallo, A., "More Amazon effects: Online competition and pricing behaviors", *NBER Working Papers*, n. 25138, National Bureau of Economic Research, 2018.

della vischiosità dei prezzi piuttosto che un suo aumento<sup>198</sup>. Nel complesso, lo studio dell'impatto della digitalizzazione sulla politica monetaria necessita di ulteriori approfondimenti, sia al fine di arricchire i modelli strutturali utilizzati per cogliere gli effetti di tale impatto, sia per verificarne le implicazioni empiriche<sup>199</sup>.

## Vendite al dettaglio online e misurazione dello IAPC

### **Da ultimo, ma non meno importante, è opportuno distinguere l'impatto della digitalizzazione sui livelli dei prezzi dai suoi effetti sull'inflazione.**

L'inclusione nello IAPC dei beni e servizi commercializzati online incide sull'inflazione armonizzata soltanto se i prezzi di tali beni e servizi variano a tassi differenti da quelli dei beni e dei servizi commercializzati attraverso i canali tradizionali. La metodologia utilizzata per la compilazione dello IAPC fa sì che le differenze nei livelli di prezzo applicati dagli operatori del commercio elettronico e quelli applicati dagli operatori tradizionali non hanno un effetto diretto sullo IAPC. Nel contempo però le ponderazioni adottate per le rispettive sottocomponenti dell'indice vengono adeguate in modo tale da riflettere i volumi crescenti degli acquisti effettuati su Internet. Inoltre, le metodologie di raccolta dei dati da parte degli uffici statistici dei paesi dell'area dell'euro sono soggette a continui processi di perfezionamento, per cui alcuni prezzi di prodotti venduti online sono già integrati nello IAPC<sup>200</sup>.

**Le evidenze disponibili riguardo a potenziali errori di misurazione negli indici dei prezzi al consumo derivanti da un'incompleta integrazione negli indici stessi delle vendite online sono scarse e non consentono di trarre conclusioni definitive.** Se in letteratura vi è un ampio consenso sul fatto che negli ultimi anni la frequenza degli adeguamenti dei prezzi è aumentata in entrambi i canali di vendita al dettaglio, alcuni studi documentano variazioni con frequenze simili sia nei canali online che in quelli tradizionali, mentre secondo altri tali variazioni sono più frequenti nel caso del commercio elettronico<sup>201</sup>. Analogamente, nemmeno le evidenze relative alla frequenza media delle variazioni di prezzo consentono di giungere a conclusioni definitive<sup>202</sup>. Nel complesso, non si dispone ancora di elementi sufficienti per

<sup>198</sup> In altre parole, margini minori sotto il profilo della discriminazione di prezzo, associati a costi di menù più contenuti o nulli per i rivenditori online, possono ridurre la vischiosità dei prezzi.

<sup>199</sup> Cfr. Syverson, C., op. cit. e Cavallo, A., op. cit.

<sup>200</sup> Ad esempio, l'ufficio statistico belga raccoglie dati sui prezzi di alloggi per studenti offerti su Internet; l'ufficio statistico dei Paesi Bassi raccoglie dati sui prezzi dei capi di abbigliamento, mentre quello tedesco rileva dati sui prezzi dei biglietti delle autolinee a lunga percorrenza e dei biglietti ferroviari.

<sup>201</sup> Una frequenza simile delle variazioni di prezzo è documentata da Cavallo, A., "Are Online and Offline Prices Similar?: Evidence from Large Multi-channel Retailers", *American Economic Review*, vol. 107, n. 1, American Economic Association, gennaio 2017, pagg. 283-303 e da Cavallo, A., "More Amazon effects: Online Competition and Pricing Behaviors", op. cit., mentre Gorodnichenko, Y., Sheremirov, V. e Talavera, O., in "Price Setting in Online Markets: Does IT Click?", *Journal of the European Economic Association*, vol. 16, n. 6, Oxford University Press, Oxford, dicembre 2018, pagg. 1764-1811, riferiscono di una maggiore frequenza delle variazioni di prezzo nei canali online.

<sup>202</sup> Lünemann P. e Wintr, L., "Price Stickiness in the US and Europe Revised: Evidence from Internet Prices", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 73, n. 5, Oxford University Press, Oxford, 3 agosto 2011, rilevano variazioni di prezzo dei prodotti commercializzati online in media più contenute, sebbene più frequenti, di quelle evidenziate dai dati desunti dall'indice dei prezzi al consumo, mentre secondo Cavallo, A., "Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multi-channel Retailers", op. cit. e Gorodnichenko, Y., et al., op. cit., l'entità degli adeguamenti di prezzo dei canali online è in media simile a quella rilevata nei canali tradizionali.

affermare che la parziale esclusione delle vendite online dal calcolo degli indici dei prezzi comporti errori di misurazione (al rialzo o al ribasso) negli indici stessi. Se esiste una distorsione, la sua entità è ancor meno chiara.

**I soggetti su cui ricade la responsabilità della definizione delle politiche dovrebbero monitorare e analizzare l'impatto della digitalizzazione sui prezzi al consumo e sull'inflazione.** Tale impatto può avere implicazioni ai fini della misurazione dei prezzi e dell'andamento dell'inflazione, come pure ai fini del meccanismo di trasmissione della politica monetaria<sup>203</sup>.

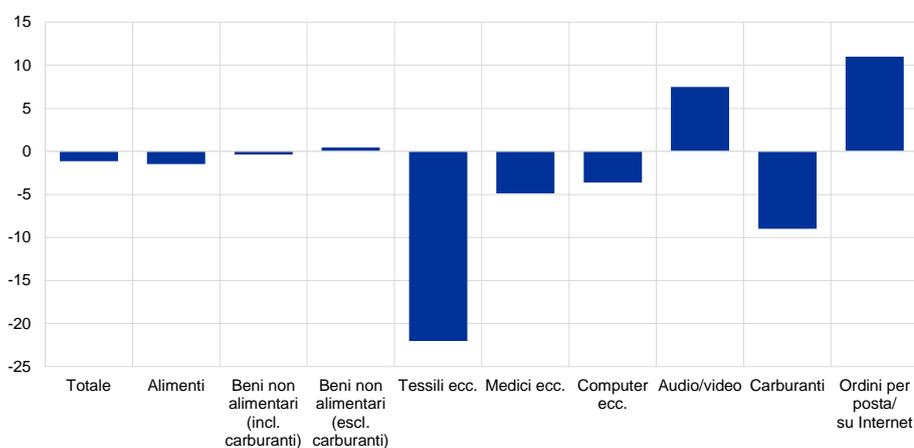
## 6 Digitalizzazione e pandemia di COVID-19

**Dall'inizio della pandemia si è verificato un aumento dell'adozione delle tecnologie digitali, in particolare per via delle misure volte a limitare la mobilità fisica tra regioni e paesi e all'interno di esse/i.** L'incremento nella diffusione di tali tecnologie ha interessato sia i beni sia i servizi digitali, come evidenziato dai dati disponibili in materia, dalle statistiche sull'utilizzo o sugli abbonamenti nel caso dei servizi digitali offerti da piattaforme online<sup>204</sup> e dalle vendite al dettaglio per quanto riguarda i prodotti digitali (o i prodotti ordinati online), come illustrato nel grafico 7.

### Grafico 7

Commercio al dettaglio nell'area dell'euro (luglio 2020 rispetto a febbraio 2020)

(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: con "Totale" si intende "Commercio al dettaglio, eccetto autoveicoli e motocicli"; con "Alimentari" "Vendita al dettaglio di alimenti, bevande e tabacco"; con "Beni non alimentari" "Vendita al dettaglio di prodotti non alimentari"; con "Tessili ecc." "Vendita al dettaglio di tessuti, capi di abbigliamento, calzature e articoli in pelle in negozi specializzati"; con "Medici ecc." "Vendita al dettaglio di prodotti medici, farmaceutici, ortopedici, cosmetici e per l'igiene personale in negozi specializzati"; con "Computer ecc." "Vendita al dettaglio di computer, unità periferiche e software; attrezzature per le telecomunicazioni ecc. in negozi specializzati"; con "Audio/video ecc." "Vendita al dettaglio di attrezzature audio e video; hardware, vernici e vetro; elettrodomestici, ecc. in negozi specializzati"; con "Carburanti" "Vendita al dettaglio di carburante per autoveicoli in negozi specializzati"; e con "Ordini per e-mail/su Internet" "Vendita al dettaglio tramite imprese che operano per corrispondenza o su Internet".

<sup>203</sup> Per una più approfondita trattazione delle implicazioni di tali effetti sulle varie politiche negli Stati Uniti, cfr. Cavallo, A., "More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors", op. cit.

<sup>204</sup> Cfr. ad esempio, Kemp, S., "Digital 2020: April Global Statshot", Data Reportal, 23 aprile 2020.

**L'incremento della diffusione delle tecnologie digitali sembra essere dovuto sia ad un loro maggiore utilizzo da parte di utenti che già se ne avvalevano, sia alla loro adozione da parte di nuovi utenti e a nuove modalità di impiego di tali tecnologie**, perché un maggior numero di famiglie ricorre a servizi online e più imprese si avvalgono di servizi di teleconferenza e di approvvigionamento digitali, ad esempio, con un conseguente incremento dell'alfabetizzazione e delle competenze digitali. Ciò potrebbe rappresentare un importante passo avanti verso la creazione di una più ampia economia digitale nell'area dell'euro e nell'UE e l'eventualità che tale progresso possa costituire un fattore di cambiamento permanente svolgerà un ruolo chiave ai fini dei probabili effetti di medio-lungo termine della pandemia di COVID-19 sull'economia in generale, ivi compresa quella digitale, nell'area dell'euro, nell'UE e altrove.

**Poiché la pandemia è ancora in corso, il suo impatto sull'economia digitale resta incerto, soprattutto su orizzonti temporali medio-lunghi.** Gli effetti della pandemia sull'economia in generale, e anche su quella digitale, dipendono sia dall'offerta sia dalla domanda di beni e servizi digitali. La reattività dell'offerta migliorerebbe la produttività, le TIC e potenzialmente il capitale umano, incrementando in tal modo capacità e potenziale, mentre nel caso della domanda ciò avverrebbe solo se tale reattività fosse più stabile nel tempo. Nell'insieme, sembra che le economie dell'area dell'euro e dell'UE avranno maggiori probabilità di recuperare il ritardo accumulato rispetto ad altri paesi e regioni nell'economia digitale mondiale, se si manifesterà una dinamica forte dal lato dell'offerta di beni e servizi digitali.

## 7 Osservazioni conclusive

**La rivoluzione della digitalizzazione è “virtualmente ovunque” e sta trasformando tutte le nostre economie.** L'economia digitale sta assumendo un'importanza crescente, con una probabile accelerazione dell'adozione delle tecnologie digitali durante la pandemia di COVID-19, e sta influenzando variabili rilevanti ai fini della politica monetaria quali l'occupazione, la produttività e l'inflazione. L'area dell'euro e l'Europa sono caratterizzate da una notevole eterogeneità in termini di diffusione delle tecnologie digitali e la maggior parte dei paesi che ne fanno parte si trovano in una posizione di svantaggio rispetto ai loro principali concorrenti, come gli Stati Uniti. Al fine di sfruttare appieno i potenziali vantaggi di tali tecnologie salvaguardando nel contempo l'inclusività, potrebbe essere necessario adeguare politiche strutturali come quelle che disciplinano il lavoro, la produzione di beni e i mercati finanziari. Sotto il profilo della digitalizzazione, la pandemia di COVID-19 può dar vita a nuove sfide per i paesi dell'UE, ma offre anche importanti opportunità per recuperare il ritardo accumulato.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	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	0,6	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	0,3	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 4° trim.	0,4	0,6	0,1	-1,9	1,6	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 1° trim.	-3,5	-1,3	-2,5	-0,5	-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	-8,3	11,7	-11,7	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
3° trim.	.	7,4	15,5	5,3	2,7	12,5	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
2020 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.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2
set.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3
ott.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
nov. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-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.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni <sup>1)</sup>					
	Purchasing Managers' Index composito					Per memoria: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	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	-0,5	-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	-3,3
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.	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	48,9	9,4	9,1	9,9
2020 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	49,8	46,3	-4,5	-4,7	-4,3
ago.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	3,8	2,5	5,2
set.	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	52,9	51,0	9,4	9,1	9,9
ott.	54,1	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,6	54,3	50,3	.	.	.
nov.	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,2	54,7	51,5	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020 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
ott.	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
nov.	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

### 2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 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
ott.	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
nov.	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13

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	179,3	107,4	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	172,6	115,8	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	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020 mag.	322,1	2.909,3	678,1	251,2	150,1	76,9	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	212,2	160,9	82,7	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	206,2	161,6	79,3	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	207,6	161,9	78,9	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	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3.365,5	23.306,9
ott.	355,1	3.180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	3.418,7	23.451,4
nov.	377,7	3.391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	3.549,0	25.384,9

Fonte: Refinitiv.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup> (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 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	0,78	5,58	16,55	5,36	5,28	5,87	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	5,55	5,69	6,23	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	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
mar.	0,02	0,36	0,30	0,64	5,61	16,19	5,49	5,45	5,89	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
apr.	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,62	5,50	5,55	1,99	1,30	1,54	1,36	1,43	1,67	1,44
mag.	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,14	5,30	5,65	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
giu.	0,02	0,35	0,23	0,71	5,29	16,01	4,43	5,14	5,57	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	4,75	5,27	5,71	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40
ago.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,89	5,35	5,35	5,89	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
set.	0,02	0,35	0,18	0,71	5,24	15,85	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
ott. <sup>(p)</sup>	0,02	0,35	0,20	0,69	5,17	15,84	5,06	5,26	5,80	2,03	1,37	1,58	1,27	1,36	1,65	1,38

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.  
2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.  
3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup> (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 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	2,01	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	1,15	1,09	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	1,45
giu.	0,00	-0,12	0,32	1,96	1,89	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	1,86	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51
ago.	0,00	-0,20	0,39	1,85	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,30	1,20	1,51
set.	0,00	-0,20	0,26	1,90	1,95	2,11	1,94	1,54	1,44	1,49	1,22	1,32	1,31	1,51
ott. <sup>(p)</sup>	0,00	-0,21	0,45	1,84	1,94	2,16	1,96	1,56	1,47	1,50	1,23	1,43	1,39	1,53

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.  
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020 apr.	1.478	527	185	.	117	537	111	553	150	89	.	65	171	78
mag.	1.596	522	184	.	129	617	144	545	163	81	.	60	159	81
giu.	1.671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50
lug.	1.668	514	158	.	122	728	146	476	181	59	.	41	156	39
ago.	1.666	505	154	.	121	744	142	383	153	56	.	29	112	34
set.	1.688	511	162	.	113	756	146	452	180	62	.	43	127	40
<b>A lungo termine</b>														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.746	3.688	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.313	3.818	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 apr.	16.709	3.943	3.418	.	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	.	1.433	7.569	676	424	100	94	.	38	172	20
lug.	17.106	3.936	3.162	.	1.445	7.890	673	304	55	66	.	32	140	12
ago.	17.192	3.930	3.172	.	1.443	7.969	678	162	21	45	.	3	85	8
set.	17.319	3.949	3.214	.	1.460	8.006	692	313	65	79	.	26	124	19

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2017	16.593,2	4.079,8	3.214,5	.	1.293,4	7.304,7	700,9	7.950,7	612,5	1.245,6	6.092,6
2018	16.962,4	4.192,8	3.331,6	.	1.318,7	7.445,8	673,5	7.023,5	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.595,7	4.368,2	3.578,3	.	1.405,5	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,7	6.638,8
2020 apr.	18.186,9	4.470,6	3.603,6	.	1.490,4	7.863,6	758,7	6.966,3	340,0	1.081,6	5.544,7
mag.	18.473,9	4.467,0	3.600,5	.	1.535,4	8.063,6	807,3	7.273,2	359,5	1.115,6	5.798,1
giu.	18.775,5	4.508,9	3.642,3	.	1.552,3	8.242,3	829,6	7.510,3	388,4	1.171,0	5.950,8
lug.	18.773,6	4.450,2	3.319,5	.	1.566,6	8.618,4	818,9	7.436,1	376,7	1.149,4	5.910,1
ago.	18.858,2	4.434,9	3.326,2	.	1.563,8	8.713,2	820,0	7.723,5	395,0	1.191,3	6.137,2
set.	19.007,9	4.459,6	3.375,9	.	1.572,7	8.761,7	838,0	7.555,9	364,9	1.147,9	6.043,1
<b>Tasso di crescita</b>											
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020 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	3,2	4,1	.	12,0	9,2	19,2	0,1	-0,3	0,3	0,1
ago.	7,7	2,8	4,5	.	12,2	10,2	18,0	0,3	-0,1	0,5	0,3
set.	8,0	2,7	5,0	.	11,7	10,6	20,9	0,8	-0,1	2,1	0,7

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	97,5	93,5	92,4	89,1	80,5	94,1	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,8	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,1	92,8	115,5	92,4
2019 4° trim.	97,7	92,4	92,6	88,4	78,1	92,0	114,9	91,4
2020 1° trim.	97,5	91,8	92,3	88,1	78,6	92,6	115,2	91,2
2° trim.	98,8	93,1	93,3	88,1	78,3	92,1	118,1	93,4
3° trim.	101,2	94,9	95,2	.	.	.	121,7	95,6
2020 giu.	99,8	94,0	94,1	-	-	-	119,1	94,1
lug.	100,5	94,6	94,6	-	-	-	120,3	94,9
ago.	101,6	95,1	95,6	-	-	-	122,4	96,0
set.	101,6	95,0	95,5	-	-	-	122,5	95,9
ott.	101,4	94,8	95,0	-	-	-	122,4	95,7
nov.	100,7	94,2	94,2	-	-	-	121,6	95,0
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2020 nov.	-0,7	-0,7	-0,9	-	-	-	0,7	-0,7
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2020 nov.	3,3	2,1	2,0	-	-	-	6,1	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	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
ott.	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
nov.	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2020 nov.	-1,4	-0,2	-2,7	0,0	-0,7	-0,2	-1,0	-1,3	-0,1	-1,6	0,4	0,5
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2020 nov.	0,7	1,6	3,7	-0,3	7,9	2,7	4,9	4,5	2,1	-3,9	-1,8	7,1

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo estero
	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.	28.093,7	28.285,0	-191,3	11.636,3	9.441,5	9.639,0	12.022,3	-123,7	6.115,1	6.821,2	827,0	15.398,7
4° trim.	27.826,3	27.882,0	-55,7	11.517,1	9.375,3	9.888,0	12.094,7	-85,3	5.693,0	6.412,0	813,6	14.759,2
2020 1° trim.	27.459,7	27.552,2	-92,5	11.263,3	9.320,5	8.884,3	11.128,6	-99,0	6.544,8	7.103,1	866,3	15.530,2
2° trim.	27.985,8	28.057,9	-72,0	11.182,0	9.373,8	9.839,8	11.894,7	-68,0	6.127,1	6.789,3	905,0	15.207,1
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2020 2° trim.	242,9	243,5	-0,6	97,1	81,4	85,4	103,2	-0,6	53,2	58,9	7,9	132,0
<i>Transazioni</i>												
2019 4° trim.	-363,4	-427,3	63,9	-166,0	-66,3	155,0	11,4	-5,3	-344,7	-372,4	-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	-
3° trim.	274,7	199,1	75,6	65,6	68,1	50,9	124,3	32,0	122,8	6,7	3,4	-
2020 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.	175,5	190,5	-15,0	33,7	15,0	25,4	58,7	6,5	110,6	116,9	-0,5	-
ago.	97,5	60,6	36,9	60,0	37,9	41,6	41,7	0,3	-5,7	-18,9	1,3	-
set.	1,6	-52,0	53,6	-28,0	15,3	-16,2	23,9	25,3	18,0	-91,2	2,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 set.	613,7	456,7	157,0	-110,9	97,1	461,8	383,7	76,5	178,8	-24,1	7,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2020 set.	5,4	4,0	1,4	-1,0	0,9	4,0	3,4	0,7	1,6	-0,2	0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<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	485,4	5.305,5	4.820,2
2018	11.587,7	11.119,5	6.222,7	2.368,7	2.431,3	1.178,5	745,7	500,6	96,8	468,1	5.576,2	5.108,1
2019	11.935,5	11.492,0	6.377,9	2.454,0	2.624,3	1.258,9	771,9	586,7	35,9	443,5	5.755,7	5.312,2
2019 4° trim.	3.015,3	2.907,5	1.606,3	621,7	679,5	317,4	192,8	167,6	0,1	107,7	1.449,6	1.341,8
2020 1° trim.	2.918,2	2.825,1	1.539,2	625,7	648,2	311,8	175,1	159,7	12,0	93,1	1.388,7	1.295,6
2° trim.	2.598,7	2.518,2	1.346,6	627,2	544,1	273,1	143,4	125,8	0,2	80,5	1.106,8	1.026,3
3° trim.	2.897,4	2.760,1	1.530,3	639,7	616,2	307,9	179,9	126,6	-26,2	137,4	1.299,9	1.162,5
<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 4° trim.	0,1	1,2	0,1	0,3	6,2	-0,4	-0,5	32,6	-	-	0,0	2,2
2020 1° trim.	-3,7	-3,3	-4,5	-0,6	-5,7	-2,5	-9,6	-7,2	-	-	-3,8	-3,0
2° trim.	-11,7	-11,2	-12,4	-2,2	-16,0	-12,5	-18,2	-20,7	-	-	-18,9	-18,2
3° trim.	12,5	10,3	14,0	4,8	13,4	13,2	24,9	0,8	-	-	17,1	12,3
<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 4° trim.	1,0	1,3	1,2	2,0	5,0	1,9	0,6	17,3	-	-	1,8	2,5
2020 1° trim.	-3,2	-1,7	-3,9	0,7	1,1	-2,5	-9,9	27,1	-	-	-3,1	0,2
2° trim.	-14,7	-14,1	-16,0	-1,9	-20,5	-14,3	-26,7	-24,9	-	-	-21,5	-20,7
3° trim.	-4,3	-4,2	-4,6	2,1	-4,7	-3,9	-8,1	-1,6	-	-	-8,7	-8,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 4° trim.	0,1	1,1	0,0	0,1	1,3	0,0	0,0	1,4	-0,3	-1,0	-	-
2020 1° trim.	-3,7	-3,2	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,6	-0,5	-	-
2° trim.	-11,7	-10,8	-6,6	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	-0,9	-	-
3° trim.	12,5	10,1	7,3	1,1	2,8	1,4	1,4	0,0	-1,2	2,4	-	-
<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 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.	-3,2	-1,6	-2,1	0,1	0,2	-0,3	-0,6	1,1	0,1	-1,6	-	-
2° trim.	-14,7	-13,7	-8,5	-0,4	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-1,0	-	-
3° trim.	-4,3	-4,0	-2,4	0,4	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Attività economica

### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2017	10.055,8	176,2	2.001,8	498,9	1.909,3	469,5	468,2	1.134,6	1.146,7	1.900,0	350,7	1.160,9
2018	10.383,7	174,5	2.052,2	528,2	1.963,8	500,3	476,8	1.167,3	1.206,6	1.957,9	356,1	1.203,9
2019	10.693,1	178,5	2.064,5	570,1	2.026,8	530,6	481,3	1.204,8	1.251,4	2.020,4	364,7	1.242,4
2019 4° trim.	2.701,5	45,2	520,6	145,6	512,2	134,9	119,8	304,4	316,5	510,9	91,4	313,8
2020 1° trim.	2.624,4	45,0	500,2	141,9	480,2	133,2	120,8	302,6	306,3	507,9	86,3	293,7
2° trim.	2.339,2	45,4	427,6	125,8	379,8	127,5	114,6	297,3	259,7	491,7	69,8	259,5
3° trim.	2.604,8	44,3	494,8	143,8	470,0	136,5	118,7	305,2	290,7	518,5	82,2	292,6
<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	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 4° trim.	0,1	1,1	-0,7	0,2	0,2	0,9	-0,2	0,6	0,2	0,4	0,0	0,1
2020 1° trim.	-3,4	-1,6	-3,9	-3,2	-6,2	-1,3	-0,9	-0,8	-3,3	-2,1	-6,8	-6,9
2° trim.	-12,0	-0,1	-15,0	-12,6	-21,2	-4,4	-2,4	-2,3	-15,8	-6,9	-22,9	-9,4
3° trim.	12,3	0,7	16,0	13,9	23,1	6,9	3,4	2,3	12,0	9,5	21,6	14,3
<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	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	0,8	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,3	1,6
2019 4° trim.	0,9	0,8	-1,4	1,8	1,8	4,4	0,9	1,7	0,7	1,1	1,1	1,7
2020 1° trim.	-2,9	-1,0	-4,9	-2,7	-5,7	1,9	-0,4	0,3	-2,7	-1,3	-6,4	-6,1
2° trim.	-14,7	-0,8	-19,0	-14,7	-25,7	-4,8	-3,4	-2,3	-18,3	-8,3	-28,1	-15,0
3° trim.	-4,4	0,0	-5,9	-3,4	-8,8	1,8	-0,3	-0,4	-8,6	0,2	-12,6	-3,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 4° trim.	0,1	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.	-12,0	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,3	-0,7	-
3° trim.	12,3	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,3	1,3	1,9	0,6	-
<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	0,3	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	0,0	-
2019 4° trim.	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2020 1° trim.	-2,9	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
2° trim.	-14,7	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,6	-1,0	-
3° trim.	-4,4	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	-0,4	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personne occupate</b>													
<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 4° trim.	1,0	1,3	-0,3	-1,6	0,2	1,2	1,2	2,7	0,2	-0,1	1,1	1,5	0,9
2020 1° trim.	0,4	0,6	-1,4	-3,2	-0,4	1,1	0,3	2,3	0,1	-1,1	0,3	1,2	-0,1
2° trim.	-3,0	-3,1	-2,6	-3,8	-2,2	-1,0	-5,7	0,5	-1,0	-2,0	-4,8	0,2	-5,9
3° trim.	-2,1	-2,0	-2,3	-3,0	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-0,9	0,1	-3,6	0,6	-3,7
<b>Ore lavorate</b>													
<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 4° trim.	0,5	0,9	-0,9	-1,9	-0,6	0,4	0,8	2,8	0,1	1,3	0,7	1,2	0,1
2020 1° trim.	-3,8	-2,9	-7,3	-3,8	-4,2	-4,4	-5,7	0,8	-2,5	-5,3	-2,6	-1,2	-8,1
2° trim.	-16,8	-15,4	-22,9	-6,9	-15,8	-17,9	-27,7	-5,9	-6,0	-16,9	-16,6	-5,8	-28,6
3° trim.	-4,7	-4,4	-5,9	-2,0	-5,6	-0,8	-8,6	-1,5	-2,4	-3,3	-6,4	0,0	-7,3
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<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 4° trim.	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	-0,4	-0,3	-0,7
2020 1° trim.	-4,1	-3,6	-6,0	-0,6	-3,8	-5,4	-6,0	-1,5	-2,6	-4,3	-2,9	-2,4	-8,0
2° trim.	-14,3	-12,8	-20,9	-3,2	-13,9	-17,0	-23,3	-6,4	-5,0	-15,3	-12,4	-6,0	-24,1
3° trim.	-2,6	-2,4	-3,7	1,0	-3,0	-1,6	-4,6	-2,4	-1,5	-3,4	-3,0	-0,5	-3,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>										Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2019			100,0			81,9		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 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
3° trim.	.	.	14,027	8,6	.	11,444	7,6	2,582	18,5	7,117	8,1	6,909	9,1	.
2020 mag.	-	-	12,321	7,7	-	10,033	6,8	2,289	17,2	6,373	7,4	5,948	8,0	-
giu.	-	-	12,747	7,9	-	10,378	7,0	2,369	17,6	6,580	7,6	6,167	8,3	-
lug.	-	-	14,140	8,7	-	11,519	7,7	2,621	18,9	7,179	8,2	6,960	9,2	-
ago.	-	-	14,029	8,6	-	11,425	7,6	2,603	18,6	7,130	8,1	6,899	9,1	-
set.	-	-	13,911	8,5	-	11,389	7,6	2,522	17,9	7,042	8,0	6,869	9,0	-
ott.	-	-	13,825	8,4	-	11,274	7,5	2,551	18,0	7,032	8,0	6,793	8,9	-

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 a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a 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	1,2	3,0	7,9	2,5	1,6	3,4	0,8	5,7
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,8	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	-4,3	2,4	0,9	3,6	0,7	1,8
2019 4° trim.	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	1,9	-2,4	0,0	-5,9	2,1	0,6	3,5	-0,8	12,5
2020 1° trim.	-6,1	-6,1	-5,3	-10,2	-0,7	-5,6	-3,8	-6,5	-1,4	4,8	-4,7	-10,1	-27,4
2° trim.	-20,1	-21,2	-19,5	-28,0	-13,3	-10,6	-15,4	-26,4	-6,8	3,0	-11,1	-29,3	-50,8
3° trim.	-6,8	-7,1	-5,8	-11,6	-1,7	-4,9	-2,9	-8,0	2,3	2,6	3,2	-5,1	-6,9
2020 mag.	-20,3	-21,5	-19,4	-27,9	-14,6	-10,6	-10,4	-28,3	-2,7	5,8	-5,9	-26,9	-48,5
giu.	-11,8	-12,3	-12,6	-15,4	-7,2	-7,5	-4,5	-13,4	1,5	1,0	4,0	-14,0	-28,1
lug.	-6,8	-7,1	-8,6	-9,1	-1,4	-5,7	-3,3	-10,4	0,0	1,2	0,0	-6,0	-3,8
ago.	-6,7	-7,2	-5,0	-12,5	-2,2	-4,6	0,4	-7,1	4,4	3,6	6,2	-3,7	-15,7
set.	-6,8	-7,2	-3,7	-13,3	-1,5	-4,5	-2,5	-6,5	2,5	2,9	3,2	-5,6	-1,8
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,3	5,1	5,4	-9,6	-4,8

#### Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2020 mag.	12,5	13,6	10,1	25,7	5,9	2,9	29,1	11,8	20,2	2,5	38,9	38,5	138,7
giu.	9,5	10,3	7,1	14,5	6,2	2,9	5,7	20,9	5,7	-3,2	12,0	19,6	39,9
lug.	5,3	5,9	5,1	6,9	5,0	1,6	0,0	2,2	-1,6	0,0	-4,3	9,1	29,3
ago.	0,6	0,4	3,1	-1,7	-0,5	1,2	3,9	4,0	4,2	2,3	5,5	2,2	-0,2
set.	-0,4	-0,3	0,5	0,6	1,2	-1,0	-2,9	0,4	-1,7	-1,4	-1,9	-1,5	1,7
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5	2,0	2,0	-3,7	2,9

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.	86,9	-13,5	74,2	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
2020 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	85,5	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.	90,9	-11,4	-	-13,9	-9,5	-8,6	-11,2	-	53,7	57,1	48,0	50,4
ott.	91,1	-9,2	76,3	-15,5	-8,3	-6,9	-12,1	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
nov.	87,6	-10,1	-	-17,6	-9,3	-12,7	-17,3	-	53,8	55,3	41,7	45,3

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e Markit (col. 9-12).

### 3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,2	93,7	1,7	2,3	5,4	4,6	4,6	35,1	6,9	77,2	4,1	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,6	4,6	35,5	5,9	77,8	1,9	7,0	1,4
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	3,5	1,9
2019 3° trim.	12,9	93,5	2,2	2,5	4,3	4,7	3,8	34,9	5,7	79,2	1,8	0,6	1,6
4° trim.	12,9	93,8	1,0	2,6	2,7	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	-8,1	1,9
2020 1° trim.	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,2	3,0	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	0,0	2,1
2° trim.	16,5	94,9	-3,6	3,3	-14,2	4,0	4,3	31,0	4,1	83,3	2,6	-28,5	1,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

3) Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.

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

### 3 Attività economica

#### 3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 4° trim.	1.099,3	1.034,8	64,4	610,2	519,7	254,0	247,4	205,9	205,5	29,2	62,3	16,4	19,0
2020 1° trim.	1.058,4	1.007,1	51,3	587,0	497,2	241,4	251,7	200,7	192,4	29,4	65,8	10,8	10,8
2° trim.	859,8	816,5	43,3	466,9	413,1	190,4	182,1	176,4	152,6	26,1	68,7	10,5	15,3
3° trim.	945,8	883,0	62,8	553,5	460,3	198,4	183,3	165,6	176,4	28,3	63,0	10,5	8,0
2020 apr.	273,1	263,9	9,3	141,8	130,6	61,4	60,5	61,0	50,4	8,9	22,4	3,8	5,8
mag.	285,2	270,2	15,0	155,8	137,3	63,4	59,9	58,1	47,2	7,9	25,8	3,5	4,5
giu.	301,5	282,4	19,1	169,3	145,2	65,6	61,7	57,3	55,0	9,2	20,5	3,3	5,0
lug.	310,8	294,0	16,8	179,9	150,5	65,9	60,9	55,5	61,0	9,5	21,6	3,3	3,1
ago.	312,3	291,4	20,9	183,2	152,1	64,2	60,6	55,6	58,8	9,3	20,0	4,1	1,8
set.	322,8	297,6	25,2	190,4	157,7	68,4	61,8	54,5	56,7	9,5	21,4	3,1	3,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2020 set.	3.963,3	3.741,5	221,8	2.217,6	1.890,3	884,2	864,5	748,6	726,8	113,0	259,9	48,3	53,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2020 set.	34,7	32,7	1,9	19,4	16,5	7,7	7,6	6,5	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 <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 4° trim.	2,2	-1,9	592,5	276,0	125,5	179,5	496,9	526,0	291,4	86,6	139,0	385,9	61,0
2020 1° trim.	-1,6	-4,0	578,4	275,3	115,7	176,1	480,5	507,6	284,0	82,8	133,9	370,6	56,4
2° trim.	-23,6	-21,5	446,8	218,1	87,2	132,8	369,0	422,9	220,2	77,2	118,7	319,4	26,3
3° trim.	-8,6	-11,6	531,7	.	.	.	447,9	468,1	.	.	.	357,2	.
2020 apr.	-29,9	-25,3	135,5	69,7	26,4	37,6	109,6	135,5	72,8	24,8	36,2	99,6	7,9
mag.	-29,8	-26,6	147,7	71,9	28,8	44,2	123,3	139,5	71,6	25,4	39,9	106,9	7,8
giu.	-10,5	-12,1	163,5	76,6	32,0	51,0	136,1	147,9	75,8	27,0	42,5	112,8	10,5
lug.	-10,4	-14,3	173,0	80,0	34,9	54,5	145,5	154,3	79,8	27,9	43,6	116,8	11,4
ago.	-12,6	-13,6	175,8	81,6	35,7	54,2	147,5	154,8	79,5	27,6	44,4	119,4	11,9
set.	-3,1	-7,1	182,9	.	.	.	154,9	159,0	.	.	.	121,0	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 4° trim.	0,0	-1,8	107,3	108,1	108,7	106,1	107,1	107,2	105,2	105,8	113,3	110,1	96,7
2020 1° trim.	-4,0	-4,7	103,7	106,7	100,1	102,6	102,2	103,9	103,7	100,4	108,6	105,0	98,3
2° trim.	-23,6	-16,4	81,6	86,6	75,7	78,9	79,1	92,1	89,8	94,3	96,7	91,1	81,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 mar.	-7,8	-8,8	98,7	104,1	91,6	95,0	95,2	97,5	98,3	94,4	100,6	95,8	92,4
apr.	-29,9	-20,0	74,2	82,7	67,9	67,4	70,3	88,7	89,6	89,1	89,0	84,7	83,0
mag.	-29,7	-20,9	81,0	85,5	75,7	78,6	79,2	91,9	89,0	93,3	97,4	91,6	80,2
giu.	-10,6	-7,7	89,7	91,5	83,5	90,7	87,7	95,7	90,8	100,6	103,7	96,9	81,4
lug.	-9,7	-10,3	95,5	95,6	92,0	98,1	94,6	100,0	95,1	103,9	107,7	101,3	79,6
ago.	-10,9	-9,8	97,9	98,7	94,5	98,0	96,9	100,5	95,2	102,6	109,8	103,5	81,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
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	-0,1	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	1,3	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8	
2° trim.	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,7	-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 giu.	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,1	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	0,1	-1,7	0,0	0,0	-0,2	0,3	
set.	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4	
ott.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,1	0,5	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6	
nov. <sup>3)</sup>	104,8	-0,3	0,2	.	0,6	0,1	0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,2	.	.	

	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	-0,4	-0,7	0,6	1,4	
2020 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	-0,6	-0,8	0,3	1,3	
ott.	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,3	
nov. <sup>3)</sup>	1,9	1,3	4,2	.	-0,3	-8,4	.	.	.	.	.	.	

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/boi-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.pdf>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

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

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,1	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,0	4,4	4,7
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2019 4° trim.	104,4	-1,4	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-6,0	1,9	4,3	4,2
2020 1° trim.	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
2° trim.	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	1,0	5,1	5,8
3° trim.	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	.	.	.
2020 mag.	99,7	-5,0	-3,5	-0,7	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,3	-	-	-
giu.	100,5	-3,7	-2,3	-0,6	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,5	-12,8	-	-	-
lug.	101,2	-3,2	-2,0	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,6	-10,9	-	-	-
ago.	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-8,7	-	-	-
set.	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,7	-8,3	-	-	-
ott.	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,6	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,4	1,3	1,6	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,6	-1,7	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2019 4° trim.	105,9	1,7	1,2	1,0	1,7	1,4	0,3	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,0	13,4	-3,6
2020 1° trim.	106,5	1,9	1,4	1,2	2,6	1,9	-0,1	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
2° trim.	107,4	2,4	1,4	0,7	4,8	1,4	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
3° trim.	106,5	1,0	0,7	0,2	1,6	0,8	-1,7	-2,9	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
2020 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,6	1,8	-4,6	-3,0	-0,6	-5,7
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-1,9	-0,5	-3,2	-3,9	-3,7	-4,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	4,9	2,2	7,3	1,9	-1,4	5,6
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,8	2,8	2,9	0,0	-1,2	1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,6	0,5	6,6	-1,7	-7,1	5,0

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	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
2° trim.	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
3° trim.	-1,5	0,9	-0,7	-7,8	12,5	49,4	52,9	49,3	47,7
2020 giu.	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3
lug.	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
ago.	-2,1	0,7	-1,1	-7,5	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2
set.	-1,3	2,6	-1,0	-6,0	11,0	50,6	53,0	49,6	47,1
ott.	0,7	3,1	-2,3	-7,0	9,3	52,9	53,1	50,5	48,7
nov.	0,2	1,2	-4,2	-8,3	7,0	55,9	51,5	51,6	47,7

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

### 4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 4 Prezzi e costi

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

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

	Totale	Totale	Per settore di attività									
	(indice: 2015 =100)		Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2017	106,3	0,7	0,8	-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	2,5
2019	110,4	1,9	-1,0	3,3	0,9	1,4	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	2,0
2019 4° trim.	110,9	1,7	-0,1	2,6	0,9	1,1	0,0	0,9	-0,5	1,7	2,7	2,4
2020 1° trim.	114,0	4,3	-1,3	4,3	2,3	5,1	2,5	-0,3	1,1	4,4	4,9	7,1
2° trim.	119,3	8,4	-2,5	11,5	7,2	11,9	3,1	1,1	-5,0	9,4	10,8	21,6
3° trim.	113,9	2,9	-0,6	1,8	5,7	4,0	-0,5	-0,6	3,1	6,2	2,4	12,5
<b>Redditi per occupato</b>												
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 4° trim.	116,7	1,7	2,4	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	2,3	2,6
2020 1° trim.	115,7	0,6	0,9	-0,4	-1,5	-1,1	2,2	-0,8	2,5	1,3	2,2	0,4
2° trim.	110,2	-4,7	0,6	-7,6	-7,6	-11,8	-2,4	-1,4	-5,3	-6,0	1,4	-7,1
3° trim.	117,1	0,6	2,4	-1,5	1,3	-1,1	0,4	0,0	2,6	0,6	2,0	2,1
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
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	0,7
2019	105,0	0,1	2,8	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,4	0,7
2019 4° trim.	105,2	0,0	2,4	-1,6	0,5	0,5	1,6	0,7	1,9	-0,4	-0,4	0,2
2020 1° trim.	101,5	-3,5	2,3	-4,5	-3,7	-5,9	-0,3	-0,4	1,4	-3,0	-2,5	-6,3
2° trim.	92,4	-12,1	3,1	-17,2	-13,8	-21,2	-5,3	-2,4	-0,3	-14,1	-8,5	-23,6
3° trim.	102,9	-2,2	3,0	-3,3	-4,2	-4,9	0,9	0,6	-0,5	-5,2	-0,3	-9,3
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
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	2,7
2019	117,7	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8	1,7	2,9	1,6	2,3	3,1
2019 4° trim.	118,3	2,0	2,3	1,7	2,0	1,8	2,0	1,5	1,1	1,6	2,6	3,5
2020 1° trim.	121,2	4,3	3,7	3,3	3,4	4,0	3,4	1,5	6,0	3,7	4,7	8,3
2° trim.	128,1	9,3	4,7	6,5	8,4	12,6	3,9	3,1	6,2	5,9	7,0	16,6
3° trim.	121,5	3,0	2,0	1,4	2,0	3,7	2,8	1,1	5,3	3,5	2,3	5,5
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
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	0,3	2,2	1,9	-1,3	0,5	-0,3	0,4
2019	107,5	0,4	3,4	-1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	0,1	0,5	-0,2	0,9
2019 4° trim.	107,6	0,5	2,7	-0,8	1,4	1,0	1,6	0,8	0,5	0,0	-0,1	1,0
2020 1° trim.	107,7	0,6	2,9	-0,7	1,8	0,1	1,1	2,2	6,0	-0,1	-0,1	1,9
2° trim.	110,1	2,6	6,6	-3,8	3,9	2,8	1,1	2,7	17,6	-1,9	-2,6	0,6
3° trim.	107,8	0,4	2,0	-0,3	-2,7	-0,3	3,3	2,2	3,0	-2,3	0,2	-5,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	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				
<b>Consistenze</b>												
2017	1.112,6	6.636,4	7.749,0	1.198,7	2.261,3	3.460,0	11.209,0	74,6	509,6	80,7	664,8	11.873,9
2018	1.164,2	7.114,7	8.278,9	1.128,3	2.298,9	3.427,2	11.706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12.384,3
2019	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,2	2.362,5	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13.011,3
2019 4° trim.	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,2	2.362,5	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13.011,3
2020 1° trim.	1.265,3	8.079,2	9.344,5	1.075,3	2.368,6	3.443,9	12.788,3	109,9	537,3	50,3	697,5	13.485,8
2° trim.	1.302,8	8.425,1	9.727,9	1.075,5	2.400,9	3.476,4	13.204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13.898,9
3° trim.	1.330,5	8.617,1	9.947,6	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,8
2020 mag.	1.293,4	8.339,3	9.632,8	1.095,6	2.389,4	3.485,0	13.117,8	95,7	560,0	23,9	679,6	13.797,4
giu.	1.302,8	8.425,1	9.727,9	1.075,5	2.400,9	3.476,4	13.204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13.898,9
lug.	1.310,7	8.464,9	9.775,6	1.080,2	2.406,9	3.487,1	13.262,7	106,2	595,8	6,0	707,9	13.970,6
ago.	1.321,7	8.528,8	9.850,5	1.047,6	2.414,7	3.462,4	13.312,8	91,7	593,7	5,5	690,9	14.003,7
set.	1.330,5	8.617,1	9.947,6	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,8
ott. <sup>(b)</sup>	1.338,2	8.681,8	10.020,0	1.060,3	2.431,7	3.492,0	13.512,0	96,3	613,9	15,3	725,5	14.237,5
<b>Transazioni</b>												
2017	36,5	592,2	628,7	-108,7	34,2	-74,5	554,3	6,5	-11,3	-15,8	-20,6	533,7
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	665,0	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,4
2019 4° trim.	17,8	130,5	148,3	-31,4	9,6	-21,8	126,5	4,6	-14,5	-1,0	-10,9	115,6
2020 1° trim.	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,0	397,5	30,9	8,3	28,9	68,1	465,6
2° trim.	37,5	342,9	380,4	2,1	32,7	34,8	415,3	-14,1	45,1	-34,0	-3,0	412,3
3° trim.	27,7	269,1	296,8	5,7	22,9	28,5	325,4	5,9	29,8	-14,1	21,6	347,0
2020 mag.	16,2	109,4	125,6	26,7	10,3	37,1	162,6	2,4	9,8	-9,5	2,7	165,4
giu.	9,4	87,4	96,8	-19,5	11,5	-8,0	88,8	-0,2	22,3	-7,2	14,9	103,7
lug.	7,9	118,8	126,8	9,4	6,2	15,6	142,3	12,0	13,5	-9,2	16,3	158,6
ago.	11,0	65,9	76,8	-31,7	8,0	-23,7	53,1	-14,3	-2,8	-0,4	-17,6	35,5
set.	8,9	84,4	93,2	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-4,5	22,9	152,8
ott. <sup>(b)</sup>	7,6	63,7	71,3	-18,1	8,4	-9,7	61,6	-4,1	1,1	14,0	11,0	72,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2017	3,4	9,8	8,8	-8,2	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,2	-17,3	-3,0	4,7
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2019 4° trim.	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020 1° trim.	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,1	59,0	10,0	7,5
2° trim.	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3
3° trim.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
2020 mag.	9,2	13,1	12,5	-2,6	2,2	0,7	9,1	35,7	5,9	-37,9	6,2	9,0
giu.	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3
lug.	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,6	1,3	10,0	42,8	12,1	-77,4	10,9	10,1
ago.	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-70,6	7,8	9,5
set.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4
ott. <sup>(b)</sup>	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-67,0	14,0	10,5

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
<b>Consistenze</b>													
2017	2.241,5	1.798,6	285,0	149,1	8,8	6.317,9	3.703,1	561,9	2.052,2	0,8	987,7	208,2	415,8
2018	2.334,2	1.901,4	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,7	217,1	468,0
2019 4° trim.	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,7	217,1	468,0
2020 1° trim.	2.610,8	2.191,4	264,0	147,9	7,6	7.173,7	4.535,9	472,2	2.165,0	0,6	1.151,5	224,3	472,6
2° trim.	2.869,9	2.396,7	318,6	148,4	6,2	7.349,4	4.683,7	462,7	2.202,1	0,9	1.084,9	226,5	466,0
3° trim.	2.958,3	2.481,2	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,4	240,4	469,6
2020 mag.	2.821,4	2.352,1	317,0	147,5	4,9	7.301,0	4.644,2	465,0	2.190,9	0,9	1.104,2	232,2	461,2
giu.	2.869,9	2.396,7	318,6	148,4	6,2	7.349,4	4.683,7	462,7	2.202,1	0,9	1.084,9	226,5	466,0
lug.	2.918,6	2.434,2	331,8	147,2	5,3	7.395,6	4.728,0	456,2	2.210,3	1,1	1.028,2	241,4	474,4
ago.	2.937,5	2.462,5	323,7	146,9	4,3	7.437,8	4.768,3	450,7	2.217,7	1,1	1.005,9	233,7	467,9
set.	2.958,3	2.481,2	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,4	240,4	469,6
ott. <sup>(p)</sup>	2.968,9	2.488,0	328,8	147,0	5,1	7.534,1	4.856,4	443,3	2.233,4	1,1	1.051,6	237,2	478,4
<b>Transazioni</b>													
2017	182,3	184,0	-1,8	-0,8	1,0	255,0	305,2	-82,1	33,4	-1,5	51,6	8,0	27,3
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2019 4° trim.	34,4	38,7	-3,2	-1,9	0,8	85,7	84,2	-11,9	13,5	-0,2	-6,7	-2,4	2,5
2020 1° trim.	125,9	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
2° trim.	261,2	206,7	55,4	0,5	-1,3	177,6	149,0	-9,2	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
3° trim.	94,7	88,6	6,6	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
2020 mag.	106,9	75,5	32,5	0,3	-1,4	52,9	43,1	-2,0	11,8	0,0	-10,2	4,4	-5,1
giu.	48,8	44,6	2,0	0,9	1,3	49,5	40,4	-2,2	11,2	0,0	-18,2	-5,6	4,8
lug.	56,3	42,7	15,4	-1,1	-0,7	48,9	46,0	-5,7	8,3	0,2	17,1	15,7	8,5
ago.	18,5	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,4	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
set.	20,0	18,5	-1,0	0,1	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
ott. <sup>(p)</sup>	9,2	6,6	4,2	0,1	-1,8	42,9	39,5	-3,3	6,6	0,1	-7,6	-3,2	8,7
<b>Variazioni percentuali</b>													
2017	8,7	11,3	-0,7	-0,5	12,3	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,3	5,4	4,0	7,1
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2019 4° trim.	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020 1° trim.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
2° trim.	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
3° trim.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
2020 mag.	17,6	19,1	18,3	-2,0	-31,5	7,0	10,9	-9,3	3,2	-38,4	9,7	7,3	-0,1
giu.	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
lug.	20,5	21,5	27,2	-2,8	-15,6	7,4	11,3	-10,2	3,8	-39,9	8,7	10,2	3,5
ago.	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
set.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
ott. <sup>(p)</sup>	20,5	21,6	27,0	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,3	-34,0	7,3	7,1	2,4

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 <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2017	4.623,3	1.034,2	3.575,2	13.114,4	10.870,9	11.166,3	4.325,7	5.600,3	836,5	108,5	1.442,0	801,5
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.405,0	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6
2019	4.660,6	986,8	3.662,1	13.865,7	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,7	850,4
2019 4° trim.	4.660,6	986,8	3.662,1	13.865,7	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,7	850,4
2020 1° trim.	4.794,5	1.007,2	3.775,6	14.056,3	11.692,1	12.068,0	4.604,9	5.965,5	960,8	160,9	1.565,2	799,0
2° trim.	5.279,0	1.005,9	4.261,4	14.242,1	11.780,6	12.163,1	4.718,2	5.995,6	912,6	154,2	1.644,9	816,5
3° trim.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,3	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.519,1	814,3
2020 mag.	5.118,5	1.012,2	4.094,6	14.227,9	11.805,6	12.179,9	4.716,4	5.981,9	953,0	154,4	1.625,8	796,6
giu.	5.279,0	1.005,9	4.261,4	14.242,1	11.780,6	12.163,1	4.718,2	5.995,6	912,6	154,2	1.644,9	816,5
lug.	5.563,8	1.004,6	4.547,4	14.117,4	11.808,6	12.179,6	4.727,6	6.016,4	910,0	154,5	1.491,9	816,9
ago.	5.622,7	1.000,7	4.610,2	14.173,2	11.841,5	12.205,3	4.750,4	6.031,4	904,3	155,4	1.514,8	816,9
set.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,3	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.519,1	814,3
ott. <sup>6)</sup>	5.804,1	1.003,8	4.788,5	14.229,4	11.898,2	12.257,8	4.738,7	6.091,4	909,3	158,8	1.527,0	804,2
<b>Transazioni</b>												
2017	289,1	-43,6	332,0	363,1	274,4	316,6	85,4	173,3	19,3	-3,6	63,8	24,9
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,2	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,3	-23,3	-64,4	452,6	378,4	422,4	115,7	200,5	41,3	21,1	30,8	43,4
2019 4° trim.	12,9	-14,6	27,4	94,3	78,9	103,3	6,3	59,0	7,7	5,9	-0,4	15,8
2020 1° trim.	145,5	19,7	125,8	237,8	249,3	242,7	135,5	40,5	64,5	8,8	19,8	-31,3
2° trim.	465,2	-1,8	467,0	182,3	96,5	103,6	120,7	35,8	-53,4	-6,7	74,7	11,2
3° trim.	258,9	-2,8	261,7	154,1	104,6	86,9	29,1	71,9	0,6	3,0	44,4	5,0
2020 mag.	143,4	-1,6	145,0	101,3	78,1	76,0	50,1	22,1	7,5	-1,5	18,1	5,1
giu.	144,4	-6,1	150,5	16,6	-17,5	-7,7	3,6	17,9	-38,8	-0,2	16,9	17,1
lug.	97,1	-1,4	98,4	63,8	43,3	37,0	19,0	23,4	0,4	0,5	18,0	2,4
ago.	65,7	-3,7	69,4	60,5	36,0	28,7	21,8	18,7	-5,5	0,9	21,1	3,4
set.	96,1	2,3	93,9	29,8	25,3	21,1	-11,7	29,8	5,6	1,6	5,3	-0,8
ott. <sup>6)</sup>	55,3	1,1	54,1	36,2	31,6	35,4	7,5	26,1	-3,8	1,8	11,8	-7,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2019 4° trim.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020 1° trim.	1,1	0,4	2,0	4,2	4,8	5,0	5,0	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,7
2° trim.	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6
3° trim.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
2020 mag.	9,7	1,1	12,1	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,6	20,9	6,8	-2,3
giu.	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6
lug.	15,5	0,2	19,8	4,9	4,7	4,7	6,5	3,3	3,5	14,8	9,2	0,4
ago.	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,5	4,6	6,5	3,3	2,2	10,7	10,7	1,0
set.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
ott. <sup>6)</sup>	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,6	6,3	3,6	1,6	14,1	10,3	-1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2017	4.325,7	4.360,0	985,1	821,6	2.518,9	5.600,3	5.867,2	655,0	4.216,1	729,2
2018	4.405,0	4.489,1	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.578,4	968,3	877,7	2.629,8	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2019 4° trim.	4.475,8	4.578,4	968,3	877,7	2.629,8	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2020 1° trim.	4.604,9	4.706,4	1.003,6	917,2	2.684,1	5.965,5	6.254,1	715,2	4.565,1	685,3
2° trim.	4.718,2	4.830,2	958,5	993,0	2.766,7	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,9	690,6
3° trim.	4.731,7	4.845,2	930,5	1.014,5	2.786,7	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,6	695,9
2020 mag.	4.716,4	4.819,0	964,1	998,8	2.753,4	5.981,9	6.264,8	698,9	4.593,3	689,6
giu.	4.718,2	4.830,2	958,5	993,0	2.766,7	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,9	690,6
lug.	4.727,6	4.835,3	950,1	997,4	2.780,2	6.016,4	6.291,3	704,4	4.621,6	690,4
ago.	4.750,4	4.858,8	943,3	1.015,5	2.791,6	6.031,4	6.307,2	702,6	4.632,8	696,0
set.	4.731,7	4.845,2	930,5	1.014,5	2.786,7	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,6	695,9
ott. <sup>(p)</sup>	4.738,7	4.845,7	917,3	1.010,3	2.811,1	6.091,4	6.358,2	704,6	4.690,1	696,7
<b>Transazioni</b>										
2017	85,4	135,2	0,2	39,2	46,1	173,3	165,5	45,2	133,9	-5,8
2018	124,1	175,9	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,7	143,3	-12,4	43,3	84,8	200,5	215,5	41,0	168,6	-9,2
2019 4° trim.	6,3	21,6	-8,5	8,6	6,2	59,0	61,6	9,5	51,7	-2,2
2020 1° trim.	135,5	136,4	32,9	44,1	58,4	40,5	38,1	-3,7	45,0	-0,9
2° trim.	120,7	131,0	-38,8	81,0	78,6	35,8	29,1	-12,3	39,2	8,9
3° trim.	29,1	34,1	-22,6	16,0	35,7	71,9	59,9	5,8	65,0	1,1
2020 mag.	50,1	47,6	-22,1	38,7	33,5	22,1	16,8	-1,1	18,4	4,8
giu.	3,6	14,2	-1,5	-4,7	9,8	17,9	16,6	3,4	11,7	2,9
lug.	19,0	16,8	-7,1	7,0	19,2	23,4	18,3	3,8	18,9	0,7
ago.	21,8	22,8	-2,6	8,3	16,2	18,7	19,3	2,5	16,0	0,2
set.	-11,7	-5,5	-12,9	0,8	0,4	29,8	22,3	-0,5	30,1	0,2
ott. <sup>(p)</sup>	7,5	1,7	-12,9	-3,8	24,1	26,1	25,2	2,3	22,4	1,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2017	2,0	3,2	0,0	5,0	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 4° trim.	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 1° trim.	5,0	5,5	2,9	9,1	4,4	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	0,3	4,1	0,4
3° trim.	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
2020 mag.	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,2	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	0,3	4,1	0,4
lug.	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,5	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
ago.	6,5	7,1	-3,3	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
set.	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
ott. <sup>(p)</sup>	6,3	6,8	-5,1	16,3	7,2	3,6	3,1	-0,1	4,5	1,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2017	347,6	6.769,9	1.966,9	59,8	2.017,9	2.725,3	930,7	323,0	143,5	92,5
2018	389,2	6.817,4	1.940,0	56,1	2.099,7	2.721,6	1.030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,1	7.060,0	1.945,9	50,1	2.156,7	2.907,3	1.455,7	453,4	178,9	187,2
2019 4° trim.	364,1	7.060,0	1.945,9	50,1	2.156,7	2.907,3	1.455,7	453,4	178,9	187,2
2020 1° trim.	409,5	7.036,4	1.936,8	47,2	2.120,0	2.932,4	1.563,2	517,7	183,7	196,5
2° trim.	673,3	7.041,1	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.559,6	532,7	159,2	174,3
3° trim.	806,2	7.040,9	1.935,5	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,6	139,9	147,3
2020 mag.	600,3	7.047,2	1.934,3	45,2	2.101,4	2.966,3	1.552,8	545,6	196,5	211,4
giu.	673,3	7.041,1	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.559,6	532,7	159,2	174,3
lug.	756,1	7.046,5	1.936,5	43,6	2.047,0	3.019,5	1.536,6	555,5	162,3	174,1
ago.	819,5	7.028,7	1.940,2	43,1	2.033,6	3.011,8	1.552,2	503,7	170,4	177,6
set.	806,2	7.040,9	1.935,5	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,6	139,9	147,3
ott. <sup>3)</sup>	864,3	7.037,5	1.931,7	42,7	2.037,4	3.025,6	1.574,0	531,9	148,7	154,4
<b>Transazioni</b>										
2017	41,8	-73,6	-83,5	-6,6	-71,1	87,5	-96,7	-53,5	-61,2	-28,5
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,4	106,1	-5,3	-3,3	27,6	87,1	309,4	17,3	-2,7	-2,5
2019 4° trim.	-21,1	4,2	-1,5	-3,4	-11,6	20,7	-3,9	-4,6	-5,3	-10,9
2020 1° trim.	45,7	-46,4	-6,7	-2,9	-47,6	10,8	68,3	13,3	4,7	9,3
2° trim.	264,0	-1,8	-2,4	-3,1	-14,4	18,0	-33,2	60,1	-24,5	-22,2
3° trim.	69,2	8,0	-0,3	-1,1	0,6	8,8	28,2	-17,0	-19,3	-27,1
2020 mag.	79,6	14,6	4,1	-1,0	-7,4	18,9	2,3	12,6	8,9	8,1
giu.	73,0	0,0	-0,9	-1,1	-6,5	8,5	8,2	7,5	-37,3	-37,0
lug.	19,3	-6,2	1,5	-0,5	-8,1	1,0	-26,8	37,7	3,2	-0,2
ago.	63,3	4,0	4,2	-0,5	-10,5	10,8	33,2	-56,6	8,1	3,5
set.	-13,5	10,2	-6,0	-0,1	19,2	-2,9	21,8	1,9	-30,5	-30,3
ott. <sup>3)</sup>	58,2	-13,4	-2,8	-0,3	-23,0	12,7	2,0	24,0	8,8	7,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
2017	13,4	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2019 4° trim.	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020 1° trim.	11,7	0,2	-0,1	-11,1	-2,6	2,8	-	-	-0,3	0,6
2° trim.	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
3° trim.	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
2020 mag.	63,3	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
giu.	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
lug.	85,5	-0,5	0,0	-20,3	-4,1	2,1	-	-	-15,3	-15,6
ago.	89,8	-0,1	1,3	-20,6	-4,3	2,4	-	-	-13,6	-16,6
set.	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
ott. <sup>3)</sup>	108,5	-0,6	-0,8	-17,5	-3,8	2,1	-	-	-32,8	-34,6

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 <sup>1)</sup>

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		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 3° trim.	12,7	11,2	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	10,9	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
2° trim.	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
2020 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.	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,1	2,3	2,1	0,1	0,8
ott.	14,9	13,5	3,9	1,4	0,3	7,6	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,1	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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 9 dicembre 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-20-008-IT-N (online)