



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 1 / 2021



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	10
3 Attività economica	13
4 Prezzi e costi	18
5 Moneta e credito	22
Riquadri	27
1 Vincoli determinati dalla pandemia e inflazione nelle economie avanzate	27
2 La transizione verso la normalità: l'impatto sui mercati finanziari internazionali delle notizie sul vaccino contro il COVID-19	32
3 L'impatto economico della pandemia: le determinanti delle differenze regionali	37
4 L'analisi del rischio basata su modelli durante la pandemia: il nuovo modello ECB-BASIR	41
5 Costi abitativi e proprietà delle abitazioni nell'area dell'euro	46
6 Prezzi delle componenti relative ai viaggi durante la pandemia di COVID-19: potenziali analogie tra paesi e voci	52
Articoli	58
1 L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie	58
2 Il ruolo dei fattori di domanda e offerta nell'inflazione misurata sullo IAPC durante la pandemia di COVID-19: una prospettiva disaggregata	67
3 La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19	87
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

L'inizio delle campagne di vaccinazione nell'area dell'euro rappresenta un traguardo importante nel processo di risoluzione della crisi sanitaria in atto. La pandemia continua, tuttavia, a porre seri rischi per la salute pubblica e per le economie dell'area dell'euro e del resto del mondo. Il nuovo aumento dei contagi da coronavirus (COVID-19) e le rigide misure di contenimento imposte per un prolungato periodo di tempo in molti paesi dell'area stanno minando l'attività economica. Nel settore manifatturiero l'attività continua a evidenziare una buona capacità di tenuta, mentre è soggetta a una forte contrazione nel comparto dei servizi, ancorché di minori proporzioni rispetto alla prima ondata della pandemia agli inizi del 2020. Il prodotto dovrebbe aver registrato una flessione nel quarto trimestre del 2020 e l'intensificarsi della pandemia comporta alcuni rischi al ribasso per le prospettive economiche a breve termine. L'inflazione si conferma molto contenuta, in un contesto caratterizzato da una domanda debole e da una significativa capacità inutilizzata nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. I dati più recenti confermano, nel complesso, la precedente valutazione dello scenario di base del Consiglio direttivo relativa a un pronunciato impatto della pandemia sull'attività economica nel breve periodo e a una protratta debolezza dell'inflazione.

In tale contesto, per continuare a garantire a tutti i settori economici condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia, continua a essere fondamentale un ampio grado di stimolo monetario. Contribuendo a ridurre l'incertezza e a rafforzare la fiducia, ciò incoraggerà la spesa per consumi e gli investimenti delle imprese, sostenendo l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. Nel contempo, l'incertezza permane su livelli elevati, anche riguardo all'evoluzione della pandemia e alla velocità delle campagne di vaccinazione. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire l'andamento del tasso di cambio con riferimento alle sue possibili implicazioni per le prospettive di inflazione a medio termine. Il Consiglio direttivo resta pronto ad adeguare tutti gli strumenti a sua disposizione, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui a convergere verso il proprio obiettivo, in linea con il suo impegno alla simmetria.

Alla fine del 2020 la ripresa economica mondiale è proseguita, in un contesto caratterizzato da crescenti avversità legate alla recrudescenza della pandemia. Nei settori manifatturiero e dei servizi l'attività si conferma robusta, sebbene il protrarsi dei provvedimenti di chiusura (lockdown) nei paesi più duramente colpiti dalla pandemia comporti rischi al ribasso sempre maggiori. La ripresa del commercio mondiale procede, malgrado qualche segnale di una perdita di slancio osservato verso la fine del 2020. Le condizioni finanziarie internazionali rimangono molto accomodanti grazie al sostegno fornito ai mercati azionari dagli andamenti legati ai vaccini contro il COVID-19, dalle politiche di bilancio espansive e da un minore

grado di incertezza circa il futuro delle relazioni commerciali tra Unione europea e Regno Unito.

Nel periodo in esame (compreso tra il 10 dicembre 2020 e il 20 gennaio 2021), la curva dei tassi a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata verso l'alto e appiattita, evidenziando un sostanziale annullamento di gran parte della precedente inversione. In generale la propensione al rischio è migliorata e, a livello mondiale, le aspettative di inflazione ricavate dai mercati sono aumentate sulla scorta degli andamenti registrati negli Stati Uniti. La curva dei tassi privi di rischio dell'area dell'euro, pertanto, non mostra segnali di solide aspettative di mercato circa un'imminente riduzione dei tassi. Allo stesso tempo, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area hanno subito un parziale incremento, pur permanendo su livelli complessivamente molto contenuti. Le attività rischiose hanno registrato risultati soddisfacenti, segnando un rialzo delle quotazioni azionarie su entrambe le sponde dell'Atlantico. Oltre a evidenziare andamenti migliori rispetto ai corrispondenti titoli dell'area dell'euro, le azioni statunitensi hanno raggiunto nuovi massimi storici. Sui mercati dei cambi si è osservato un lieve deprezzamento dell'euro su base ponderata per l'interscambio.

Dopo il calo senza precedenti subito dal prodotto dell'area dell'euro nel primo semestre del 2020, nel terzo trimestre dell'anno la crescita economica ha segnato una vigorosa ripresa. Tuttavia, i dati economici, i risultati delle indagini congiunturali e gli indicatori ad alta frequenza più recenti suggeriscono che la recrudescenza della pandemia e l'associata intensificazione delle misure di contenimento abbiano probabilmente determinato un calo dell'attività nel quarto trimestre del 2020, con un impatto che dovrebbe estendersi anche al primo trimestre di quest'anno. Tale profilo è sostanzialmente in linea con lo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso dicembre. Se nel settore dei servizi, per effetto delle più rigide misure di contenimento, l'attività è sottoposta a una forte contrazione (ancorché di minore portata rispetto a quella registrata durante la prima ondata della pandemia nella primavera del 2020), l'attività nel settore manifatturiero continua a mostrare una buona capacità di tenuta. La crescita, pur debole e molto probabilmente negativa nel quarto trimestre, potrebbe essere caratterizzata da rischi al rialzo, stando alle indicazioni provenienti dalla relativa tenuta del settore industriale. Nell'area dell'euro gli andamenti della crescita dovrebbero confermarsi disomogenei tra i vari settori e paesi. In prospettiva, la distribuzione dei vaccini, iniziata a fine dicembre, accresce la fiducia nella risoluzione della crisi sanitaria. Il raggiungimento di un'immunità generalizzata, tuttavia, richiederà tempo e non è possibile escludere ulteriori evoluzioni avverse della pandemia, con connesse difficoltà per la salute pubblica e le prospettive economiche. Nel medio periodo, la ripresa economica dell'area dell'euro dovrebbe essere sorretta dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e da una ripresa della domanda allorché verranno revocate le misure di contenimento e si ridurrà l'incertezza.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è mantenuta invariata per il quarto mese consecutivo, attestandosi su un valore pari al -0,3 per cento a dicembre. Agli inizi del 2021 l'inflazione complessiva dovrebbe passare in

territorio positivo per effetto del termine della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, degli effetti base al rialzo sulla componente energetica e dell'impatto dei recenti rincari del petrolio. Le pressioni di fondo sui prezzi, tuttavia, resteranno contenute a causa della debolezza della domanda, in particolare nei settori del turismo e dei viaggi, nonché delle ridotte spinte salariali e dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Al ridursi dell'impatto della pandemia, una ripresa della domanda, sostenuta da politiche monetarie e di bilancio accomodanti, eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione nel medio termine. Con riferimento alle aspettative di inflazione a più lungo termine, le misure desunte dalle indagini e gli indicatori ricavati dai mercati, malgrado il lieve aumento di questi ultimi, rimangono su livelli contenuti.

A novembre 2020 le dinamiche monetarie dell'area continuavano a riflettere l'impatto della crisi legata al coronavirus. La crescita dell'aggregato monetario ampio è ulteriormente aumentata, mentre l'incremento dei prestiti al settore privato si è confermato stabile, caratterizzato da un andamento moderato del credito alle società non finanziarie e da una buona capacità di tenuta di quello alle famiglie. La forte espansione monetaria ha continuato a essere sostenuta dal proseguimento degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema, che restano la principale fonte di creazione della moneta. Nel quarto trimestre del 2020 è proseguito l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito a imprese e famiglie, nel contesto dell'introduzione di nuove restrizioni in risposta alla pandemia. I tassi favorevoli sui prestiti hanno continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro.

In tale scenario il Consiglio direttivo ha deciso di riconfermare l'orientamento molto accomodante della politica monetaria.

In primo luogo, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, allo 0,00, allo 0,25 e al -0,50 per cento. Il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano 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.

In secondo luogo, il Consiglio direttivo proseguirà gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) con una dotazione finanziaria totale di 1.850 miliardi di euro. Condurrà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus. Gli acquisti nel quadro del PEPP saranno condotti con l'obiettivo di preservare condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia. Se sarà possibile garantire tali condizioni mediante flussi di acquisti di attività che, nell'orizzonte degli acquisti netti del PEPP, non esauriscono la dotazione, non sarà necessario utilizzare integralmente quest'ultima. Allo stesso modo, la dotazione può essere ricalibrata se necessario a mantenere condizioni di finanziamento favorevoli che contribuiscano a contrastare lo shock negativo della pandemia sul profilo dell'inflazione.

Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno fino 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 della politica monetaria.

In terzo luogo, 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 proseguano finché necessario a rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e terminino poco prima che il Consiglio stesso cominci a innalzare detti tassi.

Il Consiglio direttivo intende inoltre 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 necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Infine, il Consiglio direttivo continuerà a fornire abbondante liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento. In particolare, la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) si conferma una fonte di finanziamento interessante per le banche e sostiene il credito erogato da queste ultime a imprese e famiglie.

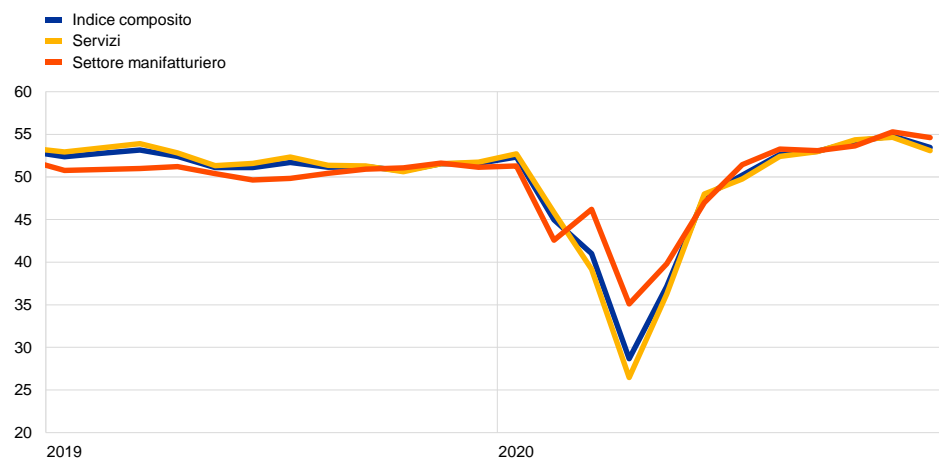
Il Consiglio direttivo resta pronto ad adeguare tutti i propri strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui a convergere stabilmente verso il proprio obiettivo, in linea con il suo impegno alla simmetria.

Nell'ultimo periodo del 2020 è proseguita la ripresa economica mondiale, pur in presenza di crescenti fattori avversi legati alla recrudescenza della pandemia. Sebbene il numero dei nuovi contagi giornalieri da coronavirus (COVID-19) abbia continuato ad aumentare su scala mondiale, la più recente ondata della pandemia e le relative misure di contenimento stanno frenando l'attività economica in maniera meno significativa rispetto alla prima ondata di marzo e aprile 2020. Tale differenza è visibile nell'andamento dell'indice globale dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al settore manifatturiero e ai servizi, esclusa l'area dell'euro, che alla fine del 2020 ha continuato a collocarsi su un livello significativamente più alto rispetto ai bruschi cali osservati durante la prima ondata (cfr. il grafico 1). In prospettiva, quest'anno la crescita globale dipenderà dall'evoluzione della pandemia e dai progressi compiuti nelle vaccinazioni.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2020.

I rischi per le prospettive mondiali restano orientati al ribasso, trainati dal riacutizzarsi della pandemia di COVID-19. L'aumento a livello mondiale dei nuovi contagi quotidiani da COVID-19 genera fattori avversi che frenano la ripresa economica globale. La crescita nei paesi fortemente colpiti dalla malattia ha perso slancio. Nel contempo, si profilano rischi al rialzo legati al calo dell'incertezza riguardo alle relazioni commerciali tra l'Unione europea (UE) e il Regno Unito e all'eventualità che negli Stati Uniti venga approvato un piano di sostegno fiscale più consistente del previsto, data la nuova composizione del Senato. Tuttavia, i progressi più lenti delle attese nella distribuzione dei vaccini e la recrudescenza della pandemia potrebbero anche comportare misure di chiusura più severe e per periodi più lunghi, che graveranno sulle prospettive di crescita mondiale.

Le condizioni finanziarie internazionali continuano a essere molto accomodanti sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. I mercati

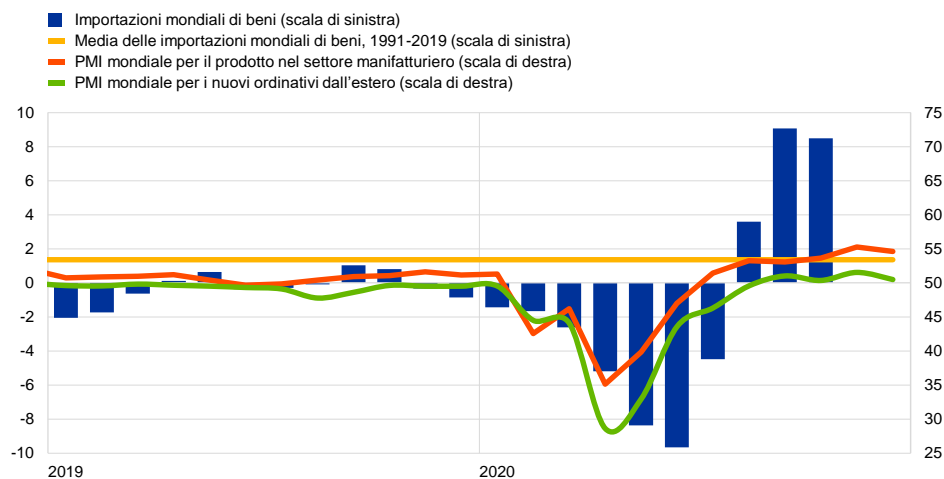
azionari hanno registrato un rialzo, grazie ai progressi compiuti sul fronte dei vaccini e agli interventi di sostegno delle banche centrali, alle politiche di bilancio espansive e a un minore grado di incertezza circa il futuro delle relazioni commerciali tra Unione europea e Regno Unito. Nelle economie emergenti i corsi azionari hanno segnato un marcato aumento, in linea con i forti afflussi di portafoglio verso i fondi azionari e obbligazionari dei mercati emergenti, che hanno ormai compensato i deflussi record registrati nei mercati di tali paesi all'inizio della crisi da COVID-19. Tale effetto di bilanciamento ha interessato anche le perdite subite dalle valute dei mercati emergenti a marzo 2020, sebbene i tassi di cambio si attestino ancora su livelli sostanzialmente inferiori a quelli precedenti la pandemia.

La ripresa del commercio mondiale è in corso, malgrado alcuni segnali di una perdita di slancio. Nel terzo trimestre del 2020 i dati sul commercio di beni hanno evidenziato una ripresa generalizzata nelle diverse categorie di prodotti. I beni intermedi, in particolare, hanno costituito un importante fattore trainante delle esportazioni mondiali nel terzo trimestre, sottolineando la capacità di tenuta delle catene globali del valore. Nel contempo, l'indice PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero (esclusa l'area dell'euro) è sceso nel mese di dicembre, segnalando quindi una certa moderazione della dinamica del commercio internazionale verso la fine del 2020 (cfr. il grafico 2).

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.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2020 per le importazioni mondiali di beni e a dicembre 2020 per l'indice PMI.

L'inflazione a livello mondiale è rimasta stabile in novembre. Nel mese di novembre l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è rimasta inalterata all'1,2 per cento, mentre quella al netto della componente alimentare ed energetica si è attestata all'1,6 per cento, senza registrare variazioni. In prospettiva, le spinte inflazionistiche sulle retribuzioni e sui prezzi a livello mondiale dovrebbero rimanere contenute, in presenza di ampia capacità produttiva inutilizzata nella maggior parte delle economie.

I prezzi delle materie prime hanno continuato a segnare aumenti generalizzati dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, con un incremento superiore al 10 per cento sia dei prezzi del petrolio sia di quelli dei beni diversi dai prodotti energetici.

Il recupero dei prezzi della maggior parte delle materie prime negli ultimi mesi è stato trainato da un brusco aumento della domanda globale sulla scia della ripresa che ha fatto seguito allo shock causato dal COVID-19.

La domanda di metalli proveniente dalla Cina sembra essere particolarmente forte. I prezzi del rame sono stati sostenuti anche da programmi pubblici a favore di progetti infrastrutturali nel campo delle energie rinnovabili e veicoli elettrici, settori che in genere necessitano di un ampio ricorso a tale materia prima. I prezzi dei generi alimentari hanno beneficiato sia di una forte domanda, trainata dall'accumulazione delle scorte da parte dei governi, sia delle interruzioni dell'offerta dovute alle condizioni meteorologiche calde e secche che hanno interessato il Sud America. Oltre che dall'aumento della domanda, all'inizio di gennaio i corsi petroliferi sono stati anche favoriti dall'annuncio di una riduzione volontaria dell'offerta pari a quasi un milione di barili al giorno da parte dell'Arabia Saudita.

L'attività economica negli Stati Uniti ha beneficiato di nuovi stimoli fiscali in un contesto caratterizzato da fattori sfavorevoli legati alla debolezza del mercato del lavoro.

Dopo una marcata ripresa nel terzo trimestre del 2020, la crescita economica dovrebbe rallentare nel quarto trimestre. Per contrastare tale andamento, verso la fine dello scorso anno è stato approvato un nuovo e consistente pacchetto di stimolo fiscale mirato a sostenere i consumi in un momento in cui il mercato del lavoro manifesta ancora debolezza. È inoltre probabile che la nuova amministrazione adotti ulteriori misure di stimolo. Nel contempo, la dinamica del mercato del lavoro resta per lo più debole, come suggerito dalle crescenti perdite di posti di lavoro a tempo indeterminato registrate per tutto il mese di novembre, mentre l'offerta di nuovi posti di lavoro rimane al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. Il tasso di disoccupazione ha continuato ad attestarsi su livelli elevati, pari al 6,7 per cento in novembre, sostenuto da una riduzione dei licenziamenti di lavoratori temporanei. Nel complesso, la scarsa fiducia dei consumatori, unita all'aumento del numero di nuovi contagi giornalieri da COVID-19, pone rischi al ribasso per l'attività economica.

In Giappone la ripresa economica ha vissuto una fase di stallo verso la fine del 2020.

Mentre l'andamento dei consumi è rimasto relativamente solido, la crescita della produzione industriale si è indebolita in novembre, con l'indice PMI per il settore dei servizi che permane al di sotto della soglia neutrale, segnalando una persistente debolezza. Anche se un nuovo pacchetto fiscale di un valore approssimativo del 3,5 per cento del PIL sosterrà l'attività nel breve termine, una terza ondata di contagi da COVID-19 sta rendendo necessaria l'adozione di nuove misure di chiusura che graveranno sulle prospettive di crescita.

Nel Regno Unito, nonostante gli effetti favorevoli del recente accordo commerciale sottoscritto con l'UE, lo slancio della crescita nel breve periodo resta debole.

Il 24 dicembre 2020 l'UE e il Regno Unito hanno annunciato di aver raggiunto un accordo sulle loro relazioni future, che non prevede barriere tariffarie o quote all'interscambio di beni. Tuttavia, le imprese sono sottoposte a ulteriori oneri

amministrativi e a procedure più lunghe alle frontiere a causa dei controlli doganali e regolamentari. Ciò riduce l'incertezza legata ai negoziati sulla Brexit, ma il peggioramento della situazione relativa alla pandemia e il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro continuano a pesare sulla fiducia dei consumatori e sulla relativa domanda. I dati e le indagini mensili ufficiali sul PIL del Regno Unito segnalano un calo della crescita in territorio negativo nel quarto trimestre del 2020. Inoltre, contestualmente all'emergere di una mutazione più contagiosa del virus l'andamento della pandemia ha registrato una recrudescenza in dicembre. Il governo ha adottato severe misure di chiusura a livello nazionale che resteranno in vigore almeno fino a metà febbraio e deprimeranno ulteriormente l'attività economica.

In Cina, invece, è proseguita una robusta ripresa. Nel quarto trimestre il PIL cinese è cresciuto del 2,6 per cento (sul trimestre precedente), aumento che porta al 2,3 per cento la crescita sui dodici mesi nel 2020. Tale andamento rende la Cina uno dei pochi paesi al mondo a registrare una crescita economica positiva nel 2020. I dati relativi al PIL nell'ultimo trimestre del 2020 indicano che lo slancio della ripresa si è esteso dagli investimenti ai consumi. I dati concernenti l'indice PMI indicano inoltre che il settore dei servizi si sta rafforzando, poiché in Cina la pandemia resta sostanzialmente sotto controllo, nonostante le misure di chiusura adottate da diversi comuni per far fronte ai nuovi casi.

2 Andamenti finanziari

Nel periodo in esame, compreso tra il 10 dicembre 2020 e il 20 gennaio 2021, il tasso Eonia (euro overnight index average) e il nuovo tasso di riferimento in euro a breve termine €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media a -47 e -56 punti base, rispettivamente¹. Nel medesimo periodo, la liquidità in eccesso è aumentata di circa 86 miliardi di euro, raggiungendo circa 3.537 miliardi, soprattutto per effetto dell'acquisto di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA), parzialmente compensati da fattori autonomi e da rimborsi volontari delle operazioni OMRLT-II. Durante il periodo in esame non sono state condotte operazioni OMRLT-III.

Nel contempo, la curva a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto e si è appiattita, annullando sostanzialmente gran parte della precedente inversione. Al momento la curva non indica solide aspettative di mercato circa un'imminente riduzione dei tassi². I tassi a termine dell'Eonia rimangono al di sotto dello zero per gli orizzonti temporali fino al 2028, in ragione del fatto che i mercati continuano a prevedere un prolungato periodo contraddistinto da tassi di interesse negativi.

Nell'area dell'euro i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono lievemente aumentati nel periodo di riferimento, pur rimanendo nel complesso su livelli molto bassi, mentre l'incremento registrato in altre giurisdizioni importanti è stato più significativo. Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di 5 punti base fino ad attestarsi a -0,19 per cento (cfr. il grafico 3), evidenziando una reazione moderata alla riunione di dicembre del Consiglio direttivo, all'Accordo sugli scambi e la cooperazione tra l'UE e il Regno Unito annunciato il 24 dicembre 2020, nonché alle notizie sulla pandemia. Il rendimento dei titoli di Stato decennali si è dimostrato maggiormente volatile sia nel Regno Unito che negli Stati Uniti, con un incremento di 10 e 17 punti base, rispettivamente. Ciò riflette principalmente una tendenza globale osservata dall'inizio di gennaio alla "rifiazione", trainata dalle aspettative di un rialzo dell'inflazione negli Stati Uniti.

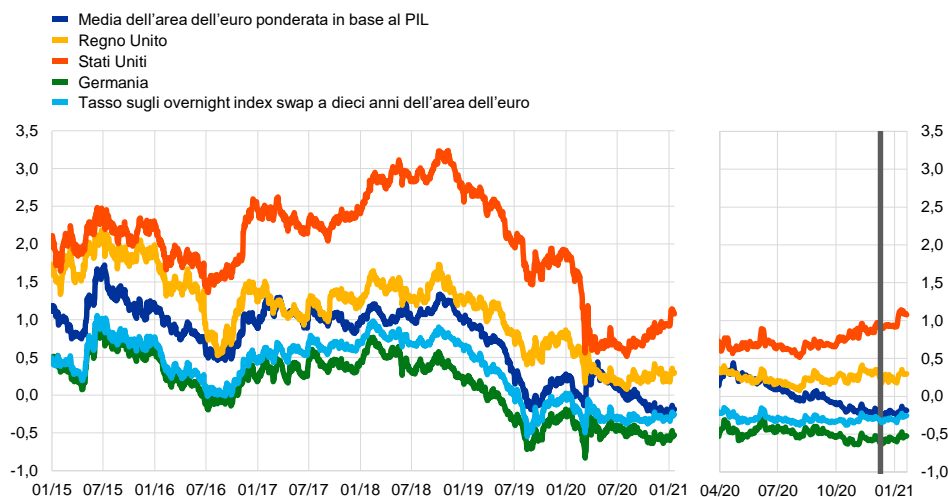
¹ La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; adesso viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro [Addio Eonia, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

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

Grafico 3

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 dicembre 2020). Il pannello di destra mostra in maggior dettaglio l'andamento osservato nei rendimenti dei titoli di Stato dal 1° aprile 2020. Le ultime osservazioni si riferiscono al 20 gennaio 2021.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio sono rimasti pressoché invariati. Alcuni paesi hanno visto i propri rendimenti dei titoli sovrani aumentare all'inizio di gennaio, sostanzialmente in parallelo ai tassi privi di rischio. In particolare, i differenziali sui titoli di Stato a dieci anni tedeschi, francesi, italiani, spagnoli e portoghesi hanno subito variazioni pari a 0, -3, -1, -2 e -2 punti base, raggiungendo rispettivamente -0,27, -0,05, 0,84, 0,33 e 0,29 punti percentuali. Il differenziale sul rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro (rispetto ai tassi privi di rischio corrispondenti) è quindi diminuito di 2 punti base, toccando 0,06 punti percentuali e rimanendo pertanto al di sotto del livello precedente la pandemia, risalente a febbraio 2020.

I corsi azionari sono aumentati su entrambe le sponde dell'Atlantico e negli Stati Uniti hanno superato quelli dell'area dell'euro, raggiungendo nuovi livelli record. Sia negli Stati Uniti che in Europa i corsi azionari hanno beneficiato di un miglioramento della propensione al rischio, trainato in parte dalla tendenza alla riflazione che si osserva a livello mondiale dall'inizio di gennaio. Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) sono aumentate del 4,3 per cento sopra i livelli osservati all'inizio del periodo in esame. Anche le quotazioni azionarie delle banche sono aumentate, sebbene di un più esiguo 1,1 per cento. Negli Stati Uniti le quotazioni delle SNF sono aumentate del 5,5 per cento – sostanzialmente in linea con le loro omologhe nell'area dell'euro – mentre i prezzi delle azioni bancarie sono aumentati considerevolmente, del 10,6 per cento.

I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili e in alcuni settori risultano leggermente al di sopra dei livelli precedenti la pandemia. I differenziali sulle obbligazioni investment grade delle SNF e sulle obbligazioni del settore finanziario rispetto al tasso privo di rischio sono rimasti stabili nel periodo in esame, attestandosi rispettivamente a 59 e 70

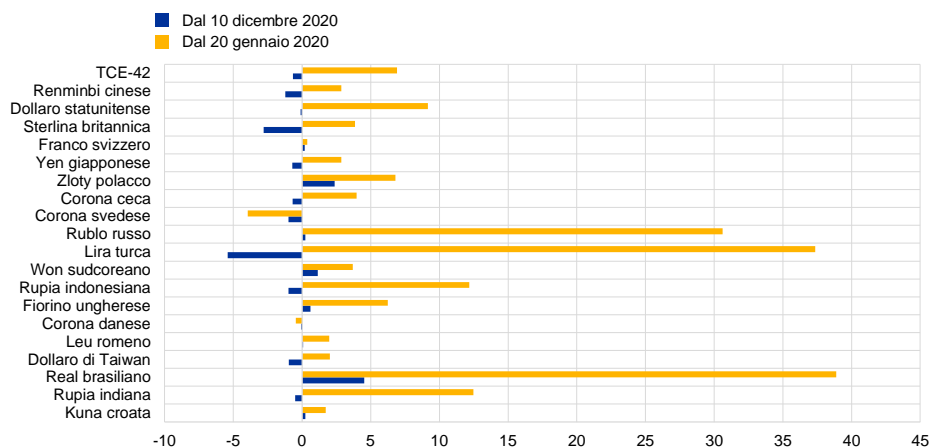
punti base al 20 gennaio 2021. Nel complesso, dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, le variazioni nei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono state solo di lieve entità; le condizioni attuali sembrano fondarsi fortemente sul sostegno offerto in questa fase dalle politiche monetarie e di bilancio.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 4). Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è deprezzato dello 0,7 per cento. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, si è registrato un deprezzamento dell'euro nei confronti della sterlina britannica (pari al 2,8 per cento), che riflette principalmente l'apprezzamento della sterlina a seguito della conclusione del processo legato alla Brexit e dell'annuncio dell'Accordo sugli scambi e la cooperazione tra l'UE e il Regno Unito. In un contesto in cui la percezione del rischio si sta stabilizzando a livello internazionale, l'euro si è leggermente apprezzato rispetto al franco svizzero (dello 0,2 per cento) e si è deprezzato moderatamente nei confronti dello yen giapponese (dello 0,7 per cento) e del dollaro statunitense (dello 0,1 per cento). Inoltre, l'euro si è indebolito nei confronti della lira turca (del 5,4 per cento) e del renminbi cinese (dell'1,2 per cento), rafforzandosi, invece, nei confronti del real brasiliano (del 4,5 per cento).

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: "TCE-42" è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle 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 20 gennaio 2021.

Dopo il brusco e profondo calo del prodotto dell'area dell'euro nel primo semestre del 2020, la crescita economica ha evidenziato un forte recupero nel terzo trimestre, ma potrebbe tornare in territorio negativo nel quarto.

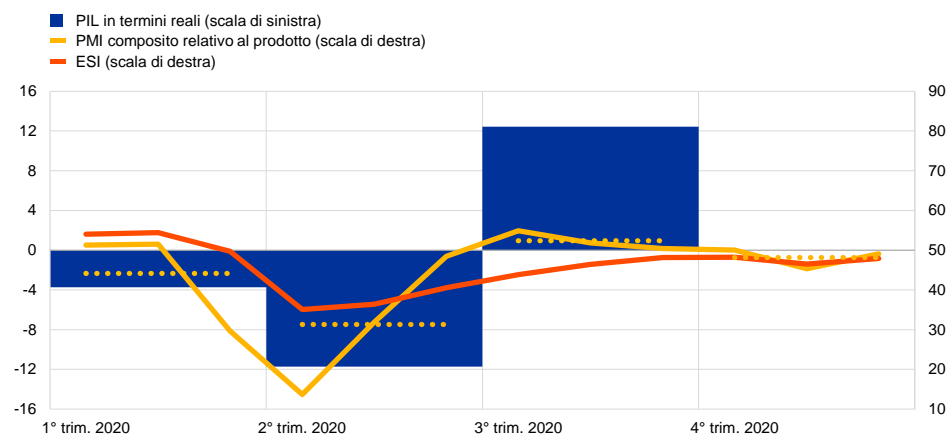
Nel terzo trimestre del 2020, l'attività economica è cresciuta del 12,4 per cento sul periodo precedente, dopo una contrazione dell'11,7 e del 3,7 per cento, rispettivamente, nel secondo e nel primo trimestre (cfr. il grafico 5).

La scomposizione della crescita nel terzo trimestre evidenzia una ripresa generalizzata del prodotto, caratterizzata da aumenti della domanda interna e dell'interscambio netto, che hanno apportato un contributo positivo pari, nel complesso, a 11,4 e 2,3 punti percentuali, rispettivamente. La variazione delle scorte, invece, ha contribuito negativamente per un totale di 1,2 punti percentuali. I dati di natura quantitativa, i risultati delle indagini e gli indicatori ad alta frequenza segnalano un nuovo calo del PIL nel quarto trimestre, sostanzialmente in linea con le aspettative, riflettendo l'intensificarsi delle misure di contenimento in risposta alla risalita dei tassi di contagio da COVID-19. Mentre nel settore dei servizi l'attività si è fortemente ridotta (anche se in misura minore rispetto a quanto avvenuto durante la prima ondata, nella primavera del 2020), in quello manifatturiero continua a mostrare una buona tenuta. Secondo le attese, i profili di crescita nell'area dell'euro dovrebbero rimanere disomogenei tra i diversi settori, con il comparto dei servizi che si rivela quello più duramente colpito dalla pandemia (in parte poiché più esposto alle misure di distanziamento sociale). Lo stesso vale tra i diversi paesi, la cui attività dipende dai tassi di contagio e dai provvedimenti per contenere la pandemia. In questo numero del Bollettino economico, il riquadro 3 esamina i fattori che determinano le differenze regionali nell'impatto economico del COVID-19 nelle quattro principali economie dell'area dell'euro, durante la fase iniziale della pandemia.

Grafico 5

PIL in termini reali, PMI composito ed ESI nell'area dell'euro

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del Purchasing Managers' Index (PMI). Le linee tratteggiate mostrano le medie trimestrali delle osservazioni mensili del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2020 per il PIL in termini reali e a dicembre 2020 per l'ESI e il PMI.

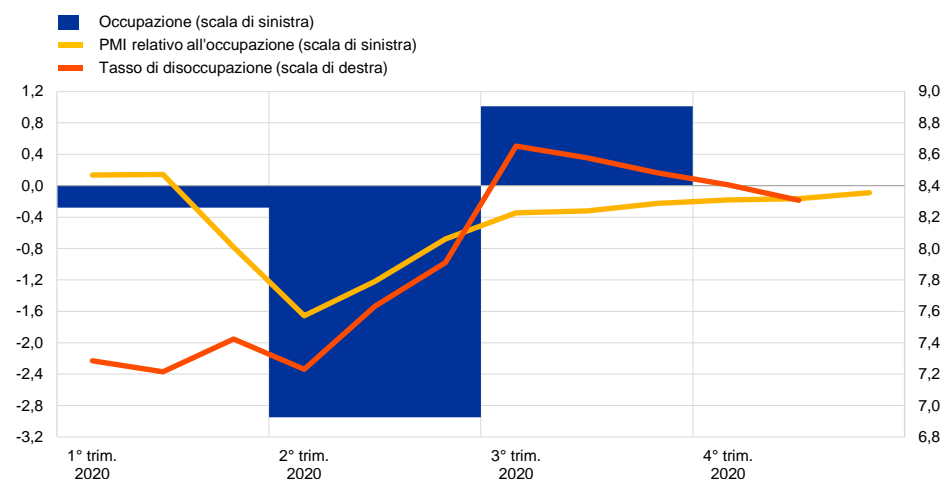
A novembre 2020 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso ulteriormente, anche grazie a un aumento del numero di lavoratori coperti dagli schemi che garantiscono il mantenimento del posto di lavoro.

Il tasso di disoccupazione è sceso all'8,3 per cento a novembre, dall'8,4 di ottobre e poco meno dell'8,7 di luglio (cfr. il grafico 6). Al tempo stesso, il valore registrato a novembre era ancora superiore di circa 1,1 punti percentuali rispetto a quello osservato a febbraio, prima dell'inizio della pandemia di COVID-19. Le misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro hanno continuato ad attenuare l'impatto sugli andamenti del mercato del lavoro, coprendo, secondo le stime, il 5,8 per cento delle forze di lavoro a novembre, in salita dal 5 per cento circa registrato a ottobre in risposta alle ultime misure di chiusura (lockdown)³. Nel terzo trimestre del 2020 l'occupazione è cresciuta dell'1,0 per cento, dopo un calo del 3,0 nel secondo trimestre. Nonostante tale miglioramento, tuttavia, il suo valore è risultato ancora inferiore del 2,2 per cento rispetto al quarto trimestre del 2019. Il totale delle ore lavorate è aumentato del 14,8 per cento nel terzo trimestre, dopo il calo del 13,6 registrato nel secondo trimestre, pur rimanendo del 4,6 per cento inferiore rispetto al quarto trimestre del 2019. I dati sull'occupazione e sulle ore lavorate nel quarto trimestre del 2020 non sono ancora disponibili.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

Prosegue il lieve miglioramento degli indicatori a breve termine del mercato del lavoro, che tuttavia continuano a segnalare una dinamica in diminuzione.

Il PMI mensile relativo all'occupazione a dicembre è aumentato in misura marginale, al 49,1 per cento (registrando l'ottavo aumento consecutivo), dal 48,3 di novembre e il 48,2 di ottobre (cfr. il grafico 6). Il PMI relativo all'occupazione ha segnato un significativo recupero dopo il minimo storico registrato ad aprile 2020. Il suo livello

³ Cfr. l'articolo *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

continua tuttavia a segnalare una contrazione dell'occupazione e può essere interpretato come una prima indicazione di prospettive di occupazione modeste nel prossimo futuro.

Dopo essere aumentata del 14 per cento circa nel terzo trimestre, la spesa per consumi si è indebolita nel quarto in seguito al rafforzamento delle misure di distanziamento sociale. A novembre il commercio al dettaglio ha registrato una contrazione del 6,1 per cento sul mese precedente, dopo un aumento dell'1,4 a ottobre. Al tempo stesso, il clima di fiducia dei consumatori è migliorato a dicembre. L'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è salito a -13,9, da -17,6 in novembre, principalmente grazie al miglioramento delle attese. Tuttavia, rispetto ai livelli precedenti la pandemia, la fiducia dei consumatori si conferma scarsa. Sebbene il reddito da lavoro sia stato fortemente colpito dalla crisi del COVID-19, i trasferimenti fiscali hanno assorbito la maggior parte dell'impatto sul reddito disponibile delle famiglie dell'area dell'euro. La ripresa dei consumi nel terzo trimestre del 2020 si è riflessa in un calo del tasso di risparmio delle famiglie, che in tale trimestre è sceso al 17,3 per cento, dal 24,6 nel secondo. In prospettiva, è probabile che nel breve termine il tasso di risparmio si mantenga al di sopra del livello precedente la pandemia, per ragioni sia precauzionali sia involontarie, prima di tornare gradualmente a normalizzarsi⁴.

Dopo la vigorosa espansione osservata nel terzo trimestre in seguito a una crescita robusta di macchinari e attrezzature, gli investimenti delle imprese sarebbero aumentati lievemente anche nel quarto trimestre. Tuttavia, la seconda ondata della pandemia pone rischi al ribasso sul loro andamento nei primi tre mesi del 2021. A novembre la produzione industriale dei beni di investimento è aumentata ulteriormente, con un valore medio che si è attestato, a ottobre e a novembre, su un livello superiore del 6,6 per cento a quello osservato nel terzo trimestre. Il grado di utilizzo della capacità produttiva è salito al 76 per cento, dal 72 del terzo trimestre, rimanendo tuttavia inferiore di 5 punti percentuali rispetto al suo valore precedente la pandemia. Nel contempo, gli indicatori sul settore dei beni di investimento ricavati dalle indagini (come l'indicatore della fiducia del settore industriale della Commissione europea e il PMI corrispondente) hanno evidenziato una tendenza al miglioramento nel quarto trimestre rispetto al periodo precedente. Nel terzo trimestre si è inoltre registrato un miglioramento dei bilanci delle imprese, con i dati di contabilità nazionale che segnalano un recupero dei margini operativi lordi del 12 per cento, dopo un calo cumulato di oltre il 14 per cento nella prima metà dell'anno. I nuovi prestiti alle società non finanziarie hanno subito una lieve contrazione nel terzo trimestre, dopo il forte incremento registrato nella prima metà dell'anno con l'obiettivo di assicurare le principali funzionalità operative delle imprese, per poi rimanere sostanzialmente stabili a ottobre e a novembre. Tuttavia, l'ulteriore intensificarsi della pandemia pone rischi al ribasso per gli investimenti nel primo trimestre del 2021.

Gli investimenti nel settore immobiliare (misurati dagli investimenti residenziali reali) hanno registrato una forte ripresa nel terzo trimestre,

⁴ Cfr. anche il riquadro *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

umentando del 12,3 per cento sul periodo precedente, dopo un calo cumulato del 14,3 nella prima metà del 2020, mentre nel breve termine dovrebbero mantenersi modesti. Tale ripresa è stata particolarmente vigorosa nei grandi paesi dell'area dell'euro che hanno risentito maggiormente delle misure di lockdown durante la prima ondata della pandemia, come Italia, Francia e Spagna, dove si sono registrati aumenti significativi, rispettivamente del 45,0, del 30,6 e del 15,7 per cento. Nel contempo, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale in Germania sono diminuiti del 2,0 per cento nel terzo trimestre. Tendenzialmente, l'attività è stata complessivamente trainata dalle imprese che hanno recuperato i numerosi arretrati nei loro piani edilizi, grazie alla riapertura dei cantieri e all'avvio di nuovi progetti. Tuttavia, le prospettive a breve termine per gli investimenti nell'edilizia residenziale rimangono modeste, con lo smaltimento degli ordini arretrati e il calo di nuove attività in seguito all'aumento delle restrizioni mirate a contenere la diffusione del virus. Di fatto, il PMI dell'area dell'euro relativo all'attività nel settore delle costruzioni si è mantenuto al di sotto della soglia di espansione nel quarto trimestre, evidenziando, in media, un ulteriore calo in termini congiunturali. Nel frattempo, la produzione edile è aumentata dell'1,4 per cento a novembre rispetto al mese precedente, implicando un rallentamento complessivo nella media del quarto trimestre e suggerendo una tendenza analoga per gli investimenti nell'edilizia immobiliare. In prospettiva, nonostante alcuni lievi miglioramenti nel quarto trimestre del 2020, le aspettative delle imprese continuano a segnalare una dinamica debole nel breve periodo.

Dopo il recupero degli scambi nell'area dell'euro osservato nel terzo trimestre, la crescita del commercio ha rallentato. I dati di novembre sull'interscambio nominale di beni confermano che la crescita degli scambi all'esterno e all'interno dell'area dell'euro ha rallentato da settembre, ma prosegue il recupero dei livelli precedenti la pandemia, con tassi di crescita maggiori rispetto a quelli osservati nei due anni antecedenti il febbraio 2020 (con le importazioni e le esportazioni al di fuori dell'area dell'euro inferiori di circa il 4,5 per cento rispetto ai livelli precedenti la pandemia e gli scambi all'interno dell'area inferiori del 3,2 per cento circa). Le importazioni e le esportazioni dell'area dell'euro sono aumentate in tutte le sottocategorie da aprile 2020, in particolare le esportazioni verso il Regno Unito (in parte a seguito dell'accumulo di scorte, da parte di quest'ultimo paese, prima della Brexit) e quelle verso la Cina. I beni di consumo (soprattutto automobili e carburante) hanno registrato una robusta espansione, sostenuta dalla forte domanda cinese di beni tedeschi. Al contrario, la debolezza degli investimenti privati ha frenato gli scambi di beni di investimento e continuerà a pesare sull'attività fino a quando non verrà meno l'incertezza circa la distribuzione dei vaccini e l'evoluzione della pandemia. Il commercio dei beni intermedi (che resta contenuto), è stato colpito in misura minore rispetto a quello dei beni di investimento, e rappresenta la maggior parte dei flussi totali (in particolare per gli scambi all'interno dell'area dell'euro). Gli indicatori anticipatori segnalano ulteriori miglioramenti alla fine dell'anno, tra cui il recupero degli scambi di servizi (ancora molto contenuti). Il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero per il settore dei servizi suggerisce che la situazione sia lievemente migliorata a dicembre con l'inizio della stagione delle vacanze invernali.

Gli indicatori economici (in particolare i risultati delle indagini) segnalano che la produzione potrebbe subire una contrazione nel quarto trimestre del 2020, per effetto del rafforzamento delle misure di contenimento. In novembre la produzione industriale, al netto delle costruzioni, è aumentata del 2,5 per cento sul mese precedente, comportando un livello medio di produzione nei primi due mesi del quarto trimestre superiore del 3,8 per cento rispetto alla media del terzo. Tuttavia, come si evince dalle informazioni più recenti ricavate dalle indagini, il PMI composito è sceso a 48,1 nel quarto trimestre, in calo da 52,4 nel terzo trimestre, segnalando così una contrazione della produzione. Tale diminuzione è interamente spiegata dagli andamenti nel settore dei servizi, mentre quello manifatturiero ha mostrato un lieve miglioramento. Ciò non sorprende e riflette una maggiore esposizione dei servizi alle misure di distanziamento sociale. Mentre la crescita sarà debole, e molto probabilmente negativa, nel quarto trimestre, come suggerito dagli indicatori ad alta frequenza, il settore industriale, che ha mostrato una maggiore tenuta, segnala alcuni rischi al rialzo per la crescita.

In prospettiva, la distribuzione dei vaccini, iniziata a fine dicembre, induce una maggiore fiducia nella risoluzione della crisi sanitaria. Nondimeno, occorrerà del tempo prima che si raggiunga l'immunità diffusa e non si possono escludere ulteriori sviluppi avversi della pandemia. Mentre l'incertezza relativa al COVID-19 verosimilmente frenerà la risalita del mercato del lavoro e graverà su consumi e investimenti, la ripresa economica nell'area dell'euro dovrebbe essere sorretta dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e da una ripresa della domanda a seguito della revoca delle misure di contenimento e della minore incertezza. Nell'ultima indagine dei **previsori professionali (Survey of Professional Forecasters)** della BCE (condotta agli inizi di gennaio) le previsioni di crescita del PIL sono state riviste al ribasso per il 2021 e al rialzo per il 2022, rispetto alla precedente edizione, condotta in ottobre. I previsori anticipano una diminuzione del PIL del 2,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2020, seguita da una stagnazione nel primo trimestre del 2021. Questo quadro è lievemente più pessimistico rispetto alle prospettive a breve termine derivanti dalle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedevano un calo del 2,2 per cento nel quarto trimestre, seguito da un aumento dello 0,6 per cento nel primo trimestre del 2021. Tale revisione è coerente con un maggiore pessimismo sulle prospettive a breve termine causato dall'intensificarsi delle misure di contenimento, unitamente ad attese più ottimistiche nel medio termine, sostenute da un avvio sicuro e riuscito del processo di vaccinazione.

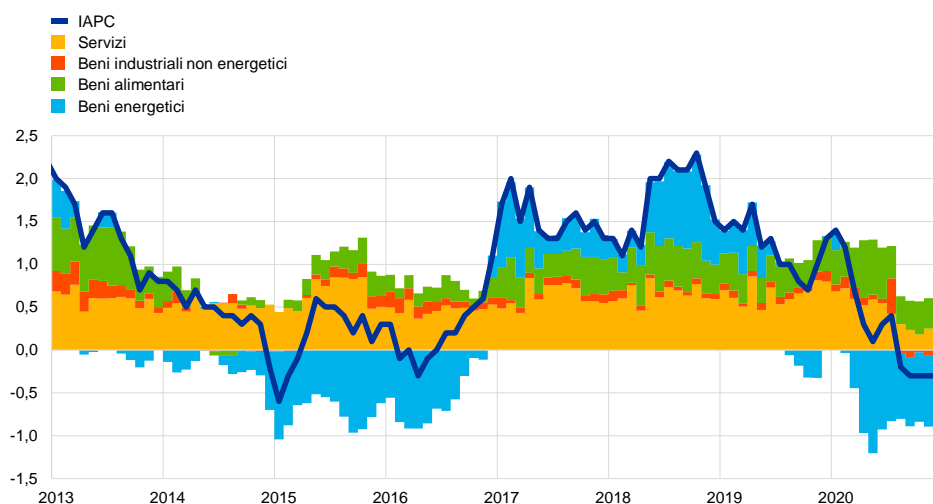
4 Prezzi e costi

A dicembre 2020 l'inflazione complessiva è rimasta invariata per il quarto mese consecutivo a -0,3 per cento. Il tasso di inflazione invariato a -0,3 per cento a dicembre cela variazioni delle componenti principali: mentre l'inflazione dei beni energetici e dei servizi è aumentata, quella dei beni alimentari e di quelli industriali non energetici è diminuita (cfr. il grafico 7). Nonostante il recente aumento, l'inflazione dei beni energetici è rimasta in territorio fortemente negativo a -6,9 per cento, il che rappresenta un notevole freno all'inflazione misurata sullo IAPC. La maggior parte dei sottoindici dello IAPC a dicembre è stata considerata attendibile dall'Eurostat, sebbene la percentuale delle imputazioni dei prezzi sia nuovamente aumentata a causa di nuove misure di contenimento e di chiusura.

Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

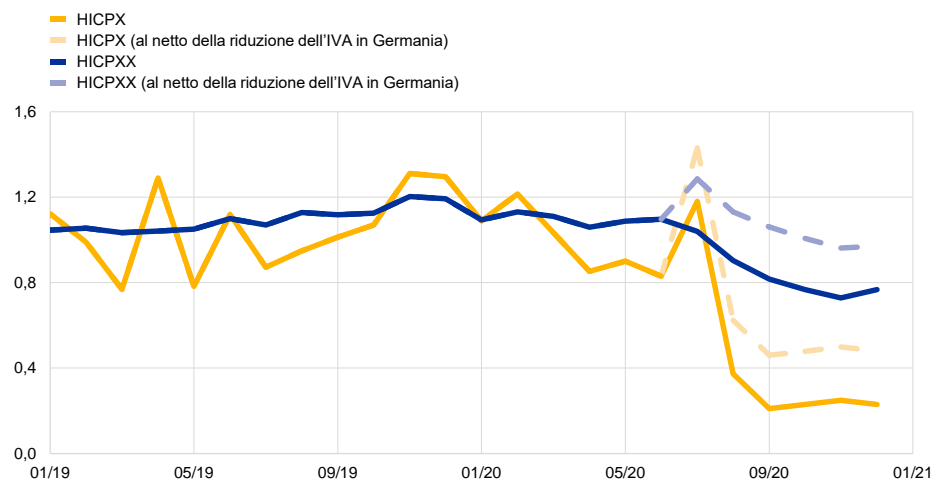
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2020. I tassi di crescita relativi al 2015 evidenziano una distorsione al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti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

Le misure dell'inflazione di fondo sono rimaste sostanzialmente invariate a livelli bassi. A dicembre, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è rimasta invariata per il quarto mese consecutivo al minimo storico dello 0,2 per cento. Il tasso di inflazione invariato cela un calo della componente relativa ai beni industriali non energetici a -0,5 per cento a dicembre, da -0,3 per cento di novembre, e un leggero aumento dell'inflazione dei servizi a 0,7 per cento, da 0,6 per cento nello stesso periodo. Il calo dell'inflazione dei beni industriali non energetici è riconducibile principalmente alla componente relativa ad abbigliamento e calzature, mentre l'aumento dell'inflazione dei servizi è stato in gran parte dovuto ad una modesta inversione dei sostanziosi cali dell'inflazione dei servizi di viaggio (cfr. il riquadro 6). Altre misure dell'inflazione di fondo sono rimaste sostanzialmente stabili su livelli bassi a dicembre. Tali bassi livelli hanno inoltre

continuato a riflettere la riduzione temporanea delle aliquote IVA in Germania durante la seconda metà del 2020 (cfr. il grafico 8).

Grafico 8 Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate sulle stime contenute in "Impact of the temporary reduction in VAT on consumer prices", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, novembre 2020.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2020. HICPXX indica lo IACP al netto delle componenti energetiche, alimentari e relative a viaggi, abbigliamento e calzature.

Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica sono aumentate negli stadi iniziali della catena di approvvigionamento, pur partendo da livelli generalmente bassi. L'inflazione sui prezzi alla produzione interni per i beni di consumo non alimentari era pari a 0,7 per cento a novembre, invariata rispetto al mese precedente, e ha continuato a oscillare lievemente al di sopra della sua media di lungo termine, mentre l'inflazione dei prezzi delle importazioni per i beni di consumo non alimentari è rimasta negativa, in parte a causa del passato apprezzamento dell'euro, seppur in lieve aumento a -1,1 per cento a novembre rispetto a -1,2 per cento di ottobre. Nelle prime fasi di produzione, l'inflazione per i beni intermedi è aumentata notevolmente a novembre: l'inflazione sui prezzi alla produzione interni è salita a -0,6 per cento, da -1,3 per cento del mese precedente, mentre l'inflazione dei prezzi delle importazioni è aumentata a -1,6 per cento da -2,4 per cento nello stesso periodo. Ciò può in parte riflettere un certo allentamento delle pressioni al ribasso esercitate dal tasso di cambio effettivo dell'euro e dai prezzi del petrolio e un ulteriore rafforzamento delle pressioni al rialzo provenienti dai prezzi di altre materie prime.

L'inflazione sui prezzi degli output, misurata in termini di deflatore del PIL, è diminuita nel terzo trimestre del 2020. Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è sceso a 1,1 per cento nel terzo trimestre del 2020, da 2,4 per cento del trimestre precedente. Ciò ha riflettuto principalmente l'impatto di un forte calo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto mentre una crescita della produttività meno negativa, che è stata sostenuta da una forte ripresa della crescita del PIL, ha compensato un rafforzamento della crescita del reddito per

occupato⁵. Un minore ricorso a regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, alla luce della ripresa dell'attività economica, non solo ha sostenuto la crescita del reddito per occupato ma, attraverso minori sussidi, ha comportato anche una diminuzione del contributo negativo derivante dalle imposte indirette nette al deflatore del PIL. Al tempo stesso, di riflesso alla ripresa dell'attività economica, i margini di profitto sono aumentati rispetto al trimestre precedente, anche se il loro contributo è stato ancora negativo.

Gli indicatori delle aspettative di inflazione da medio a più lungo termine ricavati dai mercati nell'area dell'euro sono aumentati, pur rimanendo a livelli ancora molto contenuti, mentre gli indicatori di tali aspettative desunti dalle indagini si sono mantenuti sostanzialmente stabili su livelli bassi

(cfr. il grafico 9). La fluttuazione dei mercati dell'inflazione è rimasta limitata, con un aumento a metà gennaio. Dalla riunione del Consiglio direttivo del 10 dicembre, l'indicatore più importante delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sul mercato, il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione (SII) su un orizzonte quinquennale, è aumentato di 6 punti base, fino a 1,32 per cento, lievemente al di sopra del suo livello antecedente la pandemia (1,25 per cento). Tuttavia, gli attuali livelli dei tassi SII a più lungo termine continuano a mantenersi molto bassi e non suggeriscono un ritorno dell'inflazione all'obiettivo della BCE nel prossimo futuro. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine basati sulle indagini si sono mantenuti invariati o sono lievemente aumentati, ma sono rimasti a livelli bassi. In base all'indagine presso i previsori professionali della BCE (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al primo trimestre del 2021, condotta all'inizio di gennaio 2021, le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste invariate a 1,7 per cento. Anche le aspettative di inflazione a più lungo termine misurate da Consensus Economics a gennaio erano di 1,7 per cento, in lieve aumento rispetto a 1,6 per cento della precedente indagine di ottobre.

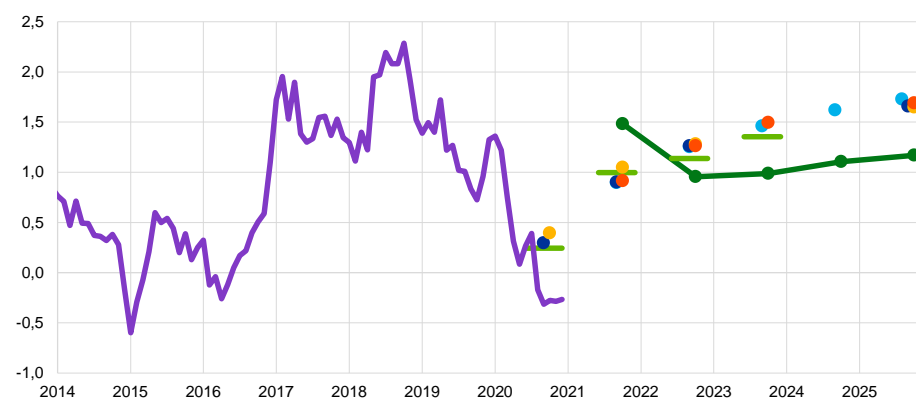
⁵ Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

Grafico 9

Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dai mercati e dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- SPF 1° trim. 2021
- SPF 4° trim. 2020
- SPF 3° trim. 2020
- Previsioni di Consensus Economics (15 gennaio 2021)
- Indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dal mercato (gennaio 2021)
- Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2020)
- IAPC



Fonti: indagine presso i previsori professionali della BCE (Survey of Professional Forecasters, SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro (dicembre 2020) e Consensus Economics (15 gennaio 2021).

Note: l'indagine SPF relativa al primo trimestre del 2021 è stata condotta tra il 7 e l'11 gennaio 2021. La curva delle aspettative di inflazione ricavata dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 19 gennaio 2021.

A novembre 2020 la crescita dell'aggregato monetario ampio è aumentata ulteriormente.

A novembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito all'11,0 per cento, dal 10,5 per cento di ottobre (cfr. il grafico 10). Mentre la crisi legata al coronavirus (COVID-19) ha innescato un'eccezionale preferenza per la liquidità, la crescita vigorosa dell'aggregato ampio riflette, in larga parte, le consistenti misure di sostegno adottate dalla BCE e dalle autorità di vigilanza, nonché dai governi nazionali, per assicurare che all'economia sia fornita liquidità sufficiente per far fronte alle conseguenze economiche e alle incertezze derivanti dalla crisi. A novembre, un ulteriore contributo è stato fornito dall'aumento netto della spesa da parte dei governi a valere sui depositi accumulati nei mesi precedenti, in quanto tali depositi non rientrano in M3. Il loro uso ha riflesso l'inasprimento delle restrizioni legate al COVID-19 e la riattivazione delle misure di sostegno di bilancio in un mese in cui si è registrato un indebitamento netto sostanzialmente pari a zero da parte dei governi. La crescita di M3 è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. A novembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito al 14,5 per cento, dal 13,8 per cento di ottobre. Tale andamento è ascrivibile soprattutto al forte aumento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista detenuti da imprese e famiglie, determinato principalmente da una forte preferenza per le attività liquide. Altri depositi a breve termine e strumenti negoziabili hanno continuato a fornire un modesto contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, rispecchiando il basso livello dei tassi di interesse e il comportamento degli investitori, orientato alla ricerca di rendimento.

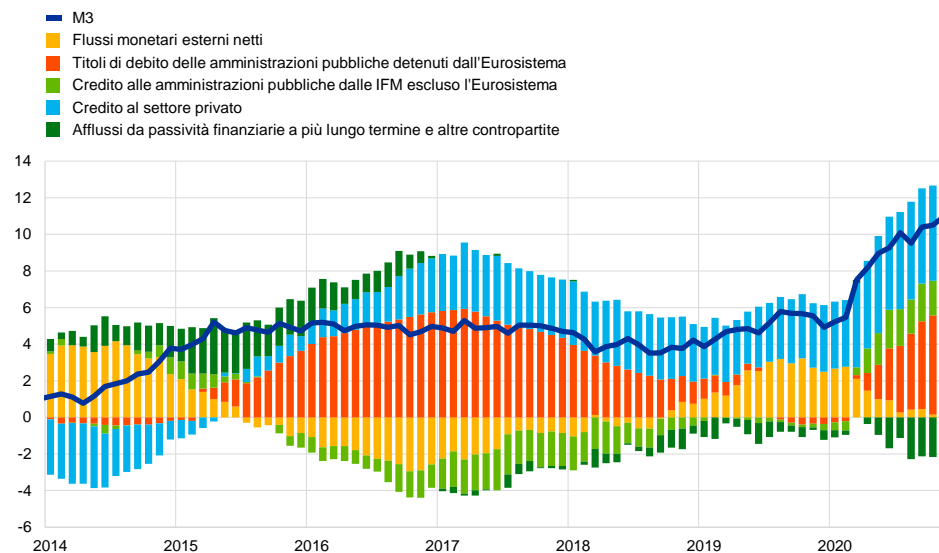
Il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta.

A novembre 2020 gli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) della BCE hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 10). Il credito al settore privato ha registrato una lieve perdita di slancio, ma ha continuato ad apportare il secondo maggior contributo alla crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 10). Un ulteriore sostegno alla crescita di M3 è stato fornito dal credito concesso alle amministrazioni pubbliche dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) escluso l'Eurosistema (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi nel grafico 10), sebbene recentemente i rispettivi flussi si siano ridotti. Come nei mesi precedenti, a novembre il contributo dei flussi monetari esterni netti sui dodici mesi è rimasto trascurabile (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 10), mentre le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno frenato la crescita dell'aggregato monetario ampio. Ciò è riconducibile agli andamenti di altre contropartite (in particolare le operazioni pronti contro termine), mentre le favorevoli condizioni delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno continuato a sostenere la sostituzione del finanziamento bancario, determinando rimborsi netti di obbligazioni bancarie a lungo termine.

Grafico 10

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. 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. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2020.

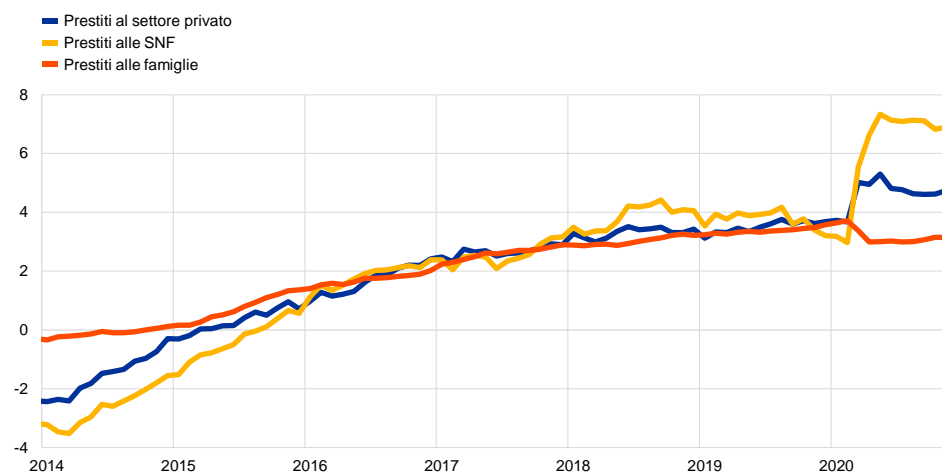
A novembre 2020 la crescita dei prestiti al settore privato si è mantenuta

stabile. A novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato si è attestato al 4,7 per cento, sostanzialmente invariato da giugno (cfr. il grafico 11). È proseguita la dinamica di sostanziale stabilità dei prestiti alle famiglie e ridimensionamento dei prestiti alle imprese, determinatasi a partire dalla fine dell'estate. Questa evoluzione è dovuta alla natura specifica della crisi causata dal COVID-19, che ha portato a un crollo dei flussi di cassa delle imprese e le ha costrette ad accrescere significativamente il ricorso al finanziamento esterno durante la prima fase della crisi. A novembre i prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono rimasti sostanzialmente invariati al 6,9 per cento, mentre è proseguita la moderazione dei flussi mensili dei prestiti alle SNF. A partire dall'estate, il più moderato ricorso ai prestiti bancari da parte delle imprese ha coinciso con un minore utilizzo delle garanzie statali, il che potrebbe indicare un calo del fabbisogno di liquidità di emergenza da parte delle imprese. A novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è mantenuto pressoché invariato al 3,1 per cento, dal 3,2 per cento registrato a ottobre. Il credito ipotecario ha continuato a trainare l'indebitamento delle famiglie, mentre a novembre la crescita del credito al consumo si è indebolita, in linea con l'inasprimento delle restrizioni legate al COVID-19.

Grafico 11

Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2021 mostra che l'irrigidimento dei criteri di concessione del credito a imprese e famiglie è proseguito nel quarto trimestre del 2020, con il rinnovo delle restrizioni imposte in relazione alla pandemia (cfr. il grafico 12).

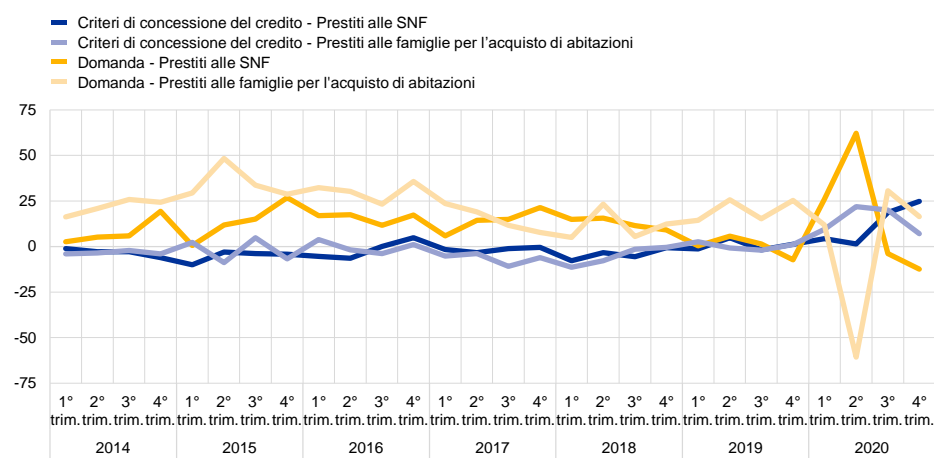
Nel quarto trimestre 2020 i criteri di concessione del credito alle imprese hanno registrato un inasprimento, determinato principalmente da un aumento del rischio percepito (legato al peggioramento delle prospettive macroeconomiche e della situazione specifica delle imprese). Per il quarto trimestre del 2021 le banche si attendono un ulteriore irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese. Nel quarto trimestre del 2020 i criteri per la concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo hanno continuato a inasprirsi, sebbene a un ritmo più lento rispetto ai precedenti trimestri dell'anno. Nel quarto trimestre 2020 la domanda di prestiti o l'utilizzo di linee di credito da parte delle imprese sono diminuiti, dopo il costante incremento netto della domanda di prestiti per scorte e capitale circolante nei trimestri precedenti, che rifletteva l'accumulo di riserve precauzionali di liquidità. Per contro, nel quarto trimestre è aumentata la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni, sostenuta dal basso livello generale dei tassi di interesse e, in misura minore, da prospettive più favorevoli per il mercato dell'edilizia residenziale, mentre è diminuita la domanda netta di credito al consumo. Nel primo trimestre del 2021 le banche si attendono un ulteriore, moderato irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito alle famiglie e un lieve calo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Le banche hanno inoltre sottolineato l'importanza delle garanzie statali legate al COVID-19 nel sostenere i criteri di concessione del credito da parte delle banche e i termini e le condizioni per i prestiti alle imprese – sia PMI che grandi aziende – nel 2020. Nel quarto trimestre del 2020 l'accesso al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso da parte delle banche è complessivamente migliorato. Le banche dell'area dell'euro hanno inoltre indicato che il loro accesso al finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito e alla

cartolarizzazione ha continuato a migliorare nel quarto trimestre del 2020. Nel contempo, esse hanno segnalato un costante rafforzamento delle proprie posizioni patrimoniali, in un contesto caratterizzato, nella seconda metà del 2020, da interventi di regolamentazione e di vigilanza, nonché un inasprimento netto dei propri criteri di concessione di prestiti alle imprese e per il credito al consumo, per effetto della quota di crediti deteriorati.

Grafico 12

Variazioni dei criteri di concessione del credito e della domanda netta di prestiti (o linee di credito) a imprese e famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuale netta di banche che hanno dichiarato un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito o un aumento della domanda di prestiti)



Fonte: BCE (indagine sul credito bancario nell'area dell'euro)

Note: per quanto riguarda i quesiti posti nell'indagine sul credito bancario circa i criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno dichiarato un "notevole irrigidimento" o un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno dichiarato un "lieve allentamento" o un "considerevole allentamento". Per quanto riguarda i quesiti posti nell'indagine circa la domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno dichiarato un "notevole aumento" o un "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno dichiarato una "lieve diminuzione" o una "notevole diminuzione". L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2020.

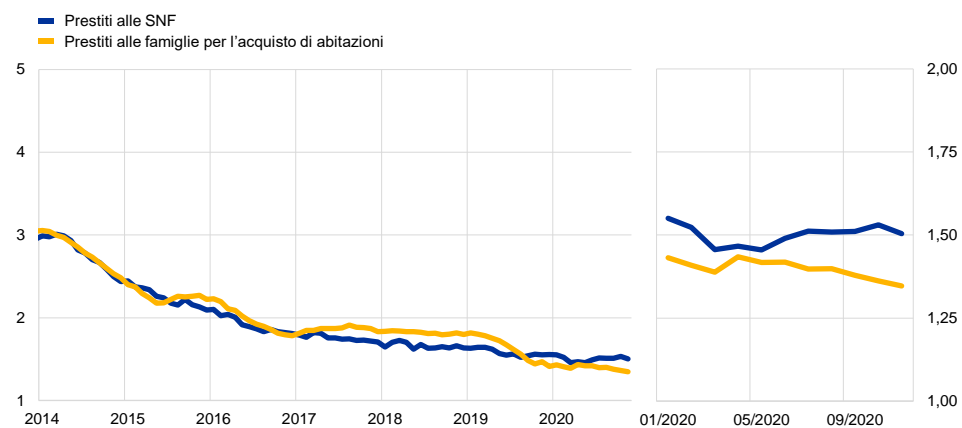
I tassi favorevoli sui prestiti hanno continuato a sostenere la crescita

economica dell'area dell'euro. I tassi sui prestiti si sono stabilizzati ai minimi storici, riflettendo l'impatto costante delle misure adottate dalla BCE, dalle autorità di vigilanza e dai governi per sostenere le condizioni di offerta del credito. A novembre 2020 i tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, rispettivamente all'1,50 e all'1,35 per cento (cfr. il grafico 13). Tale andamento è stato comune tra i paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il differenziale fra i tassi sui prestiti bancari di importo molto contenuto e i tassi sui prestiti di importo elevato si è stabilizzato su livelli inferiori a quelli osservati prima dell'inizio della pandemia. Al tempo stesso, il forte impatto economico della conseguente crisi sui proventi delle imprese, sulle prospettive di occupazione delle famiglie e sul merito di credito complessivo dei prenditori, come mostra l'indagine sul credito bancario, potrebbe esercitare una pressione al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari. Pertanto, il sostegno delle politiche - in particolare l'espansione del PEPP e la ricalibrazione delle OMRLT III adottata a dicembre 2020 - contribuirà ad attenuare le pressioni al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari in un contesto economico caratterizzato da difficoltà e incertezza.

Grafico 13

Tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2020.

Riquadri

1 Vincoli determinati dalla pandemia e inflazione nelle economie avanzate

a cura di Alina Bobasu, Luigi Crucil, Alistair Dieppe e Marcel Tirpák

Nel primo semestre del 2020 la pandemia di coronavirus (COVID-19) ha esercitato un impatto grave e straordinario sull'economia mondiale.

Nelle economie avanzate l'attività è stata duramente colpita e, sulla scorta di tali andamenti, l'inflazione al consumo ha registrato una flessione. La pandemia ha gravato non solo sull'inflazione complessiva, ma anche sulle misure dell'inflazione di fondo, come l'inflazione al consumo al netto dei beni alimentari ed energetici, che è diminuita durante le prime chiusure generalizzate (lockdown) segnando una graduale ripresa nel periodo successivo. Tale andamento è stato determinato dalla concomitanza di due principali forze innescate dalla crisi: la debolezza della domanda e i vincoli dal lato dell'offerta. Insieme a un'analisi strutturale basata su modelli di autoregressione vettoriale bayesiani (Bayesian Vector Autoregression, BVAR), il presente riquadro utilizza dati granulari sulla spesa per consumi e sui prezzi per studiarne l'impatto relativo sull'inflazione nelle principali economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro⁶.

Comprendere l'impatto relativo degli shock dal lato della domanda e dell'offerta durante la pandemia è fondamentale per valutare le prospettive di inflazione.

Poiché la crisi si è propagata attraverso molti canali dell'economia, la letteratura sinora prodotta non ha ancora elaborato una teoria concorde sul contributo relativo fornito dagli shock della domanda e dell'offerta⁷. I lockdown e le misure a tutela della salute pubblica riducono l'attività economica, impedendo alle imprese e alle famiglie di produrre e spendere nei modi consueti. Ciò comporta differenti interruzioni delle reti di produzione nei vari paesi e settori.

I dati ricavati dalle indagini evidenziano la drastica riduzione subita nel secondo trimestre dal prodotto e dai prezzi a livello settoriale, in un contesto caratterizzato da rigide misure di contenimento. I lockdown e le restrizioni alla mobilità sono stati ulteriormente inaspriti con il dilagare della pandemia, alimentando l'incertezza di imprese e consumatori. Per effetto di tale shock negativo sull'offerta di

⁶ Per l'analisi relativa all'area dell'euro e ai suoi paesi, cfr. *Il ruolo dei fattori di domanda e offerta nell'inflazione misurata sullo IAPC durante la pandemia di COVID-19: una prospettiva disaggregata* in questo numero del Bollettino.

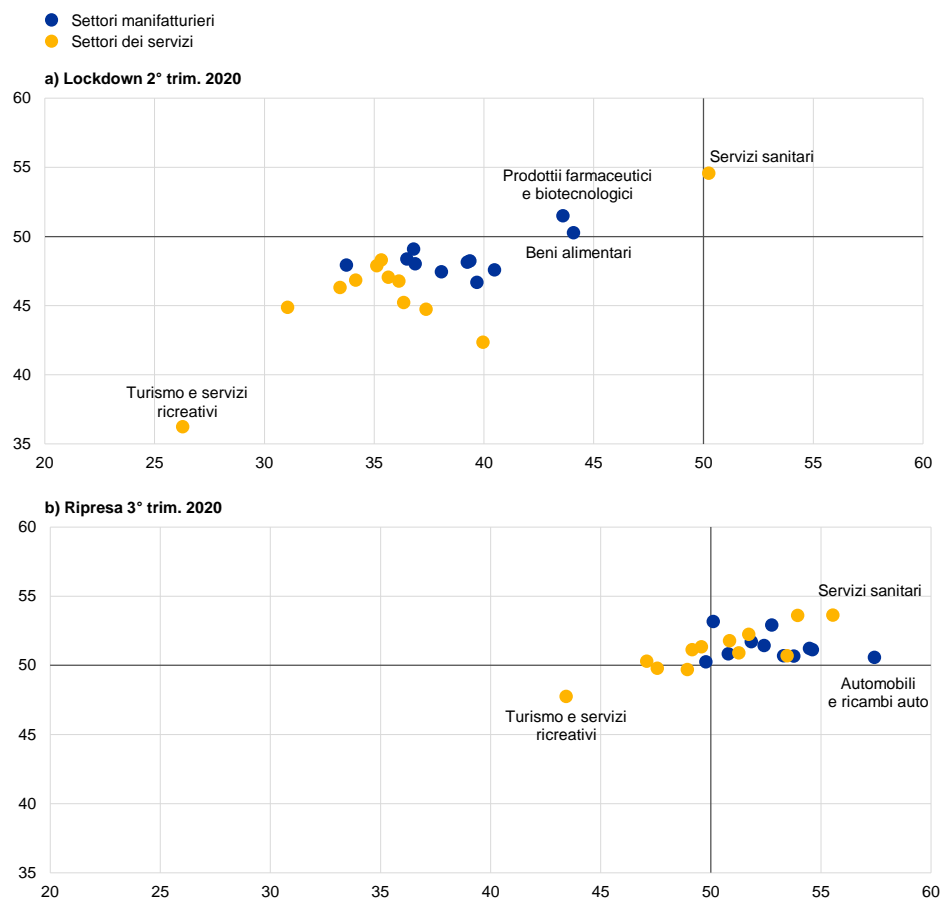
⁷ Secondo alcuni lavori di ricerca, nel primo trimestre del 2020 hanno prevalso gli shock dal lato della domanda aggregata, mentre gli shock dal lato dell'offerta aggregata hanno caratterizzato il secondo trimestre dell'anno (cfr. Bekaert, G., Engstrom E. ed Ermolov A., "Aggregate Demand and Aggregate Supply Effects of COVID-19: A Real-time Analysis", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 2020-049, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020). Per contro, altre analisi (cfr. Baqaee, D. e Farhi, E., "Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 crisis", *CEPR Discussion Papers*, n. 14743, Centre for Economic Policy Research, 2020) hanno utilizzato un modello settoriale per dimostrare che sia gli shock stagflazionistici settoriali dal lato dell'offerta sia gli shock deflazionistici dal lato della domanda sono necessari per spiegare il forte calo del prodotto e la moderata risposta dell'inflazione osservati negli Stati Uniti durante il primo lockdown.

lavoro, le imprese non sono state in grado di soddisfare la domanda esistente. L'attività nei settori dei servizi ad alta intensità di contatti, come il turismo e le attività ricreative, è diminuita in misura particolarmente drastica, così come la domanda di servizi di trasporto (cfr. il pannello a) del grafico A). I servizi sanitari sono stati l'unico settore in cui il livello del prodotto è rimasto sostanzialmente invariato, mentre i beni alimentari, farmaceutici e biotecnologici hanno registrato un aumento dei prezzi nonostante il calo della produzione. Nel terzo trimestre, quando erano in vigore misure di contenimento meno rigorose, prodotto e prezzi hanno segnato una ripresa nella maggior parte dei settori dell'economia, con la significativa eccezione del turismo e dei servizi ricreativi, nei quali l'impatto della pandemia ha continuato a manifestarsi (cfr. il pannello b) del grafico A).

Grafico A

Prodotto e prezzi settoriali a livello mondiale: una prospettiva basata sui dati delle indagini

(asse delle ascisse: prodotto; asse delle ordinate: prezzi alla produzione; PMI, indici di diffusione, medie trimestrali)



Fonte: IHS Markit (mediante Haver Analytics).

Note: indagini relative all'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per il prodotto settoriale e per i prezzi alla produzione a livello mondiale. Valori superiori (inferiori) a 50 indicano un aumento (calo) della produzione settoriale e dei prezzi alla produzione a livello mondiale. I grafici riportano 11 settori manifatturieri e 12 settori dei servizi.

Alle componenti del paniere dei consumi che sono sensibili alla domanda è riconducibile un'ampia parte del calo dell'inflazione di fondo durante i primi

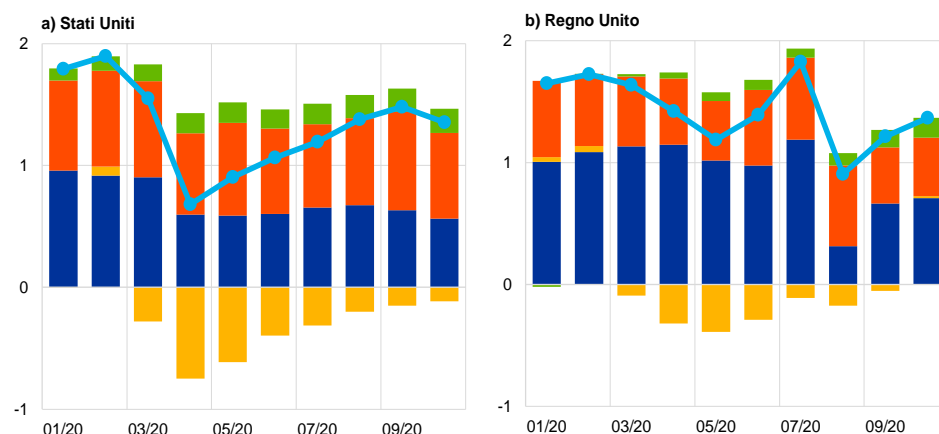
lockdown. Seguendo l'analisi di Shapiro⁸, viene esaminata la sensibilità delle componenti del paniere dei consumi alle turbative causate dalla pandemia⁹. Negli Stati Uniti oltre il 60 per cento della spesa per consumi personali mostra un certo grado di sensibilità, mentre la corrispondente quota relativa al Regno Unito è pari a circa il 40 per cento. Nel caso di entrambi i paesi, alle componenti sensibili alla domanda è legata una quota considerevole del calo iniziale dell'inflazione al consumo durante i primi lockdown, nonché il suo graduale aumento osservato nel terzo trimestre (cfr. il grafico B). Guardando al futuro, le prospettive di inflazione restano soggette a forti incertezze. Ad esempio, il disaccordo tra i consumatori intervistati dalla Federal Reserve Bank di New York sul livello atteso di inflazione a un anno negli Stati Uniti, misurato dallo scarto interquartile delle loro risposte, ha subito un notevole incremento dall'inizio della pandemia. Le aspettative di inflazione, nel contempo, sembrano rimanere orientate al rialzo dopo una flessione iniziale.

Grafico B

Scomposizione dell'inflazione al netto delle componenti più volatili

(punti percentuali)

- Componenti sensibili alla domanda
- Componenti sensibili all'offerta
- Componenti ambigue
- Componenti non sensibili



Fonte: elaborazioni della BCE basate sull'analisi di Shapiro.

Note: l'approccio si basa su una regressione univariata, apparentemente non correlata, a due equazioni dei prezzi e delle quantità. $\pi_{i,t} = \beta_1^i 1_{t \in \text{COVID}} + \alpha_i^i + \varepsilon_{i,t}^i$ e $\Delta x_{i,t} = \beta_2^i 1_{t \in \text{COVID}} + \alpha_i^i + \varepsilon_{i,t}^i$, dove $1_{t \in \text{COVID}} = 1_{t \in 2020M4}$ per gli Stati Uniti e $1_{t \in 2020Q2}$ per il Regno Unito. Tali equazioni sono stimate per il periodo compreso tra gennaio 2010 e ottobre 2020 per gli Stati Uniti e dal primo trimestre del 2010 al terzo trimestre del 2020 per il Regno Unito. Nei grafici sono riportati i risultati per il periodo da gennaio a ottobre 2020, rilevante per la crisi legata alla pandemia. Le componenti sensibili al COVID-19 comprendono le categorie in cui prezzi o quantità hanno subito variazioni statisticamente significative all'insorgere della pandemia, mentre le componenti non sensibili al COVID-19 includono tutte le altre categorie dell'inflazione al netto delle componenti più volatili. Tra le componenti sensibili, quelle sensibili alla domanda sono le componenti per le quali i prezzi e le quantità hanno subito variazioni dello stesso segno durante il periodo del primo lockdown, mentre quelle sensibili all'offerta sono le componenti per le quali i prezzi e le quantità hanno subito variazioni di segno opposto; le componenti ambigue sono definite come categorie sensibili che presentano una variazione statisticamente significativa dei prezzi o delle quantità, ma non di entrambi gli elementi.

I risultati di un modello strutturale confermano che durante la crisi gli effetti dal lato della domanda sono predominanti, sebbene gli effetti dal lato dell'offerta continuino a essere significativi. La stima di un modello BVAR

⁸ Cfr. Shapiro A.H., "A Simple Framework to Monitor Inflation", *Working Papers*, 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020.

⁹ La metodologia si basa su un sistema di regressioni apparentemente non correlate, volto a valutare il ruolo dei fattori di domanda e offerta negli andamenti settoriali dell'inflazione durante la pandemia.

strutturale per gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone consente di rilevare che nel secondo trimestre del 2020 il contributo fornito dagli shock dal lato della domanda al calo del prodotto è stato pari a circa il doppio di quello fornito dagli shock dal lato dell'offerta (cfr. il pannello a) del grafico C)¹⁰. Nel terzo trimestre del 2020 la ripresa è stata trainata, in proporzioni sostanzialmente simili, sia da fattori dal lato della domanda sia da fattori dal lato dell'offerta. Se si considerano gli andamenti nominali, l'impatto della debole domanda sull'inflazione è stato dominante nel secondo trimestre del 2020, superato solo in parte dai vincoli all'offerta. Durante la ripresa iniziale, la domanda ha rafforzato e spinto al rialzo l'inflazione, sostenuta anche da un certo allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta (cfr. il pannello b) del grafico C). Se condizionato all'andamento reale del PIL e dei corsi petroliferi, il modello fornisce una previsione relativamente accurata dell'inflazione al consumo per il secondo e il terzo trimestre del 2020. Ciò a sua volta conferma i risultati esposti, i quali suggeriscono che durante la crisi la dinamica dell'inflazione è stata plasmata da un insieme di shock, con prevalenza di quelli provenienti dal lato della domanda.

Il rialzo dell'inflazione dipende in misura decisiva dal ritmo di ripresa dell'offerta e della domanda. Mentre la domanda repressa potrebbe sostenere la ripresa e determinare un aumento dell'inflazione, i vincoli dal lato dell'offerta potrebbero riassorbirsi rapidamente, determinando pressioni disinflazionistiche¹¹. Tuttavia, potrebbero continuare a registrarsi significative interruzioni dell'offerta, soprattutto nel caso in cui un nuovo aumento dei contagi e l'esaurirsi delle misure di sostegno provochino una serie di fallimenti. Le conseguenze economiche della pandemia potrebbero persistere per l'offerta di lavoro, in particolare nei settori in cui la formazione del capitale umano comporta un'elevata intensità di contatti. Ciò potrebbe ridurre i redditi e l'occupazione, compromettendo pertanto la ripresa della domanda. Inoltre, il capitale umano e l'offerta di lavoro potrebbero essere erosi a lungo termine dalla reintroduzione di rigide misure di contenimento, che gravano sui livelli di istruzione e mantengono elevata la disoccupazione.

La valutazione dell'impatto della pandemia sulle determinanti dell'inflazione necessita di un'analisi più granulare. Recenti evidenze internazionali evocano anche la possibilità che gli shock dal lato dell'offerta possano incidere su diversi settori dell'economia in maniera asimmetrica e trasformarsi in maggiori effetti

¹⁰ Il modello autoregressivo vettoriale strutturale include i prezzi del petrolio, il PIL, l'inflazione e i tassi di interesse ombra. Viene utilizzato un insieme standard di identificazioni basate su restrizioni di segno: uno shock dal lato della domanda determina variazioni dei prezzi e del prodotto aventi lo stesso segno, mentre uno shock dal lato dell'offerta dà luogo a variazioni di segno opposto. Lo shock petrolifero dal lato dell'offerta provoca un aumento dell'inflazione e un calo del PIL, ma non reagisce agli shock dei tassi di interesse interni. Un irrigidimento della politica monetaria riduce sia il PIL sia i prezzi.

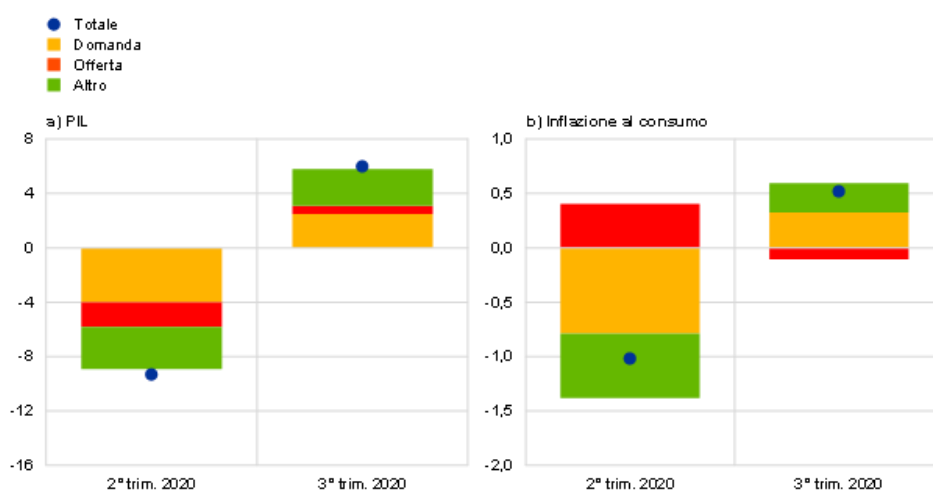
¹¹ Cfr. Baqaee e Farhi, op. cit. Secondo gli autori, i settori classificati ad aprile come soggetti a vincoli dal lato della domanda (ad esempio, trasporto aereo e marittimo, estrazione di petrolio e di gas) dopo il miglioramento dell'economia iniziato a maggio hanno registrato una ripresa pari, in media, all'1,8 per cento, mentre quelli classificati come soggetti a vincoli dal lato dell'offerta (ad es. servizi di ristorazione e attività ricettive) hanno segnato un recupero pari al 7,5 per cento. Secondo un'altra analisi (cfr. Coibion, O., Gorodnichenko Y. e Weber M., "The Cost of the Covid-19 Crisis: Lockdowns, Macroeconomic Expectations, and Consumer Spending", *NBER Working Paper*, n. 27141, National Bureau of Economic Research, 2020), che utilizza dati ricavati dalle indagini relativi agli Stati Uniti, le variazioni dei modelli di spesa degli intervistati indicano un calo persistente della domanda aggregata futura, che riflette il basso reddito atteso e l'accresciuta incertezza.

negativi dal lato della domanda con pressioni disinflazionistiche¹². Tali risultati contraddicono gli approcci basati su dati aggregati, che potrebbero erroneamente classificare tali shock settoriali dal lato dell'offerta come shock dal lato della domanda aggregata. Un'analisi settoriale più granulare, pertanto, potrebbe fornire ulteriori indicazioni utili¹³.

Grafico C

Scomposizione storica del prodotto interno lordo (PIL) e dell'inflazione al consumo

(variazioni percentuali trimestrali, punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: PIL e inflazione sono riportati in deviazione dalla tendenza/dallo stato di equilibrio e si basano su un'aggregazione con le ponderazioni per il PIL dei risultati specifici per paese relativi a Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. La voce "Altro" si riferisce alla politica monetaria e agli shock petroliferi. È stato utilizzato il BEAR toolbox della BCE, versione 4.2.

¹² Cfr. Guerrieri V., Lorenzoni G., Straub L. e Werning I., "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", *NBER Working Paper*, n. 26918, National Bureau of Economic Research, 2020. Gli autori ipotizzano che gli shock dal lato dell'offerta possano innescare una risposta della domanda che determina una maggiore contrazione del prodotto rispetto al solo shock dal lato dell'offerta. Altre analisi (cfr. Cesa-Bianchi, A. e Ferrero A., "The Transmission of Keynesian Supply Shocks", *Working Paper*, Bank of England, 2020) forniscono riscontri empirici a sostegno di tale ipotesi. La medesima teoria relativa a turbative indotte dall'offerta è supportata da altre analisi (cfr. Fornaro, L. e Wolf, M., *Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy: Some Analytical Notes*, manoscritto, VoxEU, 2020), secondo cui gli shock negativi dal lato dell'offerta generano riduzioni persistenti o permanenti del PIL, comprimendo così la domanda aggregata, che potrebbe persino diminuire in misura superiore all'offerta.

¹³ Altre difficoltà includono i problemi di misurazione dell'inflazione legati al rapido cambiamento dei modelli di consumo e alle limitazioni nella rilevazione dei prezzi imposte dalle misure di chiusura. Sebbene i problemi di misurazione abbiano avuto un impatto sulle statistiche pubblicate nei primi mesi della pandemia, l'analisi degli esperti della BCE ne indica una significativa diminuzione negli ultimi mesi, cfr. il riquadro [Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19](#) nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

2 La transizione verso la normalità: l’impatto sui mercati finanziari internazionali delle notizie sul vaccino contro il COVID-19

a cura di Johannes Gräß, Moritz Kellers e Helena Le Mezo

La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha portato a un’ondata sincronizzata di vendite di attività rischiose su scala mondiale, seguita da una ripresa disomogenea fra settori e paesi. Il recupero dei mercati azionari è stato caratterizzato da un ribilanciamento dei portafogli degli investitori a scapito dei paesi e settori colpiti dalla pandemia – fra cui le compagnie aeree, il turismo e il settore energetico – a favore dei settori che sono stati percepiti come beneficiari della crisi, in particolare i servizi informatici e di comunicazione, nonché le aziende farmaceutiche. La composizione settoriale del mercato azionario nei diversi paesi prima della pandemia è in grado di spiegare la maggior parte delle differenze nei risultati dei mercati azionari per il 2020 (cfr. il pannello superiore del grafico A).

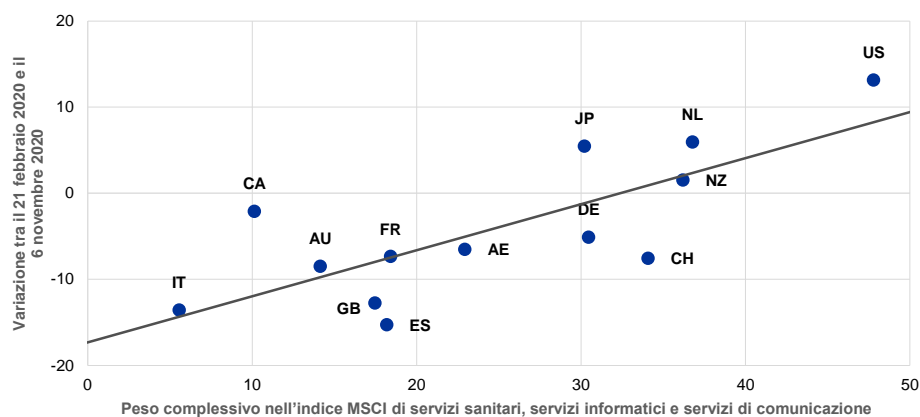
Gli annunci di metà novembre riguardanti la messa a punto di alcuni vaccini sembrano aver in parte invertito la strategia di ricomposizione del portafoglio imputabile al COVID. Le notizie circa l’efficacia e l’imminente disponibilità di vari vaccini hanno portato a un allontanamento dai settori del mercato azionario che fino ad allora avevano goduto di un forte slancio. I paesi i cui mercati azionari stavano soffrendo un ritardo nella ripresa, in parte per via delle minori quote detenute nei settori avvantaggiati dalla pandemia, sono quelli che hanno beneficiato maggiormente delle notizie sulla messa a punto di un vaccino efficace (cfr. il pannello inferiore del grafico A).

Grafico A

I paesi e i settori più duramente colpiti dalla pandemia hanno beneficiato maggiormente degli annunci sui vaccini

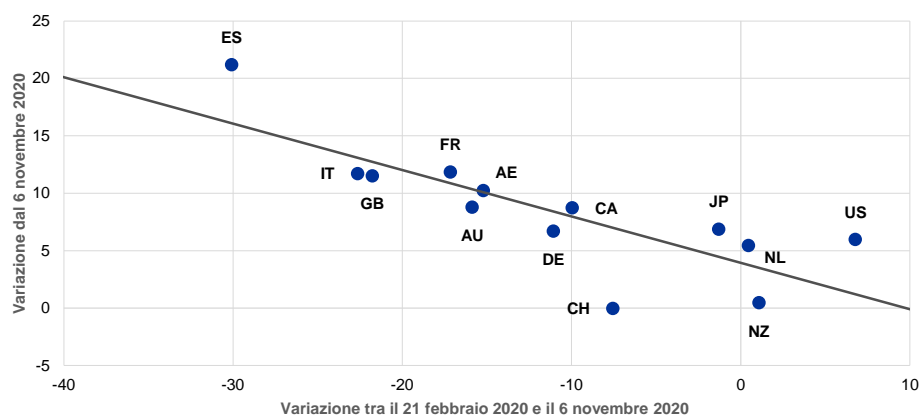
Risultati dei mercati azionari nelle economie avanzate prima degli annunci sui vaccini

(valori percentuali)



Dopo gli annunci sui vaccini

(valori percentuali)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la data del 21 febbraio corrisponde allo shock generato dal COVID-19. La data del 6 novembre corrisponde al giorno prima dell'annuncio da parte di Pfizer/BioNTech di un primo vaccino efficace. I dati sulle azioni relativi ai vari settori si riferiscono al mese di dicembre 2019. L'ultima osservazione si riferisce al 7 dicembre 2020.

Gli annunci sul vaccino diffusi a novembre 2020 non sono stati i primi ad aver avuto un impatto tangibile sulla probabilità della distribuzione di un vaccino in tempi brevi. Secondo "Good Judgement", che esamina i cosiddetti "superprevisori", la probabilità che un vaccino venisse distribuito entro la fine del primo trimestre del 2021 è aumentata sensibilmente durante l'estate del 2020 (cfr. il grafico B).

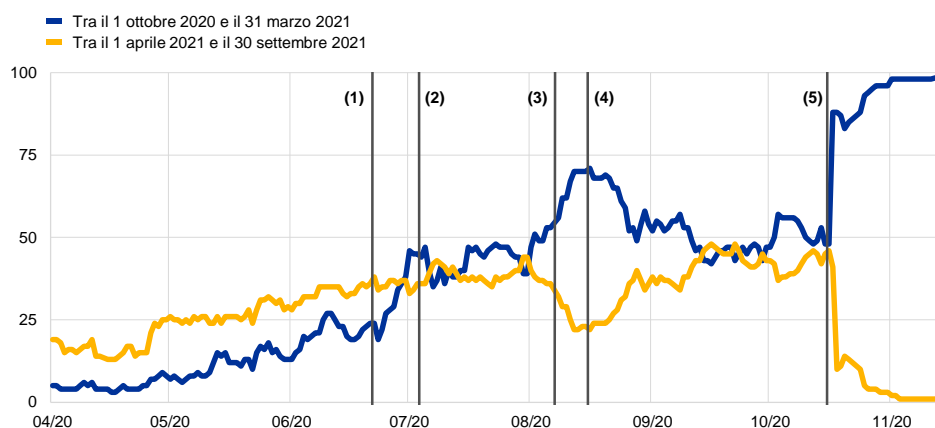
Le speranze di un'imminente distribuzione di un vaccino hanno subito una battuta d'arresto a settembre, determinando una certa volatilità nell'indicatore di probabilità.

Grafico B

Anche gli annunci diffusi in precedenza hanno avuto un impatto sulla probabilità della distribuzione di un vaccino in tempi brevi

Probabilità della distribuzione di un vaccino entro il primo e il terzo trimestre del 2021

(valori percentuali)



Fonte: Good Judgement.

Note: (1) approvazione del vaccino in Russia; (2) fase avanzata dei test Pfizer/BioNTech; (3) annuncio della Food and Drug Administration statunitense (Amministrazione degli alimenti e dei medicinali) sulla procedura di approvazione accelerata; (4) sospensione dei test di AstraZeneca; (5) annuncio di Pfizer/BioNTech sul vaccino. L'ultima osservazione si riferisce al 7 dicembre 2020.

Il presente riquadro analizza in che modo la fiducia nella probabilità della distribuzione di un vaccino abbia influenzato le valutazioni di mercato di un'ampia gamma di attività finanziarie. Vengono utilizzate proiezioni locali per stimare l'impatto delle notizie relative ai vaccini tra il mese di aprile e la metà di novembre 2020 su diversi segmenti di mercato, settori e paesi. La variabile esogena è definita dalla differenza prima nella probabilità di distribuzione di un vaccino entro il primo trimestre del 2021 nei giorni in cui si sono registrati gli annunci più importanti riguardo allo sviluppo dei vaccini. Tali eventi sono individuati sulla base di elementi narrativi¹⁴. Le variabili di controllo comprendono notizie diffuse in passato su temi macroeconomici, politica monetaria e tensioni sui mercati.

I risultati econometrici indicano che i settori dei mercati azionari più colpiti dalla pandemia sono quelli che hanno tratto maggiore beneficio dalle notizie incoraggianti sui vaccini. Ciò si osserva per le compagnie aeree e il settore energetico sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, nonché quando si valuta l'impatto sui cosiddetti indici di basso rendimento, come il Dow Jones Low Momentum Index, che fornisce una classifica delle duecento società statunitensi con i rendimenti più bassi nell'anno precedente (cfr. il grafico C). In termini quantitativi, i risultati indicano che un aumento di 10 punti percentuali della probabilità di distribuzione di un vaccino in tempi brevi ha fatto salire le azioni delle compagnie aeree dell'area dell'euro del 5 per cento.

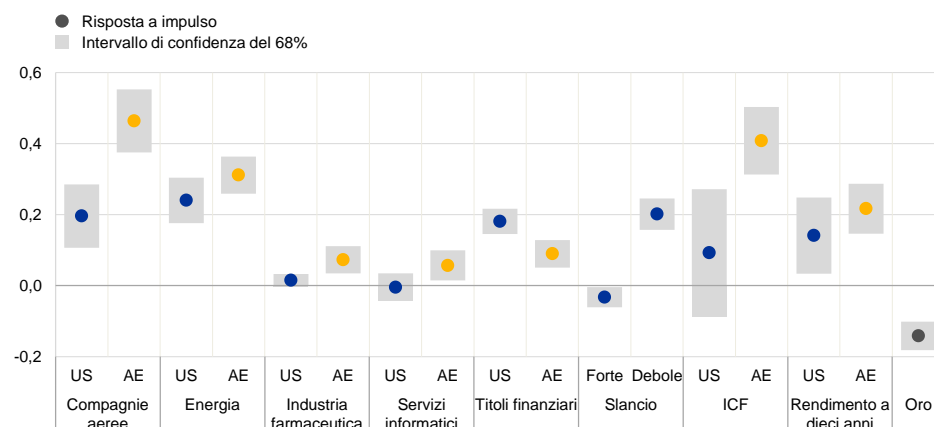
¹⁴ Sono stati selezionati tutti gli eventi che hanno comportato progressi/battute d'arresto nella messa a punto dei vaccini o cambiamenti importanti negli assetti istituzionali di interesse.

Grafico C

I settori a basso rendimento hanno conseguito risultati migliori

Risposte cumulate nell'arco di tre giorni lavorativi a un aumento di 1 punto percentuale della probabilità di distribuzione dei vaccini negli Stati Uniti e nell'area dell'euro entro il primo trimestre del 2021

(valori percentuali/punti base)



Fonti: Bloomberg, Good Judgement ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: variazione dei rendimenti a dieci anni espressa in punti base. Il rendimento obbligazionario dell'area dell'euro (AE) corrisponde al Bund a dieci anni. Un aumento dell'indice delle condizioni finanziarie (ICF), espresso in punti indice, corrisponde a un allentamento, mentre un calo corrisponde a un inasprimento. Tutte le altre variabili sono espresse in valori percentuali. L'ultima osservazione si riferisce al 7 dicembre 2020.

Per contro, i settori del mercato azionario che hanno beneficiato della pandemia hanno registrato, in genere, un rendimento più basso a fronte della più alta probabilità che un vaccino venisse distribuito in tempi brevi.

Le notizie sui vaccini hanno avuto un impatto perlopiù insignificante sui settori che hanno trainato il recupero dal punto di minimo del mercato. Questo vale sia quando si osservano i singoli settori, informatico e farmaceutico, sia quando si osservano gli indici azionari che evidenziano un alto rendimento. Il fatto che i corsi azionari di questi settori non siano diminuiti suggerisce altresì che le notizie incoraggianti sui vaccini hanno avuto un impatto positivo nel complesso.

Sembra che l'area dell'euro abbia tratto un beneficio sproporzionato dalle notizie positive riguardo i vaccini. Nella maggior parte dei settori – fra cui quelli dell'energia, delle compagnie aeree, dei prodotti farmaceutici e della tecnologia – si stima che i corsi azionari dell'area dell'euro siano aumentati maggiormente a seguito di eventi positivi sul fronte dei vaccini rispetto ai loro equivalenti statunitensi. Ciò può essere riconducibile all'aspettativa che le economie con mercati delle attività rischiose particolarmente colpiti dalla pandemia traggano maggiori benefici dal vaccino.

Nonostante l'aumento dei rendimenti privi di rischio, le condizioni finanziarie hanno mostrato un generale allentamento. I rendimenti privi di rischio a più lungo termine sono aumentati in conseguenza delle notizie positive sui vaccini, segno che queste ultime hanno dato impulso globale alla propensione al rischio. Tuttavia, le condizioni finanziarie sono complessivamente migliorate, in quanto l'aumento dei rendimenti non ha compensato gli impulsi di allentamento provenienti dai mercati azionari e da altre attività rischiose. Coerentemente con il più forte impatto sui settori

del mercato azionario dell'area dell'euro rispetto agli equivalenti statunitensi, si stima che le condizioni finanziarie dell'area abbiano fatto registrare un allentamento più marcato.

Nel complesso, le notizie positive riguardanti la disponibilità, l'efficacia e il numero di vaccini hanno sostenuto le attività rischiose e allentato le condizioni finanziarie, a indicazione del fatto che gli investitori sono più disposti a guardare oltre le sfide a breve termine poste dalla pandemia.

Nel contempo, i risultati suggeriscono altresì che qualsiasi battuta d'arresto nella messa a punto o nella distribuzione dei vaccini potrebbe avere ripercussioni significative dal punto di vista economico per i mercati finanziari internazionali.

3 L'impatto economico della pandemia: le determinanti delle differenze regionali

a cura di Philipp Meinen e Roberta Serafini

Il presente riquadro esamina i fattori che determinano le differenze regionali nell'impatto economico del coronavirus (COVID-19) all'interno dei paesi, sulla base di quanto osservato nelle quattro principali economie dell'area dell'euro durante la fase iniziale della pandemia. Più in particolare, si analizza il ruolo svolto dalla struttura settoriale e dai legami commerciali nello spiegare le differenti modalità con cui il COVID-19 incide sulle regioni di tali paesi dal punto di vista economico.

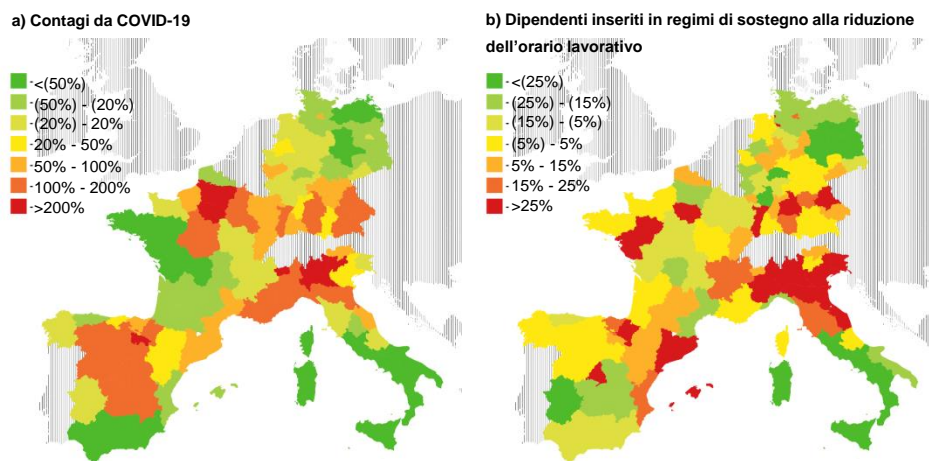
Durante la prima fase della pandemia, l'impatto economico della crisi si è manifestato nella forma di gravi turbolenze del mercato del lavoro, che hanno colpito in diversa misura i mercati del lavoro locali. Durante la prima ondata della pandemia di COVID-19, il numero di dipendenti inseriti nei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo, uno dei principali strumenti utilizzati per contenere i licenziamenti, è aumentato drasticamente in Francia, Germania, Italia e Spagna¹⁵. Tali incrementi si sono verificati con un elevato grado di eterogeneità regionale, che non rispecchiava pienamente la distribuzione geografica della diffusione della malattia all'interno del paese (cfr. il grafico A), facendo emergere la necessità di individuare gli altri fattori in gioco.

¹⁵ Per maggiori dettagli sui regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo, 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.

Grafico A

Numero di dipendenti inseriti nei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e contagi da COVID-19: variazioni interne ai paesi

(deviazioni dalla mediana specifica per ciascun paese)



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le cifre si riferiscono ai numeri (cumulati) di marzo e aprile 2020. I contagi regionali da COVID-19 e i dipendenti inseriti nei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo sono normalizzati in base alla popolazione residente nelle regioni. Queste ultime sono definite secondo il livello a due cifre della classificazione NUTS. I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo si riferiscono a *Cassa Integrazione Guadagni* (Italia), *Expediente de Regulacion Temporal de Empleo* (Spagna), *Activité Partielle* (Francia) e *Kurzarbeit* (Germania).

La prima possibile determinante dell'impatto eterogeneo del COVID-19 sul mercato del lavoro è l'interazione tra le misure di contenimento a livello nazionale e le strutture settoriali delle diverse regioni.

In particolare, i settori sono esposti alle restrizioni governative con diversa intensità, a seconda, ad esempio, della possibilità di garantire il distanziamento sociale sul luogo di lavoro e/o di svolgere le prestazioni lavorative da remoto. Poiché le attività settoriali sono distribuite in modo disomogeneo nelle regioni all'interno di ciascun paese, il grado di esposizione di tali regioni allo shock causato dal COVID-19 differisce di conseguenza. Per esaminare empiricamente questo punto, abbiamo generato una misura di esposizione settoriale delle regioni, dapprima combinando i dati a livello di settore relativi all'esposizione dei dipendenti al virus sul posto di lavoro¹⁶ e alla possibilità di svolgere la prestazione lavorativa da remoto¹⁷, utilizzando poi le percentuali di Eurostat relative all'occupazione settoriale regionale per aggregare i dati a livello regionale. Inoltre, abbiamo calcolato un indicatore di restrittività delle misure di contenimento a livello nazionale combinando i dati relativi alle chiusure dei luoghi di lavoro, ai limiti imposti alle dimensioni degli incontri privati, agli obblighi di rimanere presso il proprio domicilio e alle restrizioni agli spostamenti interni¹⁸.

¹⁶ In base al [Documento tecnico sulla possibile rimodulazione delle misure di contenimento del contagio da SARS-CoV-2 nei luoghi di lavoro e strategie di prevenzione](#), INAIL, 2020.

¹⁷ Sulla base di Dingel, J. e Neiman, B., "How many jobs can be done at home?", *CEPR Discussion Papers*, n. DP14584, aprile 2020.

¹⁸ Sulla base di 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.

Oltre all’impatto diretto legato alla propria struttura settoriale, le relazioni commerciali di una regione con altre regioni fortemente esposte allo shock da COVID-19 potrebbero costituire un’ulteriore causa di costo economico.

Infatti, le catene di approvvigionamento regionali possono rappresentare un significativo canale indiretto per la propagazione della crisi, tramite sia il commercio internazionale, sia le interconnessioni tra regioni all’interno di un paese.

Più specificamente, l’attività di una regione può essere influenzata dalla carenza di offerta di beni intermedi provenienti da altre regioni fortemente colpite dal virus e/o da un calo della domanda di esportazioni. Per esaminare empiricamente questa ipotesi, abbiamo generato misure dell’esposizione regionale legata al commercio basate su tavole di input-output tra regioni, che consentono di tener conto dei flussi commerciali sia interni al paese sia internazionali per ciascuna regione¹⁹.

I risultati dell’analisi empirica sostengono le ipotesi esposte, dimostrando che il diverso impatto economico del COVID-19 nelle varie regioni non può essere spiegato unicamente dalla diffusione dei contagi: sono invece fattori rilevanti sia la struttura settoriale di una regione sia i suoi legami commerciali. Ci siamo avvalsi di un modello di regressione per studiare il ruolo che le strutture settoriali e i legami commerciali delle regioni hanno nella variazione, all’interno di ciascun paese, del numero di persone inserite nei regimi di sostegno alla riduzione dell’orario lavorativo nelle quattro principali economie dell’area dell’euro (cfr. la Tavola A). In primo luogo, i risultati delle colonne 1 e 2 mostrano che la variabile che tiene conto del numero regionale dei casi di COVID-19 diventa non significativa una volta considerato il PIL pro capite regionale; ciò indica che, durante la prima ondata della pandemia, le regioni con un’alta incidenza di casi di COVID-19 avevano un reddito medio relativamente elevato (ad esempio le regioni dell’Italia settentrionale, della Germania meridionale e le aree di Parigi e Madrid). In secondo luogo, i risultati mostrano che la struttura settoriale di una regione è una determinante importante delle conseguenze economiche del COVID-19: una regione con una misura dell’esposizione settoriale superiore di una deviazione standard ha, in media, il 30 per cento in più di dipendenti inseriti nei regimi di sostegno alla riduzione dell’orario lavorativo (cfr. la colonna 3). Inoltre, tale effetto aumenta con la restrittività delle misure nazionali di contenimento (cfr. la colonna 4). Infine, i risultati suggeriscono che i legami commerciali possono costituire un ulteriore canale

¹⁹ Abbiamo misurato l’esposizione legata alle esportazioni combinando i dati relativi alla percentuale del prodotto di ciascuna regione venduta ad altre regioni, all’esposizione settoriale delle altre regioni e al rigore delle misure di contenimento nei paesi in cui si trovano le regioni partner. L’esposizione legata alle importazioni di beni intermedi è calcolata sulla base dei dati riguardanti la percentuale di beni intermedi provenienti da altre regioni in rapporto al prodotto complessivo della regione e l’esposizione al virus di queste altre regioni dovuta alla loro struttura settoriale e alle misure di contenimento in vigore. Si noti che abbiamo distinto il commercio regionale all’interno dei paesi e il commercio internazionale. Le tavole di input-output tra regioni sono ricavate da Thissen, M., Ivanova, O., Mandras, G. e Husby, T., “European NUTS 2 regions: construction of interregional trade-linked Supply and Use tables with consistent transport flows”, *JRC Working Papers on Territorial Modelling and Analysis*, n. 01/2019, Commissione europea, 2019.

indiretto attraverso il quale le turbolenze collegate al coronavirus incidono sull'attività economica regionale (cfr. la colonna 5)²⁰.

Tavola A

Determinanti dell'eterogeneità regionale interna ai paesi in relazione al numero di dipendenti inseriti nei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo

(stime dei coefficienti ed errori standard (tra parentesi); variabile dipendente: numero regionale di dipendenti inseriti nei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo)

Variabili esplicative	1	2	3	4	5
Esposizione settoriale			0,294*** (0,048)	0,270*** (0,044)	0,260*** (0,049)
Esposizione settoriale × rigore delle misure di contenimento a livello nazionale				0,138*** (0,038)	0,118*** (0,036)
Esposizione legata alle esportazioni: all'interno del paese					0,094** (0,046)
Esposizione legata alle esportazioni: a livello internazionale					-0,062 (0,045)
Esposizione legata alle importazioni di beni intermedi: all'interno del paese					-0,012 (0,046)
Esposizione legata alle importazioni di beni intermedi: a livello internazionale					0,104*** (0,028)
Logaritmo(numero di casi di COVID-19)	0,147** (0,064)	0,018 (0,039)	0,039* (0,022)	0,031 (0,019)	0,027 (0,022)
Logaritmo(popolazione)	0,902*** (0,059)	0,869*** (0,036)	0,874*** (0,022)	0,868*** (0,02)	0,859*** (0,051)
Logaritmo(PIL pro capite)		0,193*** (0,029)	0,148*** (0,024)	0,157*** (0,021)	0,152*** (0,024)
Osservazioni	100	100	100	100	100
Pseudo coefficiente R2	0,938	0,957	0,977	0,98	0,984
Effetti fissi per paese	SI	SI	SI	SI	SI

Fonti: fonti nazionali; INAIL, op. cit.; Dingel e Neiman, op. cit.; Eurostat, *Labour Force Survey*; Hale et al., op. cit.; Thissen et al., op. cit.

Note: la tavola presenta regressioni di Poisson. La variabile dipendente è il numero cumulato di persone inserite in regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo in ciascuna delle regioni NUTS 2 in Francia, Germania, Italia e Spagna alla fine di aprile 2020. Tutte le variabili variano a livello regionale e sono standardizzate affinché abbiano media pari a 0 e deviazione standard pari a 1. Gli errori standard robusti sono indicati fra parentesi: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. Lo pseudo coefficiente R2 di McFadden è calcolato come $1 - \frac{\ln(\text{modello})}{\ln(\text{nullo})}$ dove \ln si riferisce alla funzione di verosimiglianza logaritmica.

²⁰ Da un lato, ciò si riferisce a carenze nella domanda di esportazioni di una regione, un effetto che è presente solo per le esportazioni all'interno dei paesi (cfr. la variabile "Esposizione legata alle esportazioni: all'interno del paese"). D'altra parte, se si considera il ruolo delle catene di approvvigionamento, il commercio internazionale diventa rilevante (cfr. la variabile "Esposizione legata alle importazioni di beni intermedi: a livello internazionale"). Un'ulteriore analisi indica che quest'ultimo effetto è determinato interamente dal commercio internazionale all'interno dei confini dell'UE, evidenziando le vulnerabilità che possono derivare da perturbazioni che si verificano in catene di approvvigionamento dell'UE fortemente integrate.

L'analisi del rischio basata su modelli durante la pandemia: il nuovo modello ECB-BASIR

a cura di Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès e Srečko Zimic

L'interazione tra i parametri epidemiologici fondamentali della pandemia di coronavirus (COVID-19), le politiche di contenimento e i fattori macroeconomici può essere valutata combinando un modello

macroeconomico con un modello epidemiologico. ECB-BASIR²¹ rappresenta un'estensione del modello ECB-BASE²² sviluppata per dar conto di caratteristiche specifiche della crisi del COVID-19, combinando un modello pandemico standard di tipo suscettibili-infetti-guariti (susceptible-infected-recovered, SIR) con un modello macroeconomico semi-strutturale su ampia scala. Il modello SIR – un modello compartimentale elaborato da Kermack e McKendrick²³ – suddivide la popolazione in gruppi e utilizza equazioni differenziali per prevedere come si propagherà una determinata malattia in base al numero di individui suscettibili, infetti, guariti o deceduti. Tale modello è stato esteso in modo da incorporare due ulteriori categorie: a) gli individui in quarantena; b) le persone vaccinate (considerate immuni al virus). Si parte dall'assunto che il comportamento economico inciderà sulla trasmissione della malattia (ad esempio con la riduzione dei consumi e dell'attività lavorativa, che rende meno probabile il contagio) istituendo un canale tra il modello macroeconomico e quello epidemiologico attraverso la sensibilità della trasmissione all'interazione economica tra le persone. Il canale che si muove nella direzione opposta, dal modello epidemiologico al comportamento macroeconomico, è istituito supponendo che diversi gruppi di agenti ricompresi nella componente epidemiologica del modello siano caratterizzati da differenti capacità di lavoro, consumo e investimento. Ad esempio, gli agenti la cui attività è vincolata dalle misure di chiusura (lockdown) possono consumare solo una parte di ciò che consumano quelli non soggetti a vincoli; la stima delle differenze tra i consumi dei due gruppi viene elaborata in base ai dati del primo e del secondo trimestre del 2020. Questi effetti si propagano poi all'interno del modello attraverso nessi macroeconomici.

In questo contesto, l'interazione tra la gravità dei tassi di contagio e le chiusure imposte per contenere la pandemia diventa il principale motore degli andamenti macroeconomici. Nel modello il tasso di contagio si fonda su diversi fattori, uno dei quali è rappresentato dalle misure di contenimento che vengono messe in atto (inclusi i lockdown). Il lockdown²⁴ viene attuato in base a una regola decisionale relativa alle misure di contenimento che ipotizza che i responsabili delle

²¹ Cfr. Angelini, E., Damjanović, M., Darracq Pariès, M. e Zimic, S., "ECB-BASIR: a primer on the macroeconomic implications of the Covid-19 pandemic", *Working Paper Series*, n. 2431, BCE, giugno 2020.

²² Cfr. Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, settembre 2019.

²³ Cfr. Kermack, W.O. e McKendrick, A.G., "A Contribution to the Mathematical Theory of Epidemics", *Proceedings of the Royal Society*, serie A, vol. 115, n. 772, agosto 1927, pagg. 700-721.

²⁴ Il rigore del lockdown viene stimato utilizzando le informazioni disponibili in [Google COVID-19 - Rapporti sugli spostamenti della comunità](#).

politiche intendano assicurarsi che i tassi di contagio non diano luogo a ricoveri²⁵ in percentuali eccedenti la capacità ospedaliera, riducendo al minimo – al contempo – i costi economici.

L'unicità dello shock indotto dal COVID-19 rende problematico l'utilizzo di analisi econometriche standard per caratterizzare l'incertezza e richiede il ricorso a un'analisi di scenario ad hoc²⁶. Il modello ECB-BASIR è progettato proprio per tale scopo. Ad esempio, nell'analisi che segue viene impiegato per considerare uno scenario favorevole in cui una soluzione medica alla pandemia (ossia un vaccino) viene attuata più rapidamente del previsto. In tale scenario (definito come deviazione da uno scenario di base approssimato dallo scenario analogo delle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema) si presume che la soluzione medica sia efficace a partire dal 1° gennaio 2021, anziché dal secondo trimestre dell'anno, disegnando circostanze più simili a quelle descritte nello scenario moderato delle proiezioni macroeconomiche degli esperti di dicembre 2020. Nel modello, la più tempestiva distribuzione di un vaccino comporta una riduzione dei livelli di incertezza per gli operatori economici²⁷ e l'allentamento delle restrizioni dovute al lockdown in termini di comportamento di spesa e capacità produttiva.

Come illustra il grafico A, l'allentamento delle misure di contenimento in seguito alla distribuzione di un vaccino in anticipo rispetto alle previsioni produce un incremento dell'attività economica con profilo a V invertito.

L'impatto macroeconomico di questo scenario raggiunge il suo valore massimo, pari al 3,5 per cento del PIL nel secondo trimestre del 2021, mentre l'effetto complessivo sull'inflazione è piuttosto limitato (con un picco di poco inferiore a 0,25 punti percentuali nel 2022). Lo stimolo economico decresce rapidamente nel terzo trimestre del 2021 e gli effetti espansivi si attenuano ulteriormente nel biennio 2022-2023 (pur rimanendo alquanto persistenti). Sul versante nominale, la risposta dell'inflazione diminuisce gradualmente nell'orizzonte di simulazione, pur rimanendo di 0,1 punti percentuali al di sopra dello scenario di base alla fine del 2023. Nel complesso, l'impatto inflazionistico appare abbastanza limitato, se confrontato con l'entità del recupero dell'attività economica. Si tratta di una caratteristica fondamentale degli andamenti macroeconomici derivanti dalle misure di contenimento legate al COVID-19, che impongono all'economia reale una dinamica di aggiustamento "a forma di V" e agiscono sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta per i mercati dei beni e del lavoro²⁸.

²⁵ Nel modello, i ricoveri eccedono la capacità ospedaliera se superano l'88 per cento di quelli registrati durante la prima ondata della pandemia, nella primavera del 2020.

²⁶ Di fatto, a partire da giugno 2020, accanto agli scenari di base, le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro ipotizzano anche scenari alternativi.

²⁷ Nel modello ECB-BASIR l'effetto dell'incertezza collegata alla pandemia viene stimato attraverso metodi di proiezioni locali per il periodo dal secondo trimestre 2020 al quarto trimestre 2022. Si presume che tale effetto svanisca un trimestre prima che il vaccino inizi a essere adottato in maniera efficiente.

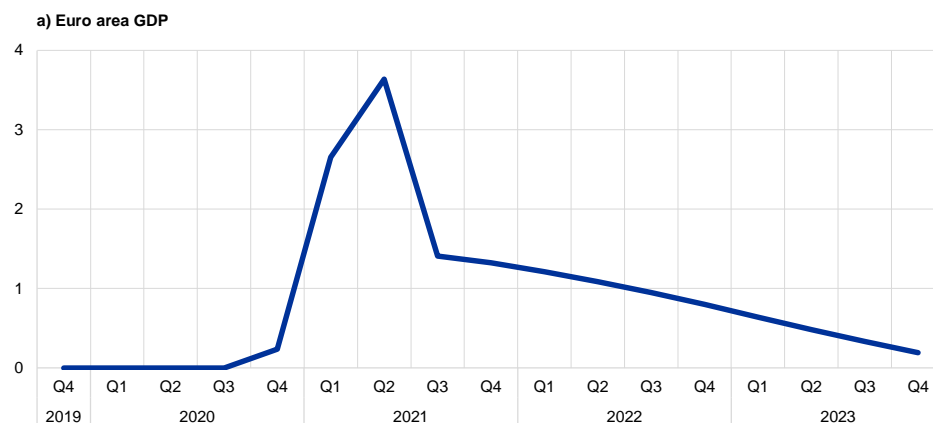
²⁸ Come analisi di sensibilità, lo stesso scenario può essere applicato utilizzando canali di anticipazione. Se nelle proprie scelte famiglie e imprese scontano la soluzione medica in anticipo e interamente, risultano anticipati anche gli esiti macroeconomici (in particolare sul versante nominale), che tuttavia avranno durata breve, con un ritorno effettivo dell'inflazione allo scenario di base entro la fine del 2023.

Grafico A

Implicazioni macroeconomiche e finanziarie di una precoce distribuzione del vaccino

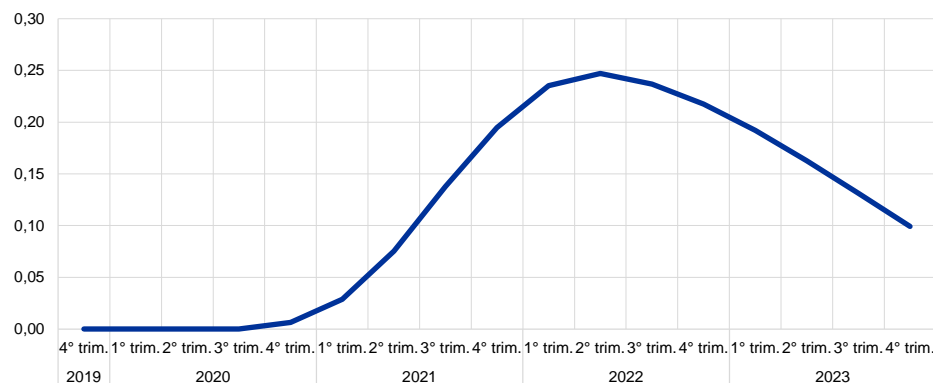
a) PIL dell'area dell'euro

(livelli; deviazione dallo scenario di base in valori percentuali)



b) Inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC

(livelli; deviazione dallo scenario di base in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Oltre all'analisi di scenario che esamina un evento discreto, il modello

ECB-BASIR può anche indicare la distribuzione del rischio, tenendo conto di tutte le possibili fonti di incertezza.

In particolare, il modello è in grado di valutare una combinazione di fattori di rischio economici e collegati alla pandemia. Il grafico B mostra, ad esempio, una misura composta della densità del rischio che combina:

- l'incertezza storica standard catturata dalle componenti residue del modello;
- l'incertezza sui tempi e l'efficienza della distribuzione del vaccino²⁹;
- l'incertezza sui fondamentali della pandemia (parametri epidemiologici stimati).

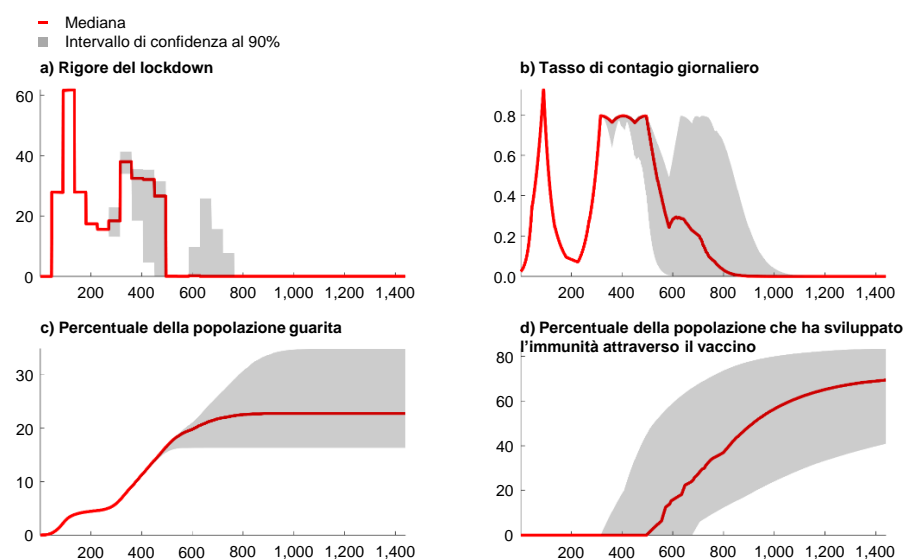
La percentuale della popolazione a cui verrà somministrato il vaccino e la possibilità di una terza ondata rappresentano i principali fattori di rischio legati alla pandemia. Nel pannello in basso a destra del grafico B possiamo constatare che le differenze nella tempistica e nell'efficienza della distribuzione si traducono in

²⁹ Nei limiti del modello teorico, l'incertezza sulla strategia di distribuzione del vaccino è catturata dalla data di inizio del processo di vaccinazione, postulando che gli individui vaccinati sviluppino l'immunità immediatamente. Nella pratica, la distribuzione dei vaccini potrebbe richiedere del tempo, pertanto la percentuale della popolazione considerata immune nello scenario mediano basato sul modello è grosso modo coerente con una campagna di vaccinazione avviata nel primo trimestre del 2021.

differenze nella percentuale della popolazione che viene vaccinata. Nel breve termine, un programma di vaccinazione efficace consente alle autorità responsabili di allentare le misure di chiusura, come si osserva nel pannello in alto a sinistra del grafico B. Nel medio termine, tuttavia, ciò aumenta la probabilità di una terza ondata, con conseguente aumento dei rischi a medio termine in relazione al potenziale rigore delle misure di contenimento.

Grafico B Incertezza sugli sviluppi correlati alla pandemia

(asse delle ordinate: valori percentuali; asse delle ascisse: numero di giorni dopo il 31 dicembre 2019)



Fonte: elaborazioni della BCE.

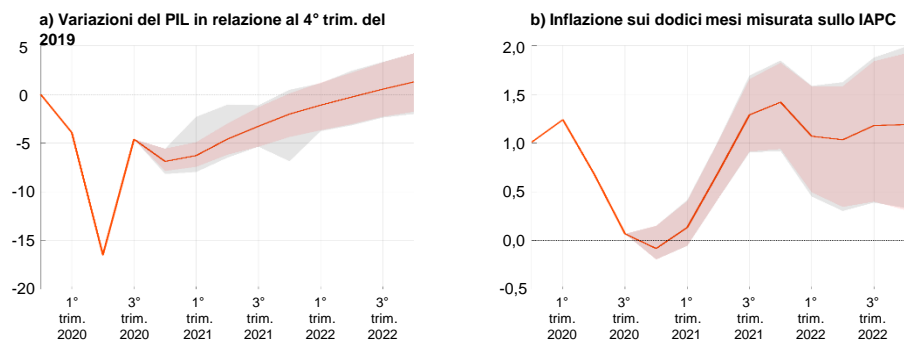
Nota: il tasso di contagio giornaliero indica la percentuale della popolazione che ha il virus in un dato giorno.

Per quanto riguarda la distribuzione del rischio, i fattori collegati alla pandemia sopra considerati determinano un'incertezza in merito alle prospettive di crescita a breve termine significativamente superiore rispetto a quanto indicherebbero fattori di rischio standard. Ai fini di questa analisi abbiamo ipotizzato che la mediana degli sviluppi correlati alla pandemia nella figura B sia coerente con lo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti a dicembre 2020. Il grafico C illustra le conseguenti distribuzioni del rischio attorno alla proiezione di base, prendendo in considerazione a) una combinazione di fattori di rischio economici e di fattori di rischio correlati alla pandemia o b) fattori di rischio esclusivamente economici. Data l'incertezza sul rigore delle misure di contenimento, una campagna di vaccinazione efficace e tempestiva può comportare un potenziale aumento del PIL del 5 per cento circa nella prima metà del 2021 e una crescita dell'inflazione, a fine anno, di circa 0,5 punti percentuali. Allo stesso tempo, tuttavia, la ripresa potrebbe risultare notevolmente ostacolata da un peggioramento della pandemia e da una eventuale terza ondata. Su orizzonti più lunghi, il fattore dominante è rappresentato dall'incertezza standard derivante dal modello e legata ai residui storici, piuttosto che dagli sviluppi correlati alla pandemia.

Grafico C

Incertezza in merito agli andamenti macroeconomici

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate in rosso denotano i fattori di rischio di carattere esclusivamente economico, mentre quelle in grigio comprendono sia i fattori di rischio correlati alla pandemia sia quelli economici. Tutte le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza al 90 per cento.

5 Costi abitativi e proprietà delle abitazioni nell'area dell'euro

a cura di **Moreno Roma**

I costi abitativi hanno un'incidenza elevata sul bilancio delle famiglie.

Tali importi comprendono in genere le spese per le utenze (acqua, energia elettrica, gas e riscaldamento), la manutenzione e le rate di affitto o il pagamento degli interessi sul mutuo, che insieme hanno rappresentato complessivamente circa un quinto³⁰ del reddito speso dalle famiglie nel 2019. Le variazioni di questi costi sono strettamente legate all'andamento del mercato immobiliare, influenzato dai prezzi degli affitti e delle abitazioni, ma anche dal pagamento dei mutui. Inoltre, tali costi dipendono da fattori strutturali, esaminati in dettaglio nel presente riquadro, come la quota di abitazioni di proprietà o alcune caratteristiche delle famiglie. Ciò è dovuto al fatto che gli affittuari e le famiglie meno benestanti, ad esempio, tendono a spendere gran parte del loro reddito per l'alloggio. In tale contesto, il presente riquadro analizza alcuni dati che aiutano a definire gli oneri legati al costo degli alloggi nell'area dell'euro e tra i vari tipi di famiglie.

I costi abitativi e l'eccessivo affollamento delle case tendono a essere distribuiti in modo disomogeneo tra le famiglie. Un indicatore comune della difficoltà delle famiglie a sostenere i costi abitativi è costituito dal tasso di eccessiva onerosità di questi ultimi, calcolato come la percentuale della popolazione appartenente a nuclei familiari in cui il costo complessivo dell'alloggio ammonta a oltre il 40 per cento del reddito disponibile³¹. Nell'area dell'euro, nel 2019, circa il 10 per cento delle famiglie ha sostenuto oneri eccessivi legati all'abitazione (cfr. il grafico A). Questo dato aggregato nasconde una notevole eterogeneità tra le famiglie, con il 24 per cento degli inquilini titolari di un affitto a prezzo di mercato che risultava soggetto a oneri eccessivi, contro meno del 5 per cento nel caso dei proprietari a pieno titolo (non gravati da prestiti ipotecari). Sulla base della stessa metrica, nel medesimo anno più del 12 per cento di tutte le famiglie residenti in aree urbane ha superato questa soglia rispetto a meno del 7 per cento delle famiglie che vivono in zone rurali. Inoltre, non sorprende rilevare che circa un terzo di tutte le famiglie nel quintile inferiore della distribuzione del reddito risultasse soggetto a oneri abitativi eccessivi nel 2019. Per di più, il tasso di eccessiva onerosità dei costi abitativi è stato elevato sia per i single che per le famiglie composte da cittadini stranieri (oltre il 20 per cento). Per le famiglie con un tasso di onerosità più elevato (affittuari, famiglie a più basso reddito, residenti in aree urbane e cittadini stranieri) è risultata più alta la probabilità di vivere in alloggi più affollati (cfr. il grafico B). Infine, il tasso di eccessiva onerosità differisce considerevolmente tra i paesi dell'area dell'euro e, in generale, sembra essere inferiore nei paesi in cui il tasso di proprietà delle abitazioni è più elevato (cfr. il grafico C). Queste tendenze

³⁰ In tali oneri sono annoverati anche i fitti figurativi.

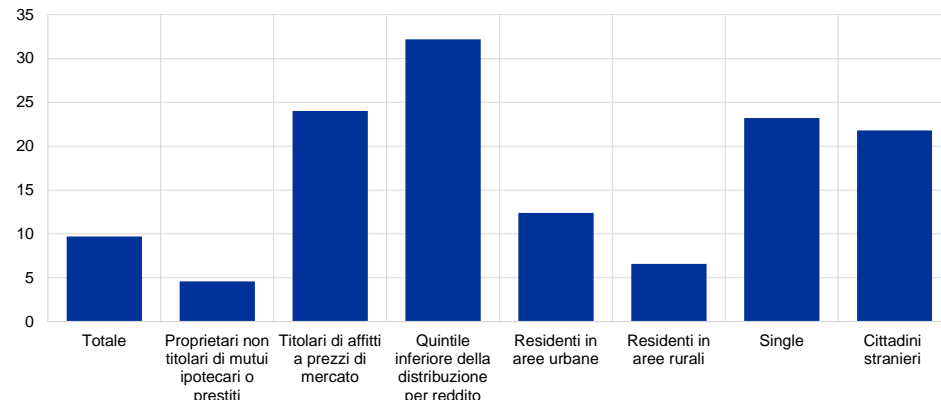
³¹ Costi degli alloggi e reddito disponibile sono considerati entrambi al netto di eventuali sgravi e sono ricavati dai microdati basati sulle risposte delle famiglie alle indagini dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita (European Union Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC). Per maggiori informazioni cfr. [Eurostat](#).

evidenziano l'importanza delle scelte e delle caratteristiche delle famiglie in relazione agli oneri legati ai costi degli alloggi.

Grafico A

Tasso di eccessiva onerosità dei costi abitativi nell'area dell'euro nel 2019

(valori percentuali)



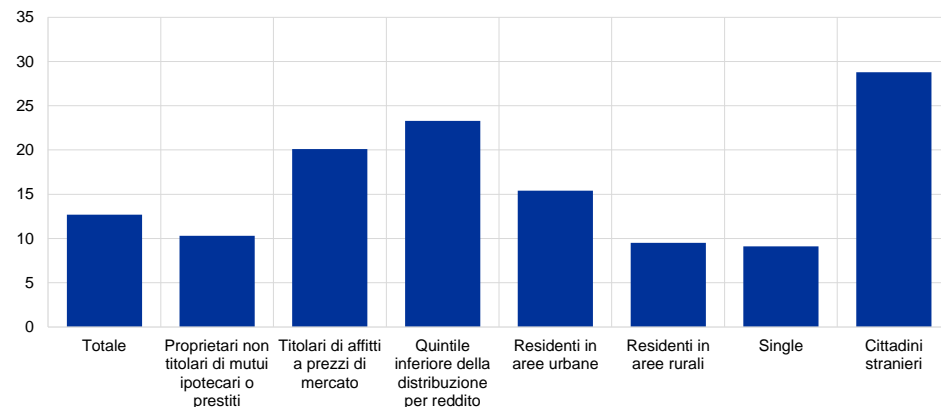
Fonte: EU-SILC.

Note: distribuzione della popolazione con costi abitativi superiori al 40 per cento del reddito disponibile. I dati relativi ai "cittadini stranieri" fanno riferimento alla popolazione di età pari o superiore ai 18 anni.

Grafico B

Tasso di eccessiva densità abitativa nell'area dell'euro nel 2019

(valori percentuali)



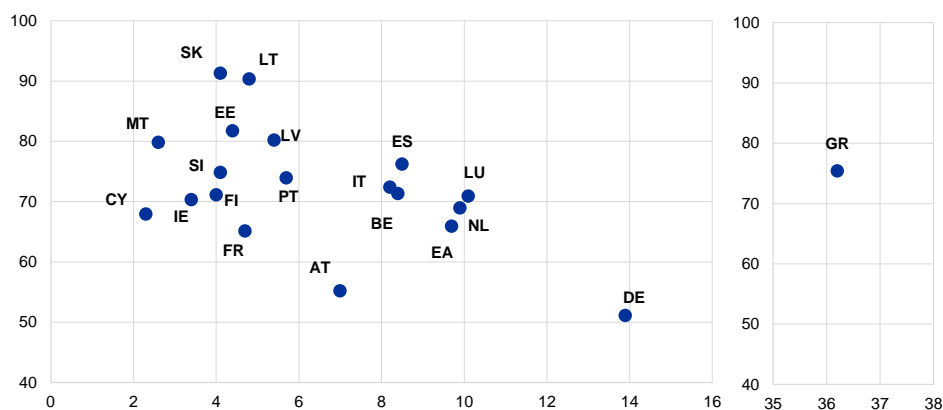
Fonte: EU-SILC.

Note: il tasso di eccessiva densità abitativa è definito come la percentuale della popolazione che vive in una famiglia con molte persone e che non dispone di un numero minimo di stanze pari a: a) una stanza per la famiglia; b) una stanza per coppia facente parte della famiglia; c) una stanza per singola persona di età pari o superiore ai 18 anni; d) una stanza per due singole persone dello stesso genere e di età compresa tra i 12 e i 17 anni; e) una stanza per ogni singola persona di età compresa tra i 12 e i 17 anni non inclusa nella categoria precedente; f) una stanza per due bambini di età inferiore ai 12 anni. I dati relativi ai "cittadini stranieri" fanno riferimento alla popolazione di età pari o superiore ai 18 anni.

Grafico C

Tasso di eccessiva onerosità dei costi abitativi e quota di abitazioni di proprietà nei paesi dell'area dell'euro

(asse delle ascisse: tasso di eccessiva onerosità; asse delle ordinate: tasso di proprietà delle abitazioni; valori percentuali)



Fonte: EU-SILC.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 2019, ad eccezione di Irlanda, Francia, Italia e Slovacchia, per le quali i dati sono relativi al 2018.

Il rapporto tra proprietà delle abitazioni e onerosità dei costi abitativi dipende dalle caratteristiche delle famiglie.

Nel 2019 circa i due terzi delle famiglie dell'area dell'euro erano proprietarie di un'abitazione. La quota di proprietari a pieno titolo degli immobili era prossima al 39 per cento, mentre il 27 per cento delle famiglie era titolare di un mutuo ipotecario o di un prestito (cfr. il grafico D).

Per quanto riguarda i locatari, la gran parte di loro era titolare di un affitto a prezzo di mercato e meno di un terzo a un prezzo agevolato. Lo status degli occupanti degli alloggi variava in funzione delle caratteristiche delle famiglie. Le famiglie la cui disponibilità reddituale superava il 60 per cento del reddito mediano (equivalente) erano prevalentemente proprietarie dell'abitazione e quelle con un reddito inferiore a questa soglia erano per lo più affittuarie (cfr. il grafico E). Inoltre, la percentuale di famiglie costituite da single in alloggi in affitto era superiore a quella di famiglie dello stesso tipo che possedevano un'abitazione di proprietà, mentre nel caso delle famiglie più numerose era vero il contrario (cfr. il grafico F).

Un tasso di proprietà delle abitazioni più elevato non rappresenta necessariamente un fattore positivo o negativo.

Una quota più elevata di abitazioni di proprietà può essere associata a fattori economici sia positivi sia negativi. In genere chi possiede un'abitazione risulta meno oberato dai costi legati all'alloggio rispetto a coloro che vivono in una casa in affitto, soprattutto se l'immobile di proprietà non è gravato dal mutuo o se la famiglia dispone di un reddito elevato. Inoltre, tassi di proprietà delle abitazioni più elevati possono anche essere correlati a un maggiore senso di appartenenza alla comunità di un determinato quartiere o a migliori prospettive di istruzione per i figli. Occorre aggiungere la proprietà di abitazioni, e la ricchezza immobiliare a esso associata, è distribuita in modo più uniforme tra le famiglie rispetto alla ricchezza finanziaria, costituita da titoli come azioni e obbligazioni. Questi ultimi sono generalmente detenuti da una percentuale proporzionalmente minore della popolazione, all'apice dell'intervallo di distribuzione della ricchezza; pertanto un elevato tasso di proprietà delle abitazioni

potrebbe comportare effetti perequativi in termini di disuguaglianze³².

Tuttavia, tassi di proprietà abitativa più elevati possono anche essere associati a una minore mobilità geografica, che può pregiudicare l'efficienza del mercato del lavoro ostacolando il trasferimento dei lavoratori in regioni più produttive³³. Una maggiore percentuale di proprietari può anche essere legata a un mercato degli affitti meno sviluppato³⁴. Inoltre, un sistema fiscale che favorisca in modo sproporzionato la proprietà delle abitazioni, attraverso la deducibilità dei tassi di interesse e altre forme di incentivi fiscali analoghi, può avere effetti distorsivi.

Grafico D

Tipologie di occupanti delle abitazioni nell'area dell'euro nel 2019

(valori percentuali)



Fonte: EU-SILC.

³² Per una trattazione approfondita cfr. Causa, O., Woloszko N. e Leite D., "Housing wealth accumulation and wealth distribution: Evidence and stylised facts", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1588, OCSE, Parigi, dicembre 2019.

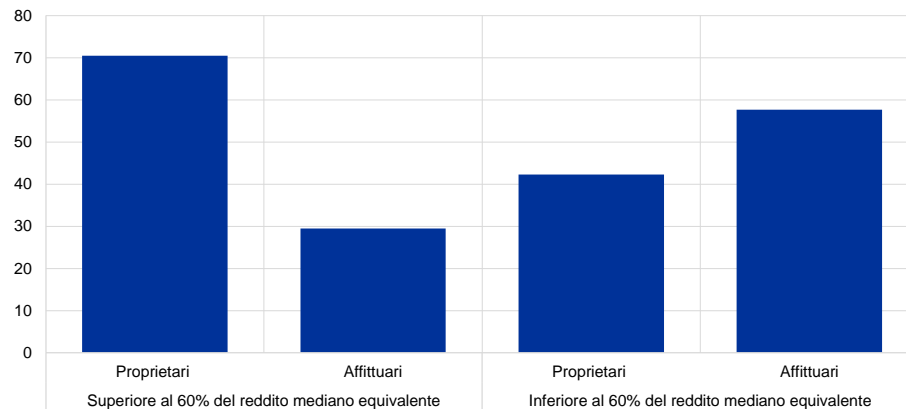
³³ Cfr. ad esempio, Barceló, C., "Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries", *Working Papers*, n. 0603, Banco de España, febbraio 2006.

³⁴ Per una trattazione approfondita cfr. Halket, J., e Pignatti Morano di Custozza, M., "Homeownership and the scarcity of rentals", *Journal of Monetary Economics*, vol. 76, novembre 2015, pagg. 107-123.

Grafico E

Tipologie di occupanti delle abitazioni nell'area dell'euro per caratteristiche di reddito nel 2019

(valori percentuali)

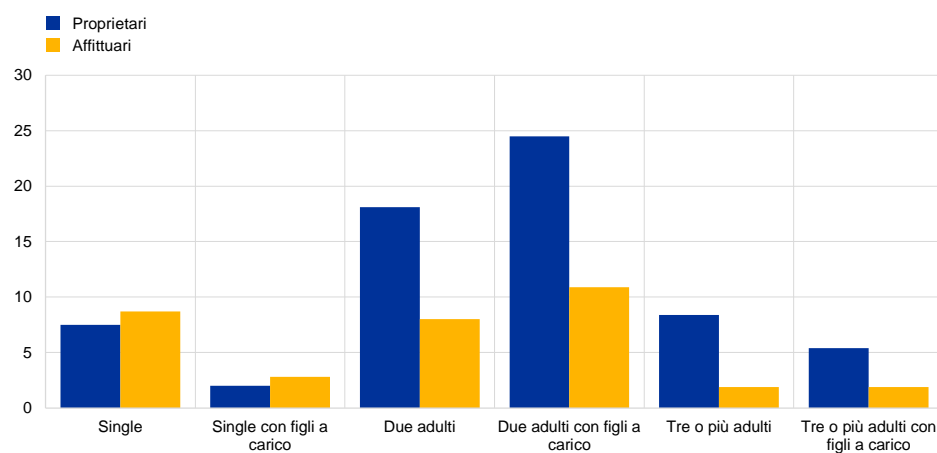


Fonte: EU-SILC.

Grafico F

Tipologie di occupanti delle abitazioni nell'area dell'euro per composizione della famiglia nel 2019

(valori percentuali)



Fonte: EU-SILC.

La crisi da coronavirus (COVID-19) in corso può esacerbare l'eterogeneità degli oneri legati ai costi abitativi tra le varie famiglie.

In futuro, probabilmente, gli effetti negativi della crisi legata al COVID-19 saranno particolarmente gravi per le famiglie più svantaggiate e acuiranno le differenze esistenti, comprese quelle concernenti i costi degli alloggi³⁵. Ciò è dovuto, ad esempio, al fatto che questi ultimi tendono a essere caratterizzati da una certa resilienza in relazione ai livelli di reddito, ponendo problemi allorché il reddito subisce l'effetto di fattori negativi, come nel caso dell'attuale pandemia. Ciononostante, l'impatto generale e a medio termine della crisi derivante dal COVID-19 sul mercato dell'edilizia residenziale in termini di

³⁵ Cfr. *COVID-19: Protecting people and societies*, OCSE, 2020.

cambiamenti strutturali e scelte delle famiglie potrà essere osservato solo nel corso del tempo.

Prezzi delle componenti relative ai viaggi durante la pandemia di COVID-19: potenziali analogie tra paesi e voci

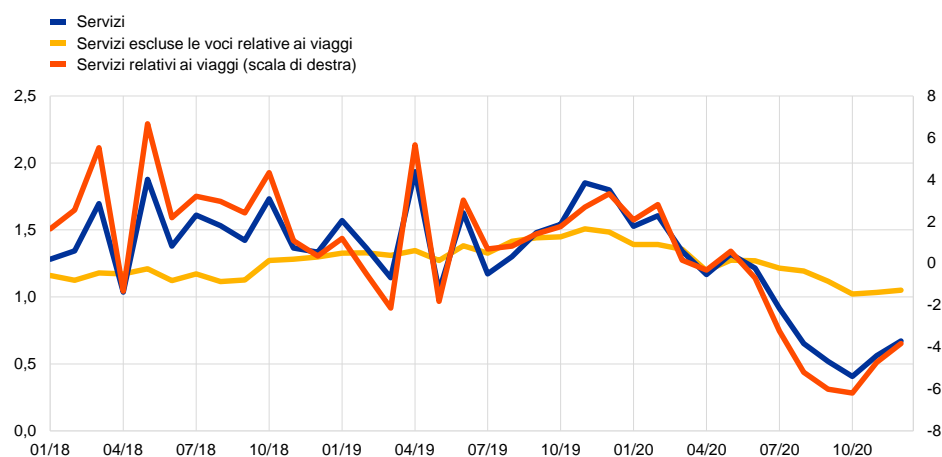
a cura di Eliza Lis e Jakob Nordeman

Durante la pandemia di coronavirus (COVID-19) l'inflazione delle voci relative ai viaggi nell'area dell'euro è crollata. In generale, le componenti dei servizi sono peggiorate recentemente, fino a raggiungere un livello minimo a ottobre 2020. Tale diminuzione è principalmente riconducibile alla forte contrazione della componente relativa ai servizi di viaggio (che includono pacchetti vacanze, servizi di alloggio e trasporto aereo di passeggeri), nonostante il peso relativamente scarso di tale voce sulla componente dello IAPC relativa ai servizi (cfr. il grafico A)³⁶. Ciò è probabilmente dovuto alla natura delle misure di contenimento e chiusura (lockdown) adottate nell'area dell'euro³⁷. Poiché l'impatto di tali misure sull'inflazione si è rivelato particolarmente incisivo per i paesi fortemente esposti al turismo³⁸, il presente riquadro analizza le potenziali analogie esistenti tra le voci relative ai viaggi, colpite dai lockdown causati dal COVID-19, che hanno determinato un calo della componente dell'inflazione legata ai servizi in tutti i paesi dell'area dell'euro.

Grafico A

Andamenti dell'inflazione relativa ai servizi incluse ed escluse le voci relative ai viaggi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le voci relative ai viaggi includono: a) pacchetti vacanze, b) servizi di alloggio e c) trasporto aereo di passeggeri.

³⁶ I prezzi dei pacchetti vacanze sono registrati nel paese di partenza, benché la maggior parte del servizio sottostante potrebbe essere fornita in quello di destinazione. Il prezzo del pacchetto continua probabilmente a riflettere la dinamica di quelli di alberghi, ristoranti e altri servizi analoghi offerti nel paese di destinazione.

³⁷ È importante ricordare che i lockdown hanno determinato notevoli mutamenti dei modelli di spesa per consumi, che finora non sono emersi nelle statistiche ufficiali sull'inflazione. Per maggiori dettagli sui cambiamenti nei consumi delle famiglie indotti dalla pandemia e le relative implicazioni per l'inflazione, cfr. il riquadro [Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19](#) nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

³⁸ Cfr. il riquadro [Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus \(COVID-19\)](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

La flessione dell'inflazione delle componenti relative ai viaggi nell'area dell'euro ha interessato tutte le voci incluse (ovvero pacchetti vacanze, servizi di alloggio e trasporto aereo di passeggeri)³⁹. Il calo dei tassi di inflazione del trasporto aereo di passeggeri ha fornito il contributo maggiore alla diminuzione complessiva (45 per cento circa), seguito da quello dei servizi di alloggio, mentre i pacchetti vacanze hanno inciso nella misura minore alla flessione (cfr. il pannello a) del grafico B)⁴⁰. Le voci relative ai servizi di viaggio sono generalmente molto sensibili alla stagionalità e raggiungono i massimi livelli di prezzo durante i mesi estivi. Nel 2020 i prezzi dei servizi di alloggio e del trasporto aereo di passeggeri (rispetto a gennaio) si sono collocati, a partire dall'estate, al di sotto della media degli anni precedenti e significativamente al di sotto dei livelli osservati nel 2019 (cfr. il pannello b) del grafico B). Inoltre il forte effetto stagionale al rialzo sui livelli dei prezzi del trasporto aereo dei passeggeri, che si registra generalmente nei mesi estivi, è stato più contenuto nell'estate del 2020. L'associazione di tali fattori ha determinato il calo del livello dei prezzi dei servizi di alloggio e del trasporto aereo di passeggeri dall'inizio della pandemia.

³⁹ Nel 2020 i servizi di viaggio rappresentavano approssimativamente il 10 per cento dei servizi inclusi nello IAPC nell'area dell'euro.

⁴⁰ Da febbraio 2020 l'inflazione del trasporto di passeggeri è diminuita di circa 20 punti percentuali, raggiungendo il minimo a ottobre scorso. Nello stesso periodo l'inflazione per i servizi di alloggio è calata di circa 7,5 punti percentuali, registrando il minimo a settembre. Analogamente, l'inflazione dei pacchetti vacanze è scesa di circa 5,5 punti percentuali, con il minimo osservato ad agosto.

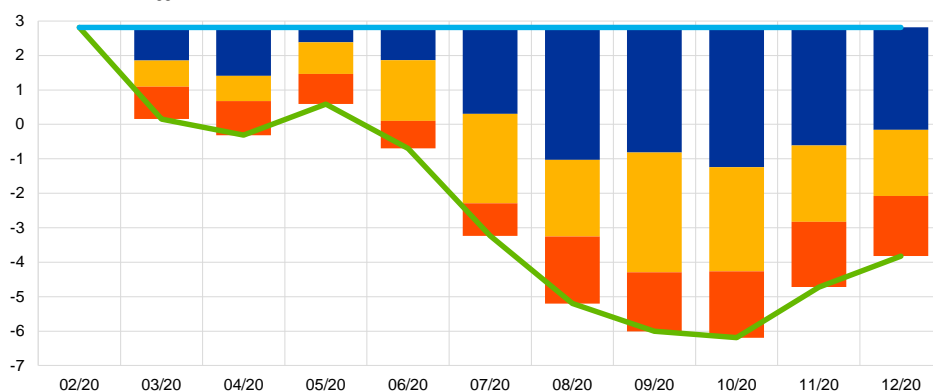
Grafico B

Determinanti dell'inflazione relativa ai servizi di viaggio

(pannello a): variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali rispetto a febbraio 2020; pannello b): indice gennaio = 100)

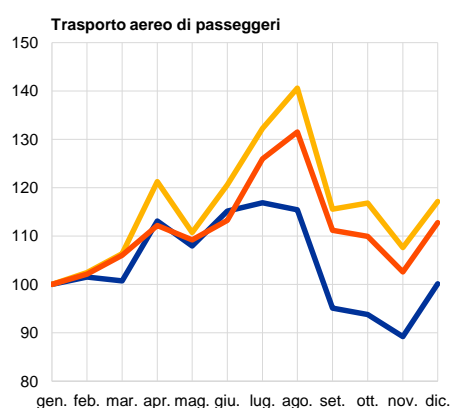
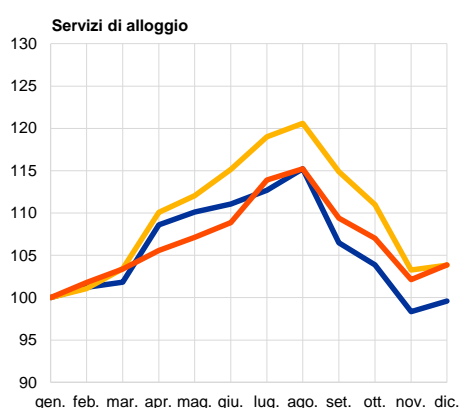
a) Contributi

- Trasporto aereo di passeggeri (19%)
- Servizi di alloggio (46%)
- Pacchetti vacanze (35%)
- Servizi di viaggio
- Servizi di viaggio feb. - 20



b) Stagionalità

- 2020
- 2019
- Media 2018 - 2011



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le quote di pacchetti vacanze, servizi di alloggio e trasporto aereo di passeggeri rispetto ai servizi di viaggio sono mostrate nel pannello a). Gli istogrammi nel pannello a) si riferiscono ai contributi cumulati alla variazione della componente relativa ai viaggi dell'inflazione misurata sullo IAPC da febbraio 2020 e la linea orizzontale si riferisce alla componente relativa ai viaggi dell'inflazione misurata sullo IAPC a quella data.

La componente internazionale dei servizi di viaggio è stata la determinante principale della storica contrazione dell'inflazione per il totale della voce relativa ai viaggi (cfr. il grafico C). Tale effetto è amplificato sia per i pacchetti vacanze sia per il trasporto aereo di passeggeri perché la quota della componente internazionale⁴¹ per l'area dell'euro ammonta all'85 per cento circa⁴². Per contro, il turismo nazionale ha continuato a mostrare una relativa capacità di tenuta in molti

⁴¹ I prezzi dei voli internazionali includono le tratte tra i paesi dell'area dell'euro e quelle verso paesi al di fuori dell'area. Per voli nazionali si intendono solo quelli all'interno di un paese dell'area.

⁴² Per i servizi di alloggio, una scomposizione più dettagliata includerebbe: a) alberghi, motel, pensioni e simili forniture di alloggio, b) centri vacanze, campeggi, ostelli della gioventù e simili forniture di alloggio, nonché c) forniture di alloggio di altro tipo. Tale scomposizione non distingue tra gli ospiti provenienti dal territorio nazionale e gli altri.

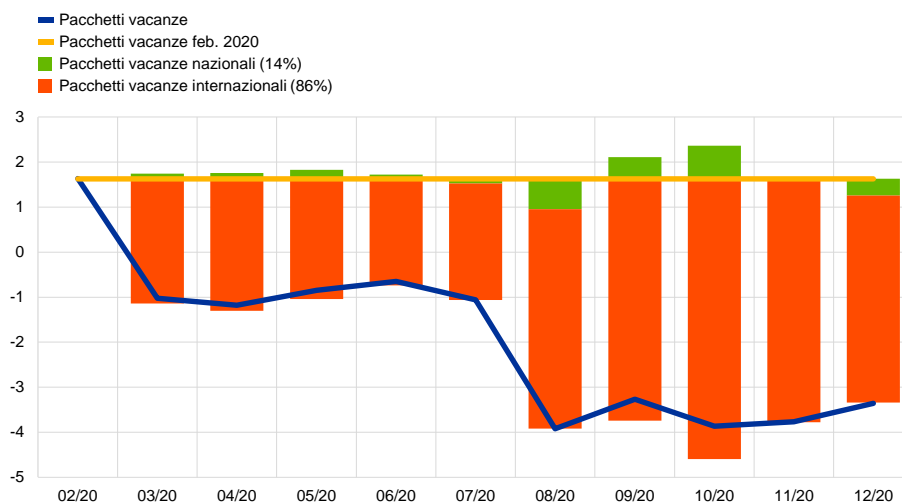
paesi dell'area dell'euro e la diminuzione dei tassi di variazione annui relativi ai prezzi delle vacanze e dei viaggi in territorio nazionale è stata più contenuta⁴³.

Grafico C

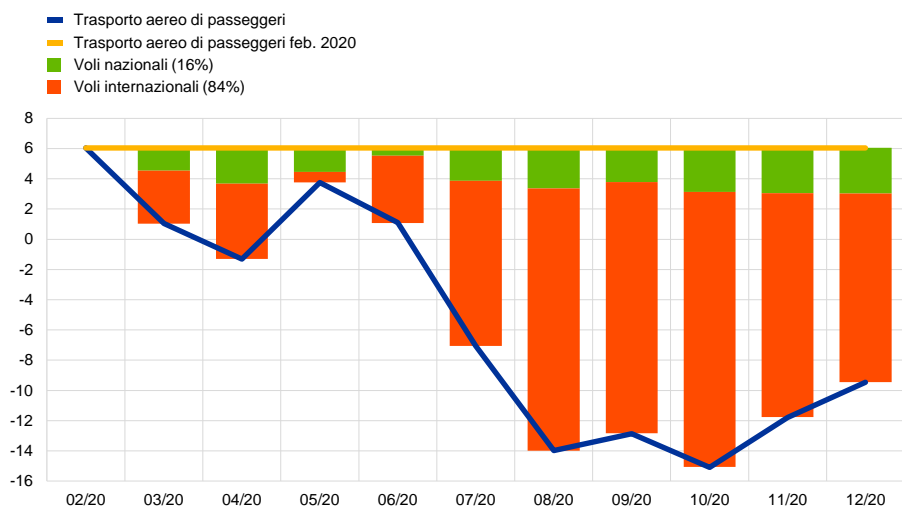
Inflazione relativa alle componenti nazionali e internazionali di pacchetti vacanze e del trasporto aereo di passeggeri

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali rispetto a febbraio 2020)

a) Pacchetti vacanze



b) Trasporto aereo di passeggeri



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le quote delle componenti nazionali e internazionali sia dei pacchetti vacanze sia del trasporto aereo di passeggeri sono mostrati tra parentesi.

Durante i primi lockdown nel secondo trimestre del 2020, la trasmissione ai prezzi dei servizi di viaggio ha presentato dei ritardi⁴⁴. L'iniziale persistenza

⁴³ Tra febbraio e luglio 2020 la flessione dell'inflazione per i voli nazionali era pari a circa 10 punti percentuali, mentre per i voli internazionali ha raggiunto approssimativamente 20 punti percentuali. I tassi di inflazione dei pacchetti vacanze nazionali hanno registrato un calo a luglio e agosto 2020, ma hanno dimostrato una relativa capacità di tenuta nel periodo precedente e successivo.

⁴⁴ Cfr. l'articolo *Il ruolo dei fattori di domanda e offerta nell'inflazione misurata sullo IAPC durante la pandemia di COVID-19: una prospettiva disaggregata* in questo numero del Bollettino.

nell'inflazione relativa ai viaggi può essere ricondotta a diversi fattori. In primo luogo, a causa del distanziamento sociale e delle restrizioni alla mobilità dirette e/o indirette (a seguito delle norme sulla quarantena), la domanda probabilmente sarebbe rimasta contenuta o inesistente, anche se le aziende avessero ridotto i prezzi. In secondo luogo, le imprese avrebbero potuto scegliere di posticipare le variazioni dei prezzi a dopo la revoca delle restrizioni, per evitare ulteriori costi di aggiustamento dei listini (menu costs). Il terzo aspetto riguarda gli indici dei prezzi pubblicati nel secondo trimestre del 2020, che erano basati su livelli elevati di imputazione dei prezzi e potrebbero dunque non aver incorporato l'effetto economico negativo sottostante in quel periodo⁴⁵. Per contro, i tassi di inflazione in genere hanno riflettuto gli andamenti dei dati passati a partire dal 2019. Nel terzo trimestre del 2020, al venir meno di tali effetti, la debolezza della domanda è emersa in modo più evidente⁴⁶.

La recente tendenza al rialzo dei tassi di inflazione relativi ai servizi di viaggio potrebbe risentire di un nuovo aumento dei tassi di imputazione. Molti paesi dell'area dell'euro recentemente sono tornati a imporre severe misure di lockdown, con un conseguente aumento delle percentuali di imputazione. Nel quarto trimestre del 2020 erano stati imputati prezzi soprattutto relativi al settore dei servizi, con una quota pari al 20 per cento circa per l'area dell'euro. Nello stesso trimestre gli indici per i pacchetti vacanze e i servizi di alloggio nell'area dell'euro sono stati segnalati come inattendibili⁴⁷. Come già avvenuto in occasione del lockdown del secondo trimestre dell'anno, i prezzi imputati e la posticipazione delle revisioni dei prezzi da parte delle imprese potrebbero non rivelare le effettive pressioni inflazionistiche.

In tutti i paesi dell'area dell'euro si è assistito a una flessione dell'inflazione relativa ai servizi di viaggio rispetto ai livelli precedenti la pandemia (cfr. il grafico D). Si è comunque riscontrato un certo grado di eterogeneità tra paesi, sia in termini di entità del calo, sia di voci principali che vi hanno contribuito. In generale, i paesi che di solito sono esportatori netti di servizi di viaggio hanno mostrato anche il più forte calo dell'inflazione di tali servizi rispetto a febbraio 2020⁴⁸. I prezzi del trasporto aereo di passeggeri rappresentano la voce più comune tra quelle che hanno contribuito alla forte diminuzione dell'inflazione relativa ai servizi di viaggio tra i vari paesi. Mentre in molti paesi dell'Europa meridionale anche l'inflazione dei servizi di alloggio ha contribuito in modo considerevole, in Germania⁴⁹

⁴⁵ Per i servizi in generale la quota di imputazione ha superato il 40 per cento ad aprile 2020, considerando l'area dell'euro nel suo insieme. In alcuni paesi dell'area le quote di imputazione erano più elevate e per alcuni servizi di viaggio hanno perfino raggiunto il 100 per cento.

⁴⁶ Nonostante una diminuzione dei tassi di imputazione registrata nel terzo trimestre del 2020, alcuni paesi avevano imputato tassi per voci relative ai servizi di viaggio. Se per esempio si considerano i principali paesi dell'area dell'euro, si osserva che i prezzi del trasporto di passeggeri erano stati imputati in Germania per il terzo trimestre dell'anno e in Italia per luglio e agosto.

⁴⁷ L'indice relativo al trasporto aereo di passeggeri è stato segnalato come inattendibile in alcuni paesi membri dell'UE, ma non a livello di area dell'euro.

⁴⁸ Cfr. il riquadro *Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus (COVID-19)* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

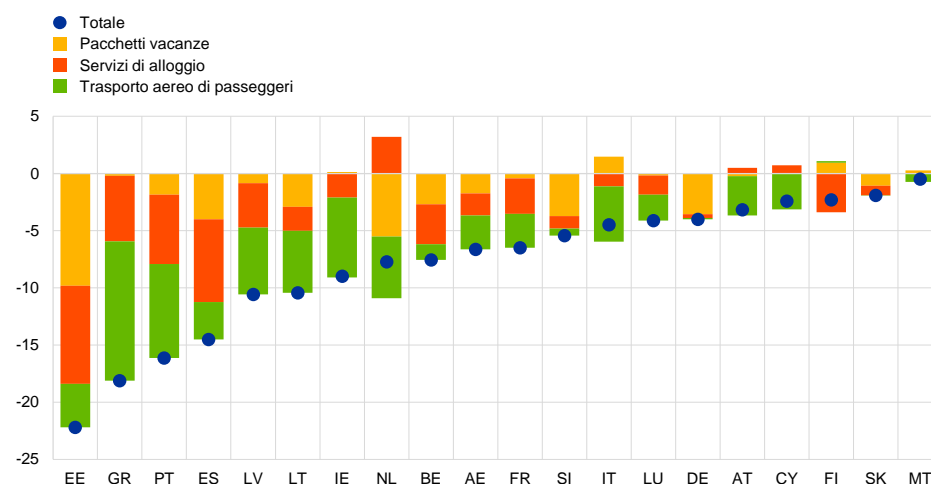
⁴⁹ In Germania l'impatto è parzialmente dovuto anche alla riduzione delle aliquote IVA, in vigore da luglio 2020.

e nei Paesi Bassi⁵⁰ la diminuzione è da ricondurre principalmente ai pacchetti vacanze.

Grafico D

Andamenti dell'inflazione relativa ai servizi di viaggio nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni rispetto a febbraio 2020, contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Guardando al futuro, l'incertezza relativa alle prospettive per l'inflazione dei servizi di viaggio è aumentata. In tutta l'area dell'euro, se da un lato si assiste alla graduale reintroduzione delle misure di lockdown, dall'altro sono iniziate le campagne vaccinali. Qualora tali misure dovessero divenire più severe, è probabile che le percentuali di imputazione per le voci relative ai viaggi aumenterebbero. Le imprese potrebbero decidere di posticipare le variazioni dei prezzi, considerando che nelle attuali circostanze la domanda è piuttosto anelastica rispetto a tali variazioni. Tali elementi potrebbero pregiudicare l'interpretazione delle effettive pressioni inflazionistiche. Quando le restrizioni dei lockdown verranno nuovamente revocate, si ripristinerà la normale dinamica di adeguamento dei prezzi da parte delle imprese, ma l'entità e la natura dipenderanno dalle condizioni di domanda e offerta prevalenti. In generale, le prospettive di inflazione per i servizi di viaggio rimangono incerte perché potrebbero materializzarsi rischi sia al rialzo sia al ribasso, in base all'evoluzione della pandemia di COVID-19.

⁵⁰ Considerando i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, dal punto di vista metodologico la voce *pacchetti vacanze* ha un peso notevole, soprattutto in Germania, Spagna e nei Paesi Bassi.

Articoli

1 L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie

a cura di Catherine Elding, Richard Morris e Michal Slavik

Nell'ambito del processo di raccolta di informazioni sulle prospettive per l'attività economica e i prezzi, la BCE mantiene contatti regolari con le società non finanziarie. Tale raccolta di informazioni sulle imprese è diventata più strutturata nel tempo e tende ad essere particolarmente preziosa in periodi caratterizzati da circostanze eccezionali, come quelle determinate dalla pandemia di coronavirus (COVID-19). Pertanto, a partire da questo numero del Bollettino economico, la BCE fornirà una sintesi dei principali risultati ottenuti dai suoi contatti con le più importanti imprese dell'area dell'euro. Il presente articolo spiega in che modo queste interazioni contribuiscono all'analisi economica della BCE e come vengono organizzate e sintetizzate. I principali risultati degli ultimi scambi con le imprese, avvenuti all'inizio di gennaio 2021, sono riassunti nel riquadro 1.

1 Introduzione

Come molte banche centrali, la BCE mantiene contatti regolari con il settore delle imprese non finanziarie. Tali contatti avvengono soprattutto mediante colloqui telefonici tra il personale della BCE e le principali società non finanziarie, condotti con scadenza regolare. Tali scambi sono uno strumento per raccogliere informazioni sullo stato dell'economia, a sostegno della politica monetaria della BCE. Contatti ad alto livello, inoltre, sono organizzati sotto l'egida dei Colloqui con il settore non finanziario (Non-Financial Business Sector Dialogue, NFBD)⁵¹. Inoltre, vengono effettuate indagini occasionali riguardo temi specifici durante le quali i dirigenti aziendali possono fornire indicazioni particolari. L'esempio più recente è una breve indagine sugli effetti a lungo termine della pandemia di COVID-19⁵².

2 Il contributo dei contatti con le società non finanziarie all'analisi economica della BCE

I contatti della BCE con le società non finanziarie forniscono informazioni in tempo reale sullo stato dell'economia. Ciò contribuisce ad anticipare le tendenze che possono emergere nei dati economici solo con un certo ritardo. Gli scambi sono utilizzati anche per raccogliere informazioni qualitative che integrino quelle più quantitative desunte dai dati statistici e dalle indagini. La BCE fa ampiamente ricorso

⁵¹ L'NFBD si configura come uno di tre colloqui ad alto livello; gli altri sono i Colloqui con il settore bancario e i Colloqui con gli investitori istituzionali. Gli ordini del giorno e le sintesi delle riunioni dell'NFBD sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

⁵² Cfr. il riquadro *Gli effetti a lungo termine della pandemia: evidenze da un'indagine presso le imprese leader* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

a indagini quali quella dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) e quella della Commissione europea presso le imprese, che di solito forniscono una stima utile e tempestiva dei movimenti dell'attività economica e delle aspettative. Tuttavia, poiché si basano su domande chiuse, tali indagini forniscono principalmente indicatori quantitativi. Inoltre le informazioni qualitative di sostegno, che contribuiscono all'interpretazione degli indicatori, possono essere piuttosto limitate⁵³. I contatti della BCE con le società non finanziarie offrono l'opportunità di "guardare oltre i numeri" e di comprendere le determinanti che sottendono alle tendenze economiche attuali e future attese.

I contatti sono mantenuti tramite telefono, perché è un modo efficace per raccogliere informazioni sulla base di una serie di domande aperte. Pertanto tali scambi sono indicati anche come Indagine telefonica presso le imprese. I colloqui iniziano solitamente con la richiesta all'intervistato di fornire una valutazione iniziale dell'attività complessiva, dei prezzi, dei costi e dell'occupazione nel suo settore, nonché delle sue aspettative circa la direzione di tali indicatori. L'attenzione si concentra poi su ciò che determina tali sviluppi sulla base, ad esempio, dei risultati ottenuti dai diversi segmenti dell'impresa. Il contenuto preciso di tali colloqui è strettamente riservato; la riservatezza è tutelata garantendo che solo il piccolo gruppo di economisti che si occupano dell'indagine abbia accesso alle informazioni che identificano le singole imprese. Qualsiasi comunicazione dei risultati è resa anonima, in modo tale che nessuna cifra o dichiarazione possa essere attribuita a una singola persona o società.

Per ragioni di efficienza e trattabilità, le imprese contattate regolarmente in genere sono grandi e, nella maggior parte dei casi, attive in tutta l'area dell'euro o in gran parte di essa. Molte sono attive anche a livello mondiale. Ciò consente di ottenere informazioni con un'ampia copertura settoriale e geografica da un numero relativamente ridotto di conversazioni. I contatti vengono mantenuti, per quanto possibile, con le imprese attive in tutto il settore privato non finanziario. L'obiettivo dei colloqui è comprendere gli andamenti a livello settoriale. Tuttavia, le indicazioni desunte da un colloquio non si limitano solo ai settori in cui opera l'impresa. Normalmente, un'impresa che opera in un settore disporrà di informazioni che aiutano a comprendere gli andamenti in altri settori, in quanto i suoi clienti e fornitori possono operare in settori diversi. Mettere insieme le informazioni provenienti da contatti in settori diversi e considerarne le interconnessioni contribuisce a favorire la comprensione degli andamenti dell'economia nel suo complesso.

I colloqui della BCE con le società non finanziarie sono analoghi alle attività di raccolta di informazioni sulle imprese svolte da altre banche centrali.

La tavola 1 fornisce una panoramica di alcuni dei più noti esercizi di raccolta di informazioni sulle imprese condotti da altre banche centrali al di fuori dell'area dell'euro. In termini comparativi, i colloqui della BCE hanno dimensioni ridotte, misurate in base al numero di imprese contattate, ma la frequenza trimestrale dei

⁵³ Una domanda chiusa significa che agli intervistati viene fornita una serie di opzioni tra le quali scegliere per indicare la direzione del movimento di una determinata variabile in un dato periodo di riferimento. Salvo disposizioni alternative, una domanda chiusa non consente ulteriori chiarimenti.

contatti regolari è stata adottata anche da altre banche centrali. Una differenza importante consiste nel fatto che i contatti della BCE si basano su colloqui telefonici, mentre la maggior parte delle altre banche centrali mantiene contatti tramite agenti presenti sul territorio che, di persona, effettuano interviste in loco. Tuttavia, l'indagine sulle imprese della Riksbank ha un approccio molto simile a quello della BCE, in quanto gli economisti della Sveriges Riksbank effettuano interviste con un numero relativamente ridotto di grandi imprese.

I contatti con le imprese sono particolarmente utili per capire e anticipare andamenti settoriali che altrimenti potrebbero essere mal compresi. Un buon esempio di ciò è stata l'introduzione di nuovi criteri nei collaudi (la procedura di controllo armonizzata a livello mondiale per i veicoli leggeri, Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) che ha avuto un impatto sull'attività dell'industria automobilistica nell'autunno del 2018. Ciò si è tradotto in una stagnazione della produzione automobilistica di dimensioni tali da provocare un netto rallentamento della crescita del PIL. L'effetto di questi nuovi criteri sull'attività economica non è stato adeguatamente rilevato dall'indagine PMI o da quella della Commissione europea presso le imprese, ma è stato segnalato alcuni mesi prima dai contatti nel settore automobilistico. Più in generale, i contatti con le imprese tendono a essere particolarmente utili per comprendere in che misura gli andamenti in un particolare settore o area geografica siano influenzati, tra l'altro, da variazioni normative, catastrofi naturali o provocate dall'uomo, proteste, scioperi o andamenti insoliti delle giornate non lavorative. Ciò, a sua volta, aiuta gli economisti a valutare se è più probabile che i movimenti dei dati economici siano temporanei o duraturi.

Tavola 1

Raccolta di informazioni qualitative svolta presso le imprese da banche centrali selezionate

I contatti della BCE con le imprese confrontati con quelli di altre banche centrali

Banca centrale	Nome	Frequenza	Numero di imprese contattate	Breve descrizione
BCE	Indagine telefonica presso le imprese	Trimestrale	50-70	Gli economisti della BCE intrattengono colloqui telefonici con contatti di alto livello nelle principali società non finanziarie per raccogliere informazioni sulle tendenze economiche attuali e future.
Federal Reserve System	Beige Book	Otto volte l'anno	Non noto	Il Beige Book riassume le condizioni economiche in 12 distretti della Federal Reserve sulla base delle informazioni raccolte da un'ampia gamma di contatti a livello delle imprese e della comunità attraverso una serie di metodi formali e informali.
Banca d'Inghilterra	Sintesi degli agenti sulle condizioni delle imprese	Trimestrale	Oltre 700	Gli agenti della Banca d'Inghilterra che operano in 12 agenzie regionali hanno colloqui individuali con le imprese del loro territorio e raccolgono informazioni su tutti i settori dell'economia. Inoltre producono valutazioni quantitative che esprimono un giudizio su una scala da -5 a +5 sull'andamento di diversi ambiti dell'economia..
Banca nazionale svizzera	Segnali congiunturali	Trimestrale	240	I delegati alle relazioni economiche regionali della Banca nazionale svizzera tengono colloqui con i dirigenti delle imprese: i risultati principali di tali colloqui sono sintetizzati nel rapporto "Segnali congiunturali". I delegati valutano una parte delle informazioni qualitative ricevute secondo una scala numerica compresa tra -2 e +2.
Sveriges Riksbank	Indagine sulle imprese	Tre volte l'anno	30-45	Gli economisti della Sveriges Riksbank conducono regolarmente interviste presso le maggiori imprese industriali, di costruzioni, commerciali e di parti del settore dei servizi. I risultati delle interviste sono riportati nell'indagine sulle imprese della Riksbank.
Norges Bank	Relazione sulla rete regionale	Trimestrale	Oltre 300	Su base trimestrale, la Norges Bank conduce un'indagine presso i dirigenti di oltre 300 imprese e organizzazioni in merito agli andamenti economici e alle prospettive.

Fonti: ad eccezione delle informazioni sulla BCE, le descrizioni si basano su informazioni fornite sui siti Internet delle rispettive banche centrali.

Gli andamenti nel corso della pandemia di COVID-19 hanno sottolineato l'importanza di mantenere i contatti con le imprese.

Molte delle società con le quali sono stati mantenuti i contatti operano in tutto il mondo, compresa la Cina. Pertanto, nel momento in cui l'impatto del virus non era ancora evidente in Europa, gli economisti della BCE erano in grado di parlare direttamente con le imprese interessate riguardo le implicazioni per le catene di approvvigionamento mondiali. Quando la pandemia si è diffusa in Europa, è stato possibile discutere modalità ed entità del probabile impatto sulla produzione. Poiché le condizioni estreme hanno interrotto la consueta relazione statistica tra gli indicatori delle indagini e il PIL, i contatti con le imprese hanno aiutato gli economisti a colmare il divario e a valutare rapidamente in termini ampi, ma comunque ragionevolmente precisi, la misura in cui l'attività si era contratta ad aprile e quanto rapida sia stata la sua ripresa a maggio e giugno.

3 L'organizzazione dei contatti della BCE con le società non finanziarie

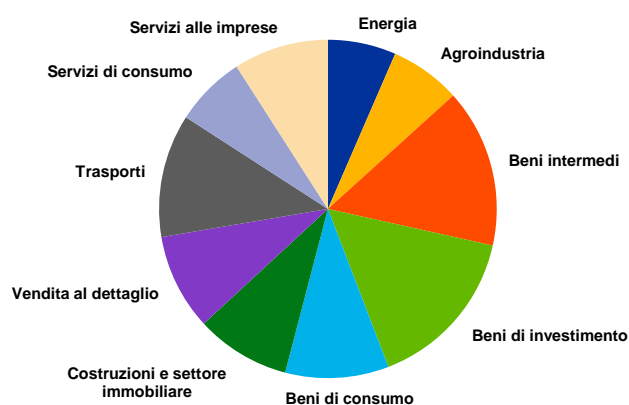
La BCE cerca di mantenere i contatti con circa 150 imprese leader e, ogni trimestre, di effettuare colloqui con un numero compreso tra 50 e 70 di esse.

La frequenza dei contatti con un'impresa varia a seconda del fulcro e dell'ampiezza delle attività dell'impresa e, in particolare, della disponibilità dei contatti durante il periodo oggetto dell'indagine. I contatti della BCE in tali società sono per lo più a livello di consiglio di amministrazione. Le tornate dei colloqui si svolgono nell'arco di una o due settimane, di solito agli inizi di gennaio, aprile, luglio e ottobre, in modo che i risultati possano confluire nella preparazione delle riunioni del Consiglio direttivo nel corso di tali mesi. I colloqui si concentrano di solito sugli andamenti del trimestre immediatamente precedente e sulle prospettive per il trimestre in corso e successivo. In caso di particolare necessità possono inoltre essere organizzati contatti su scala più ridotta in altri momenti.

Grafico 1

Distribuzione delle imprese partecipanti nei macrosettori economici

(quota del totale delle imprese)



Note: il grafico mostra la distribuzione tra i settori delle imprese contattate nel corso del 2020. L'assegnazione ai settori si riferisce all'organizzazione dell'indagine e non ai settori delineati ai fini della classificazione statistica. Molte imprese operano in più di un settore (ad esempio, i produttori di beni di consumo possono anche avere punti vendita al dettaglio).

La copertura settoriale è ampia, sebbene con un certo sbilanciamento verso il settore manifatturiero. La scomposizione settoriale media delle imprese partecipanti nel 2020 è illustrata nel grafico 1. Rispetto alla struttura effettiva dell'economia, vi è una lieve sovrarappresentazione del settore manifatturiero e una sottorappresentazione di parti del settore dei servizi. Ciò riflette in larga misura la natura e l'organizzazione di tali settori. Nel settore manifatturiero vi sono molte grandi imprese che operano in diverse giurisdizioni, mentre il settore dei servizi è caratterizzato da una maggiore segmentazione tra i mercati nazionali e da una prevalenza di imprese più piccole. Tale "distorsione" è pertanto difficile da evitare e, inoltre, a livello più generale è una caratteristica tipica delle indagini sulle imprese.

I colloqui sono guidati attraverso domande riguardanti l'attività, i prezzi e l'occupazione. I colloqui telefonici durano di norma circa 20-30 minuti e si basano

su un questionario, sostanzialmente invariato da una tornata all'altra. In particolare, vi sono quattro domande ricorrenti.

1. In che modo l'attività dell'area dell'euro (ad esempio produzione, vendite, consegne, ordini...) si è evoluta negli ultimi mesi nel suo settore e cosa si aspetta che accada nel breve periodo? Quali sono i principali fattori alla base di questa valutazione?
2. Qual è stata l'evoluzione dei prezzi nel suo settore negli ultimi mesi e cosa si aspetta che accada nel breve periodo? Quali sono le principali ragioni alla base di tali andamenti (ad esempio costi degli input, pressioni concorrenziali, ecc.)? In particolare, qual è la sua valutazione in merito alle pressioni sul costo del lavoro?
3. È pregato di fornire osservazioni sugli andamenti occupazionali recenti e futuri attesi nel suo settore. Quali sono attualmente le principali problematiche che riguardano l'occupazione nel suo settore?
4. Ci sono altri problemi che vorrebbe segnalare ai responsabili delle politiche della BCE?

L'ultima domanda offre ai nostri contatti l'opportunità di accrescere la consapevolezza in merito a questioni che possono interessarli e che riguardano, ad esempio, il funzionamento dei mercati finanziari, gli effetti della politica della BCE o di politiche economiche più generali. Ciò contribuisce a orientare le decisioni della BCE e il suo dialogo con le altre istituzioni politiche dell'UE e internazionali e con le parti sociali.

Riquadro 1

Principali evidenze emerse dai contatti della BCE con le società non finanziarie (gennaio 2021)

a cura di Eduardo Maqui, Richard Morris e Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti delle principali società non finanziarie che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 4 e l'11 gennaio 2021.

I contatti hanno segnalato tendenze molto divergenti nel quarto trimestre del 2020, nel contesto della seconda ondata della pandemia di coronavirus (COVID-19), ma nel complesso l'attività ha dimostrato una maggiore capacità di tenuta rispetto alla primavera.

Come nei precedenti, durante l'ultimo trimestre del 2020 le restrizioni dovute al lockdown e le conseguenti variazioni dei profili di spesa hanno ridotto la domanda di determinati beni e servizi, nel contempo aumentandola per altri. Ciò vale non solo per i diversi settori di attività, ma anche all'interno dei vari settori e, molto spesso, all'interno di segmenti diversi della stessa attività. Tuttavia, la seconda ondata della pandemia e i relativi lockdown hanno avuto un impatto minore sulla maggior parte delle imprese rispetto alla prima ondata. Laddove consentito dalla normativa, le imprese sono state maggiormente in grado di mantenere la produzione (mediante test, screening e lavoro da casa), mentre i consumatori hanno acquisito una sempre maggiore familiarità con le

piattaforme di vendita online. I settori orientati all'esportazione hanno beneficiato della crescita in aree del mondo in cui il virus era meno diffuso.

Gran parte del settore manifatturiero ha registrato una continua ripresa della domanda e i vincoli alla produzione si sono spostati sempre di più dal lato dell'offerta.

I contatti in settori quali l'acciaio, i prodotti chimici, l'industria automobilistica e quella elettronica hanno segnalato un aumento della produzione, delle vendite e degli ordini, risalendo ai livelli precedenti la pandemia o in alcuni casi superandoli. All'inizio della pandemia, le imprese avevano ridotto il capitale circolante per preservare la liquidità. Poiché da allora la ripresa della domanda di beni manufatti è stata superiore alle attese, sia a livello mondiale che in Europa, la ricostituzione delle scorte e la domanda molto robusta di beni di consumo durevoli hanno generato una forte domanda di numerosi beni di investimento intermedi e a ciclo breve. Diversi contatti in tali settori hanno affermato che le loro imprese stanno attualmente operando a piena capacità, o quasi, e/o che i limiti alla produzione sono ora principalmente dal lato dell'offerta. Ciò ha rispecchiato le condizioni della domanda e dell'offerta a livello mondiale, nonché alcune strozzature nel settore dei trasporti e della logistica.

Per contro, i nuovi lockdown hanno causato ulteriori notevoli cali nelle vendite di prodotti personali, nonché nei servizi di viaggio, turismo e intrattenimento.

Per la maggior parte dei venditori al dettaglio, il boom delle vendite online non è riuscito a compensare la chiusura periodica dei punti vendita fisici. Ciò ha colpito in particolare i produttori e i venditori al dettaglio di abbigliamento e altri accessori personali, in quanto le loro vendite dipendono dalla possibilità dei clienti di provare gli articoli. La domanda di fondo ha risentito inoltre dell'assenza di necessità di abbigliamento per lavoro, eventi sociali o vacanze. A seguito di una ripresa molto limitata in estate, il turismo e i viaggi hanno subito una nuova contrazione, dopo che molti paesi hanno ripristinato le restrizioni agli spostamenti a partire da fine agosto. Il settore dello spettacolo è stato nuovamente colpito dalla chiusura dei teatri a partire da ottobre. Per contro, molti altri servizi alle imprese e ai consumatori hanno registrato livelli piuttosto normali e/o una crescita dell'attività.

Per il primo trimestre del 2021 si attendevano variazioni modeste, ma la domanda latente di servizi potrebbe dar luogo a una sostanziale ripresa e a variazioni negli andamenti dei consumi nel corso dell'anno.

Con l'introduzione dei vaccini vi era la speranza di una significativa eliminazione delle restrizioni legate alla pandemia, ma anche l'incertezza in merito al fatto che ciò sarebbe accaduto nel secondo trimestre o successivamente nel corso dell'anno. I contatti nel settore dei viaggi erano fiduciosi di registrare una discreta domanda di servizi turistici e di viaggio una volta revocate le restrizioni. Anche i venditori al dettaglio e i produttori di abbigliamento hanno mostrato speranza in una ripresa della domanda dopo Pasqua. Per contro, potrebbe verificarsi una certa attenuazione della domanda di (altri) beni manufatti. La diffusione della pandemia e l'introduzione dei vaccini nelle ultime settimane hanno avuto sostanzialmente effetti di compensazione in termini di prospettive per il 2021 nel complesso, mentre gli elevati livelli del debito e la necessità di un risanamento dei conti pubblici a un certo punto hanno pesato sulle prospettive di medio termine.

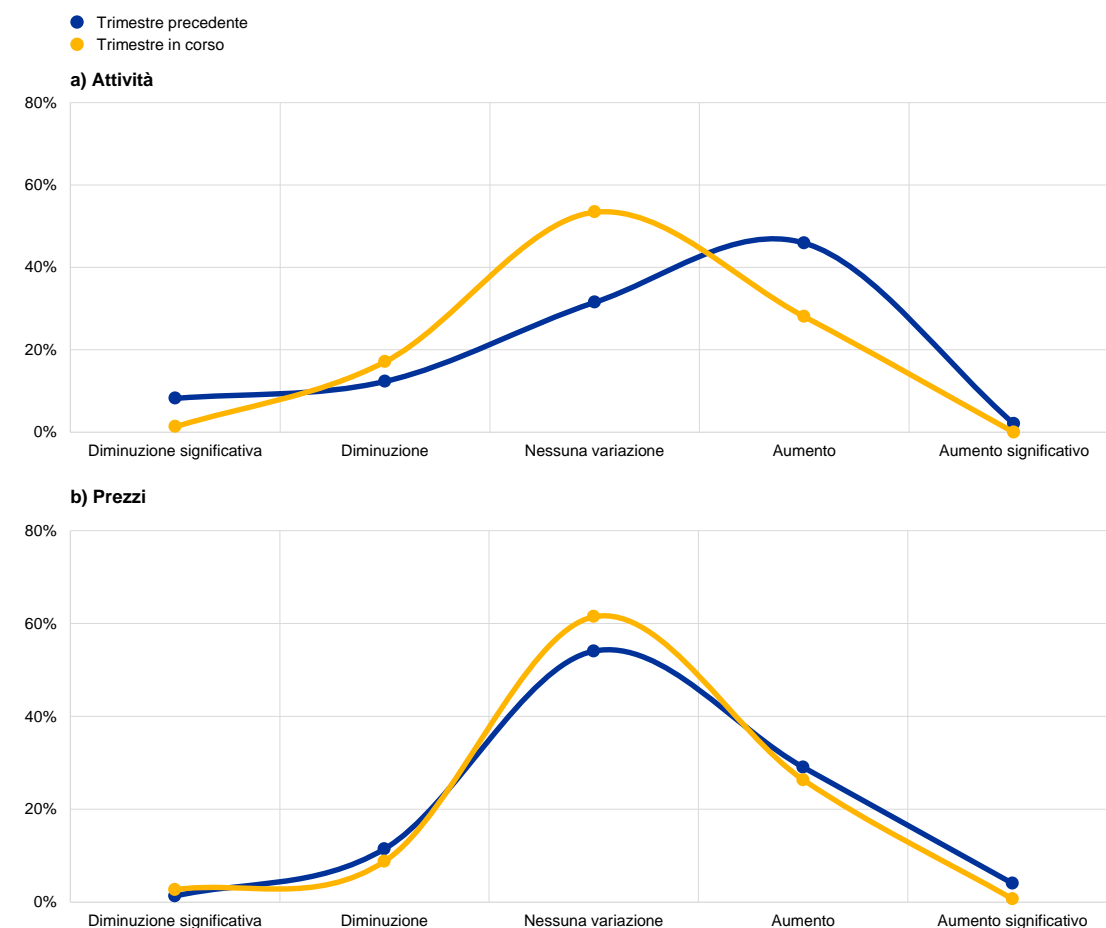
Adeguamenti delle ore lavorate, personale interinale e ricorso a regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro sono stati utilizzati per adattare gli input di lavoro nel breve periodo, mentre l'occupazione a tempo indeterminato ha continuato a diminuire nella maggior parte delle imprese.

Le agenzie di collocamento hanno osservato un aumento dell'attività nel quarto trimestre del 2020 rispetto al terzo, pur rimanendo ben al di sotto dei livelli osservati un anno prima. I segmenti maggiormente in crescita sono stati la logistica, i trasporti e i servizi di consegna, trainati dal commercio elettronico. Guardando al di là delle oscillazioni a breve termine, per la maggior parte delle imprese la revisione al ribasso delle previsioni di vendita causata dalla pandemia, associata agli incrementi di produttività, ha comportato una tendenza al ribasso del numero di occupati. Nella maggior parte dei casi, ciò potrebbe essere ricondotto a dimissioni volontarie e prepensionamenti. Alcuni contatti hanno osservato maggiori margini di assunzione nel prosieguo dell'anno, quando, ad esempio, sarebbero stati avviati nuovi progetti di investimento.

Grafico A

Sintesi delle osservazioni dei contatti circa l'andamento e le prospettive per l'attività e i prezzi

(percentuale degli intervistati)



Fonte: BCE

Note: i risultati del trimestre precedente riflettono la valutazione effettuata dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dai contatti circa l'attività (vendite, produzione, ordini) e i prezzi nel quarto trimestre del 2020. I risultati del trimestre in corso riflettono la valutazione di quanto affermato dai contatti circa le prospettive per l'attività e i prezzi nel primo trimestre del 2021.

A seguito delle pressioni al ribasso sulla formazione dei prezzi durante la fase iniziale della pandemia, il contesto di determinazione dei prezzi in molti settori è gradualmente migliorato.

In gran parte del settore manifatturiero la ripresa della domanda, associata a una parziale trasmissione iniziale della crescita recente dei costi delle materie prime, ha indotto le imprese ad aumentare i prezzi e/o anticipare ulteriori aumenti, anche se in genere modesti, nel primo trimestre del 2021. Tuttavia tale andamento tende a concentrarsi a monte piuttosto che nei prezzi al consumo finali. Nella maggior parte dei casi, i produttori di beni di consumo, i venditori al dettaglio e i fornitori di servizi alle imprese hanno definito stabile il loro contesto di determinazione dei prezzi. Il relativo vigore della domanda di beni di consumo aveva, in certa misura, ridotto i precedenti timori di forti ribassi. Inoltre, anche in settori fortemente colpiti dalla pandemia, il ribasso dei prezzi è stato piuttosto limitato, in quanto le decisioni di spesa dei consumatori sono state guidate più da considerazioni normative e di sicurezza che dai prezzi.

I prezzi degli input sono stati per lo più descritti come in aumento, trainati dai costi delle materie prime, dei trasporti e della logistica, mentre le prospettive salariali sono rimaste contenute.

In seguito alla ripresa del settore manifatturiero a livello mondiale, i prezzi della maggior parte delle materie prime hanno continuato ad aumentare negli ultimi mesi e in alcuni casi hanno già raggiunto livelli molto elevati. A seconda delle strutture contrattuali e delle pratiche di copertura, ciò si è già trasmesso ai costi effettivi o dovrebbe farlo nel corso del 2021. In molti casi si è affermato che i costi di trasporto (in particolare le tariffe del trasporto marittimo e aereo) sono aumentati in misura significativa, mentre le imprese hanno anche dovuto far fronte a maggiori costi derivanti dall'attuazione delle misure di sicurezza legate al COVID-19. La maggior parte dei contatti ha descritto l'andamento salariale come contenuto, dato che in molti settori l'accento posto sul mantenimento del posto di lavoro è stato maggiore del solito. La continua disponibilità di regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro ha contribuito a trasformare i costi del lavoro solitamente fissi in costi variabili.

2 Il ruolo dei fattori di domanda e offerta nell'inflazione misurata sullo IAPC durante la pandemia di COVID-19: una prospettiva disaggregata

a cura di Derry O'Brien, Clémence Dumoncel ed Eduardo Gonçalves

1 Introduzione

L'impatto economico della pandemia di coronavirus (COVID-19) non è uno shock standard da manuale. È, al contrario, multidimensionale: presenta fonti sia esterne che interne, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta, sia a livello aggregato che settoriale. Ciò rende difficoltosa la valutazione dell'inflazione. Relazioni consolidate tra l'inflazione e le sue determinanti potrebbero essere smentite o non essere scalabili, data l'entità delle turbolenze sui mercati dei beni e servizi e del lavoro. Inoltre, la crescente enfasi che la letteratura sull'inflazione pone sulle distribuzioni piuttosto che sui risultati puntuali relativi all'inflazione futura è rilevante per l'analisi dell'impatto che lo shock indotto dal COVID-19 ha avuto sui rischi di inflazione.

La comprensione delle determinanti dell'inflazione durante la pandemia è agevolata dall'adozione di una prospettiva più granulare del consueto.

Le banche centrali utilizzano spesso un approccio disaggregato per integrare le valutazioni basate sull'inflazione complessiva. Tale approccio è generalmente utilizzato per distillare le tendenze di fondo (comuni) dell'inflazione o per migliorare l'accuratezza delle previsioni⁵⁴. Per comprendere le determinanti dell'inflazione, l'analisi della BCE di norma ne considera le principali componenti, quali i beni energetici, i beni alimentari, i beni industriali non energetici e i servizi. Passando a un livello di granularità più elevato di quello impiegato abitualmente, ossia considerando le 12 sottocomponenti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), l'analisi esposta nel presente articolo favorisce una migliore comprensione del diverso impatto esercitato dalla pandemia sulle varie componenti e, in ultima analisi, una maggiore conoscenza delle attuali determinanti dell'inflazione complessiva⁵⁵.

In particolare, è probabile che per un insieme di componenti dell'inflazione il ruolo degli effetti dal lato dell'offerta sia più ampio del solito. La natura dei provvedimenti di chiusura (lockdown) e delle misure di contenimento imposti dopo l'insorgere della pandemia ha comportato un'interruzione delle attività produttive e/o

⁵⁴ Cfr. l'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero 4/2018 di questo Bollettino; Benalal, N., Diaz del Hoyo, J.L., Landau, B., Roma, M. e Skudelny, F., "To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting", *Working Paper Series*, n. 374, BCE, luglio 2004; e Chalmovianský, J., Porqueddu, M. e Sokol, A., "Weigh(t)ing the basket: aggregate and component-based inflation forecasts for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2501, BCE, dicembre 2020.

⁵⁵ Ciò integra la letteratura esistente sull'inflazione settoriale; cfr., ad esempio, Imbs, J., Jondeau, E. e Pelgrin, F., "Sectoral Phillips curves and the aggregate Phillips curve", *Journal of Monetary Economics*, vol. 58(4), maggio 2011, pagg. 328-344; Reis, R. e Watson, M.W., "Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2(3), luglio 2010, pagg. 128-157; e Stock, J.H. e Watson, M.W., "Trend, Seasonal, and Sectoral Inflation in the Euro Area", in Castex, G., Galí, J. e Saravia, D. (a cura di), *Changing Inflation Dynamics, Evolving Monetary Policy*, Banca centrale del Cile, 2020, pagg. 317-344.

un aumento dei costi per alcuni settori⁵⁶. Le variazioni di prezzo associate a tali effetti dal lato dell'offerta possono, in primo luogo, modificare l'andamento dei prezzi relativi e non necessariamente l'inflazione aggregata. Nell'ambito della consueta analisi dell'inflazione è prassi comune valutare le turbolenze a breve termine dell'offerta relative ai prezzi dei beni energetici e alimentari, a causa dell'entità spesso cospicua di tale tipologia di shock. A distinguere la pandemia, tuttavia, è il ruolo più ampio del solito esercitato dagli effetti dal lato dell'offerta sull'inflazione di fondo derivanti dai lockdown. Un approccio disaggregato esteso alle componenti di fondo può anche far luce sulle conseguenze dello shock dal lato della domanda connesso alle perdite di reddito o all'incertezza provocate dalla pandemia. Data l'entità dell'impatto, possono esservi implicazioni sia per i livelli dei prezzi aggregati sia, in funzione delle elasticità dei redditi e delle sostituzioni, per i prezzi relativi.

Il presente articolo illustra come una prospettiva più disaggregata possa contribuire alla stima delle implicazioni della pandemia, potenziando la consueta analisi dell'inflazione. La sezione 2 descrive l'evoluzione dell'inflazione aggregata durante il periodo di diffusione del COVID-19 e spiega la motivazione del livello di granularità adottato nell'analisi. La sezione 3 esamina le determinanti della risposta dell'inflazione, componente per componente, concentrandosi principalmente sul ruolo dei fattori interni che sono specifici della pandemia. La sezione esamina inoltre il ruolo degli effetti dal lato della domanda e dell'offerta e include una scomposizione dell'inflazione a livello di componente nei contributi di tali effetti allo shock strutturale. La sezione 4 espone alcune considerazioni conclusive.

2 L'aggiustamento dell'inflazione misurata sullo IAPC allo stato attuale

Le principali componenti dell'inflazione misurata sullo IAPC hanno reagito in modo eterogeneo allo shock indotto dalla pandemia. L'inflazione complessiva è scesa dall'1,2 per cento di febbraio allo 0,1 per cento a maggio, per poi passare in territorio negativo ad agosto (cfr. il grafico 1). A livello delle principali componenti, tuttavia, la risposta è stata disomogenea sia in termini di velocità che di entità. L'iniziale brusco calo dell'inflazione complessiva è prevalentemente riconducibile a una riduzione del contributo dell'inflazione dei beni energetici, passato da 0,0 a -1,2 punti percentuali tra febbraio e maggio, che può essere chiaramente attribuito a uno shock esterno sui prezzi dal lato dell'offerta legato alle materie prime (petrolio).

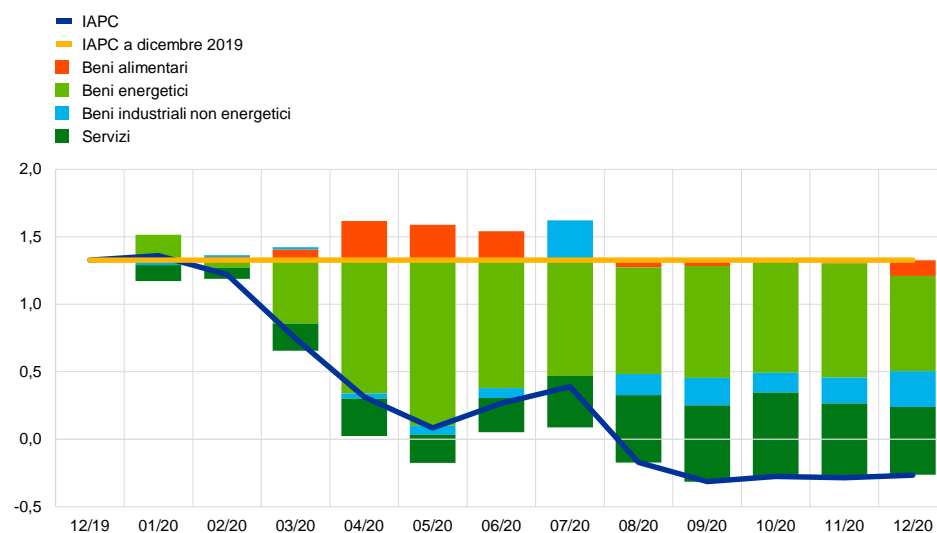
⁵⁶ Di fatto, le recenti evidenze sull'impatto dei lockdown iniziali suggeriscono che i connessi effetti dal lato dell'offerta potrebbero aver esercitato significative pressioni al rialzo sull'inflazione. Per i Paesi Bassi e l'area dell'euro, cfr. Bonam, D. e Smadu, A., "Supply and demand shocks due to the coronavirus pandemic contribute equally to contraction in production", *DNBulletin*, De Nederlandsche Bank, 5 novembre 2020; per la Germania, cfr. Balleer, A., Link, S., Menkhoff, M. e Zorn, P., "Demand or Supply? Price Adjustment during the Covid-19 Pandemic", *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, numero 31, Centre for Economic Policy Research, giugno 2020, pagg. 59-102; per il Regno Unito, cfr. Macaulay, A. e Surico, P., "Is the Covid-19 recession caused by supply or demand factors?", *Questions and answers about coronavirus and the UK economy*, Economics Observatory, 2020; e per gli Stati Uniti, cfr. Shapiro, A., "A Simple Framework to Monitor Inflation", *Working Papers*, n. 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco, agosto 2020; e Baqaee, D. e Farhi, E., "Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 Crisis", *NBER Working Papers*, n. 27152, maggio 2020.

Nello stesso periodo, tuttavia, il contributo dell'inflazione dei beni alimentari è aumentato, principalmente a causa della componente relativa a quelli non trasformati⁵⁷. Il crescente contributo dell'inflazione dei beni alimentari non può essere facilmente attribuito a un particolare tipo di shock, in quanto è probabile che ci siano stati effetti al rialzo riconducibili ai prezzi delle materie prime alimentari a causa dell'influenza suina H1N1 e dei costi più elevati all'interno delle catene di approvvigionamento internazionali e nazionali, ma anche una maggiore domanda, in quanto durante il lockdown le famiglie sono state obbligate a trasferire la spesa per ristoranti e mense su beni alimentari per il consumo domestico. A partire dalla metà dell'anno l'inflazione complessiva è ulteriormente diminuita, poiché anche quella misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) ha contribuito in misura crescente alle tendenze disinflazionistiche, principalmente per effetto di un calo dell'inflazione dei servizi e, in misura minore, di una riduzione di quella dei beni industriali non energetici.

Grafico 1

Scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: gli istogrammi mostrano i contributi delle componenti alla variazione dello IAPC sui dodici mesi a partire da dicembre 2019.

Fino al terzo trimestre del 2020 la risposta dell'inflazione misurata sull'HICPX è stata sostanzialmente in linea con le regolarità storiche, segnalando chiaramente il ruolo degli effetti al ribasso dal lato della domanda. La risposta dell'inflazione misurata sull'HICPX durante la pandemia è stata modesta in rapporto al calo dell'attività. Tale persistenza a breve termine può riflettere una varietà di fattori, tra i quali i costi di aggiustamento dei listini (menu costs), i contratti di fornitura preesistenti o una priorità più elevata assegnata al mantenimento di buoni

⁵⁷ Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

rapporti con i clienti commerciali⁵⁸. A tale riguardo, l'HICPX ha registrato un'evoluzione sostanzialmente in linea con una previsione basata sulla curva di Phillips, condizionata all'andamento degli indicatori standard dell'attività e della capacità inutilizzata⁵⁹. Ipotizzando una completa propagazione dell'impatto recessivo della pandemia nel secondo trimestre, la risposta dell'HICPX è stata pressoché conforme alle aspettative (cfr. il grafico 2). Tale risposta, in linea con gli indicatori della capacità inutilizzata, suggerisce che l'indebolimento della domanda (netta) ha probabilmente svolto un ruolo importante, ma non esclude la possibilità che lo shock multidimensionale legato al COVID-19 sia stato anche caratterizzato da effetti dal lato dell'offerta più ampi del consueto. Di fatto, un'analisi più improntata alle caratteristiche strutturali delle determinanti dell'inflazione aggregata evidenzia il peso che nella recente dinamica dell'inflazione complessiva hanno avuto gli effetti dal lato dell'offerta interna (cfr. il riquadro 1).

La restante parte del presente articolo esamina l'aggiustamento dell'inflazione misurata sull'HICPX durante la pandemia in termini di persistenza a breve termine e principali determinanti. Per l'inflazione misurata sull'HICPX viene utilizzato un approccio per ciascuna componente basato su un livello più elevato di disaggregazione, che può essere più facilmente correlato anche ad altri effetti specifici per settore, inclusi i problemi di misurazione legati all'imputazione dei prezzi.

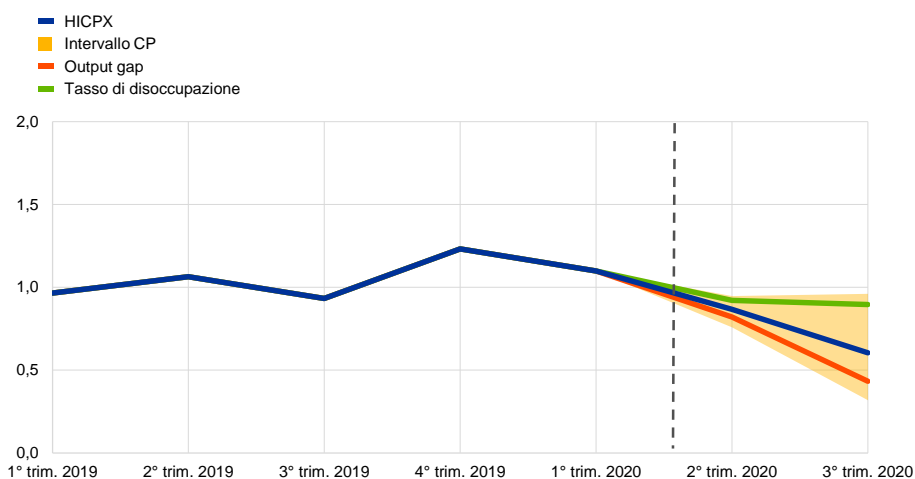
⁵⁸ Il concetto di aggiustamento dei prezzi contenuto rispetto all'attività è confermato dai dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) per i settori manifatturiero e dei servizi. Il vantaggio offerto dai dati dell'indice PMI è rappresentato dal fatto che quelli relativi a prezzi e attività provengono dalla medesima fonte. Inoltre, i dati dell'indagine della Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita a tre mesi suggeriscono che i dati dell'indagine PMI non riflettono andamenti imprevisti, ma sono invece sostanzialmente attesi in ogni specifico momento rispetto al futuro, ossia fanno parte dei piani di fissazione dei prezzi da parte delle imprese.

⁵⁹ Poiché le specificazioni della curva di Phillips includono anche l'inflazione ritardata, le previsioni dipendono in una certa misura dal punto di partenza. Cfr. l'articolo [Le determinanti dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro nel corso del tempo: una prospettiva basata sulla curva di Phillips](#) nel numero 4/2019 di questo Bollettino.

Grafico 2

Risposta dell'inflazione misurata sull'HICPX durante la pandemia rispetto alle previsioni della curva di Phillips

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il periodo di stima termina nel primo trimestre del 2020. "Intervallo CP" si riferisce alle previsioni basate sulla curva di Phillips condizionate alla crescita del PIL, all'output gap, al tasso di disoccupazione e al divario di disoccupazione (unemployment gap).

Riquadro 1

Scomposizione delle dinamiche dell'inflazione durante la pandemia: una prospettiva aggregata

a cura di Michael Kühl

Interpretare la dinamica dei prezzi in termini di determinanti strutturali rappresenta un ordinario esercizio di valutazione e previsione dell'inflazione. Nel presente riquadro tale esercizio è realizzato mediante un modello macroeconomico strutturale, il New Area-Wide Model II (NAWM II), che è il principale modello dinamico stocastico di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) impiegato dalla BCE⁶⁰. Il modello è in grado di distinguere le determinanti della crescita del PIL in termini reali da quelle dell'inflazione in un quadro coerente e orientare così l'analisi dell'aggiustamento dei prezzi⁶¹.

Sulla base della scomposizione storica dello shock ricavata dal NAWM II, il grafico A mostra le determinanti della crescita trimestrale del PIL (pannello a) e dell'inflazione misurata sullo IAPC

⁶⁰ Cfr. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, n. 2200, BCE, novembre 2018. Il modello DSGE si basa sui problemi di ottimizzazione degli operatori soggetti a vincoli. Il modello NAWM II presenta un elaborato settore finanziario in cui le banche con limitazioni alla possibilità di contrarre prestiti effettuano l'intermediazione di fondi tra il settore delle famiglie e quello non finanziario di produzione di beni. L'effetto degli andamenti dell'economia mondiale sull'economia interna, inoltre, è rappresentato nel modello mediante una stilizzazione del settore estero. Il modello è stimato con dati relativi all'area dell'euro. Gli shock esogeni incidono sul ciclo economico attraverso la struttura imposta dell'economia e le determinanti dell'andamento del ciclo economico e dell'inflazione nell'area dell'euro possono essere visualizzate esaminando la scomposizione storica degli shock.

⁶¹ Dato che la sua stima copre un periodo esteso, che include la crisi finanziaria, il modello potrebbe anche essere idoneo all'analisi della recente crisi.

(pannello b)⁶². Il modello interpreta l'indebolimento dell'attività economica reale così come determinato da effetti negativi dal lato dell'offerta e dalla domanda interne, nonché da effetti esterni/commerciali, di riflesso al carattere mondiale dello shock indotto dalla pandemia. Gli shock dal lato della domanda interna riflettono principalmente un calo dei consumi nazionali a seguito dell'introduzione, in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro, di misure di isolamento volte ad arrestare la diffusione del virus. Inoltre, il forte calo della domanda estera, dovuto alla dimensione mondiale della crisi, ha contribuito alla contrazione del PIL dell'area dell'euro. Nel terzo trimestre del 2020 il PIL ha registrato una ripresa, trainata principalmente da fattori dal lato della domanda interna legati all'aumento dei consumi e, in misura minore, da un impatto positivo proveniente dal settore estero. Sulla base delle proiezioni per la crescita del PIL negli anni 2021, 2022 e 2023, i fattori dal lato dell'offerta continuano a mostrare una lieve tendenza al ribasso.

Gli effetti dal lato della domanda interna ed estera e le pressioni derivanti dagli shock ai tassi di interesse, che hanno frenato la crescita del PIL nel 2020, sono stati i principali fattori alla base del calo dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro nel primo semestre dello scorso anno. Ciò riflette il fatto che le imprese tendono a ridurre i prezzi in risposta alla contrazione della domanda. Gli effetti dal lato dell'offerta, tuttavia, hanno impedito un ulteriore calo dell'inflazione. Dal lato dell'offerta, le determinanti della flessione della crescita del PIL sono state la combinazione di effetti negativi sulla produttività dei fattori e decisioni delle imprese in materia di fissazione diretta dei prezzi. Gli shock connessi ai primi, tuttavia, hanno un impatto solo trascurabile sulla dinamica dell'inflazione. Secondo il modello le imprese hanno cercato di stabilizzare gli utili lasciando i prezzi sostanzialmente invariati, laddove l'indebolimento della domanda avrebbe indicato un calo ancora più marcato dell'inflazione⁶³. Nel complesso tali fattori dal lato dell'offerta interna compensano ampiamente le pressioni al ribasso derivanti dall'indebolimento della domanda interna e attenuano la trasmissione dal lato reale a quello nominale dell'economia. Le spinte al ribasso sull'inflazione derivanti dai fattori dal lato della domanda sono più persistenti, di riflesso alla vischiosità dei prezzi. L'inflazione dovrebbe tornare sui livelli precedenti la crisi nel corso del 2021, periodo in cui nel modello vengono meno i fattori sia dal lato dell'offerta che da quello della domanda.

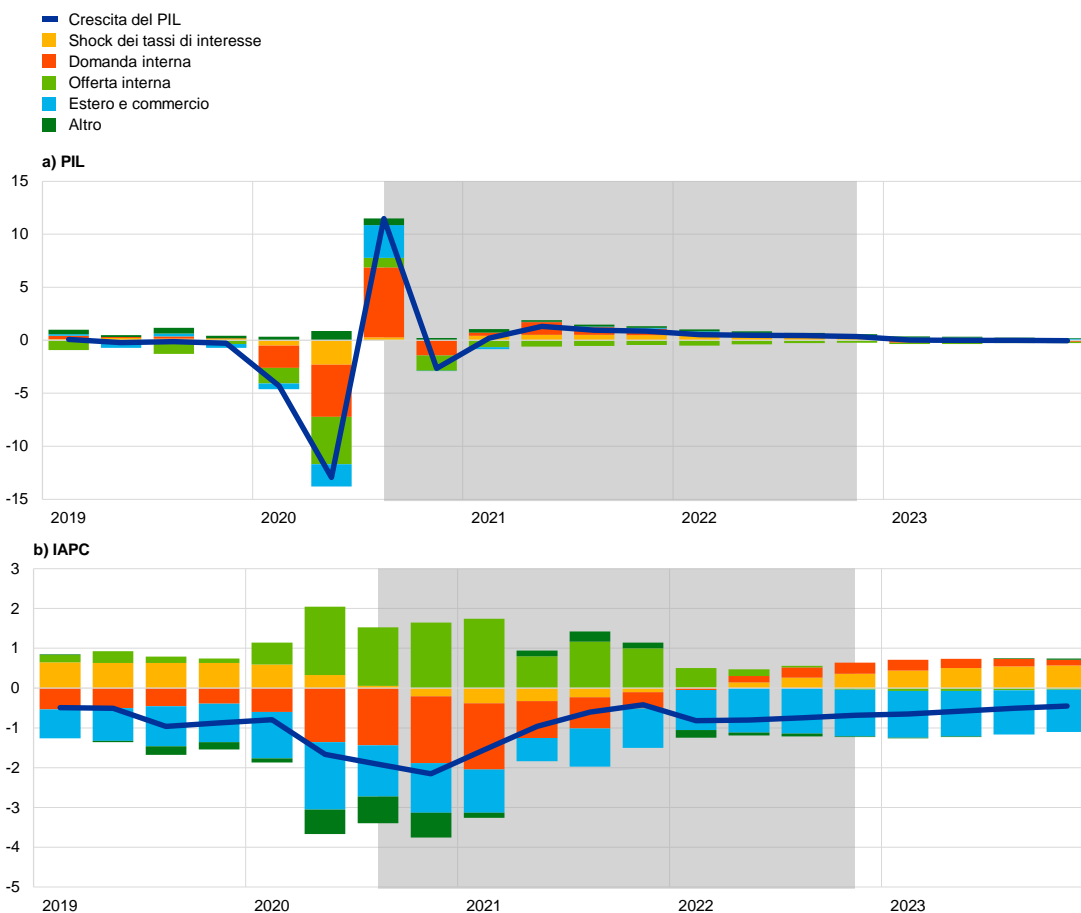
⁶² Il modello include 24 shock strutturali. Per semplicità e per facilitare l'interpretazione delle determinanti, i contributi degli shock sono riuniti in gruppi. Il gruppo "Shock dei tassi di interesse" comprende gli shock che incidono principalmente sui tassi di interesse interni a breve e lungo termine e sui tassi interni applicati ai prestiti. Gli shock al settore estero o a variabili a esso direttamente collegate sono raggruppati sotto la voce "Estero e commercio". Gli shock interni che comportano una correlazione negativa tra il PIL e l'inflazione sono ricompresi nella voce "Offerta interna", mentre i restanti shock che presentano una correlazione positiva sono inclusi nella "Domanda interna". Il gruppo "Altro" rileva gli errori di osservazione e quelli nelle equazioni ponte.

⁶³ Dal punto di vista tecnico, la pressione al rialzo sull'inflazione deriva principalmente dagli shock interni dei mark-up dei prezzi, che forniscono una rappresentazione delle variazioni nelle politiche di prezzo praticate dalle imprese.

Grafico A

Scomposizione storica degli shock sulla base del modello NAWM II

(pannello a): variazioni percentuali trimestrali, deviazioni dalla condizione di equilibrio dell'1,5 per cento; pannello b): variazioni percentuali sul periodo corrispondente, deviazioni dalla condizione di equilibrio dell'1,9 per cento)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sul modello NAWM II.

Note: pannello a): scomposizione storica degli shock – dati storici combinati con le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema (area grigia) per la crescita del PIL; pannello b): scomposizione storica degli shock – dati storici combinati con le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema (area grigia) per l'inflazione misurata sullo IAPC. Le scomposizioni degli shock sono effettuate utilizzando il modello NAWM II. Cfr. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, n. 2200, BCE, novembre 2018. La categoria "Shock dei tassi di interesse" comprende gli shock che spiegano principalmente il tasso di interesse a breve termine (shock di politica monetaria), il tasso di interesse a lungo termine (shock al tasso di sopravvivenza delle banche) e il tasso sui prestiti (shock alla riduzione di valore delle banche al dettaglio). La categoria "Estero e commercio" riflette gli shock a domanda estera, prezzi esteri, tassi di interesse statunitensi a tre mesi e a dieci anni, prezzi all'esportazione dei concorrenti, prezzi del petrolio, domanda di importazioni e preferenze di esportazioni, shock del mark-up ai prezzi all'esportazione e a quelli all'importazione e shock del premio per il rischio estero. La categoria "Domanda interna" comprende gli shock del premio per il rischio interno e gli shock alla spesa pubblica, mentre la categoria "Offerta interna" include gli shock tecnologici transitori e permanenti, nonché i mark-up su salari e prezzi. La categoria "Altro" comprende gli errori di misurazione e i residui delle equazioni ponte.

3 Determinanti dell'aggiustamento dell'inflazione misurata sullo IAPC allo stato attuale

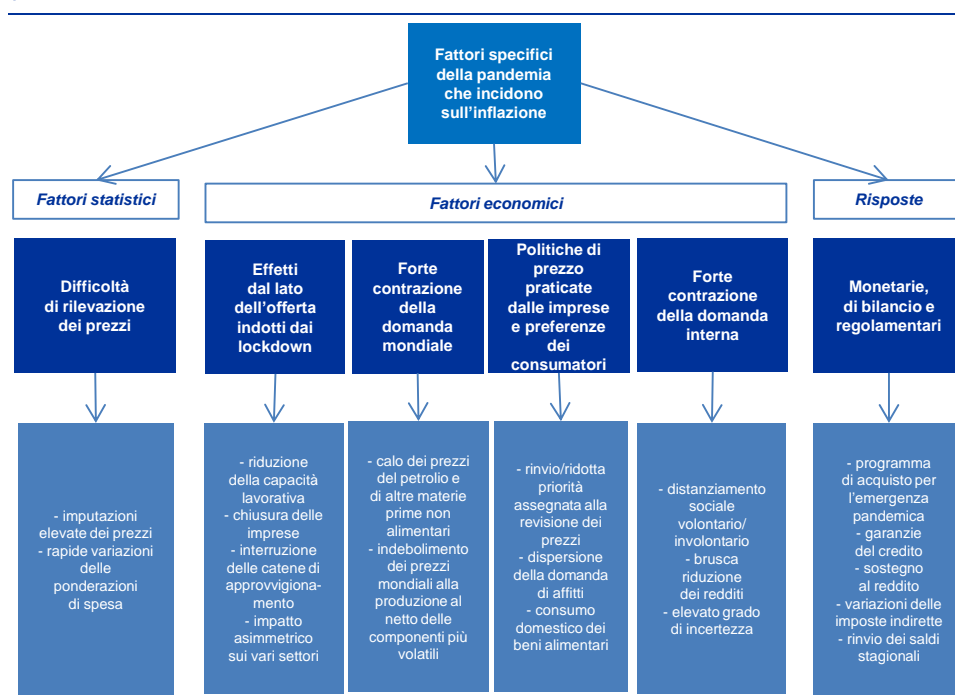
3.1 Fattori specifici della pandemia

La recente dinamica dell'inflazione è stata influenzata da una combinazione eterogenea di fattori interni e globali legati alla pandemia (cfr. la figura 1).

Essi interessano l'inflazione in maniera sia diretta sia indiretta, ma sono accomunati dalla loro entità senza precedenti. Tale considerazione si applica al brusco calo della domanda interna, in particolare nei settori a contatto con i consumatori, più esposti all'impatto del distanziamento sociale; è anche valida per le risposte su vasta scala delle autorità monetarie e di bilancio alle conseguenze della pandemia. In virtù del carattere mondiale di quest'ultima, anche l'effetto congiunto di fattori interni ed esterni è stato insolitamente forte; tra i fattori dal lato esterno figurano l'impatto di una domanda mondiale molto più debole, il calo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime non alimentari e, a partire dal terzo trimestre del 2020, l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro.

Figura 1

Fattori che hanno influenzato la risposta dell'inflazione allo shock indotto dalla pandemia



Fonte: BCE.

Nota: per un approfondimento sui canali degli shock dal lato della domanda e da quello dell'offerta, cfr., ad esempio, Bobeica, E. e Hartwig, B., "The COVID-19 shock and challenges for time series models", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione, 2021.

I fattori di bilancio e regolamentari hanno influenzato la dinamica dell'inflazione in maniera diretta. La pandemia ha innescato risposte di bilancio e regolamentari aventi un impatto diretto, seppur temporaneo, sull'inflazione. In reazione alla pandemia diversi paesi dell'area dell'euro hanno ridotto le aliquote delle imposte indirette su una scala senza precedenti⁶⁴. Tenuto conto del loro effetto netto su base meccanica, nel secondo semestre del 2020 l'impatto sull'inflazione misurata sull'HICPX è stimato a circa -0,7 punti percentuali⁶⁵, a fronte di un contributo medio pari a 0,2 punti percentuali dal 2004. Anche modifiche

⁶⁴ Cfr. il riquadro *Il ruolo delle imposte indirette nell'inflazione dell'area dell'euro e nelle sue prospettive* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

⁶⁵ Tale stima meccanica ipotizza una trasmissione completa e immediata.

regolamentari hanno inciso sulla recente dinamica dell'inflazione. Ad esempio, in alcuni paesi dell'area dell'euro, tra i quali l'Italia e la Francia, la stagione dei saldi su abbigliamento e calzature è stata rinviata da luglio ad agosto ed estesa al mese di settembre. Ciò si è aggiunto alla volatilità dei tassi di inflazione sui dodici mesi, rendendo più complessa la misurazione delle tendenze di fondo dei prezzi. Per la valutazione dell'impatto di tali andamenti e, più in generale, delle scelte di fissazione dei prezzi, si è rivelata utile la disponibilità di microdati tempestivi relativi a questi ultimi (cfr. il riquadro 2).

Inoltre, sono emersi fattori legati alla pandemia con un impatto sui prezzi oltre il breve termine. La pandemia ha avuto profonde ripercussioni sul comportamento dei consumatori. La domanda di viaggi e turismo è depressa e sembra destinata a rimanere tale fino all'ampia diffusione di vaccini efficaci. Ciò non solo ha frenato l'inflazione a livello aggregato dell'area dell'euro, ma ha anche determinato una maggiore eterogeneità dei suoi andamenti nei paesi dell'area, dato l'importante ruolo rivestito dal turismo in alcuni di essi. Prezzi che generalmente evidenziano una buona capacità di tenuta durante le crisi si sono inoltre indeboliti. Un esempio è rappresentato dai canoni di locazione, per i quali il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso dall'1,4 per cento di febbraio 2020 all'1,2 per cento di ottobre 2020. La pressione al ribasso sui canoni di locazione potrebbe derivare dall'indicizzazione degli affitti all'inflazione passata. Tuttavia, potrebbe anche riflettere l'introduzione del loro congelamento in alcune città in risposta alla pandemia⁶⁶. Quest'ultima potrebbe anche aver fornito un certo sostegno all'andamento dei prezzi in altri settori. Ad esempio, la diffusione di modalità di lavoro a distanza ha determinato un aumento della quota di spesa per le dotazioni informatiche personali⁶⁷. Tra gli altri prodotti per i quali si è assistito a un marcato incremento della domanda figurano le attrezzature per il giardinaggio e le biciclette.

I lockdown sono un elemento specifico della pandemia, soprattutto in termini dell'entità degli effetti che hanno generato dal lato dell'offerta. I lockdown determinati dalla pandemia hanno provocato gravi interruzioni dell'offerta di lavoro e delle catene di approvvigionamento per la produzione, in particolare nei mesi di aprile e maggio e, in misura minore, a novembre e a dicembre. Come osservato in precedenza, le recenti evidenze sull'impatto dei primi lockdown suggeriscono che i relativi effetti dal lato dell'offerta hanno in una certa misura esercitato pressioni al rialzo sull'inflazione. I lockdown hanno inoltre comportato difficoltà per la rilevazione dei prezzi da parte degli statistici. La restante parte del presente articolo espone un'analisi empirica dell'impatto dei lockdown.

⁶⁶ Cfr. Kholodilin, K., "Housing Policies Worldwide during Coronavirus Crisis: Challenges and Solutions", *DIW focus*, n. 2, DIW Berlin, aprile 2020.

⁶⁷ Una maggiore quota di spesa per le dotazioni informatiche potrebbe tuttavia esercitare pressioni al ribasso sull'inflazione complessiva, dato che l'inflazione per tali voci tende a essere, per propria natura, relativamente bassa.

Riquadro 2

Il ruolo dei microdati nell'analisi dell'inflazione

a cura di Lukas Henkel, Alberto Lentini e Federico Rodari

I microdati sui prezzi integrano l'analisi dell'inflazione basata sugli indici ufficiali dei prezzi fornendo informazioni aggiuntive sull'andamento dei singoli prezzi. Sebbene gli indici ufficiali permettano di rilevare i livelli dei prezzi e i tassi di inflazione di gruppi di prodotti definiti in senso stretto, essi tuttavia non consentono di monitorare i singoli prezzi. I microdati sui prezzi consentono di analizzare ulteriori aspetti delle variazioni dei prezzi, ad esempio se esse diventano più o meno frequenti nel tempo. I microdati sui prezzi sono estratti da tre fonti diverse: informazioni ottenute su Internet nei siti di vendita online (web-scraping), dati ricavati dagli scanner nei negozi e dati provenienti dagli scanner utilizzati dalle famiglie. Questi ultimi due gruppi di dati sono raccolti, ad esempio, da società di ricerche di mercato^{68,69}. Il presente riquadro fornisce un esempio di come sono utilizzate le informazioni ottenute tramite web-scraping.

I dati ottenuti tramite web-scraping forniscono informazioni tempestive e molto dettagliate sui prezzi. I dati sono raccolti direttamente dai siti Internet dei rivenditori online, il che consente di monitorare le variazioni dei prezzi in tempo quasi reale. Oltre a rilevare i singoli prezzi nel corso del tempo, tali dati forniscono informazioni aggiuntive sui prezzi e sui prodotti offerti. Ad esempio, i rivenditori online spesso informano sul fatto che il prezzo di un prodotto sia scontato in quel momento, consentendo in tal modo, ad esempio, di analizzare l'andamento degli sconti durante la pandemia di COVID-19.

Un'analisi dei dati relativi ai supermercati, forniti da PriceStats e ricavati tramite web-scraping, mostra che durante la prima ondata della pandemia sono diminuiti sia il numero dei singoli prodotti disponibili online che la percentuale di prodotti offerti a prezzo scontato. Il pannello a) del grafico A mostra che il numero di prodotti disponibili online ha iniziato a diminuire all'inizio di marzo 2020 e, per la maggior parte dei supermercati online inclusi nel campione, non era risalito a fine aprile. Il numero di prodotti disponibili online è diminuito in tutti i supermercati all'interno del campione, ma lo ha fatto in misura diversa, con il calo maggiore osservato in Germania, dove il numero di prodotti disponibili a inizio aprile era inferiore al 60 per cento del numero di quelli disponibili a gennaio 2020. Il pannello b) del grafico A mostra che anche gli sconti temporanei sui prezzi sono diventati meno frequenti durante la prima ondata della pandemia rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Ad esempio, nel supermercato italiano incluso nel nostro campione, a metà aprile 2020 la quota di prodotti a prezzi temporaneamente ridotti era inferiore di quasi il 40 per cento rispetto a un anno prima. Tale diminuzione degli sconti potrebbe essere uno dei fattori che hanno contribuito al temporaneo aumento dei prezzi dei beni alimentari osservato nella primavera del 2020.

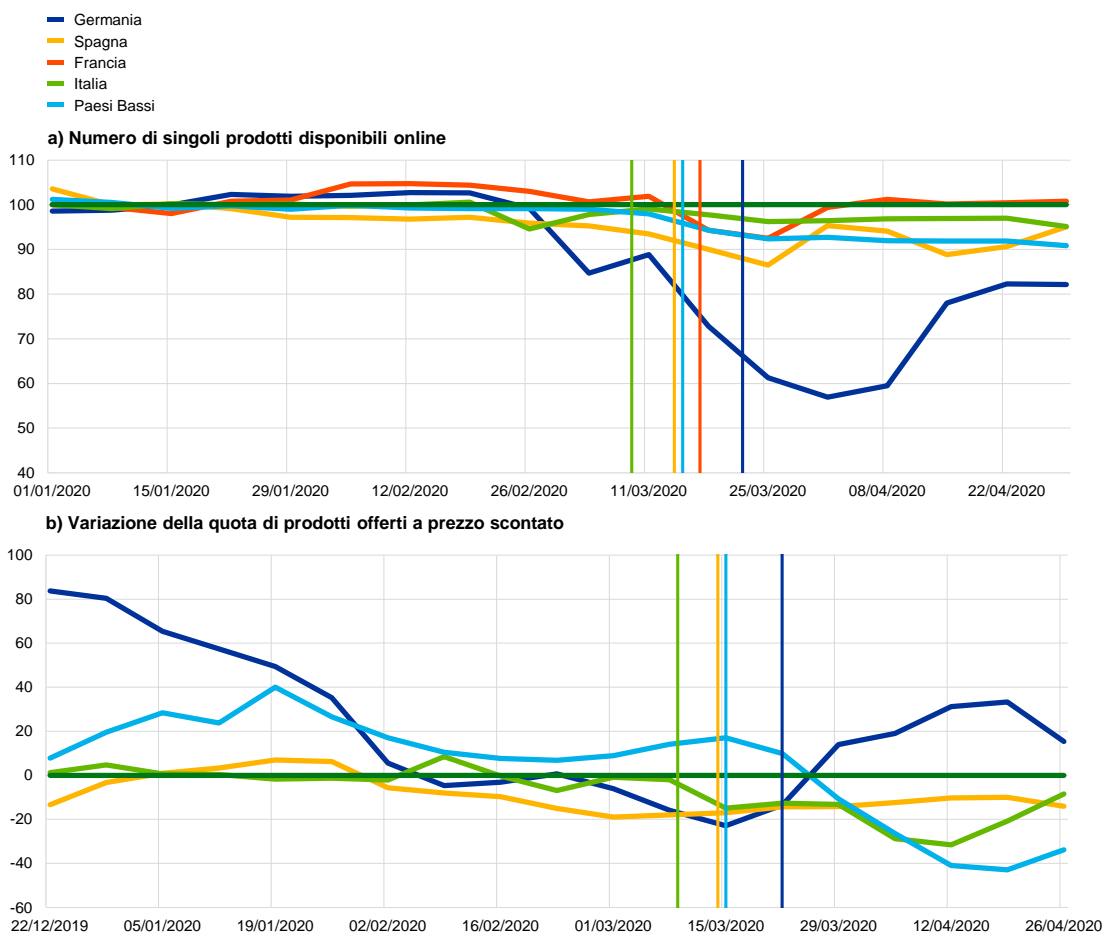
⁶⁸ I dati relativi agli scanner dei negozi sono dati sulle transazioni raccolti direttamente presso il punto vendita (ad esempio alle casse dei supermercati). I dati relativi agli scanner utilizzati dalle famiglie sono dati raccolti direttamente presso le famiglie che registrano i prezzi e le quantità dei beni acquistati.

⁶⁹ Oltre a tali fonti, in alcuni paesi sono disponibili per i ricercatori anche i microdati raccolti dagli istituti nazionali di statistica per la compilazione dello IAPC; nella maggior parte dei paesi tali dati non vengono tuttavia pubblicati.

Grafico A

Numero di singoli prodotti disponibili online per paese e variazione percentuale sul periodo corrispondente della quota di prodotti offerti a prezzo scontato

(pannello a): indice, gennaio 2020 = 100; pannello b): variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: PriceStats, dati sui prezzi ottenuti tramite web-scraping.

Note: microdati sui prezzi online forniti da PriceStats e relativi a un supermercato online per ciascun paese. Il pannello a) mostra un indice settimanale del numero di prodotti disponibili online per paese, calcolato come il rapporto tra la mediana settimanale del numero di singoli prodotti e la mediana dei prodotti a gennaio 2020. Il pannello b) mostra la media mobile su cinque settimane della variazione percentuale sul periodo corrispondente della mediana settimanale della quota di prodotti offerti a prezzo scontato. La Francia è esclusa dall'analisi degli sconti temporanei, in quanto per il supermercato francese online non erano disponibili informazioni su tale categoria di sconti. Le linee verticali indicano l'inizio del lockdown in ciascun paese. Le ultime osservazioni si riferiscono al 30 aprile 2020.

I microdati sui prezzi saranno ulteriormente analizzati nell'ambito della rete per l'analisi dei microdati sulla definizione dei prezzi (Price-setting Microdata Analysis Network, PRISMA), che è stata istituita dal Sistema europeo di banche centrali per approfondire le conoscenze relative alla determinazione dei prezzi e alle dinamiche dell'inflazione nell'UE.

3.2 Persistenza dell'inflazione indotta dai lockdown

Sebbene vi siano evidenze di rinvii delle revisioni dei prezzi, è probabile che l'impatto sulla persistenza dell'inflazione sia stato tutt'al più modesto e temporaneo. Durante la fase iniziale delle misure di lockdown, molte imprese sono

rimaste chiuse. Successivamente, durante le fasi di contenimento, il distanziamento sociale ha fatto sì che alcune imprese (ad esempio nei settori dei viaggi e del turismo) continuassero ad incontrare difficoltà nell'attrarre la clientela. In effetti, la riduzione dei prezzi sembra aver generato una ripresa modesta o nulla della domanda. Tali condizioni eccezionali potrebbero aver determinato un cambiamento non previsto del processo di formazione dei prezzi, vale a dire che la reazione dei margini di profitto delle imprese è stata sostanzialmente diversa rispetto al passato. In parte per evitare di incorrere in ulteriori costi di aggiustamento dei listini (menu costs), le imprese potrebbero anche aver preferito ritardare le variazioni dei prezzi fino a che non si fosse attenuato il grado di incertezza circa le proprie prospettive. Ad esempio, l'indagine telefonica presso le imprese condotta dalla BCE indica che le revisioni dei prezzi sono scese in basso nell'elenco delle priorità, con rinvii non rari tra le imprese (cfr. anche il riquadro 3). Tuttavia, altri studi basati su fonti di dati differenti segnalano una reazione più rapida nel processo di formazione dei prezzi delle imprese, suggerendo che l'impatto complessivo sulla frequenza delle variazioni dei prezzi non è del tutto chiaro⁷⁰.

È probabile che anche le imputazioni dei prezzi abbiano causato un lieve aumento, di breve durata, della persistenza dell'inflazione. La rilevazione dei prezzi da parte degli statistici ha risentito di gravi difficoltà durante i lockdown⁷¹. Ad esempio, non è stato possibile effettuare tale rilevazione in punti vendita che erano chiusi. Inoltre, il campionamento nei supermercati e nei negozi di generi vari è stato in gran parte interrotto al fine di proteggere il personale addetto alla rilevazione. Le attività ricreative sono state pesantemente interessate dalle imputazioni dei prezzi, a causa dell'indisponibilità dei pacchetti vacanze e dell'annullamento degli eventi di intrattenimento. Pertanto, è stato necessario imputare alcuni prezzi, talvolta prendendo come riferimento i profili degli anni precedenti. Ciò è avvenuto in particolare per le voci che solitamente presentano una persistenza relativamente bassa (cfr. il grafico 3). Ad esempio, la percentuale di imputazioni per le tariffe aeree ha subito un brusco incremento ad aprile ed è rimasta elevata fino all'autunno per alcuni paesi dell'area dell'euro. L'elevato livello delle imputazioni potrebbe significare che gli indici dei prezzi pubblicati non hanno colto appieno l'impatto della grave recessione, ma hanno piuttosto rispecchiato, in generale, gli andamenti dei dati relativi al passato e riferiti a periodi più normali. Di conseguenza, la persistenza complessiva dell'inflazione durante la pandemia potrebbe essere apparsa superiore a quella effettiva per alcune componenti dell'inflazione di fondo, in particolare nel secondo trimestre del 2020⁷².

⁷⁰ Cfr. Balleer et al., op. cit.

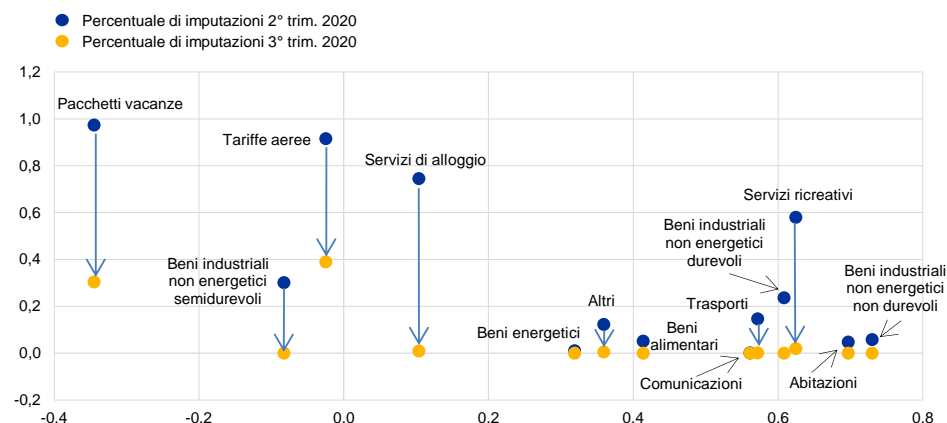
⁷¹ Cfr. il riquadro *Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

⁷² Va notato che la pandemia ha colpito in modo sproporzionato anche i settori dell'economia che tendono a mostrare una maggiore persistenza (ossia i servizi piuttosto che i beni). Questo fenomeno è stato più accentuato che, ad esempio, durante la crisi finanziaria mondiale.

Grafico 3

Persistenza dell'inflazione e imputazioni dei prezzi

(asse delle ascisse: persistenza dell'inflazione, somma dei coefficienti autoregressivi; asse delle ordinate: quota di imputazioni, valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: "Trasporti" esclude le tariffe aeree e "Servizi ricreativi" esclude i servizi di alloggio e i pacchetti vacanze. La variabile dipendente è l'inflazione destagionalizzata e annualizzata sul trimestre precedente; il numero di ritardi autoregressivi è scelto in base al criterio di informazione di Schwarz. Il periodo del campione di stima è compreso fra il primo trimestre del 1999 e il quarto trimestre del 2019. Le stime negative della persistenza dell'inflazione per i pacchetti vacanze e le tariffe aeree possono essere in parte dovute agli effetti di calendario. Le percentuali delle imputazioni dei prezzi sono state prossime allo zero per tutte le componenti prima del secondo trimestre del 2020.

Riquadro 3

Indicazioni desunte dai dati relativi al PMI sulla determinazione dei prezzi da parte delle imprese durante la pandemia⁷³

a cura di Eduardo Gonçalves e Derry O'Brien

La rapidità con cui i prezzi si adattano per fronteggiare le fasi di brusca contrazione dell'economia è naturalmente correlata alla frequenza delle loro variazioni. Ad esempio, evitare i costi di aggiustamento dei listini (menu costs) comporta aggiornamenti dei prezzi molto sporadici e quindi, come minimo, un ritardo nell'adeguamento dei prezzi e dell'inflazione alle variazioni degli andamenti dell'attività⁷⁴. Nel caso di variazioni di breve durata dell'attività economica, i prezzi potrebbero perfino rimanere invariati per tutto il periodo. Nel presente riquadro si utilizzano dati PMI mensili per il settore manifatturiero e i servizi al fine di misurare la frequenza delle variazioni dei prezzi durante la pandemia di COVID-19. A tale scopo, la frequenza delle variazioni dei prezzi è definita come la somma delle percentuali degli intervistati nell'ambito

⁷³ I dati sulla scomposizione delle risposte sono stati forniti da PMI-Markit. Altre fonti di dati indicano una reazione più rapida del comportamento di determinazione dei prezzi da parte delle imprese.

⁷⁴ Oltre ai costi di aggiustamento dei listini, possono svolgere un ruolo importante anche altri fattori, tra cui i contratti di fornitura preesistenti o una priorità più elevata attribuita al mantenimento di buoni rapporti con i clienti commerciali.

dell'indagine PMI che hanno dichiarato un "aumento" o una "diminuzione" dei prezzi rispetto al mese precedente⁷⁵.

La frequenza delle variazioni dei prezzi alla produzione è rimasta generalmente invariata durante la pandemia, a eccezione di un temporaneo aumento nel settore dei servizi durante il periodo delle rigorose misure di lockdown nei mesi di aprile e maggio 2020. Nel settore manifatturiero, la frequenza delle variazioni dei prezzi alla produzione è diminuita bruscamente nel 2012 e in seguito è rimasta contenuta fino al 2016. Ciò potrebbe essere dovuto, in parte, a una minore frequenza delle variazioni dei prezzi degli input, che a sua volta ha probabilmente rispecchiato una minore volatilità dei prezzi delle materie prime, quali i corsi petroliferi. Ciò corrisponde sostanzialmente a un periodo prolungato di modesta crescita salariale⁷⁶. Successivamente, la frequenza delle variazioni dei prezzi ha subito una graduale accelerazione, per poi stabilizzarsi nel corso del 2018. Più di recente, guardando oltre le oscillazioni stagionali, la frequenza delle variazioni dei prezzi nella prima metà del 2020 è stata sostanzialmente comparabile con i livelli precedenti la pandemia di COVID-19 (cfr. il grafico A, pannello superiore). Nel settore dei servizi, la frequenza delle variazioni di prezzo ha mostrato una lieve tendenza al ribasso nel periodo 2012-2016, per poi aumentare successivamente. Ancora una volta, ciò ha rispecchiato in larga misura le tendenze mostrate dalla frequenza delle variazioni dei prezzi degli input, in cui si tiene conto direttamente della debole dinamica dei costi salariali. La frequenza delle variazioni dei prezzi è stata leggermente più elevata ad aprile e maggio 2020 rispetto ai livelli del 2019 precedenti la pandemia, e anche superiore a quella del settore manifatturiero (cfr. il grafico A, pannello inferiore)⁷⁷.

Nel complesso, il brusco rallentamento economico non sembra essersi rispecchiato in una più marcata frequenza dell'adeguamento dei prezzi. In generale, le imprese non hanno risposto con maggiore urgenza rispetto al consueto nel modificare i prezzi alla produzione. Tale comportamento può in parte riflettere il fatto che le imprese aggiornano i prezzi alla produzione se ciò è giustificato da variazioni dei prezzi degli input. Va inoltre osservato che non vi è alcuna garanzia che la frequenza delle variazioni dei prezzi alla produzione industriale possa tradursi in una frequenza corrispondente a livello dei prezzi al dettaglio.

⁷⁵ Agli intervistati nell'ambito dell'indagine PMI viene rivolta la seguente domanda: "Il livello del prodotto nella sua unità (in termini di volume) è superiore, uguale o inferiore a un mese fa?". L'analisi del presente riquadro riguarda esclusivamente l'eventuale adeguamento dei prezzi da parte di una percentuale di imprese più elevata del solito. In generale, la frequenza delle variazioni dei prezzi non è utile per spiegare l'inflazione, in quanto la variazione della percentuale di imprese che segnalano un aumento dei prezzi è di norma parzialmente compensata dalla variazione della percentuale di imprese che ne segnalano una diminuzione. Per determinare l'inflazione in un contesto di bassa inflazione, si possono utilizzare le percentuali relative degli adeguamenti al rialzo e al ribasso dei prezzi (cfr. Cornille, D. e Dossche, M., "Some Evidence on the Adjustment of Producer Prices", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 110, n. 3, settembre 2008, pagg. 489-518) oppure le informazioni sull'entità media delle variazioni dei prezzi (cfr. Gagnon, E., "Price Setting during Low and High Inflation: Evidence from Mexico", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, n. 3, agosto 2009, pagg. 1221-1263).

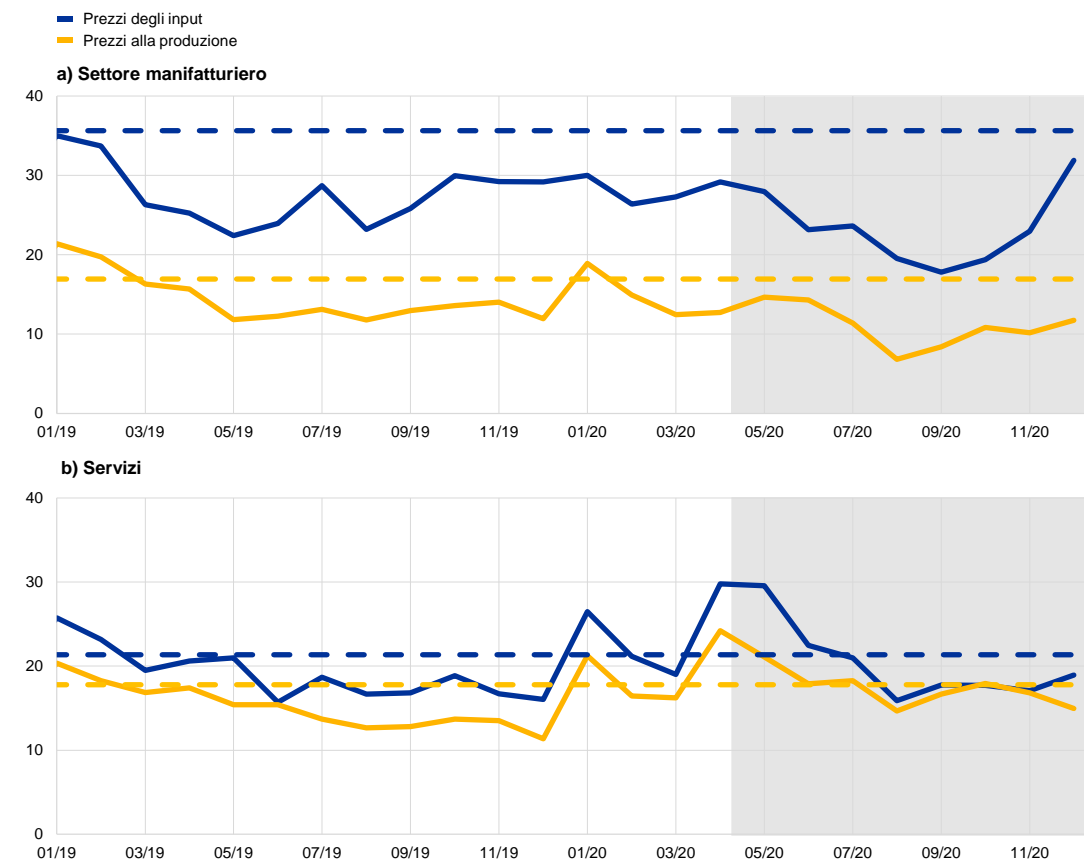
⁷⁶ Nel PMI relativo ai prezzi degli input manifatturieri non si tiene conto dei costi salariali.

⁷⁷ I risultati sono sostanzialmente simili nelle quattro maggiori economie dell'area dell'euro. Cfr. anche Vermeulen, P., Dias, D.A., Dossche, M., Gautier, E., Hernando, I., Sabbatini, R. e Stahl, H., "Price setting in the Euro Area: Some Stylized Facts from Individual Producer Price Data", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44(8), dicembre 2012, pagg. 1631-1650.

Grafico A

Frequenza delle variazioni dei prezzi per il settore manifatturiero e i servizi

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, PMI Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2020. Le linee tratteggiate corrispondono alle medie storiche. Le aree ombreggiate corrispondono al periodo della pandemia. La frequenza delle variazioni dei prezzi è definita come la somma delle percentuali degli intervistati nell'ambito dell'indagine PMI che hanno dichiarato un "aumento" o una "diminuzione" dei prezzi rispetto al mese precedente.

3.3 Effetti dal lato dell'offerta indotti dai lockdown

Si possono utilizzare approcci diversi per valutare se gli effetti negativi dal lato dell'offerta possano aver contribuito alla risposta di alcune componenti dell'inflazione alla pandemia. Tutti gli approcci in parola sono soggetti a limiti e, nel contesto della natura complessa della crisi causata dal COVID-19, dovrebbero essere considerati come contributi a un'approssimazione della realtà, piuttosto che come evidenze conclusive. Uno degli approcci utilizzati per far luce sul ruolo degli effetti dal lato della domanda e da quello dell'offerta è basato su esercizi di previsione incondizionati al di fuori di un campione⁷⁸. Gli errori di previsione relativi ai prezzi e alle quantità delle componenti per il secondo e terzo trimestre del 2020 sono

⁷⁸ Per elaborare le previsioni relative al primo, al secondo e al terzo trimestre del 2020 viene utilizzato un modello autoregressivo vettoriale (VAR), che tiene conto della dinamica congiunta dei prezzi e delle quantità delle componenti prima della pandemia.

confrontati con i rispettivi errori medi storici di previsione⁷⁹. Un errore di previsione positivo superiore al solito concernente i prezzi, accompagnato da un errore di previsione negativo superiore al solito relativo alle quantità o viceversa, indicherebbe in via preliminare un ruolo più dominante degli shock dal lato dell'offerta rispetto al consueto. Ciò presuppone l'ampia caratterizzazione di uno shock dal lato dell'offerta nella letteratura economica come un movimento dei prezzi e delle quantità in direzioni opposte⁸⁰. Su tale base, vi sono alcune evidenze di effetti dal lato dell'offerta nel secondo trimestre del 2020, riferiti principalmente ai beni alimentari e ai beni non durevoli (cfr. il grafico 4). Allo stesso tempo, in relazione ad alcune altre componenti per le quali la domanda è diminuita più di quanto atteso (ad esempio i beni semidurevoli), non si possono escludere effetti dal lato dell'offerta, in quanto le elevate percentuali di imputazione potrebbero celare sottostanti variazioni al rialzo dell'inflazione. Nel terzo trimestre del 2020 tutti gli effetti presenti dal lato dell'offerta hanno mostrato la tendenza ad attenuarsi.

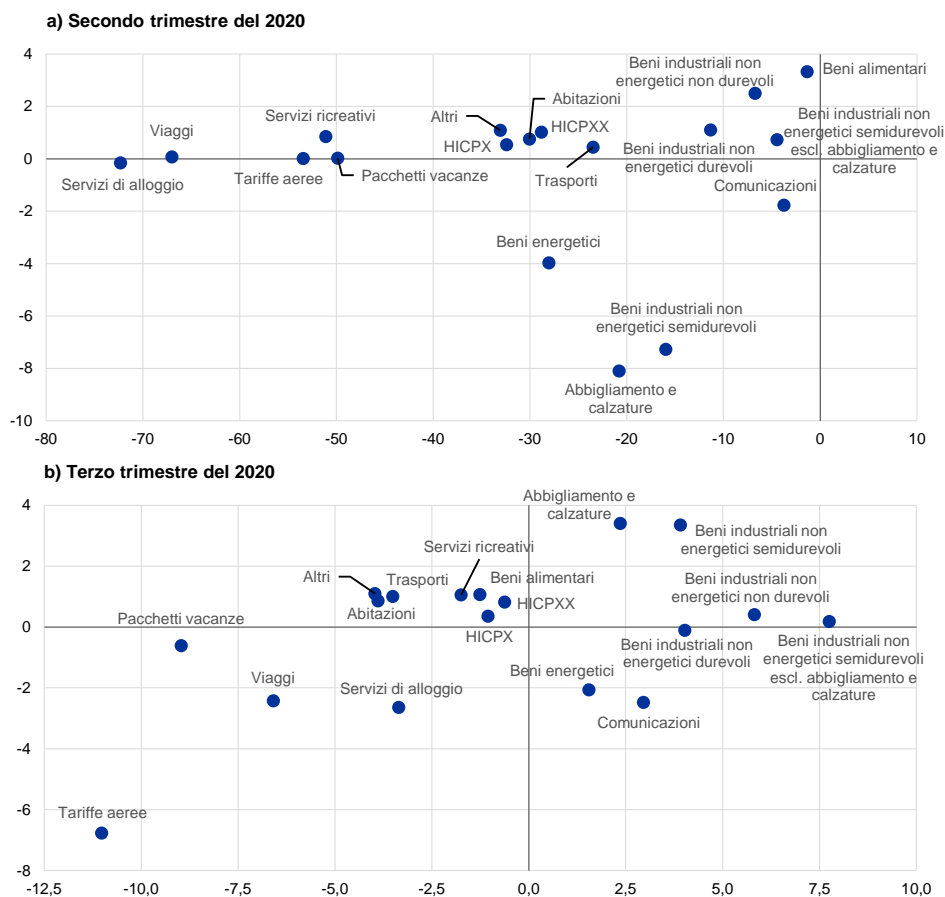
⁷⁹ Per maggiori dettagli sulle serie relative alle quantità, cfr. la Tavola A del riquadro [Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19](#) nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

⁸⁰ Cfr. anche Shapiro, A., "A Simple Framework to Monitor Inflation", *Working Papers*, n. 2020-29, Federal Reserve Bank of San Francisco, agosto 2020.

Grafico 4

Errori di previsione relativi alle componenti dell'inflazione

(asse delle ascisse: quantità; asse delle ordinate: prezzi; errore di previsione diviso per la media degli errori di previsione storici assoluti)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: un valore superiore a uno o inferiore a meno uno sia per i prezzi che per le quantità implica un errore di previsione maggiore del solito. Il modello di previsione è un modello VAR contenente una serie di prezzi e una serie di quantità (stima della spesa nominale delle famiglie) in livelli logaritmici a frequenza trimestrale con quattro ritardi e viene stimato utilizzando le tecniche bayesiane (la distribuzione a priori è del tipo Normal-Wishart con griglia di ricerca per l'ottimizzazione degli iperparametri, $\lambda_{11}=0,05$, $\lambda_{22}=1$, $\lambda_{33}=1$, $\lambda_{44}=100$, $\lambda_{55}=0,001$ e λ_{66} e $\lambda_{77}=0,01$; 2.000 iterazioni e burn-in di 1.000). "HICPXX" si riferisce all'HICPX al netto di abbigliamento e calzature e componenti relative ai viaggi. È stato utilizzato il *toolbox BEAR* della BCE, versione 4.2 (cfr. Dieppe, A., Legrand, R. e van Roye, B., "The BEAR toolbox", *Working Paper Series*, n. 1934, BCE, luglio 2016).

Una distinzione più netta tra gli effetti della domanda e dell'offerta si basa idealmente su un'identificazione strutturale.

Pertanto, un altro approccio per distinguere gli effetti della domanda e dell'offerta utilizza modelli VAR convenzionali, ciascuno contenente sette variabili: volumi e prezzi per componente dell'HICPX, PIL in termini reali, PIL in termini reali in rapporto al PIL mondiale in termini reali, prezzi del petrolio, IAPC e tasso di interesse a breve termine. Sono stati individuati cinque fattori strutturali: la domanda a livello mondiale, la domanda interna, l'offerta interna, l'offerta di petrolio e la politica monetaria. Tale individuazione si fonda su una combinazione di restrizioni sul valore e sul segno dei parametri basate su un

modello teorico⁸¹. Il modello è stimato utilizzando le tecniche bayesiane⁸². Le scomposizioni storiche dei primi tre trimestri del 2020 indicano un impatto al ribasso, diffuso e dominante, degli effetti della domanda sia interna che a livello globale (cfr. il grafico 5). Inoltre, le scomposizioni segnalano un ruolo più limitato degli shock avversi dal lato dell'offerta nell'impatto al rialzo sull'inflazione, anche se essi sono stati insolitamente ampi rispetto alla normale entità dei precedenti shock dello stesso tipo. Tali effetti al rialzo dal lato dell'offerta hanno riguardato principalmente alcuni beni industriali non energetici e altri servizi nel secondo trimestre del 2020⁸³. Nel complesso, sebbene i due approcci presentino singolarmente notevoli limitazioni e siano intesi a fornire una prima valutazione, tendono entrambi a segnalare un certo ruolo degli effetti dell'offerta nello spiegare gli andamenti dell'inflazione durante la pandemia, ma indicano che gli effetti della domanda sono stati il fattore dominante.

⁸¹ Lo schema di individuazione utilizzato si basa su elementi tratti da Corsetti, G., Dedola, L. e Leduc, S., "The international dimension of productivity and demand shocks in the US economy", *Journal of the European Economic Association*, vol. 12(1), febbraio 2014, pagg. 153-176, e da Bobeica, E. e Jarociński, M., "Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't", *Working Paper Series*, n. 2000, BCE, gennaio 2017.

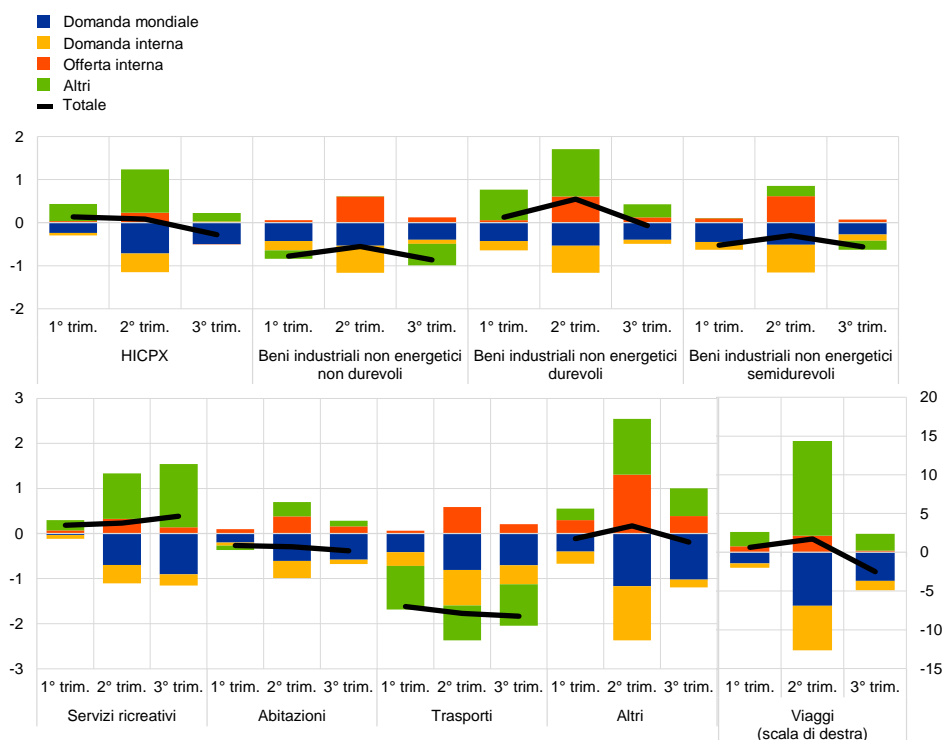
⁸² Cfr. Lenza, M. e Primiceri, G.E., "How to estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, n. 2461, BCE, agosto 2020. Allo scopo di fugare i dubbi circa la variazione senza precedenti delle stime dei parametri, per fornire le scomposizioni storiche relative ai primi tre trimestri del 2020 è stato utilizzato un campione antecedente la pandemia che va dal secondo trimestre 2002 al quarto trimestre 2019.

⁸³ Va notato che nel secondo trimestre i contributi positivi della voce "Altri" per diverse componenti, tra cui i servizi di viaggio e i servizi ricreativi, potrebbero in parte riflettere l'effetto distorsivo del maggiore ricorso all'imputazione dei prezzi.

Grafico 5

Scomposizioni storiche basate su un modello VAR strutturale per le componenti dell'inflazione relative ai primi tre trimestri del 2020

(contributi in punti percentuali dei fattori strutturali al tasso di crescita dell'inflazione sul trimestre precedente escluse le tendenze, variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: "Beni industriali non energetici semidurevoli" esclude abbigliamento e calzature, "Trasporti" esclude le tariffe aeree e "Servizi ricreativi" esclude i servizi di alloggio e i pacchetti vacanze. Il modello VAR include una componente relativa ai prezzi e serie relative alle quantità in livelli logaritmici, nonché il PIL, lo IAPC e i prezzi del petrolio in livelli logaritmici, il PIL dell'area dell'euro rispetto al PIL del resto del mondo e il tasso di interesse a breve termine (euro overnight index average, Eonia). Il modello è stimato utilizzando le tecniche bayesiane (per maggiori dettagli cfr. le note al grafico 4). Si utilizzano restrizioni sul valore e sul segno dei parametri per individuare cinque shock strutturali (relativi a domanda interna, offerta interna, domanda mondiale, offerta di petrolio e politica monetaria) sulla base di un modello teorico. Viene utilizzato il BEAR toolbox della BCE, versione 4.2 (cfr. Dieppe, Legrand e van Roye, op. cit.).

4 Osservazioni conclusive

In sintesi, una prospettiva disaggregata può contribuire a comprendere meglio la risposta dell'inflazione allo shock multidimensionale causato dal COVID-19.

Un approccio disaggregato, che va oltre la semplice analisi delle principali componenti dell'inflazione, è particolarmente adatto alle circostanze attuali in cui all'interpretazione della recente inflazione aggregata e di fondo potrebbero non applicarsi le regolarità empiriche osservate nel passato. Adottando un approccio disaggregato, l'analisi condotta nel presente articolo segnala che gli effetti al ribasso della domanda interna e mondiale hanno svolto un ruolo preponderante. Ciò è stato solo in parte compensato da effetti al rialzo dell'offerta, che sono stati più forti nel secondo trimestre del 2020 e più diffusi sui beni che sui servizi. Anche il maggiore ricorso all'imputazione dei prezzi, ad esempio per i servizi di viaggio, potrebbe contribuire a spiegare la risposta dell'inflazione, sebbene tali effetti sembrano essersi

attenuati, il che potrebbe in parte spiegare perché il calo dell'inflazione abbia acquisito ulteriore slancio durante la seconda metà del 2020.

È probabile che continuerà a essere necessaria una prospettiva più dettagliata del consueto per valutare l'evoluzione della pandemia e le sue implicazioni per le determinanti dell'inflazione. Per la politica monetaria è importante individuare e guardare oltre tutti gli effetti dal lato dell'offerta, al fine di ottenere un quadro più chiaro degli effetti disinflazionistici della domanda, che inevitabilmente si accompagnano a perdite di reddito e incertezza. Inoltre, ricerche recenti hanno anche segnalato la possibilità che gli effetti dell'offerta si trasformino in maggiori effetti negativi dal lato della domanda⁸⁴. Data l'evidente rilevanza di tale scenario in termini di politica monetaria, sarebbe utile un'ulteriore riflessione su questo meccanismo nel contesto dell'area dell'euro, che dipende in parte dal grado delle sue connessioni intersettoriali. Infine, sebbene in generale più deboli, gli effetti dell'offerta non legati alle materie prime (ad esempio gli shock tecnologici) nel periodo precedente la pandemia sono un fattore sempre presente nella dinamica dei prezzi. A tale riguardo, l'analisi più dettagliata delle determinanti dell'inflazione qui presentata può continuare a essere utile anche dopo la pandemia.

⁸⁴ Cfr. ad esempio, per gli Stati Uniti, Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. e Werning, I., "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", *NBER Working Papers*, n. 26918, aprile 2020, nonché Cesa-Bianchi, A. e Ferrero, A., *The Transmission of Keynesian Supply Shocks*, 20 ottobre 2020.

3 La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19

a cura di Stephan Haroutunian, Steffen Osterloh e Kamila Sławińska

Il presente articolo è stato aggiornato il 10 febbraio in seguito a emendamenti apportati alla nota 88 e al titolo del grafico 2 sulla valutazione da parte della Commissione europea dei documenti programmatici di bilancio presentati dagli Stati membri per il 2021.

I paesi dell'area dell'euro hanno fatto ampio ricorso alla politica di bilancio per contrastare le ripercussioni della pandemia di coronavirus (COVID-19) sulle loro economie. Essi hanno adottato diverse misure, alcune con un impatto immediato sul bilancio e altre, come quelle a sostegno della liquidità, che in linea di principio non dovrebbero causare un peggioramento delle prospettive di bilancio nel brevissimo termine. Poiché tutti i paesi dell'area dell'euro sono stati colpiti dallo shock economico principalmente attraverso gli stessi canali, le loro risposte in termini di politiche di bilancio nelle prime fasi della crisi sono state simili per quanto riguarda gli strumenti utilizzati. Gli interventi varati per far fronte all'emergenza miravano soprattutto a limitare le ripercussioni economiche delle misure di contenimento attraverso misure volte a tutelare le imprese e i lavoratori dei settori interessati. Contemporaneamente sono state annunciate importanti misure di sostegno alla liquidità sotto forma di differimento delle imposte e garanzie statali, per aiutare le imprese particolarmente colpite dalle politiche di contenimento a prevenire carenze di liquidità. Per sostenere la ripresa, la politica di bilancio deve fornire uno stimolo mirato, per lo più temporaneo, commisurato alle caratteristiche specifiche della crisi e alla posizione di bilancio dei vari paesi. Gli investimenti pubblici, integrati dal pacchetto Next Generation EU e accompagnati da adeguate politiche strutturali, dovrebbero svolgere un ruolo importante al riguardo.

1 Introduzione

Il presente articolo illustra le prime risposte di bilancio alla crisi causata dal COVID-19 fornite dai paesi dell'area dell'euro e le relative implicazioni ai fini dell'adozione di ulteriori misure. Vengono esaminati gli interventi di bilancio adottati nel corso del 2020 e formulate alcune osservazioni sulla base delle esperienze dei paesi dell'area dell'euro durante la pandemia. L'articolo rileva che non è possibile replicare le strategie di ripresa rivelatesi efficaci in occasione di crisi precedenti senza adeguarle alle circostanze della crisi attuale. In prospettiva, vengono illustrate le implicazioni ai fini dell'orientamento della politica di bilancio e discussi i principali aspetti strategici quali la messa a punto e la tempistica delle misure di bilancio.

La politica di bilancio è lo strumento più adatto per far fronte agli effetti negativi della pandemia sull'economia, in quanto utilizza strumenti che consentono di differenziare e convogliare il sostegno economico laddove più necessario. Innanzitutto, attraverso l'erogazione di un'adeguata assistenza sanitaria pubblica, le politiche di bilancio possono contribuire a gestire le conseguenze immediate della pandemia sulla salute della popolazione, fattore che

costituisce a sua volta uno dei presupposti per contrastare gli effetti economici della crisi sanitaria. Inoltre, la politica di bilancio può attenuare l'impatto negativo della crisi rafforzando la domanda aggregata e fornendo un sostegno mirato alle famiglie e alle imprese vulnerabili. Complessivamente le politiche di bilancio hanno sostenuto l'economia dell'area dell'euro in due modi: attraverso il funzionamento degli stabilizzatori automatici e mediante interventi discrezionali. In generale, gli stabilizzatori automatici hanno un'entità considerevole nei paesi dell'area dell'euro e sono efficaci nell'assorbire gli shock economici. Tuttavia, la gravità e le specificità della crisi legata al COVID-19, che ha avuto ripercussioni significative sia sulla domanda che sull'offerta, in particolare durante i periodi di chiusura (lockdown), hanno reso necessario il ricorso a importanti misure discrezionali espansive.

Nel 2020 sono stati adottati o annunciati numerosi interventi discrezionali di bilancio. La risposta in termini di politica di bilancio è stata senza precedenti per dimensioni e portata, in quanto la pandemia di COVID-19 e le sue conseguenze economiche hanno posto sfide specifiche, che hanno reso necessaria l'adozione di misure di diverso tipo. I provvedimenti adottati dai vari paesi possono approssimativamente essere suddivisi in due categorie: a) misure che solitamente hanno un effetto immediato sul saldo di bilancio; b) misure a sostegno della liquidità, che in genere non incidono immediatamente sul saldo di bilancio nell'anno in cui sono attuate, ma implicano passività potenziali che possono avere ripercussioni sul bilancio. Questi due tipi di interventi interessano sia il lato della spesa sia quello delle entrate dei bilanci pubblici (cfr. la tavola 1).

Tavola 1
Categorie di strumenti di bilancio

	Misure a sostegno della liquidità	Misure di bilancio
Lato della spesa	Garanzie Prestiti	Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro Sostegno alle imprese Sostegno alle famiglie Investimenti pubblici
Lato delle entrate	Differimento delle imposte Altre misure fiscali	Sgravi sulle imposte indirette Sgravi sulle imposte dirette e sui contributi sociali

Nota: rappresentazione elaborata dagli autori.

Gli interventi di bilancio hanno tenuto conto delle particolari sfide poste dalla pandemia. Innanzitutto, nella fase iniziale della crisi, sono stati annunciati provvedimenti emergenziali – comprendenti sia misure di sostegno alla liquidità sia misure di bilancio – al fine di affrontare le prime chiusure generalizzate imposte a marzo 2020, quando tutti i paesi dell'area dell'euro hanno introdotto rigide restrizioni all'attività delle imprese e alla circolazione delle persone. Questi interventi miravano a sostenere le imprese e le famiglie maggiormente colpite dalla crisi sanitaria. Tali provvedimenti di emergenza sono stati prorogati, anche se in misura minore, verso la fine del 2020, quando gli Stati membri hanno dovuto imporre chiusure parziali o meno rigorose per far fronte alla seconda ondata della pandemia. Inoltre, per sostenere la ripresa, sono stati gradualmente introdotti ulteriori strumenti durante la fase intermedia che ha fatto seguito alla graduale revoca, verso la metà del 2020, della maggior parte delle misure di chiusura (lockdown) precedentemente adottate. In quella fase la maggior parte delle imprese ha riaperto, ma alcuni settori risentivano ancora delle misure vigenti a tutela della salute e delle chiusure locali e

mirate, nonché dei cambiamenti nel comportamento e nelle preferenze dei consumatori. Infine, sono state previste ulteriori misure a sostegno della ripresa per far fronte alle sfide di medio-lungo termine che potrebbero presentarsi una volta cessate le restrizioni sanitarie.

L'articolo è composto da sette sezioni. La sezione 2 descrive la risposta complessiva fornita in termini di politica di bilancio durante le fasi iniziali della crisi, mentre le sezioni successive esaminano in dettaglio i vari provvedimenti introdotti. Nelle sezioni 3 e 4 vengono illustrate, rispettivamente, le misure di bilancio e a sostegno della liquidità adottate dal lato della spesa. Le sezioni 5 e 6 forniscono invece una panoramica di quelle dal lato delle entrate. Nella sezione 7 vengono trattate le sfide poste dalla valutazione dell'orientamento di bilancio tramite strumenti di misurazione convenzionali e nella sezione 8 vengono riportate le osservazioni conclusive.

2 L'impatto degli interventi di bilancio sulle finanze pubbliche

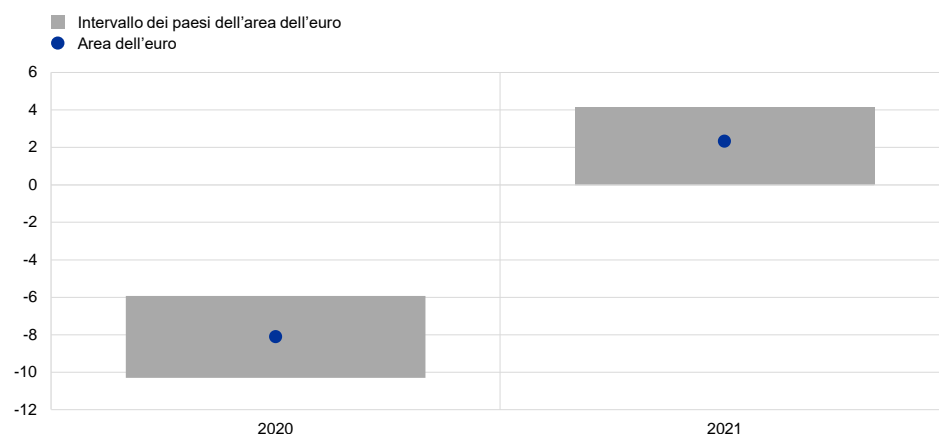
La crisi del COVID-19 ha determinato un considerevole aumento dei disavanzi nell'area dell'euro. Secondo le previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2020, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe salire dallo 0,6 per cento del PIL nel 2019 all'8,8 per cento nel 2020 (cfr. il grafico 1). I disavanzi e la contrazione del PIL hanno determinato un aumento del rapporto debito/PIL nell'area dell'euro, dall'85,9 per cento nel 2019 a un valore stimato pari al 101,7 per cento nel 2020. Il deterioramento dei saldi di bilancio riflette in parte il funzionamento degli stabilizzatori automatici, concepiti per attenuare gli effetti del ciclo economico. La Banca centrale europea (BCE) stima che tali stabilizzatori rappresentino circa un terzo dell'ampio disavanzo di bilancio registrato nel 2020⁸⁵. Il peggioramento dei conti pubblici deriva principalmente dalle misure discrezionali adottate dall'inizio della crisi. Secondo le previsioni della Commissione, l'atteso miglioramento della situazione economica e la parziale revoca, nel 2021, delle misure di bilancio discrezionali adottate l'anno precedente dovrebbero ridurre il disavanzo aggregato dell'area dell'euro al 6,4 per cento del PIL nel 2021. Tuttavia, tali proiezioni sono soggette a un'incertezza eccezionalmente elevata, in quanto dipendono, tra l'altro, dall'evoluzione della pandemia. In particolare, al momento della pubblicazione delle previsioni d'autunno della Commissione europea all'inizio di novembre 2020, le implicazioni del crescente numero di contagi e le nuove misure di contenimento imposte più tardi nel corso dell'autunno e poi in seguito non avevano ancora dispiegato pienamente i loro effetti.

⁸⁵ Cfr. l'articolo [Gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro e la crisi del COVID-19](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

Grafico 1

Variazione prevista dei saldi di bilancio nell'area dell'euro e nei relativi paesi rispetto all'anno precedente

(in percentuale del PIL)

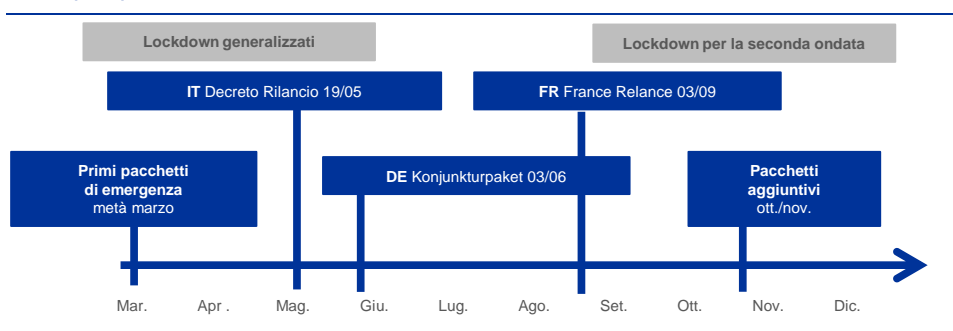


Fonte: previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2020.

Le misure di bilancio sono state attuate attraverso una serie di pacchetti che riflettevano l'evoluzione delle priorità nel corso del 2020. I quattro maggiori Stati membri, ossia Germania, Francia, Italia e Spagna, hanno adottato i primi pacchetti di emergenza a partire da metà marzo, pochi giorni dopo l'introduzione delle prime misure di chiusura generalizzate in Italia (cfr. la figura 1). Tali pacchetti di emergenza, dalle caratteristiche relativamente simili nei vari paesi, miravano a far fronte alla crisi sanitaria e a sostenere i settori maggiormente colpiti dalle misure di chiusura. Successivamente, alcuni paesi hanno annunciato ulteriori misure di bilancio per prorogare gli interventi di emergenza e a sostegno della liquidità contenuti nel primo pacchetto. Dopo la fine del lockdown generalizzato in estate, gli Stati membri hanno progressivamente annunciato ulteriori pacchetti, che in generale erano per lo più mirati a sostenere la ripresa in un'ottica di più lungo periodo e comprendevano misure che sarebbero entrate in vigore nel 2021 e oltre. In particolare, a giugno la Germania ha annunciato il suo "Konjunktur-undZukunftspaket" contenente misure per un importo pari a 130 miliardi di euro (corrispondente al 3,9 per cento del PIL) e a settembre la Francia ha varato il pacchetto "France Relance" che prevedeva interventi per un valore di 100 miliardi di euro (pari al 4,4 per cento del PIL). Successivamente, verso la metà di ottobre, diversi altri Stati membri hanno annunciato nei loro documenti programmatici di bilancio ulteriori misure per il 2021 e per gli anni successivi. Nel complesso, la tempistica dell'introduzione dei pacchetti di misure a sostegno della ripresa è molto più eterogenea rispetto a quella delle misure di emergenza adottate in primavera. Inoltre, alla fine di ottobre 2020 diversi Stati membri hanno reagito rapidamente alla seconda ondata della pandemia annunciando misure di emergenza aggiuntive, rivolte specificamente alle imprese colpite dalle nuove chiusure parziali.

Figura 1

Principali pacchetti di misure annunciati nell'area dell'euro



Fonte: illustrazione elaborata dagli autori.

Quantificare e raffrontare le misure di bilancio discrezionali adottate nei vari paesi in risposta alla crisi legata al COVID-19 pone importanti sfide.

Innanzitutto, non esiste un archivio coerente delle misure adottate dai vari paesi. Benché gli Stati membri abbiano in genere fornito stime ex ante dei costi di bilancio dei provvedimenti al momento del loro annuncio, tali cifre sono state spesso soggette a revisioni sostanziali nel corso del tempo, in particolare per via dei tassi di utilizzo inferiori alle attese⁸⁶. I programmi di stabilità pubblicati dai vari paesi nella primavera del 2020 non hanno fornito dettagli completi sulle misure di bilancio, soprattutto a più lungo termine, poiché si riteneva che l'incertezza fosse troppo elevata. Nei documenti programmatici di bilancio per il 2021 molti paesi non hanno fornito una stima dettagliata dei costi effettivi delle misure adottate nel 2020. Inoltre, la contabilizzazione statistica delle misure adottate - spesso senza precedenti - presenta delle difficoltà, anche avvalendosi dell'assistenza dell'Eurostat.

Ad esempio, sebbene gli Stati membri abbiano spesso incluso il differimento delle imposte fra i costi totali dei pacchetti, di norma esso non incide sul saldo di bilancio (cfr. la trattazione riportata di seguito). In terzo luogo, distinguere tra misure discrezionali e stabilizzatori automatici è in alcuni casi difficile. Ad esempio, il trattamento contabile dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo varia da paese a paese, in quanto in alcuni paesi le misure esistenti sono trattate come stabilizzatori automatici.

In tale contesto, la seguente trattazione mira innanzitutto a cogliere l'entità dei pacchetti di misure complessivi adottati dai vari paesi nel corso del 2020 per far fronte alla pandemia, prima di illustrarne la composizione. In assenza di una rassegna coerente delle misure discrezionali, di seguito vengono esaminate le informazioni fornite dalla Commissione europea sull'entità complessiva dei provvedimenti legati al coronavirus come riportati nei documenti programmatici di bilancio (draft budgetary plans, DPB) presentati dagli Stati membri. Il grafico 2 mostra l'effetto complessivo previsto delle misure di bilancio discrezionali adottate in relazione al COVID-19 sui saldi di bilancio degli Stati membri nel 2020, integrato nelle previsioni economiche formulate dalla Commissione europea nell'autunno

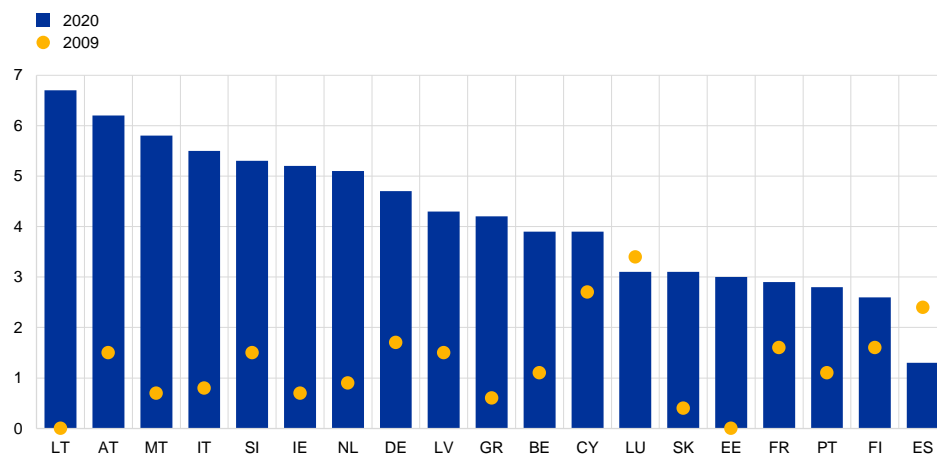
⁸⁶ Ad esempio, dei 75 miliardi di euro forniti dal governo federale tedesco come sostegno di emergenza alle piccole imprese, solo 15 miliardi erano stati utilizzati alla fine di ottobre 2020. Cfr. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, "Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken", *Jahresgutachten 2020/21*, Wiesbaden, 2020.

2020⁸⁷. Tutti i paesi segnalanti avevano promulgato interventi legislativi che prevedevano sostanziosi pacchetti di bilancio nel 2020, di un valore pari, secondo una media ponderata, a poco più del 4 per cento del PIL. Tuttavia, come indicato in precedenza, il confronto tra paesi risulta complicato a causa dell'eterogeneità nelle modalità di rendicontazione delle misure. Ad esempio, per alcuni paesi le cifre quantificate della Commissione differiscono da quelle delle autorità nazionali, in particolare per quanto riguarda la spesa relativa ai regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro. Mentre la Commissione tende a far rientrare questo tipo di spesa nel funzionamento degli stabilizzatori automatici – forse, ma non necessariamente, partendo dal presupposto che essa sia attivata automaticamente da parametri come un calo del fatturato o del prodotto –, alcuni paesi la considerano come una misura discrezionale nell'ambito nei loro documenti programmatici di bilancio⁸⁸. Altre differenze riguardano il trattamento contabile del differimento delle imposte e dei contributi sociali. Inoltre, in diversi paesi l'impatto effettivo delle misure di bilancio adottate nel 2020 potrebbe essere stato persino più elevato rispetto a quello valutato dalla Commissione, poiché i documenti programmatici di bilancio sono stati predisposti prima della seconda ondata della pandemia verificatasi in autunno, con un conseguente aumento dei costi legati alle misure vigenti e all'adozione di nuove misure.

Grafico 2

Misure discrezionali legate al COVID-19 aventi un impatto sul bilancio del 2020 rispetto allo stimolo discrezionale lordo del 2009

(in percentuale del PIL)



Fonti: rappresentazione elaborata dagli autori in base ai documenti di lavoro che accompagnano i pareri della Commissione sui documenti programmatici di bilancio per il 2021; "Public finances in EMU – 2010", *European Economy*, numero 4, Direzione Generale per gli Affari economici e finanziari della Commissione europea, 2010.

L'impatto sul bilancio delle misure discrezionali è senza precedenti rispetto alle crisi verificatesi in passato. A titolo di confronto, al culmine della crisi finanziaria globale, nel 2009, l'importo complessivo dello stimolo discrezionale nei

⁸⁷ Tali informazioni sono riportate nei documenti di lavoro della Commissione in cui vengono analizzati i documenti programmatici di bilancio per il 2021 ([Commission Working Documents accompanying the Draft Budgetary Plans 2021](#)).

⁸⁸ A titolo esemplificativo, tale ipotesi spiega in parte la ragione per cui i dati relativi a Spagna e Lussemburgo sono considerevolmente inferiori a quelli indicati da tali paesi nei documenti programmatici di bilancio (rispettivamente pari al 5,5 per cento e al 5,1 per cento del PIL). Inoltre, nel caso della Spagna, alcune misure riportate nei documenti programmatici di bilancio, come il fondo COVID-19 per le regioni, gli incrementi delle retribuzioni nel settore pubblico e l'indicizzazione delle pensioni all'indice dei prezzi al consumo sono implicitamente integrate nello scenario di base delle proiezioni della Commissione e pertanto non incluse nel grafico 2.

paesi dell'UE era pari all'1,5 per cento del PIL⁸⁹. Inoltre, l'eterogeneità delle misure adottate sembra essere stata maggiore durante la crisi finanziaria mondiale rispetto alla crisi legata al COVID-19. Nel 2009 le misure di stimolo superarono il 3 per cento in Lussemburgo, mentre alcuni paesi non fornirono alcun tipo di stimolo, adottando anzi importanti misure di consolidamento.

Un'analisi più dettagliata della risposta aggregata dell'area dell'euro in termini di politica di bilancio nel 2020 mostra che le misure di emergenza si sono prevalentemente concentrate sul sostegno alle imprese e all'occupazione.

Nel grafico 3 viene stimata la composizione delle misure discrezionali aggregate nell'area dell'euro sulla base delle informazioni fornite nei documenti programmatici di bilancio relativi al 2021⁹⁰. Come mostrato dal grafico, il principale contributo allo stimolo di bilancio nel 2020 è stato dato dalle misure di emergenza volte a far fronte alle conseguenze immediate della pandemia di COVID-19. In primo luogo, gli Stati membri hanno adottato misure sostanziose per tutelare l'occupazione, in particolare sotto forma di regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e di altre misure di assistenza a favore delle imprese più colpite, come i sussidi. In secondo luogo, per far fronte alla crisi sanitaria, gli Stati membri hanno aumentato la spesa sanitaria allo scopo di coprire i costi aggiuntivi per il personale, i farmaci e gli ospedali, nonché la spesa pubblica supplementare necessaria a garantire il funzionamento del settore pubblico.

Grafico 3

Stima della composizione delle misure legate al COVID-19 nel 2020



Fonte: elaborazioni degli autori basate sui documenti programmatici di bilancio relativi al 2021.

Per quanto riguarda i programmi dei governi per il 2021, le misure previste tendono a essere orientate verso il sostegno alla ripresa, sebbene la loro entità e composizione sia incerta. Per il 2021, l'importo complessivo delle misure discrezionali pianificate nei documenti programmatici di bilancio è notevolmente inferiore e più eterogeneo tra i vari Stati membri rispetto a quello del 2020. In media,

⁸⁹ Cfr. "Public finances in EMU – 2010", *European Economy*, numero 4, Direzione Generale per gli Affari economici e finanziari della Commissione europea, 2010.

⁹⁰ Le stime sono basate su un sottoinsieme di Stati membri, in quanto non tutti i paesi hanno fornito informazioni dettagliate sulla composizione delle misure discrezionali adottate nel 2020.

l'entità delle misure discrezionali effettivamente incluse nei documenti programmatici di bilancio è leggermente superiore all'1 per cento del PIL. Tra i maggiori Stati membri, la Germania si distingue con misure pari al 2,1 per cento del PIL nel 2021. Per quanto riguarda l'insieme dell'area dell'euro, il calo rispetto a 2020 riflette per lo più la prevista rimodulazione della gran parte delle misure di emergenza. Anche la composizione dello stimolo varia rispetto al 2020, in quanto le nuove misure discrezionali integrate nei bilanci per il 2021 tendono a essere incentrate su politiche di stimolo economico, gran parte delle quali relative a investimenti pubblici e misure fiscali. Inoltre, lo stimolo nel 2021 dipenderà dalla misura in cui gli Stati membri saranno in grado di utilizzare i fondi del nuovo strumento Next Generation EU (NGEU, cfr. il riquadro 1). A tale proposito alcuni Stati membri hanno fornito delle stime nei documenti programmatici di bilancio relativi al 2021, ma ulteriori informazioni saranno disponibili la prossima primavera, man mano che gli Stati membri presenteranno i propri piani per la ripresa e la resilienza, in cui dovrebbero essere delineati i progetti che intendono finanziare attraverso lo strumento NGEU.

Tuttavia, il perdurare della crisi sanitaria ed economica comporterà inevitabilmente un aumento dei costi delle misure vigenti, tra cui quelli legati alla maggiore spesa sanitaria o ai più elevati esborsi dovuti alla proroga dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro. Inoltre, diversi Stati membri hanno comunicato nei loro documenti programmatici di bilancio che, nell'evenienza di un peggioramento della pandemia, forniranno ulteriore sostegno. In particolare, in caso di nuovi lockdown, è probabile che vengano adottate misure di sostegno aggiuntive per le imprese, come già avvenuto nell'autunno 2020.

Le sezioni che seguono mostrano come le misure introdotte nelle prime fasi della crisi, sia dal lato della spesa che da quello delle entrate, fossero mirate ad affrontare le conseguenze immediate della pandemia. Il brusco rallentamento economico che ha fatto seguito alla diffusione del virus differisce dalle crisi precedenti, come la crisi finanziaria mondiale, in quanto non causato da squilibri economici. Si è trattato di uno shock del tutto esogeno, che ha colpito strutture economiche dell'area dell'euro di per sé solide. Pertanto vi è stato un ampio consenso sul fatto che le politiche di bilancio dovessero concentrarsi sulla necessità di preservare le strutture economiche esistenti prima della crisi, laddove queste fossero sane e sostenibili, e di ridurre al minimo le insolvenze legate alla crisi e i casi di uscita delle imprese dal mercato. La chiusura di imprese sane colpite dalle misure di lockdown temporanee pregiudicherebbe la successiva ripresa, in quanto comporterebbe inefficienze legate alla perdita di capitale produttivo, in particolare di quello immateriale e umano specifico delle varie imprese.

Oltre alle misure discrezionali con effetto immediato sul saldo di bilancio, gli Stati membri hanno attuato anche misure a sostegno della liquidità, principalmente sotto forma di garanzie statali e differimenti di imposte. Si tratta di misure introdotte dalla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro all'inizio dei periodi di chiusura generalizzata per sostenere le imprese colpite dalle restrizioni. Tali provvedimenti hanno agevolato l'accesso delle imprese ai finanziamenti esterni e hanno consentito loro di rinviare gli adempimenti fiscali al momento della ripresa della normale attività.

3 Misure di bilancio dal lato della spesa

I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro hanno svolto un ruolo particolarmente importante per stabilizzare l'occupazione durante la crisi causata dal COVID-19, in particolare durante il periodo di chiusure generalizzate. Essi hanno rappresentato oltre un quarto dei pacchetti di misure di bilancio adottate nel 2020 (cfr. il grafico 3). Tali regimi mirano a prevenire la perdita di capitale umano e a stabilizzare i consumi di coloro che, altrimenti, avrebbero perso il proprio impiego. Inoltre, essi possono contribuire a una più rapida ripresa del mercato del lavoro, in quanto consentono a imprese e lavoratori di riavviare l'attività senza dover intraprendere quel lungo e costoso processo di ricerca finalizzato all'incontro tra domanda e offerta di lavoro, necessario in caso di interruzione di un rapporto di impiego⁹¹. Durante il lockdown il ricorso a regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro ha raggiunto livelli senza precedenti: in Germania, a metà maggio 2020 se ne avvalevano quasi 10 milioni di persone, rispetto a un massimo di circa 1,4 milioni durante la crisi finanziaria mondiale. Da un'analisi empirica dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro adottati da 23 paesi sviluppati durante la crisi finanziaria mondiale emerge che essi hanno avuto effetti significativi sul mantenimento dell'occupazione, essendo quest'ultima diventata meno elastica rispetto al prodotto⁹². Ulteriori studi sui regimi specifici applicati a livello nazionale confermano un impatto positivo sull'occupazione durante la crisi, ad esempio in Germania⁹³ e Francia⁹⁴. Un altro studio relativo all'Italia mostra effetti positivi in relazione a shock temporanei, ma sottolinea che, laddove gli shock diventano persistenti, i benefici in termini di occupazione nel breve periodo devono essere bilanciati con le possibili ricadute dal punto di vista della riallocazione⁹⁵. Durante la crisi legata al COVID-19, la proroga di tali regimi è particolarmente utile nei casi in cui la domanda in settori specifici sia ancora depressa a causa di restrizioni sanitarie o chiusure temporanee imposte a livello locale. Inoltre, una più ampia applicazione di tali regimi sostiene la domanda privata e la fiducia delle imprese nella fase di ripresa. Tuttavia, l'esperienza passata mostra che, durante la ripresa, l'ampio ricorso ai regimi di sostegno può ostacolare la riallocazione dei lavoratori nel caso si verificano cambiamenti strutturali, influenzando negativamente la creazione di occupazione⁹⁶. È stata quindi raccomandata l'introduzione di limiti temporali finalizzati a ridurre il rischio di favorire il mantenimento di posti di lavoro non più sostenibili nel lungo periodo, nonché l'erogazione di formazione e assistenza nella ricerca di un impiego ai lavoratori che percepiscono sussidi, al fine di agevolare la mobilità professionale⁹⁷.

⁹¹ 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.

⁹² Cfr. 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 J Labor Policy*, vol. 2, numero 5, 2013.

⁹³ Cfr. 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.

⁹⁴ Cfr. Cahuc, P., Kramarz, F. e Nevoux, S., "When Short-Time Work Works", *Banque de France Working Paper*, n. 692, 2018.

⁹⁵ Cfr. Giupponi, G. e Landais, C., "Subsidising Labor Hoarding in Recessions: The Employment and Welfare Effects of Short Time Work", *CEPR Discussion Paper*, n. 13310, 2020.

⁹⁶ Cfr. la nota 92.

⁹⁷ Cfr. *Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond*, OCSE, 2020.

Le forti perdite subite dalle imprese, in particolare quelle piccole e medie (PMI), durante i periodi di chiusura hanno portato a fornire loro un cospicuo sostegno in molti Stati membri.

Sebbene in una fase iniziale quasi tutti i paesi abbiano fornito sostegno alle imprese più colpite dalle misure di chiusura sotto forma di garanzie sui prestiti e di una parziale copertura dei costi salariali attraverso il ricorso a regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, i costi fissi possono generare carenze di liquidità che, se non gestite, possono causare in ultima analisi il fallimento delle imprese e la loro uscita dal mercato. Data l'incertezza e la rapidità degli eventi durante il lockdown, adeguare il sostegno alle esigenze delle imprese non era semplice, date le difficoltà nel valutare i loro effettivi oneri. Inoltre, il sostegno poteva essere subordinato soltanto al rispetto di criteri molto generali, come la misura in cui un determinato settore nel suo insieme era stato colpito.

Pertanto i governi hanno dovuto trovare un compromesso tra, da un lato, la necessità di erogare forme di sostegno di emergenza in maniera rapida e agevole dal punto di vista burocratico e, dall'altro, quella di prevenire frodi o entrate immotivate per determinate aziende. Alcuni paesi hanno scelto, in un primo momento, di fornire forme di sostegno diretto alle imprese; la Germania, in particolare, ha predisposto diversi programmi di assistenza emergenziale alle piccole imprese e ai lavoratori autonomi in tutti i settori la cui sopravvivenza era a rischio. Altri paesi hanno avviato in un secondo momento programmi di parziale ristoro delle perdite subite durante il periodo di chiusura, spesso legate a costi fissi specifici delle imprese o del settore di appartenenza, o al calo del fatturato. In diversi paesi tali misure sono state rinnovate in autunno per risarcire le imprese colpite dalle chiusure parziali decise in risposta alla seconda ondata della pandemia. Infine, in una fase iniziale diversi paesi hanno concesso sussidi ai lavoratori autonomi o ad altre categorie non sufficientemente tutelate dai sistemi di previdenza sociale nazionali. Tuttavia, tali trasferimenti sono stati in genere di entità piuttosto limitata, in quanto fornivano semplicemente assistenza sociale sotto forma di fonti di reddito sostitutivo e non coprivano i costi operativi.

Gli Stati membri hanno impegnato somme ingenti nell'apporto di capitale alle imprese, fattore che potrebbe comportare maggiori costi futuri a carico del bilancio pubblico.

Diversi governi hanno annunciato, sin dalle prime fasi della crisi, l'erogazione di somme cospicue per fornire capitale alle imprese (con fondi pari, ad esempio, al 3 per cento del PIL in Germania e allo 0,9 per cento del PIL in Francia) e l'allentamento delle norme sugli aiuti di Stato ha in linea di principio facilitato la ricapitalizzazione delle imprese di maggiori dimensioni. Le prime operazioni di ricapitalizzazione su larga scala nell'area dell'euro sono state limitate al settore aereo, ma se anche altri settori saranno interessati nel più lungo periodo i costi di bilancio di simili interventi a lungo termine potrebbero aumentare. In particolare, potrebbero emergere nuovi costi in termini economici e di bilancio se le imprese già improduttive prima della crisi fossero artificialmente tenute in vita, ostacolando eventuali cambiamenti strutturali. Inoltre, nell'erogare tali aiuti di Stato occorre tener conto di potenziali criticità per la concorrenza, in quanto approcci diversi tra i vari paesi potrebbero pregiudicare il funzionamento del mercato unico. La Commissione ha pertanto approvato le recenti operazioni a determinate condizioni, come ad esempio il fatto che lo Stato disponga di una strategia credibile per la graduale revoca delle misure.

L'efficacia di altre misure dal lato della spesa a sostegno della domanda

privata è ostacolata dalla crisi del COVID-19. Nelle crisi precedenti, come la crisi finanziaria mondiale, la maggior parte delle misure adottate per stimolare l'economia puntava a sostenere il potere d'acquisto delle famiglie, accrescendone il reddito, riducendo le imposte o fornendo sussidi per stimolare i consumi, in quanto l'aumento dell'incertezza circa le disponibilità reddituali future e il più elevato rischio di disoccupazione inducono un aumento del risparmio precauzionale. I provvedimenti di emergenza hanno sostenuto i redditi e consentito alle famiglie di mantenere in larga misura il proprio tenore di vita. Tuttavia, a causa delle misure di contenimento, il loro impatto immediato sui consumi è stato ridotto, poiché i consumatori non hanno potuto effettuare acquisti; di conseguenza, è fortemente aumentato il tasso di risparmio, in particolare nei gruppi a reddito più elevato⁹⁸. Ciò implica che il sostegno destinato alle famiglie a più basso reddito ha un impatto macroeconomico maggiore, poiché queste hanno una maggiore propensione al consumo ed è più probabile che accrescano i loro consumi una volta terminati i periodi di chiusura. In effetti, diversi paesi hanno già deciso di erogare trasferimenti mirati a beneficio di determinate categorie, come famiglie o disoccupati. Si può presumere che simili provvedimenti abbiano un impatto maggiore nella misura in cui si rivolgono alle famiglie con una maggiore propensione al consumo. Si è fatto poco ricorso agli incentivi diretti ai consumi, ampiamente utilizzati nel corso della crisi finanziaria mondiale, in particolare gli incentivi alla rottamazione delle autovetture. Ciò è dovuto al fatto che, presumibilmente, il settore automobilistico dovrebbe risentire meno dell'attuale crisi, che ha invece colpito in misura maggiore il settore dei servizi. Eccezioni degne di nota sono costituite da alcuni paesi che hanno fornito incentivi al consumo per altri settori, come ad esempio i bonus vacanze.

La spesa pubblica per investimenti dovrebbe rappresentare la priorità durante la fase di transizione che precede la ripresa economica.

Mentre lo stimolo sotto forma di riduzione delle imposte o trasferimenti potrebbe non sortire gli effetti sperati durante la fase di transizione, che potrebbe essere ancora caratterizzata da lockdown parziali ed elevata incertezza, dare un impulso all'economia attraverso le opere pubbliche potrebbe risultare più efficace⁹⁹. Questo tipo di spesa non è influenzato in modo significativo dal distanziamento sociale e, essendo complementare agli investimenti privati, può agire da stimolo per questi ultimi. Alcuni paesi, in particolare Germania¹⁰⁰ e Francia¹⁰¹, hanno già annunciato nel 2020 pacchetti di misure di bilancio che prevedono aumenti considerevoli degli

⁹⁸ Sebbene il brusco aumento del tasso di risparmio delle famiglie nel secondo trimestre del 2020 possa essere in linea di principio spiegato sia con i risparmi forzati dovuti alle misure di chiusura, sia con il risparmio precauzionale legato al rischio di perdere il lavoro in futuro, un'analisi empirica sembra suggerire che il principale fattore trainante sia stato il primo; cfr. il riquadro [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

⁹⁹ Cfr. "Fiscal Monitor: Policies for the Recovery", FMI, 2020.

¹⁰⁰ A giugno 2020 il governo tedesco ha raggiunto un accordo su un pacchetto di stimolo fiscale comprendente una dotazione di 50 miliardi di euro per misure di promozione degli investimenti, tra cui incentivi per le automobili elettriche e per la creazione di un maggior numero di stazioni di ricarica, investimenti a favore della digitalizzazione, nonché ulteriore sostegno per Deutsche Bahn.

¹⁰¹ Il 3 settembre 2020 il governo francese ha annunciato il piano di ripresa "France Relance", che dovrebbe mobilitare una cifra pari a 100 miliardi di euro. Si tratta di un'iniziativa che prevede una componente considerevole di investimenti pubblici. Circa il 30 per cento dei fondi sarà destinato al finanziamento di progetti ambientali, ma nel piano sono inclusi anche investimenti nelle tecnologie future.

investimenti pubblici nel 2021 e negli anni successivi. In pratica, tuttavia, conseguire tali incrementi in tempi rapidi può rivelarsi problematico a causa del tempo necessario per valutare adeguatamente il fabbisogno di investimenti e dare corso alle spese. È quindi importante disporre di progetti da realizzare con celerità, da avviare in automatico quando se ne presenta la necessità. A tal riguardo può essere data la precedenza alle attività di manutenzione, la cui realizzazione tende a essere più agevole rispetto ai nuovi progetti. In questo modo è possibile incrementare gli investimenti in maniera tempestiva ottenendo un efficace effetto di stabilizzazione.

Gli investimenti pubblici avranno un ruolo importante anche nella ripresa economica post-pandemia, soprattutto attraverso i finanziamenti forniti dal programma Next Generation EU. In particolare, gli investimenti aggiuntivi nell'ambito di tale programma svolgeranno un ruolo di primo piano nel sostenere la ripresa, una volta terminata la pandemia¹⁰². Tale strumento produrrebbe un'espansione di bilancio incentrata sul debito pari, in media, a circa l'1 per cento del PIL nell'area dell'euro, nel periodo 2021-2024. La maggior parte degli interventi finanziati da NGEU dovrebbe essere destinata agli investimenti e alle riforme strutturali volte a favorire la crescita (cfr. il riquadro 1). È quindi importante garantire l'addizionalità di tali spese rispetto a quelle nazionali, in modo che i fondi erogati dall'UE non si sostituiscano alla spesa pubblica nazionale per investimenti. È opportuno notare, tuttavia, che anche nel caso in cui gli investimenti finanziati tramite il programma NGEU si sostituissero alla spesa pubblica nazionale, ci sarebbe comunque uno stimolo, poiché le sovvenzioni dell'UE non aumentano il debito pubblico. L'aumento stimato degli investimenti all'indomani della crisi è in netto contrasto con quanto osservato negli anni successivi alla crisi finanziaria mondiale, quando gli investimenti pubblici hanno subito notevoli tagli nel quadro delle strategie di risanamento dei conti pubblici seguite dagli Stati membri dell'area dell'euro¹⁰³, passando dal 3,7 per cento del PIL nel 2009 al 2,7 per cento nel 2018.

Le risposte dei governi nazionali e dell'UE dovrebbero essere rivolte in misura significativa al conseguimento di obiettivi ambientali. L'accordo raggiunto dal Consiglio europeo a luglio 2020¹⁰⁴ ha definito un target complessivo pari ad almeno il 30 per cento del bilancio dell'UE e delle spese finanziate tramite NGEU per gli obiettivi climatici. Un esempio degno di nota è quello della Francia che, nel suo documento programmatico di bilancio per il 2021, destina il 30 per cento della dotazione complessiva del programma "France Relance", pari a 100 miliardi di euro, agli investimenti in tutti gli ambiti della "transizione ecologica, tra cui la riqualificazione energetica degli edifici, le infrastrutture e la mobilità verdi, la decarbonizzazione dei processi industriali e il sostegno all'innovazione ecologica, il supporto all'economia circolare, il contenimento dell'urbanizzazione e la transizione dell'agricoltura" (traduzione non ufficiale). Non è la prima volta che misure di stimolo varate nel corso di una crisi economica perseguono obiettivi di carattere ambientale:

¹⁰² Cfr. il riquadro *Le implicazioni per le politiche di bilancio del pacchetto per la ripresa economica dell'UE* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

¹⁰³ Cfr. l'articolo *La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

¹⁰⁴ Ci si riferisce alle conclusioni adottate il 21 luglio 2020 dal Consiglio europeo sul piano di ripresa e sul quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027.

durante la crisi finanziaria mondiale, oltre il 16 per cento delle somme stanziare sono state destinate ad attività verdi¹⁰⁵. L'esperienza ha mostrato che l'attuazione di misure di incentivazione ecologica sufficientemente ampie, tempestive e ben concepite può stimolare la crescita, apportando al contempo benefici ambientali. Tuttavia gli obiettivi di carattere ambientale possono anche porre vincoli alla crescita economica, il che a sua volta evidenzia l'importanza di un'adeguata messa a punto delle politiche.

4 Misure di liquidità dal lato della spesa

Nella fase iniziale della crisi indotta dal COVID-19, le garanzie sui prestiti hanno rappresentato il principale strumento utilizzato per far fronte alle carenze di liquidità delle imprese. Tali garanzie miravano a evitare carenze di liquidità per le imprese particolarmente colpite dalle politiche di contenimento, in particolare le PMI. Inoltre, diversi Stati membri hanno fornito liquidità aggiuntiva alle imprese sotto forma di credito da parte delle banche pubbliche per lo sviluppo. A livello dell'area dell'euro, le garanzie annunciate ammontavano a oltre il 16 per cento del PIL (cfr. il grafico 4). Sebbene l'annuncio di tali ingenti garanzie sui prestiti abbia certamente contribuito a ripristinare la fiducia delle imprese nel breve periodo, gli importi comunicati si riflettono solo debolmente nei dati sull'effettivo utilizzo. Nei quattro maggiori Stati membri, l'utilizzo complessivo fino a ottobre-novembre 2020 è variato tra l'1,3 per cento del PIL in Germania e il 9,7 per cento del PIL in Spagna¹⁰⁶. L'efficacia di tali programmi dipende dalle rispettive caratteristiche, che determinano la rapidità di accesso al credito da parte dei prenditori e presentano significative differenze tra paesi. Anche la Banca europea per gli investimenti (BEI), inoltre, ha fornito garanzie sui prestiti (cfr. il riquadro 1).

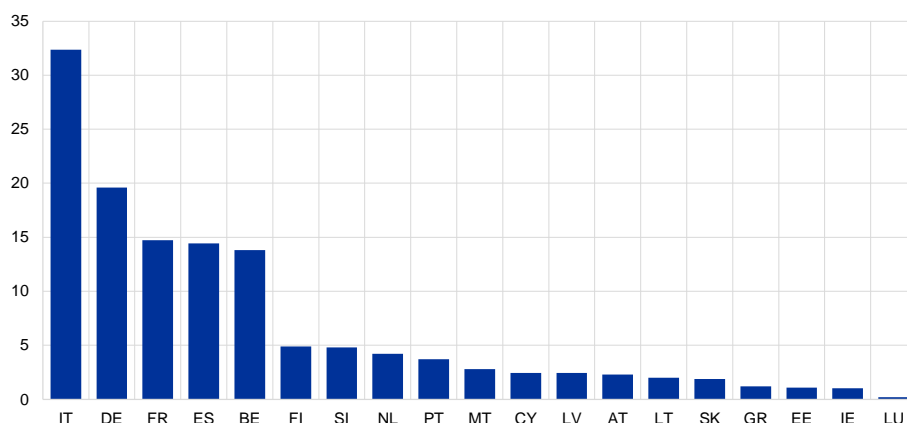
¹⁰⁵ Fra le politiche ecologiche che beneficiarono di un sostegno figurano la produzione di energie rinnovabili, l'efficienza energetica degli edifici, gli incentivi per la rottamazione di veicoli a elevato consumo di carburante, il sostegno allo sviluppo di tecnologie pulite, il trasporto pubblico metropolitano, la tutela delle risorse naturali e la gestione delle risorse idriche; cfr. Agrawala, S., Dussaux, D. e Monti, N., "What policies for greening the crisis response and economic recovery? Lessons learned from past green stimulus measures and implications for the COVID-19 crisis", *OECD Environment Working Papers* n. 164, 2020.

¹⁰⁶ Per i dati aggiornati in merito cfr. il riquadro [Le garanzie pubbliche sui prestiti e il credito bancario nel periodo del COVID-19](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

Grafico 4

Garanzie

(in percentuale del PIL nel 2019)



Fonte: elaborazioni degli autori basate sui documenti programmatici di bilancio per il 2021 e sulla banca dati relativa alla risposta delle politiche di bilancio al COVID-19 del Fondo monetario internazionale (FMI).

Note: i dati provengono dai documenti programmatici di bilancio per il 2021 pubblicati sul sito Internet della Commissione europea. In alcuni casi le cifre sono state fornite in percentuale del PIL, mentre in altri in miliardi di euro. In quest'ultimo caso, gli importi sono stati espressi in percentuale del PIL utilizzando le proiezioni di crescita nominale per il 2020 contenute nei documenti programmatici di bilancio. Per AT, CY, EE, IT, LV, NL e SI, l'entità delle dotazioni per le garanzie statali è stata ottenuta dalla banca dati relativa alla risposta delle politiche di bilancio al COVID-19 dell'FMI, con aggiornamento dei dati all'11 settembre 2020. Gli importi sono stati convertiti in euro facendo riferimento al tasso di cambio EUR/USD dell'11 settembre 2020; per calcolare i rapporti, sono stati utilizzati i dati sul PIL tratti dai documenti programmatici di bilancio.

Sebbene le garanzie a favore delle società non finanziarie siano state impiegate anche in precedenti periodi di rallentamento dell'economia, è l'entità di tali interventi a caratterizzare in modo particolare la risposta data dalle politiche di bilancio alla crisi del COVID-19. Le garanzie concesse al settore finanziario durante la crisi finanziaria mondiale miravano principalmente a ripristinare la fiducia e garantire adeguati fondi per il settore finanziario. Gli impegni per tali garanzie ammontavano a circa il 18 per cento del PIL nel 2010¹⁰⁷, una dimensione simile a quella delle garanzie correnti concesse alle società non finanziarie. Inoltre, poiché in seguito alla crisi finanziaria mondiale le condizioni di finanziamento per le PMI peggiorarono a causa delle difficoltà del settore bancario, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ampliò il ricorso ai sistemi pubblici di garanzia e al credito pubblico per assicurare un'adeguata offerta di liquidità alle imprese. Sebbene gli importi annunciati per tali programmi fossero talvolta molto elevati (la Germania stanziò ad esempio, garanzie per circa 100 miliardi di euro nell'ambito del piano "Wirtschaftsfonds Deutschland" e la Francia fornì prestiti e garanzie alle PMI per un importo di circa 22 miliardi di euro), l'effettivo utilizzo dei fondi fu generalmente inferiore¹⁰⁸, in particolare rispetto agli impegni assunti per il settore finanziario.

La letteratura empirica indica che le garanzie hanno avuto effetti positivi sui prestiti nel corso delle crisi precedenti, pur evidenziando alcuni possibili effetti di incentivazione negativa, che tuttavia appaiono meno probabili nelle

¹⁰⁷ Per una descrizione dettagliata delle garanzie al settore finanziario durante la crisi finanziaria mondiale, cfr. *Misure a sostegno del settore finanziario adottate dai governi dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2010 del Bollettino mensile della BCE.

¹⁰⁸ Per una rassegna, cfr. "Assessment of government support programmes for SMEs' and entrepreneurs' access to finance in the global crisis", OECD Working Party on SMEs and Entrepreneurship, Parigi, 2010.

circostanze attuali. Le analisi empiriche dei programmi a favore delle PMI in Italia¹⁰⁹ e nei Paesi Bassi¹¹⁰ hanno rilevato effetti positivi sull'accesso al credito durante la crisi finanziaria mondiale, e tuttavia forniscono evidenze sul rischio di azzardo morale da parte delle imprese. L'azzardo morale è legato al fatto che, con le garanzie, le banche sono meno incentivate a vagliare e monitorare la qualità dei prestiti, facendo aumentare la rischiosità di questi ultimi nel momento in cui le imprese intraprendono progetti più rischiosi. Nella crisi del COVID-19, le garanzie sui prestiti sembrano rappresentare uno strumento particolarmente efficace per garantire liquidità alle imprese, dal momento che la crisi ha colpito principalmente quelle che, senza la pandemia, sarebbero competitive e produttive. In linea di principio, l'azzardo morale potrebbe configurarsi nel caso in cui le banche sostituissero i prestiti "problematici" in essere prima della crisi con i nuovi prestiti garantiti dallo Stato. Tuttavia, a causa delle caratteristiche specifiche dell'attuale crisi, il rischio che l'azzardo morale possa provocare un aumento dei costi derivante dalla concessione di prestiti a imprese improduttive è inferiore¹¹¹. A differenza di quanto avvenuto nelle precedenti crisi finanziarie, in questo caso lo shock economico non è stato causato da un'eccessiva assunzione di rischi; si presume pertanto che i problemi di liquidità delle imprese siano per lo più di natura temporanea. Inoltre, l'ampio sostegno di bilancio offerto alle imprese può compensare in parte le perdite subite durante la pandemia.

5 Misure di bilancio dal lato delle entrate

Numerosi paesi dell'area dell'euro hanno introdotto una temporanea riduzione dell'IVA per stimolare i consumi in seguito alle rigorose misure di chiusura introdotte. In particolare, la Germania ha temporaneamente ridotto di 3 punti percentuali l'aliquota IVA ordinaria (normalmente pari al 19 per cento) e di 2 punti quella dell'IVA ridotta (normalmente pari al 7 per cento), da luglio a dicembre 2020. Anche l'Irlanda ha ridotto di 2 punti percentuali la propria aliquota ordinaria, normalmente pari al 23 per cento, da settembre 2020 a febbraio 2021. Nell'ipotesi di una trasmissione completa, la riduzione dell'IVA in Germania dovrebbe aver prodotto, a luglio 2020, un calo dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro pari a circa 0,6 punti percentuali¹¹². Tuttavia l'impatto effettivo di questa misura è incerto, poiché è temporanea ed è stata introdotta in una situazione di debole attività economica ed elevata incertezza. Sebbene tali misure di stimolo abbiano pochi precedenti nell'area dell'euro, le evidenze empiriche relative al Regno Unito¹¹³ – che durante la crisi finanziaria mondiale ha ridotto temporaneamente l'IVA per stimolare

¹⁰⁹ D'Ignazio, A. e Menon, C., "Causal Effect of Credit Guarantees for Small and Medium-Sized Enterprises: Evidence from Italy", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 122, 2020, pagg. 191-218.

¹¹⁰ Ioannidou, V., Liberti, J.M., Mosk, T. e Sturgess, J., "Intended and Unintended Consequences of Government Credit Guarantee Programs" in Mayer, C., Onado, S. M., Pagano, M. e Polo, A. (a cura di), *Finance and Investment: The European Case*, 2018.

¹¹¹ Per una discussione sui rischi di zombificazione dell'economia e sulle azioni strategiche per prevenirla, cfr. Laeven, L., Schepens, G. e Schnabel, I., "Zombification in Europe in times of pandemic", VoxEU, 11 ottobre 2020.

¹¹² Cfr. il riquadro *Il ruolo delle imposte indirette nell'inflazione dell'area dell'euro e nelle sue prospettive* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

¹¹³ Crossley, C., Low, H. e Sleeman, C., "Using a temporary indirect tax cut as a fiscal stimulus: evidence from the UK" *IFS Working Papers*, n. W14/16, Institute for Fiscal Studies, 2014.

la spesa per consumi – mostra che le imprese avevano inizialmente trasmesso in larga misura la riduzione dell'IVA ai prezzi applicati, ripristinando però quelli precedentemente in vigore dopo un paio di mesi. Nel complesso, in quel caso specifico, la riduzione temporanea dell'IVA ha raggiunto lo scopo desiderato, cioè determinare un aumento dei consumi di beni durevoli. D'altro canto, i primi riscontri ricavati da un'indagine condotta presso i consumatori in Germania indicano che, sebbene circa la metà dei rispondenti abbia percepito un calo dei prezzi, solo l'11 per cento di essi ha deciso di anticipare acquisti originariamente previsti per il 2021; la temporanea riduzione dell'IVA ha avuto un certo effetto, per quanto limitato, nello stimolare i consumi¹¹⁴.

Il protrarsi delle restrizioni di carattere sanitario e i cambiamenti nei comportamenti di consumo hanno posto alcune sfide ai fini dell'efficacia delle riduzioni dell'IVA come stimolo fiscale. In particolare, tali riduzioni producono un beneficio minore per i settori più pesantemente colpiti dalle politiche di contenimento, che spesso hanno continuato a subire restrizioni dal lato dell'offerta durante la fase di transizione seguita alle chiusure generalizzate, mentre hanno sostenuto con maggiore efficacia il consumo di beni durevoli. Per tale ragione, in alcuni paesi (come Belgio e Austria) la riduzione dell'IVA è stata applicata solo ai settori maggiormente colpiti, come quello dei viaggi e dell'ospitalità. Infine, una volta revocate tali misure di riduzione dell'IVA – nella maggior parte dei casi nel 2021 – è ragionevole attendersi un calo dei consumi qualora l'economia continuasse a risentire di una bassa domanda.

Nei loro bilanci per il 2021, alcuni paesi dell'area dell'euro prevedono una riduzione delle imposte dirette o dei contributi previdenziali, in risposta alla crisi indotta dal COVID-19. In particolare, la Francia ha annunciato una riduzione delle imposte sulla produzione nel 2021, finalizzata a incrementare la competitività delle imprese. Sebbene diversi paesi abbiano previsto alcune agevolazioni fiscali per le aziende, ad esempio sotto forma di sgravi per gli investimenti, finora le aliquote delle imposte societarie non sono state ridotte. Per quanto, in generale, la riduzione di queste imposte possa avere un effetto positivo sulla crescita potenziale perché crea regimi fiscali più favorevoli in tal senso¹¹⁵, è meno probabile che essa produca un forte impatto positivo sulla crescita nel breve periodo. In primo luogo, la riduzione delle imposte societarie avvantaggia di norma le imprese che realizzano profitti e pertanto non sostiene quelle che stanno subendo perdite a causa della pandemia. In secondo luogo, ricerche empiriche hanno rilevato che, in tempi di elevata incertezza come la crisi attuale, le imprese non sembrano reagire in maniera significativa agli incentivi fiscali in termini di scelte di investimento¹¹⁶. Per quanto riguarda le imposte sul lavoro, in alcuni paesi, come la Grecia, sono stati introdotti programmi che esentano temporaneamente le imprese dal versamento dei contributi sociali o delle imposte per le nuove assunzioni. Tali misure temporanee e mirate possono rappresentare efficaci strumenti di sostegno alla riallocazione del lavoro in

¹¹⁴ Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, "Jahresgutachten 2020/21 - Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken", Wiesbaden, 2020.

¹¹⁵ Cfr. [La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro nel numero 5/2017](#) nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

¹¹⁶ Guceri, I. e Albinowski, M., "Investment Responses to Tax Policy Under Uncertainty", *CESifo Working Paper*, n. 7929, 2019.

fase di ripresa. Le riduzioni su ampia scala delle imposte sul reddito delle persone fisiche o dei contributi sociali su base temporanea (come in Grecia) o permanente (come nelle regioni italiane più povere) implicano generalmente costi più elevati, ma dovrebbero sostenere la crescita dell'occupazione nel medio e lungo termine.

6 Misure di liquidità dal lato delle entrate

Durante i periodi di chiusura, la liquidità delle imprese è stata ulteriormente rafforzata da varie misure fiscali, in particolare i differimenti delle imposte, da cui non ci si attende un sostanziale impatto sui conti del 2020. Fin dalle prime fasi della pandemia tutti i paesi dell'area dell'euro hanno varato misure per sgravare nell'immediato dagli oneri fiscali le imprese pesantemente colpite dalle misure di chiusura. Di norma, queste misure non hanno ridotto gli obblighi fiscali complessivi delle imprese, ma hanno posticipato la data dei pagamenti la cui scadenza ricadeva durante il lockdown generalizzato della prima metà dell'anno, fornendo così liquidità aggiuntiva alle imprese. Tali misure comprendevano slittamenti di imposte (IVA, imposte societarie e sul reddito delle persone fisiche e contributi sociali), riduzioni degli acconti sulle imposte societarie (dato che il calcolo degli importi di queste ultime si basa principalmente sul fatturato dell'anno precedente), nonché l'accelerazione dei rimborsi e degli arretrati fiscali o la sospensione delle azioni esecutive. Nella maggior parte dei paesi l'ammontare delle imposte differite è stato compreso tra lo 0,5 e il 2 per cento del PIL; in diversi casi è stato molto consistente, raggiungendo, in Lussemburgo, un valore prossimo all'8 per cento del PIL, come si evince dal documento programmatico di bilancio presentato da tale paese per il 2021. Tuttavia l'effetto complessivo di queste misure sul saldo di bilancio del 2020 risulta relativamente esiguo per due motivi, sia perché nella maggior parte dei paesi il pagamento delle imposte è stato differito alla seconda metà dello stesso anno, sia perché, anche se il pagamento è posticipato agli anni successivi, il gettito atteso è imputato all'esercizio in riferimento a cui si è originato l'onere fiscale.

Le misure di liquidità correlate alle imposte hanno rappresentato uno strumento efficace nell'accrescere la liquidità delle imprese. Poiché le modifiche agli adempimenti fiscali vengono generalmente introdotte solo con un certo ritardo rispetto ai cambiamenti che intervengono nelle entrate, tali misure fiscali agiscono da stabilizzatori degli utili aziendali. Sebbene il ricorso diffuso a tali misure sia specifico della crisi del COVID-19, esse erano già state impiegate, in misura circoscritta, nel corso della crisi finanziaria mondiale (ad esempio in Italia e in Spagna). Le evidenze della loro efficacia sono relativamente limitate, con l'eccezione degna di nota di un'analisi empirica¹¹⁷ che esamina il differimento di tasse sul lavoro e altri oneri applicato in Svezia nel 2009. Questo studio indica che i differimenti delle imposte hanno avuto un impatto positivo poiché hanno allentato i vincoli alla liquidità nel breve termine — in particolare per le imprese più giovani e maggiormente indebitate — riducendo verosimilmente le probabilità, per tali imprese, di trovarsi in condizioni di grave difficoltà finanziaria negli anni successivi alla crisi.

¹¹⁷ Brown, J.R., Martinsson, G. e Thomann, C., "Government Lending in a Crisis", *Swedish House of Finance Research Paper*, n. 20-28, ottobre 2020.

Riquadro 1

La risposta dell'UE alla crisi legata al COVID-19

a cura di **Stephan Haroutunian**

La risposta dell'Unione europea (UE) alla crisi legata al coronavirus (COVID-19) è stata senza precedenti e integra in misura significativa le misure fiscali adottate a livello nazionale.

Sebbene le misure fiscali nazionali rappresentino la prima linea di difesa, la portata della crisi e il fatto che non tutti gli Stati membri abbiano lo stesso margine di manovra hanno fatto sì che una risposta dell'UE al di là di quelle nazionali possa sostenere la ripresa e ridurre il rischio di frammentazione nell'Unione.

La risposta dell'UE è stata inoltre adattata alle sfide emerse nelle varie fasi della crisi.

Nella fase iniziale di chiusura (lockdown), sono state intraprese iniziative a breve termine, volte a soddisfare l'urgente necessità di fare fronte alla crisi, mentre le azioni a medio-lungo termine mirano a sostenere lo stimolo di bilancio necessario, soprattutto negli Stati membri più vulnerabili, per creare le premesse per un'UE più competitiva nel lungo periodo.

La prima serie di misure includeva i seguenti provvedimenti:

Una delle iniziative principali adottate immediatamente è stata l'attivazione della **clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto di stabilità e crescita (PSC)**. Tale clausola¹¹⁸ consente a tutti gli Stati membri deviazioni coordinate e temporanee dai requisiti di bilancio previsti dal PSC, purché questo non comprometta la sostenibilità di bilancio a medio termine. Ciò consente loro di adottare le misure necessarie per ottenere una risposta anticiclica in una situazione di crisi generalizzata causata da una grave recessione economica nell'area dell'euro o nell'intera UE. Era la prima volta che il Consiglio Ecofin attivava la clausola da quando è stata inclusa nel quadro regolamentare, nel 2011. Secondo la Dichiarazione dei ministri delle Finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19 del 23 marzo¹¹⁹, l'attivazione della clausola di salvaguardia generale mira a garantire la necessaria flessibilità affinché gli Stati membri possano adottare sia le misure necessarie per contenere l'impatto della pandemia sia per potenzialmente fornire un sostegno più generale attraverso un ulteriore stimolo discrezionale e un'azione coordinata. Tali misure dovrebbero essere concepite per essere tempestive, temporanee e mirate, come più opportuno.

Le misure sono volte a garantire che il quadro normativo dell'UE sostenga l'attuazione di provvedimenti di emergenza. In particolare, la Commissione europea ha adottato uno specifico **quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato** per accelerare l'erogazione di misure di sostegno pubblico alle imprese, sottolineando nel contempo la necessità di mantenere condizioni di parità concorrenziale nel mercato unico.

Per quanto riguarda il bilancio dell'UE, la Commissione europea ha istituito l'**Iniziativa di investimento in risposta al coronavirus (Coronavirus Response Investment Initiative, CRII)**, che consente l'utilizzo dei fondi nell'ambito della politica di coesione dell'UE per affrontare le conseguenze della crisi causata dal COVID-19.

¹¹⁸ Cfr. il riquadro [La crisi COVID-19 e le sue implicazioni per le politiche di bilancio](#) nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

¹¹⁹ Per maggiori dettagli, cfr. la [Dichiarazione dei ministri delle Finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19](#) del 23 marzo 2020.

In una seconda fase sono state istituite tre reti di sicurezza per sostenere le misure degli Stati membri a favore dei lavoratori e delle imprese e per salvaguardare l'accesso dei paesi ai finanziamenti, attraverso un pacchetto di 540 miliardi di euro. L'impiego di tali reti mira a fornire un sostegno di liquidità alle imprese e ad aiutare gli Stati membri a finanziare le loro politiche di risposta alle crisi.

1. Sostegno per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE). Il SURE è uno strumento di sostegno temporaneo, basato sui prestiti, che per la durata dell'emergenza fornisce supporto finanziario agli emittenti sovrani alimentando i fondi nazionali per i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e per alcune spese di natura sanitaria. L'UE concederà agli Stati membri prestiti a condizioni favorevoli per un importo totale fino a 100 miliardi di euro, a valere il più possibile sul bilancio dell'UE e assistiti da garanzie fornite dagli Stati membri stessi. I contributi di questi ultimi saranno forniti sotto forma di garanzie irrevocabili, incondizionate e a richiesta.

2. Intensificazione delle attività della Banca europea per gli investimenti (BEI). Su iniziativa del Gruppo BEI è stato introdotto un fondo di garanzia paneuropeo per un ammontare di 25 miliardi di euro, che può a sua volta sostenere le imprese con finanziamenti per 200 miliardi di euro, destinati in particolare alle piccole e medie imprese dell'UE, anche avvalendosi di istituti nazionali di promozione. L'obiettivo è integrare i sistemi nazionali di garanzia e assicurarsi che le imprese dispongano di sufficiente liquidità a breve termine e siano in grado di continuare la loro crescita e il loro sviluppo a medio e lungo termine.

3. Reti di sicurezza a tutela degli emittenti sovrani dell'area dell'euro. Per tutelare il finanziamento dei paesi dell'area dell'euro, è stato sviluppato lo strumento di sostegno per la gestione della crisi pandemica. Esso è basato sulla linea di credito precauzionale già esistente nell'ambito del Meccanismo europeo di stabilità (MES), la linea di credito soggetta a condizioni rafforzate (Enhanced Conditions Credit Line, ECCL), e viene adeguato alla luce dell'attuale sfida specifica. L'obiettivo di tale strumento è garantire l'accesso ai finanziamenti durante la crisi. Le istanze relative a tale strumento possono essere presentate entro il 31 dicembre 2022. Si potrà accedere alla linea di credito per un importo pari al 2 per cento del PIL relativo al 2019 (come valore di riferimento) dello Stato membro richiedente, per una dotazione complessiva di 240 miliardi di euro. L'unico requisito per accedere alla linea di credito è che i paesi che ricevono assistenza "si impegnino a utilizzare questa linea di credito per sostenere il finanziamento interno dell'assistenza sanitaria diretta e indiretta, i costi relativi alla cura e alla prevenzione dovuti alla crisi COVID-19". La linea di credito è stata resa operativa dal Consiglio dei governatori del MES il 15 maggio 2020, ma alla fine del 2020 nessun paese aveva manifestato interesse a utilizzarla.

Per sostenere ulteriormente la ripresa, il Consiglio europeo ha adottato l'innovativo pacchetto per la ripresa denominato Next Generation EU (NGEU)¹²⁰. Il fondo ammonta a 750 miliardi di euro in base ai prezzi del 2018 e la sua componente principale è costituita dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) con una dotazione complessiva di 672 miliardi di euro, di cui 360 miliardi in prestiti e 312,5 miliardi in sovvenzioni. Il resto dei fondi NGEU è destinato ad altre iniziative, quali la ricerca e lo sviluppo (HorizonEurope), i finanziamenti per la coesione in caso di crisi (REACT-EU), i cambiamenti climatici (Fondo per una transizione giusta), lo sviluppo rurale e la protezione civile (RescEU); tra queste REACT-EU è la

¹²⁰ Cfr. il riquadro *Le implicazioni per le politiche di bilancio del pacchetto per la ripresa economica dell'UE* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

principale. Tutti i fondi relativi all'RRF dovrebbero essere stanziati entro la fine del 2023 e i pagamenti eseguiti entro il 2026. La Commissione sarà autorizzata a contrarre prestiti sui mercati dei capitali per conto dell'UE fino a un importo di 750 miliardi di euro in base ai prezzi del 2018, con la cessazione delle nuove attività di indebitamento netto al più tardi entro la fine del 2026. Il calendario prevede che i rimborsi terminino entro la fine del 2058. I paesi dell'UE considerati particolarmente vulnerabili dovrebbero ricevere notevoli trasferimenti netti dall'RRF. Per ricevere il sostegno finanziario nel quadro dell'RRF, gli Stati membri dell'UE dovranno predisporre piani nazionali per la ripresa e la resilienza che definiscano i loro programmi di riforme e investimenti pubblici per il periodo 2021-2023. Per mezzo di tali riforme e investimenti si dovrebbero affrontare le criticità individuate nell'ambito del Semestre europeo e incrementare la creazione di posti di lavoro, il potenziale di crescita e la resilienza economica e sociale dello Stato membro interessato. Il 9 novembre 2020 il Parlamento europeo ha adottato l'RRF, in cui è anche richiesto che ogni piano per la ripresa e la resilienza devolva almeno il 40 per cento del proprio bilancio a tutela del clima e della biodiversità e almeno il 20 per cento alle riforme e agli investimenti digitali.

7 Implicazioni per l'orientamento della politica di bilancio

Interpretare l'orientamento della politica di bilancio per il 2020 e il 2021 pone delle difficoltà a causa dell'impatto una tantum delle misure di emergenza.

Come precedentemente mostrato, l'ammontare complessivo delle misure riportato nei documenti programmatici di bilancio per il 2021 è notevolmente inferiore rispetto a quello relativo al 2020. Ciò implica che, in assenza di ulteriori misure o di una proroga di quelle esistenti in risposta a una recrudescenza della crisi, alla massiccia espansione di bilancio del 2020 farà seguito una graduale riduzione del sostegno nel corso dell'anno successivo. Tuttavia ciò è principalmente dovuto al venir meno delle misure di emergenza, che hanno implicazioni economiche diverse rispetto alle ordinarie misure di stimolo, con un effetto positivo sulla crescita più duraturo. Il criterio alla base di tali misure non consisteva tanto nel favorire la crescita nella prima metà dell'anno, quando si è concentrato il grosso della spesa, quanto nel tutelare le imprese e i rapporti di lavoro che, altrimenti, non sarebbero sopravvissuti al lockdown. L'effetto di queste misure sull'attività economica sarà avvertito con maggiore forza durante la ripresa poiché, nell'ipotesi controfattuale di chiusure delle aziende e licenziamenti diffusi, il recupero sarebbe stato rallentato da lunghi processi di ristrutturazione di imprese altrimenti produttive e distorsioni del mercato del lavoro.

Le consistenti misure di bilancio adottate nel 2020 hanno controbilanciato i cali produttivi collegati alla crisi. Come illustrato in precedenza, le caratteristiche specifiche della crisi del COVID-19 hanno avuto un impatto sull'efficacia delle misure di bilancio. Pertanto, le stime dei loro effetti sulla crescita basate sulle elasticità storiche possono risultare fuorvianti, perché qualsiasi modello dovrebbe tenere conto delle caratteristiche economiche della pandemia. Le prime evidenze basate su modelli¹²¹ sembrano indicare che le misure di emergenza attuate all'inizio della crisi del COVID-19 hanno fortemente controbilanciato il calo del prodotto legato alla

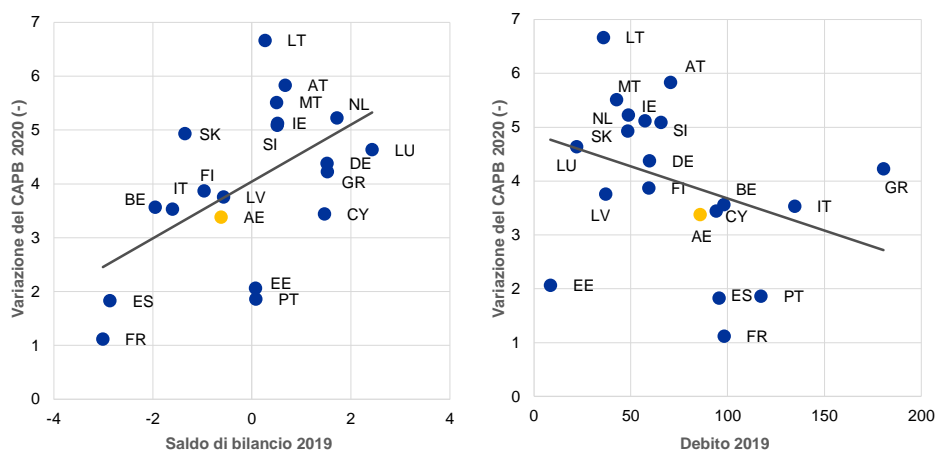
¹²¹ Pfeiffer, P., Roeger, W. e in 't Veld, J., "The COVID19-Pandemic in the EU: Macroeconomic Transmission and Economic Policy Response", *European Economy Discussion Paper*, n. 127, 2020.

pandemia, accelerando la ripresa. Secondo le stime, i miglioramenti in termini di stabilizzazione derivanti dai regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e dalle garanzie hanno ridotto di un quarto le perdite macroeconomiche conseguenti alla pandemia, con un incremento del PIL in termini reali di oltre 4 punti percentuali. I modelli partono dall'assunto che i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro stabilizzino gli investimenti delle imprese — riducendo i costi e accrescendo, di conseguenza, la liquidità — e ridimensionino la durata della recessione, consentendo alle imprese di evitare lunghi e costosi processi di assunzione del personale durante il periodo della ripresa. Inoltre, la più generosa dotazione dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro rispetto ai sussidi di disoccupazione sostiene la domanda delle famiglie. Si ritiene che le misure di sostegno alla liquidità abbiano un effetto stabilizzante per gli investimenti e l'occupazione da parte delle imprese soggette a problemi di liquidità per via della crisi.

Grafico 5

Allentamento delle politiche di bilancio nel 2020 e posizione di bilancio iniziale

(in percentuale del PIL)



Fonte: previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2020.

Note: l'entità dell'allentamento delle politiche fiscali nel 2020 è misurata come variazione del saldo primario corretto per il ciclo (cyclically adjusted primary balance, CAPB) indicata nelle previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2020 (di cui è stato modificato il segno per agevolare l'interpretazione del grafico).

L'entità stimata dell'allentamento della politica di bilancio nel 2020 rifletteva anche le posizioni di bilancio iniziali degli Stati membri.

Gli andamenti macroeconomici favorevoli osservati fino al 2020 hanno indotto alcuni paesi dell'area dell'euro a ridurre i disavanzi e a costituire margini di bilancio cospicui. In particolare, i paesi con una posizione iniziale favorevole, ossia con un saldo di bilancio positivo e un minore livello di debito, sono stati in grado di fornire con tempestività un notevole sostegno all'economia (cfr. il grafico 5).

In prospettiva, il pacchetto NGEU fornirà ulteriore stimolo nel periodo 2021-2026, in aggiunta alle misure nazionali sopra illustrate.

La spesa per investimenti aggiuntiva finanziata dall'NGEU dovrebbe fornire ulteriore stimolo agli Stati membri negli anni compresi tra il 2021 e il 2026. Tuttavia non si rifletterà nei loro disavanzi, ma determinerà passività di bilancio a livello di UE. Pur trattandosi di passività a lungo termine, il servizio di tale debito comporterà un onere per le

economie dell'UE nel lungo periodo. L'accordo del Consiglio europeo di luglio 2020 prevede una riduzione costante e programmata di tali passività fino al 31 dicembre 2058. Per il rimborso delle sovvenzioni, gli Stati membri hanno concordato di riformare il sistema delle risorse proprie, in modo da garantire che i rimborsi siano coperti da un aumento dei contributi basati sul reddito nazionale lordo (RNL) degli Stati membri e da nuove, reali risorse proprie dell'UE. A tal fine, i massimali delle risorse proprie nell'UE saranno temporaneamente aumentati di 0,6 punti percentuali.

Affinché l'NGEU risulti efficace, è essenziale che, in questa circostanza unica, gli Stati membri utilizzino gli aiuti europei per veicolare fondi verso una spesa produttiva fortemente necessaria, attuando al contempo riforme a sostegno della produttività. Ciò consentirebbe al programma Next Generation EU di contribuire a una ripresa più rapida, solida e uniforme e accrescerebbe la capacità di tenuta economica e il potenziale di crescita degli Stati membri. Le politiche strutturali sono particolarmente importanti per colmare le carenze di fondo e istituzionali di lungo periodo e accelerare la transizione verso un'economia verde e digitale. A tal riguardo, particolare attenzione deve essere dedicata alla predisposizione dei piani per la ripresa e la resilienza da parte degli Stati membri, in modo da garantire che i fondi siano impiegati per attuare riforme ben definite e coerenti con le raccomandazioni specifiche per paese.

8 Conclusioni e implicazioni per le politiche

Nel complesso, la risposta immediata fornita dalle misure di emergenza è stata forte e relativamente omogenea tra i diversi paesi e ha notevolmente contribuito a contenere gli effetti della pandemia sull'economia dell'area dell'euro. Poiché tutti i paesi dell'area dell'euro sono stati colpiti dallo shock allo stesso tempo e in misura simile, le misure di emergenza adottate sono state comparabili in termini di entità e portata degli strumenti utilizzati. Data la natura specifica della crisi, si presume che tali strumenti siano stati ben mirati alle problematiche peculiari della prima fase, caratterizzata da chiusure generalizzate. Inoltre, la risposta è stata sostenuta da decisioni a livello di UE, quali l'attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita e l'adozione di un quadro temporaneo specifico in materia di aiuti di Stato per accelerare l'erogazione di misure di sostegno pubblico alle imprese.

La ripresa deve essere sostenuta da misure adeguate che tengano conto del percorso futuro della pandemia e dell'efficacia degli strumenti di policy.

Per il 2021, l'ammontare delle misure di stimolo annunciate nei documenti programmatici di bilancio varia considerevolmente tra i diversi Stati membri. Se da un lato la ripresa trarrebbe beneficio da adeguate misure di stimolo, dall'altro la loro messa a punto deve tenere conto delle restrizioni e delle chiusure temporanee vigenti a livello locale, che limitano l'efficacia di molte misure convenzionali. Al tempo stesso, la proroga di tali misure appare sensata per le imprese che operano in quei settori la cui attività è ancora limitata dalle misure di contenimento e con modelli di business per cui è ragionevole ipotizzare un ritorno alla redditività dopo la pandemia. I paesi con adeguati margini di bilancio sono soggetti a minori vincoli nell'attuazione

di tali misure, mentre quelli con vincoli più stringenti trarranno beneficio dalla definizione delle priorità e da misure di sostegno più mirate, come il protrarsi dell'assistenza alle fasce più vulnerabili del tessuto sociale.

Le politiche in favore della ripresa a più lungo termine dovrebbero puntare a rivedere le finanze pubbliche nell'ottica di una maggiore propensione alla crescita. Sebbene col venir meno delle misure di contenimento del virus sia previsto un recupero, la ripresa potrebbe essere inficiata dalle conseguenze del lockdown, come un eccesso di debito per le imprese più duramente colpite o modifiche strutturali nel comportamento di famiglie e imprese, dovute, ad esempio, a un aumento della digitalizzazione. Ne deriva che ulteriori misure di stimolo potrebbero sostenere la ripresa nel medio periodo ma non dovrebbero tuttavia ostacolare le necessarie modifiche strutturali alle economie. Di fatto, l'impatto sulla crescita dei fondi erogati risulterà amplificato se essi saranno accompagnati da adeguate politiche strutturali. È pertanto essenziale che le risorse rese disponibili attraverso lo strumento Next Generation EU siano utilizzate rapidamente e convogliate in progetti di investimento che rafforzino la crescita. La spesa pubblica supplementare dovrebbe essere rivolta a incrementare la crescita potenziale e, in particolare, a sostenere gli obiettivi a lungo termine dell'UE in materia di gestione dei cambiamenti climatici e di promozione della digitalizzazione.

Infine, una volta avviata stabilmente la ripresa economica, sarà fondamentale strutturare le politiche di bilancio a medio termine in modo da garantire la sostenibilità del debito pubblico. Sebbene non sia auspicabile che i paesi ritirino troppo rapidamente le misure di sostegno, il fatto che i livelli di debito siano fortemente aumentati indica che è di vitale importanza, per gli Stati membri dell'area dell'euro, avere strategie di risanamento dei conti pubblici nel medio termine. Infine, la crisi del COVID-19 ha dimostrato che la costituzione di adeguati margini di bilancio nei periodi di espansione economica è fondamentale per far fronte alle conseguenze di un'improvvisa fase di rallentamento innescata da eventi esogeni.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,7	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	1,4	0,3	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 4° trim.	0,5	0,6	0,0	-1,9	1,6	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 1° trim.	-3,4	-1,3	-3,0	-0,5	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
2° trim.	-6,6	-9,0	-18,8	-8,3	11,7	-11,7	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
3° trim.	8,1	7,5	16,0	5,3	2,7	12,4	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
2020 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	1,6	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
nov.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,3	-0,9	-0,5	-0,3
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,4	.	.	.	-0,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ¹⁾					
	Purchasing Managers' Index composito					Per memoria: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	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
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,2	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	-0,7
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	.	.	.
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	-10,2
3° trim.	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	48,9	9,1	8,9	9,2
4° trim.	54,1	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,5	54,0	50,8	.	.	.
2020 lug.	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,8	46,3	-4,5	-4,7	-4,2
ago.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	3,6	2,4	4,9
set.	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	53,0	51,0	9,1	8,9	9,2
ott.	54,2	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,6	54,4	50,3	8,5	8,3	8,7
nov.	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,3	54,7	51,5	.	.	.
dic.	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,6	53,1	50,5	.	.	.

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 ¹⁾						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2020 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
dic.	-0,56	-0,47	-0,56	-0,54	-0,52	-0,50	0,23	-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 ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2020 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
dic.	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24

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	
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	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2020 giu.	353,9	3.237,4	733,8	202,8	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
dic.	394,0	3.530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	3.695,3	26.773,0

Fonte: Refinitiv.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE ³⁾	Indicatore composto del costo del finanziamento			
			fin a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
	1	2	3	4			5	6	7		8	9	10	11		12
2019 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	5,56	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	1,34	1,35	1,64	1,39
apr.	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,61	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
mag.	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,14	5,30	5,64	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	15,92	4,75	5,27	5,71	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
ago.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,88	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	0,70	5,24	15,86	5,07	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
ott.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,19	15,83	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
nov. ^(p)	0,02	0,35	0,20	0,72	5,13	15,75	5,00	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,28	1,35	1,63	1,35

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 (TAE³⁾).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fin 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 dic.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,01	2,28	2,08	1,58	1,53	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	0,32	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	1,51	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	1,25	1,47
mag.	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
giu.	0,00	-0,12	0,32	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	1,31	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.	0,00	-0,21	0,26	1,84	1,94	2,20	1,96	1,56	1,47	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
nov. ^(p)	-0,01	-0,20	0,42	1,84	2,01	2,00	1,98	1,58	1,43	1,46	1,22	1,29	1,22	1,50

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020 giu.	1.671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50
lug.	1.670	514	160	.	122	728	146	478	181	61	.	41	156	39
ago.	1.668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
set.	1.690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
ott.	1.658	504	158	.	114	742	141	392	181	43	.	36	93	40
nov.	1.625	492	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
A lungo termine														
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 giu.	17.106	3.973	3.453	.	1.433	7.569	678	424	100	94	.	38	172	20
lug.	17.108	3.936	3.162	.	1.445	7.890	675	304	55	66	.	32	140	12
ago.	17.194	3.930	3.172	.	1.442	7.969	680	161	21	45	.	3	85	8
set.	17.288	3.949	3.179	.	1.460	8.006	694	315	65	80	.	27	124	19
ott.	17.300	3.939	3.215	.	1.456	7.978	713	286	47	89	.	27	91	32
nov.	17.277	3.918	3.196	.	1.455	7.987	722	212	42	58	.	17	78	17

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2017	16.593,2	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	16.962,8	4.192,8	3.332,0	.	1.318,6	7.445,8	673,5	7.023,5	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.596,3	4.368,2	3.578,6	.	1.405,7	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,7	6.638,8
2020 giu.	18.777,5	4.509,0	3.642,6	.	1.552,0	8.242,3	831,6	7.510,3	388,4	1.171,0	5.950,8
lug.	18.777,6	4.450,3	3.321,8	.	1.566,3	8.618,4	820,9	7.436,1	376,7	1.149,4	5.910,1
ago.	18.862,1	4.435,2	3.328,3	.	1.563,4	8.713,2	822,0	7.723,5	395,0	1.191,3	6.137,2
set.	18.977,9	4.460,1	3.344,1	.	1.573,2	8.760,5	840,0	7.537,2	364,9	1.127,8	6.044,6
ott.	18.958,6	4.442,5	3.372,5	.	1.569,3	8.720,1	854,2	7.230,6	348,2	1.102,8	5.779,6
nov.	18.901,9	4.410,0	3.349,2	.	1.570,7	8.717,7	854,3	8.235,9	448,5	1.313,1	6.474,3
Tasso di crescita											
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020 giu.	7,3	4,5	4,6	.	11,6	8,2	20,6	0,0	-0,2	0,1	0,0
lug.	7,3	3,2	4,1	.	12,0	9,2	19,5	0,1	-0,3	0,3	0,1
ago.	7,7	2,8	4,6	.	12,1	10,2	18,2	0,3	-0,1	0,5	0,3
set.	7,9	2,7	4,3	.	11,7	10,6	21,2	0,6	-0,1	0,5	0,7
ott.	8,2	2,5	4,7	.	12,0	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
nov.	7,5	1,7	2,7	.	11,6	10,7	24,4	1,2	0,0	2,1	1,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,2	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	78,6	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,0	.	.	.	119,4	94,0
2020 1° trim.	97,5	91,8	92,3	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
2° trim.	98,8	93,1	93,2	88,6	81,3	93,9	118,1	93,4
3° trim.	101,2	94,9	95,3	90,0	78,5	94,0	121,7	95,6
4° trim.	101,3	94,9	95,3	.	.	.	122,3	95,7
2020 lug.	100,5	94,6	94,7	-	-	-	120,3	94,9
ago.	101,6	95,1	95,7	-	-	-	122,4	96,0
set.	101,6	95,0	95,5	-	-	-	122,5	95,9
ott.	101,4	94,9	95,3	-	-	-	122,4	95,8
nov.	100,7	94,4	94,7	-	-	-	121,6	95,2
dic.	101,9	95,5	95,8	-	-	-	123,0	96,1
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2020 dic.	1,2	1,2	1,2	-	-	-	1,1	1,0
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2020 dic.	4,6	3,7	3,5	-	-	-	7,2	5,5

Fonte: BCE.

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
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
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
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
4° trim.	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2020 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
dic.	7,960	7,542	26,311	7,441	359,016	126,278	4,479	0,906	4,8703	10,174	1,081	1,217
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2020 dic.	1,9	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	2,2	-0,4	1,1	0,0	-0,6	0,3	2,8
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2020 dic.	2,1	1,3	3,2	-0,4	8,6	4,2	4,8	7,0	1,9	-2,9	-1,0	9,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2019 4° trim.	27.829,5	27.882,0	-52,5	11.517,1	9.375,3	9.891,3	12.093,9	-85,5	5.693,1	6.412,8	813,6	14.759,7
2020 1° trim.	27.462,6	27.541,7	-79,1	11.265,3	9.318,6	8.883,9	11.121,5	-99,0	6.546,2	7.101,6	866,3	15.525,9
2° trim.	28.140,0	28.240,0	-100,0	11.316,2	9.503,7	9.854,1	11.939,3	-70,7	6.135,5	6.797,0	905,0	15.283,6
3° trim.	28.088,2	28.098,3	-10,1	11.165,5	9.335,2	9.972,6	12.062,8	-97,6	6.138,1	6.700,3	909,6	15.138,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2020 3° trim.	246,0	246,1	-0,1	97,8	81,8	87,3	105,6	-0,9	53,8	58,7	8,0	132,6
<i>Transazioni</i>												
2019 4° trim.	-361,2	-424,2	63,0	-166,0	-66,3	157,2	13,2	-5,3	-344,7	-371,1	-2,5	-
2020 1° trim.	608,6	594,5	14,1	-33,0	-59,8	-129,0	59,6	12,3	754,8	594,7	3,4	-
2° trim.	153,0	111,7	41,4	81,7	173,6	383,2	201,2	38,0	-353,1	-263,1	3,2	-
3° trim.	195,6	101,1	94,5	39,3	-15,8	86,8	113,7	-31,0	97,1	3,2	3,4	-
2020 giu.	-86,9	-144,2	57,3	-43,9	-20,8	115,0	134,5	18,4	-176,2	-257,9	-0,2	-
lug.	205,6	206,3	-0,7	64,1	39,9	9,5	59,0	5,1	127,4	107,5	-0,6	-
ago.	48,9	-2,5	51,4	16,4	-7,5	57,8	33,4	-14,4	-12,2	-28,5	1,3	-
set.	-58,9	-102,8	43,8	-41,3	-48,3	19,5	21,3	-21,6	-18,2	-75,8	2,6	-
ott.	168,0	135,6	32,5	13,5	-3,4	65,8	-19,7	-0,2	86,1	158,6	2,9	-
nov.	219,6	182,9	36,7	36,4	100,4	84,5	-91,9	12,6	88,7	174,3	-2,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 nov.	893,4	672,3	221,2	-22,7	100,5	526,4	231,5	19,8	359,2	340,3	10,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2020 nov.	7,8	5,9	1,9	-0,2	0,9	4,6	2,0	0,2	3,1	3,0	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2017	11.217,1	10.731,7	6.041,3	2.301,2	2.312,0	1.099,5	714,9	491,2	77,2	485,4	5.305,5	4.820,2
2018	11.587,6	11.119,9	6.222,8	2.368,7	2.431,3	1.178,5	745,7	500,6	97,1	467,7	5.576,0	5.108,3
2019	11.935,5	11.492,0	6.377,9	2.454,3	2.624,2	1.258,9	771,9	586,7	35,6	443,5	5.755,7	5.312,2
2019 4° trim.	3.015,4	2.907,6	1.606,3	621,8	679,5	317,4	192,8	167,7	0,1	107,8	1.449,6	1.341,8
2020 1° trim.	2.918,0	2.824,6	1.539,0	625,8	647,9	311,6	175,0	159,6	11,9	93,3	1.389,0	1.295,7
2° trim.	2.598,7	2.518,4	1.346,4	627,4	544,6	273,6	143,6	125,7	0,0	80,3	1.106,9	1.026,7
3° trim.	2.897,3	2.762,4	1.529,2	640,6	618,5	308,9	180,8	127,0	-25,9	134,9	1.297,4	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	-	-	0,1	2,2
2020 1° trim.	-3,7	-3,3	-4,5	-0,6	-5,8	-2,5	-9,7	-7,2	-	-	-3,8	-2,9
2° trim.	-11,7	-11,1	-12,4	-2,2	-15,9	-12,4	-18,0	-20,7	-	-	-18,9	-18,2
3° trim.	12,4	10,4	13,9	4,8	13,6	13,3	25,4	1,2	-	-	16,8	12,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,4	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	0,8	1,1	-2,5	-10,0	27,1	-	-	-3,1	0,3
2° trim.	-14,7	-14,1	-16,0	-1,9	-20,4	-14,2	-26,6	-24,9	-	-	-21,5	-20,6
3° trim.	-4,3	-4,1	-4,6	2,2	-4,3	-3,7	-7,6	-1,2	-	-	-8,9	-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	-3,5	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	-0,9	-	-
3° trim.	12,4	10,1	7,3	1,1	2,9	1,4	1,4	0,1	-1,2	2,3	-	-
<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	0,2	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	-3,9	-2,5	0,5	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,4	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2017	10.056,2	176,2	2.002,0	498,9	1.909,4	469,6	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	476,9	1.167,2	1.206,6	1.957,9	356,1	1.203,8
2019	10.693,2	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	1.242,3
2019 4° trim.	2.701,7	45,3	520,7	145,6	512,2	134,9	119,7	304,4	316,5	510,9	91,4	313,8
2020 1° trim.	2.624,7	44,9	500,3	142,0	480,2	133,2	121,1	302,6	306,2	508,0	86,3	293,3
2° trim.	2.339,3	45,0	427,7	125,8	379,4	127,5	115,5	297,1	259,7	491,9	69,7	259,5
3° trim.	2.604,4	44,0	494,6	144,0	469,8	136,5	118,9	304,8	290,6	519,1	82,2	292,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2019	100,0	1,7	19,3	5,3	19,0	5,0	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 4° trim.	0,1	1,0	-0,7	0,2	0,2	0,9	-0,3	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	-0,2	-15,0	-12,6	-21,3	-4,4	-2,5	-2,4	-15,8	-6,9	-23,0	-9,3
3° trim.	12,2	0,4	15,9	14,0	23,1	7,0	3,3	2,2	12,0	9,6	21,6	14,4
<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	1,6	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	0,7	-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	0,8	1,7	0,7	1,1	1,1	1,7
2020 1° trim.	-2,9	-1,0	-4,9	-2,7	-5,7	2,0	-0,4	0,4	-2,7	-1,3	-6,4	-6,1
2° trim.	-14,7	-0,8	-19,0	-14,7	-25,8	-4,8	-3,4	-2,4	-18,3	-8,3	-28,2	-14,9
3° trim.	-4,4	-0,3	-5,9	-3,4	-8,9	1,9	-0,4	-0,5	-8,6	0,3	-12,7	-3,3
<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	-0,8	-
3° trim.	12,2	0,0	2,9	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	-1,2	-0,2	-1,7	0,1	0,0	-0,1	-1,0	0,0	-0,4	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personne occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	5,9	25,0	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	0,9	1,2	1,8	3,2	-1,6	2,5	3,6	1,2	1,1
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,6	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,2	0,2
2019	1,2	1,4	0,0	-1,9	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2019 4° trim.	1,0	1,3	-0,3	-1,6	0,2	1,2	1,2	2,8	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
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,1	1,6	-1,1	-0,8	0,6	1,1	1,1	3,1	-2,3	2,4	3,4	0,5	0,6
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,3	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,3	1,8	0,9	3,6	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2019 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.	-4,6	-4,3	-5,9	-2,0	-5,6	-0,8	-8,6	-1,5	-2,4	-3,3	-6,3	0,0	-7,3
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-0,6	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
2019 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	-2,3	-3,7	1,0	-3,0	-1,6	-4,6	-2,4	-1,5	-3,4	-2,8	-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 ¹⁾										Tasso di posti vacanti ³⁾	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2019			100,0			82,0		18,3		51,3		48,7		
2017	161,861	4,1	14,589	9,0	4,4	11,949	8,1	2,640	18,6	7,558	8,7	7,031	9,4	1,9
2018	162,486	3,7	13,203	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,803	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,200	3,5	12,233	7,5	3,3	9,999	6,7	2,234	15,6	6,269	7,2	5,963	7,9	2,3
2019 4° trim.	163,311	3,4	11,977	7,3	3,2	9,757	6,5	2,220	15,6	6,107	7,0	5,870	7,7	2,2
2020 1° trim.	162,385	3,4	11,852	7,3	3,1	9,617	6,5	2,235	15,8	6,028	6,9	5,824	7,7	1,9
2° trim.	159,969	3,5	11,886	7,4	2,5	9,589	6,6	2,297	16,8	6,258	7,3	5,629	7,6	1,6
3° trim.	162,001	3,6	13,373	8,3	3,1	10,769	7,3	2,604	18,5	6,832	7,9	6,540	8,7	.
2020 giu.	-	-	12,751	7,9	-	10,378	7,0	2,373	17,7	6,611	7,6	6,141	8,2	-
lug.	-	-	14,133	8,7	-	11,502	7,7	2,631	18,9	7,180	8,2	6,952	9,2	-
ago.	-	-	14,049	8,6	-	11,431	7,6	2,618	18,6	7,140	8,1	6,910	9,1	-
set.	-	-	13,910	8,5	-	11,377	7,6	2,533	17,9	7,035	8,0	6,875	9,0	-
ott.	-	-	13,781	8,4	-	11,216	7,5	2,565	18,0	6,997	8,0	6,783	8,9	-
nov.	-	-	13,609	8,3	-	10,980	7,3	2,629	18,4	6,931	7,9	6,677	8,8	-

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													
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,8	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,2	-2,3	-1,8	1,4	-2,0	2,0	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,7	1,8
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-25,0
2020 1° trim.	-6,0	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,4	-3,9	-6,5	-1,4	4,8	-4,7	-10,1	-27,4
2° trim.	-20,1	-21,1	-19,5	-28,0	-13,2	-10,4	-15,3	-26,4	-6,7	3,0	-11,1	-29,3	-50,8
3° trim.	-6,6	-7,1	-5,7	-11,5	-1,6	-4,2	-2,1	-7,8	2,4	2,6	3,2	-5,1	-6,9
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-9,2
2020 lug.	-6,9	-7,1	-8,7	-9,2	-1,5	-5,6	-3,3	-10,4	0,2	1,1	0,0	-5,9	-3,8
ago.	-6,7	-7,3	-5,0	-12,5	-2,2	-4,4	0,4	-7,1	4,4	3,9	6,2	-3,7	-15,7
set.	-6,3	-6,9	-3,4	-13,0	-1,2	-2,7	-2,3	-6,0	2,6	2,9	3,4	-5,6	-1,8
ott.	-3,5	-4,0	-0,9	-8,0	-1,6	0,2	-1,9	-3,3	4,2	5,0	5,3	-9,2	-4,8
nov.	-0,6	-0,3	1,1	0,1	-2,2	-5,0	-1,3	.	-2,9	2,7	-5,2	-18,0	-14,9
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-8,0
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2020 lug.	5,6	6,1	5,1	6,8	4,9	1,6	0,0	2,2	-1,5	-0,2	-4,3	9,2	29,3
ago.	0,4	0,1	3,3	-1,4	-0,6	1,3	4,1	4,0	4,1	2,1	5,5	2,2	-0,6
set.	0,2	0,2	0,7	0,9	1,4	0,3	-2,7	1,1	-1,5	-1,2	-1,7	-1,5	0,9
ott.	2,3	2,1	2,3	2,9	0,3	2,1	0,0	2,4	1,4	2,0	1,6	-4,1	3,0
nov.	2,5	3,3	1,5	7,0	-1,4	-3,9	1,4	.	-6,1	-1,7	-8,9	-10,6	-7,2
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,4

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
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
2020	86,5	-14,4	.	-14,4	-7,7	-12,9	-16,6	.	48,6	48,0	42,5	44,0
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
4° trim.	89,7	-8,8	.	-15,7	-8,5	-10,9	-15,6	.	54,6	56,7	45,0	48,1
2020 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.	87,7	-10,1	.	-17,6	-9,3	-12,7	-17,1	.	53,8	55,3	41,7	45,3
dic.	90,4	-7,2	.	-13,9	-7,9	-13,1	-17,4	.	55,2	56,3	46,4	49,1

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e Markit (col. 9-12).

3.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

(prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,2	93,7	1,6	2,2	5,4	4,2	4,1	35,0	6,9	77,3	4,2	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,7	4,7	35,4	5,9	77,9	1,9	7,0	1,5
2019	12,9	93,8	1,8	2,5	4,8	5,7	3,9	34,6	5,7	77,7	2,5	3,4	1,9
2019 4° trim.	12,9	93,8	1,0	2,5	2,5	5,7	3,9	34,6	5,7	77,7	2,5	-8,1	1,9
2020 1° trim.	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,9	2,9	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	1,4	2,1
2° trim.	16,5	95,0	-3,6	3,2	-14,8	4,0	4,4	31,2	4,1	83,6	2,8	-28,8	1,9
3° trim.	17,6	95,6	1,0	3,5	-2,2	3,9	4,6	30,5	3,3	84,3	3,2	-14,2	2,1

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

3) Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.

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

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 4° trim.	1.099,5	1.035,1	64,5	610,4	519,8	254,0	247,4	205,9	205,5	29,2	62,3	16,4	19,0
2020 1° trim.	1.058,4	1.007,7	50,7	586,9	497,5	242,1	251,8	200,1	192,5	29,4	65,9	10,8	10,8
2° trim.	860,0	817,9	42,1	467,0	413,2	190,7	182,9	176,0	152,2	26,4	69,6	10,6	15,6
3° trim.	948,7	881,0	67,7	548,3	455,0	193,0	184,8	179,0	179,2	28,4	62,0	11,1	10,2
2020 giu.	301,5	283,2	18,3	169,3	145,3	65,4	62,1	57,3	55,0	9,3	20,8	3,3	5,1
lug.	310,6	293,5	17,1	178,7	149,5	63,3	60,8	59,0	62,0	9,6	21,1	3,4	3,8
ago.	314,3	290,9	23,4	182,5	151,2	62,4	60,8	60,0	59,2	9,4	19,8	4,2	2,6
set.	323,7	296,6	27,1	187,0	154,3	67,4	63,2	59,9	58,0	9,4	21,2	3,5	3,8
ott.	330,2	304,5	25,6	191,5	157,2	71,2	62,7	57,4	62,5	10,0	22,2	4,3	3,5
nov.	336,8	312,3	24,6	197,8	163,7	71,1	61,6	58,7	58,2	9,3	28,8	4,5	3,3
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>												
2020 nov.	3.895,6	3.664,9	230,7	2.195,0	1.859,6	852,0	825,9	735,5	711,7	113,0	267,6	50,5	52,4
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2020 nov.	34,1	32,1	2,0	19,2	16,3	7,5	7,2	6,4	6,2	1,0	2,3	0,4	0,5

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
			Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>												
2019 4° trim.	2,3	-1,8	592,8	275,9	125,7	179,9	497,2	526,2	290,2	87,2	139,5	386,3	61,4
2020 1° trim.	-1,6	-4,1	578,5	274,9	116,0	176,3	480,9	507,6	283,1	83,1	134,0	370,6	56,4
2° trim.	-23,6	-21,6	447,0	218,0	87,5	132,9	369,1	422,9	220,8	77,4	119,3	319,7	26,1
3° trim.	-8,7	-11,6	531,6	248,1	108,0	164,5	447,9	468,9	242,7	83,2	133,9	358,9	34,1
2020 giu.	-10,4	-12,2	163,7	76,8	32,1	51,0	136,1	147,9	76,0	27,0	42,7	113,0	10,4
lug.	-10,6	-14,3	173,0	80,3	35,0	54,5	145,4	154,5	80,1	28,0	43,7	117,0	11,4
ago.	-12,5	-13,4	176,0	82,1	35,9	54,2	147,6	155,2	79,8	27,6	44,6	119,7	11,8
set.	-3,4	-7,2	182,5	85,7	37,1	55,8	154,8	159,2	82,7	27,6	45,6	122,2	10,9
ott.	-9,0	-11,6	186,1	86,1	37,4	58,8	158,1	160,9	85,5	26,7	44,8	122,6	10,9
nov.	-0,9	-4,2	189,8	.	.	.	161,3	164,7	.	.	.	126,4	.
	<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	108,0	108,8	106,3	107,1	107,2	104,8	106,5	113,7	110,3	97,2
2020 1° trim.	-4,0	-4,7	103,8	106,6	100,4	102,8	102,3	104,0	103,6	100,8	108,8	105,0	98,5
2° trim.	-23,6	-16,3	81,6	86,5	76,0	78,9	79,1	92,2	90,2	94,6	97,2	91,1	81,2
3° trim.	-7,2	-7,1	98,5	99,9	95,2	99,1	97,8	101,7	97,0	104,0	110,3	103,9	80,4
2020 mag.	-29,7	-20,9	81,0	85,4	76,0	78,6	79,1	92,0	89,5	93,6	98,2	91,7	79,7
giu.	-10,6	-7,7	89,8	91,8	83,8	90,7	87,7	95,9	91,4	101,0	104,2	97,0	81,2
lug.	-9,8	-10,2	95,5	95,9	92,4	98,0	94,5	100,2	95,8	104,1	107,9	101,4	79,8
ago.	-10,8	-9,7	98,1	99,4	95,1	98,0	96,9	100,6	95,6	102,7	110,0	103,6	80,8
set.	-1,1	-1,4	102,0	104,4	98,0	101,2	102,1	104,1	99,5	105,1	113,1	106,8	80,7
ott.	-7,6	-6,7	103,2	103,3	99,0	106,3	103,4	104,6	101,6	101,7	110,7	106,8	81,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

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

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

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.pdf>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,1	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	4,3
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	0,9	5,0	5,8
3° trim.	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,7	5,1	.
2020 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	0,5	-8,7	-	-	-
set.	101,7	-2,3	-2,1	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,6	-8,3	-	-	-
ott.	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,7	-	-	-
nov.	102,5	-1,9	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,5	0,7	-7,5	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	37,0	1,5	3,5	-0,3	-0,9	0,0	-1,8
2020 1° trim.	106,5	1,9	1,4	1,2	2,6	1,8	-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	1,1	0,7	0,1	1,6	0,8	-1,7	-2,9	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	37,4	4,4	0,8	7,9	0,0	-5,2	6,2
2020 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	2,7	2,6	2,9	0,0	-1,3	1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,8	1,0	6,6	-1,5	-6,9	5,0
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,6	-1,1	14,0	1,5	-7,2	12,0

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
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
2020	-1,1	1,6	-0,9	-5,8	11,0	49,0	52,1	48,7	47,2
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
4° trim.	1,7	2,5	-2,8	-7,6	7,1	56,7	52,6	51,6	48,3
2020 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
dic.	4,1	3,3	-2,1	-7,4	4,9	61,4	53,1	52,6	48,4

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,7	1,9	2,3	2,7	2,2
2019 4° trim.	113,2	2,4	2,4	1,9	2,2	2,8	2,0
2020 1° trim.	103,1	3,5	3,6	3,0	3,1	4,4	1,9
2° trim.	115,0	3,6	4,5	0,6	3,5	3,7	1,7
3° trim.	105,0	1,5	2,1	-0,4	1,5	1,8	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).

4 Prezzi e costi

4.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2017	106,3	0,7	0,8	-0,6	1,3	0,4	-0,8	-2,0	4,2	1,3	1,8	1,0
2018	108,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,9	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,3	2,5
2019	110,4	1,9	-0,9	3,3	1,0	1,4	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	2,0
2019 4° trim.	111,0	1,7	-0,1	2,6	0,9	1,1	0,0	1,0	-0,5	1,7	2,7	2,4
2020 1° trim.	114,0	4,3	-1,4	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	12,0	3,1	1,0	-4,9	9,4	10,8	21,7
3° trim.	113,9	2,9	-0,2	1,8	5,5	4,2	-0,8	-0,6	3,3	6,2	2,4	12,3
Redditi per occupato												
2017	111,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,4	2,3	1,2	2,5	2,6	1,8	2,0
2018	113,6	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	115,8	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.	115,8	0,6	1,0	-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	-7,7	-7,7	-11,8	-2,4	-1,4	-5,2	-6,0	1,4	-7,1
3° trim.	117,2	0,6	2,6	-1,6	1,0	-1,0	0,2	-0,1	2,6	0,6	2,1	1,8
Produttività del lavoro per occupato												
2017	104,5	1,0	0,9	2,5	0,7	1,0	3,2	3,3	-1,6	1,3	0,0	1,0
2018	104,9	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,8	-0,2	0,7
2019	105,0	0,1	2,7	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,7
2019 4° trim.	105,2	0,0	2,5	-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	-0,5	1,4	-3,0	-2,5	-6,2
2° trim.	92,4	-12,1	3,1	-17,1	-13,8	-21,3	-5,3	-2,5	-0,4	-14,1	-8,5	-23,7
3° trim.	102,8	-2,3	2,8	-3,4	-4,2	-5,0	0,9	0,5	-0,7	-5,2	-0,3	-9,4
Redditi per ora lavorata												
2017	113,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,4
2018	115,2	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,1	2,7
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	3,0	6,3	5,9	7,0	16,5
3° trim.	121,4	3,0	2,2	1,3	1,8	3,8	2,6	1,1	5,3	3,3	2,3	5,2
Produttività per ora lavorata												
2017	106,8	1,5	1,3	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	2,8	-0,8	1,4	1,0	1,6	0,7	0,5	0,0	-0,1	1,0
2020 1° trim.	107,7	0,6	3,0	-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	-3,7	3,9	2,7	1,1	2,7	17,5	-2,0	-2,7	0,5
3° trim.	107,8	0,4	1,8	-0,4	-2,7	-0,4	3,4	2,0	2,8	-2,5	0,2	-5,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Consistenze												
2017	1.112,6	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	2.362,4	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,1	13.011,3
2019 4° trim.	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,2	2.362,4	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,1	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	537,2	48,1	695,2	13.483,6
2° trim.	1.302,8	8.425,2	9.728,0	1.075,5	2.400,8	3.476,2	13.204,3	95,2	582,2	16,1	693,6	13.897,9
3° trim.	1.330,5	8.617,0	9.947,5	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.447,9	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,7
2020 giu.	1.302,8	8.425,2	9.728,0	1.075,5	2.400,8	3.476,2	13.204,3	95,2	582,2	16,1	693,6	13.897,9
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	5,8	691,2	14.004,0
set.	1.330,5	8.617,0	9.947,5	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.447,9	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,7
ott.	1.338,2	8.683,3	10.021,5	1.060,7	2.431,8	3.492,5	13.514,0	96,3	613,7	14,2	724,2	14.238,2
nov. ^(p)	1.351,2	8.780,1	10.131,3	1.030,6	2.446,2	3.476,9	13.608,2	101,2	612,9	12,1	726,2	14.334,4
Transazioni												
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	605,9	663,2	-59,7	61,5	1,8	665,0	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3
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	391,4	0,0	6,1	6,1	397,5	30,9	8,2	26,8	65,9	463,4
2° trim.	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,7	415,3	-14,1	45,1	-32,8	-1,8	413,5
3° trim.	27,7	269,0	296,7	5,7	23,0	28,6	325,4	5,9	29,8	-13,2	22,6	348,0
2020 giu.	9,3	87,5	96,8	-19,5	11,4	-8,1	88,7	-0,2	22,2	-7,6	14,4	103,1
lug.	7,9	118,7	126,6	9,4	6,3	15,7	142,3	12,0	13,6	-8,3	17,3	159,6
ago.	11,0	65,9	76,8	-31,7	8,0	-23,7	53,1	-14,3	-2,8	-0,1	-17,3	35,8
set.	8,9	84,4	93,2	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-4,9	22,5	152,5
ott.	7,6	65,2	72,8	-17,7	8,4	-9,2	63,6	-4,1	0,9	12,9	9,7	73,3
nov. ^(p)	13,1	102,4	115,5	-28,3	14,5	-13,8	101,7	5,3	-0,8	-1,9	2,6	104,3
Variazioni percentuali												
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	52,0	9,6	7,5
2° trim.	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-56,6	8,8	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 giu.	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-56,6	8,8	9,3
lug.	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,6	1,3	10,0	42,8	12,1	-77,5	10,9	10,1
ago.	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-69,0	7,9	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.	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-69,5	13,8	10,5
nov. ^(p)	11,1	15,0	14,5	-4,3	3,8	1,2	10,8	38,0	14,5	-72,4	14,7	11,0

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
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	2.396,8	318,6	148,3	6,2	7.349,4	4.683,8	462,7	2.202,0	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	1.058,3	240,4	469,6
2020 giu.	2.869,9	2.396,8	318,6	148,3	6,2	7.349,4	4.683,8	462,7	2.202,0	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	1.058,3	240,4	469,6
ott.	2.969,1	2.488,2	328,8	147,0	5,1	7.534,5	4.856,7	443,3	2.233,5	1,1	1.052,1	236,9	479,5
nov. ^(p)	2.969,1	2.503,8	313,4	146,4	5,5	7.594,6	4.903,4	441,0	2.249,2	1,1	1.073,3	239,2	482,1
Transazioni													
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	360,3	-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	13,4	-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	0,4	-1,3	177,6	149,1	-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	134,7	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
2020 giu.	48,8	44,6	2,0	0,9	1,3	49,5	40,5	-2,2	11,2	0,0	-18,2	-5,6	4,7
lug.	56,3	42,7	15,4	-1,1	-0,7	48,9	46,0	-5,7	8,4	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.	9,4	6,8	4,2	0,1	-1,8	43,3	39,8	-3,2	6,6	0,1	-7,1	-3,5	9,8
nov. ^(p)	3,3	18,0	-14,6	-0,5	0,5	61,1	47,4	-2,1	15,7	0,1	24,4	2,5	2,6
Variazioni percentuali													
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 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.	20,5	21,6	27,0	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
nov. ^(p)	20,3	21,6	24,9	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	10,9	6,8	2,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2017	4.623,3	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	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,5	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,5	850,5
2019 4° trim.	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,5	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,5	850,5
2020 1° trim.	4.794,5	1.007,2	3.775,6	14.056,5	11.692,2	12.068,1	4.604,9	5.965,5	960,9	160,9	1.565,4	798,9
2° trim.	5.279,2	1.005,9	4.261,5	14.242,4	11.780,7	12.163,2	4.718,2	5.995,6	912,7	154,2	1.645,0	816,6
3° trim.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.197,5	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.516,3	814,3
2020 giu.	5.279,2	1.005,9	4.261,5	14.242,4	11.780,7	12.163,2	4.718,2	5.995,6	912,7	154,2	1.645,0	816,6
lug.	5.563,8	1.004,6	4.547,4	14.114,6	11.808,6	12.179,6	4.727,6	6.016,4	910,0	154,5	1.489,2	816,9
ago.	5.622,8	1.000,7	4.610,3	14.170,4	11.841,5	12.205,3	4.750,4	6.031,4	904,3	155,4	1.512,1	816,9
set.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.197,5	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.516,3	814,3
ott.	5.803,7	1.003,7	4.788,2	14.230,4	11.899,4	12.259,2	4.738,1	6.092,5	909,9	158,9	1.527,2	803,8
nov. ^(p)	5.859,0	1.006,5	4.840,5	14.248,9	11.924,6	12.283,6	4.734,8	6.106,6	926,3	156,9	1.488,2	836,2
Transazioni												
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	-87,2	-23,3	-64,3	452,3	378,4	422,5	115,6	200,5	41,3	21,1	30,5	43,4
2019 4° trim.	13,0	-14,6	27,5	94,0	78,8	103,4	6,2	59,0	7,7	5,9	-0,7	15,8
2020 1° trim.	145,4	19,7	125,7	242,5	253,3	247,1	135,5	40,5	68,6	8,8	20,2	-31,0
2° trim.	465,3	-1,8	467,1	182,2	96,5	103,5	120,7	35,8	-53,4	-6,7	74,6	11,1
3° trim.	258,8	-2,8	261,6	153,8	104,6	86,8	29,1	71,9	0,5	3,0	44,2	5,0
2020 giu.	144,4	-6,1	150,5	16,6	-17,5	-7,7	3,6	17,9	-38,8	-0,2	17,0	17,1
lug.	97,0	-1,4	98,3	63,4	43,2	37,0	19,0	23,4	0,4	0,5	17,8	2,4
ago.	65,7	-3,7	69,5	60,5	36,0	28,7	21,8	18,7	-5,5	0,9	21,1	3,4
set.	96,1	2,3	93,8	29,8	25,3	21,2	-11,7	29,8	5,6	1,6	5,3	-0,8
ott.	55,1	1,0	54,1	37,2	33,0	37,5	7,4	26,5	-2,6	1,7	11,7	-7,5
nov. ^(p)	51,1	2,8	47,9	18,0	33,1	40,6	1,2	15,1	18,8	-2,0	-38,9	23,8
Variazioni percentuali												
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.	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,0	5,0	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6
2° trim.	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,7
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 giu.	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,7
lug.	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,8	6,5	3,3	3,5	14,8	9,2	0,4
ago.	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,6	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.	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,6	6,3	3,6	1,7	14,0	10,3	-1,4
nov. ^(p)	21,4	0,3	27,2	4,8	4,8	4,7	6,3	3,6	4,2	7,4	6,9	0,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	967,5	877,9	2.630,3	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2019 4° trim.	4.475,8	4.578,4	967,5	877,9	2.630,3	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2020 1° trim.	4.604,9	4.706,4	1.003,0	917,4	2.684,4	5.965,5	6.254,1	715,2	4.564,7	685,6
2° trim.	4.718,2	4.830,2	958,0	993,2	2.767,0	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,7	690,7
3° trim.	4.731,7	4.845,3	930,7	1.014,4	2.786,6	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,5	696,0
2020 giu.	4.718,2	4.830,2	958,0	993,2	2.767,0	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,7	690,7
lug.	4.727,6	4.835,3	949,9	997,2	2.780,5	6.016,4	6.291,3	704,4	4.621,5	690,5
ago.	4.750,4	4.858,8	943,4	1.015,5	2.791,5	6.031,4	6.307,2	702,6	4.632,7	696,1
set.	4.731,7	4.845,3	930,7	1.014,4	2.786,6	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,5	696,0
ott.	4.738,1	4.845,2	916,5	1.011,2	2.810,4	6.092,5	6.359,4	704,7	4.690,1	697,7
nov. ^(p)	4.734,8	4.841,1	911,4	1.004,1	2.819,3	6.106,6	6.376,3	701,9	4.708,5	696,3
Transazioni										
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	115,6	143,3	-13,1	43,5	85,3	200,5	215,5	41,0	168,6	-9,1
2019 4° trim.	6,2	21,7	-9,2	8,8	6,7	59,0	61,6	9,5	51,7	-2,2
2020 1° trim.	135,5	136,7	33,1	44,1	58,3	40,5	38,1	-3,7	45,0	-0,8
2° trim.	120,7	131,0	-38,8	80,9	78,6	35,8	29,1	-12,3	39,4	8,8
3° trim.	29,1	34,2	-22,0	15,8	35,3	71,9	59,9	5,8	65,0	1,1
2020 giu.	3,6	14,2	-1,2	-4,7	9,5	17,9	16,6	3,4	11,8	2,7
lug.	19,0	16,9	-6,8	6,7	19,2	23,4	18,3	3,8	18,9	0,7
ago.	21,8	22,8	-2,4	8,4	15,8	18,7	19,3	2,5	16,0	0,2
set.	-11,7	-5,5	-12,8	0,8	0,3	29,8	22,3	-0,5	30,1	0,2
ott.	7,4	1,6	-13,8	-2,8	24,0	26,5	26,3	2,3	22,6	1,6
nov. ^(p)	1,2	6,2	-3,2	-5,9	10,3	15,1	19,9	-3,6	19,1	-0,5
Variazioni percentuali										
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	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 4° trim.	2,6	3,2	-1,3	5,2	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 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.	6,3	6,8	-5,2	16,4	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
nov. ^(p)	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2017	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	7.059,7	1.945,9	50,1	2.156,5	2.907,2	1.455,7	453,2	178,9	187,2
2019 4° trim.	364,1	7.059,7	1.945,9	50,1	2.156,5	2.907,2	1.455,7	453,2	178,9	187,2
2020 1° trim.	409,5	7.036,3	1.936,9	47,2	2.119,9	2.932,4	1.561,0	517,4	183,7	196,5
2° trim.	673,3	7.041,2	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.558,6	532,3	159,2	174,3
3° trim.	806,2	7.038,1	1.932,7	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,4	139,9	147,3
2020 giu.	673,3	7.041,2	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.558,6	532,3	159,2	174,3
lug.	756,1	7.043,9	1.933,7	43,6	2.047,0	3.019,6	1.536,6	555,7	162,3	174,1
ago.	819,5	7.025,4	1.937,4	43,1	2.033,3	3.011,7	1.552,2	503,6	170,4	177,6
set.	806,2	7.038,1	1.932,7	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,4	139,9	147,3
ott.	864,3	7.036,3	1.931,9	42,7	2.036,0	3.025,8	1.574,7	530,0	148,7	154,3
nov. ^(p)	753,6	6.941,1	1.923,8	42,4	2.006,3	2.968,6	1.459,6	461,6	148,2	147,6
Transazioni										
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	105,7	-5,3	-3,3	27,4	87,0	309,4	17,2	-2,7	-2,5
2019 4° trim.	-21,1	3,8	-1,5	-3,4	-11,9	20,6	-3,9	-4,8	-5,3	-10,9
2020 1° trim.	45,7	-46,2	-6,7	-2,9	-47,5	10,9	66,1	8,8	4,7	9,3
2° trim.	264,0	-1,7	-2,4	-3,1	-14,3	18,0	-31,9	60,2	-24,5	-22,2
3° trim.	69,2	5,2	-3,1	-1,1	0,6	8,8	29,1	-19,5	-19,3	-27,1
2020 giu.	73,0	0,0	-0,9	-1,1	-6,6	8,6	7,8	7,4	-37,3	-37,0
lug.	19,3	-8,9	-1,4	-0,5	-8,1	1,2	-25,8	35,5	3,2	-0,2
ago.	63,3	3,4	4,3	-0,5	-10,9	10,5	33,2	-56,9	8,1	3,5
set.	-13,5	10,7	-6,0	-0,1	19,6	-2,8	21,8	2,0	-30,5	-30,3
ott.	58,2	-11,6	0,1	-0,3	-24,4	13,0	2,7	24,9	8,8	7,1
nov. ^(p)	-110,7	-31,6	0,7	-0,3	-19,4	-12,6	-62,1	-45,0	-0,5	-6,7
Variazioni percentuali										
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	-0,7	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
2020 giu.	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
lug.	85,5	-0,6	-0,1	-20,3	-4,1	2,1	-	-	-15,3	-15,6
ago.	89,8	-0,2	1,2	-20,6	-4,3	2,4	-	-	-13,6	-16,6
set.	91,8	-0,5	-0,7	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
ott.	108,5	-0,6	-0,8	-17,5	-3,8	2,1	-	-	-32,8	-34,6
nov. ^(p)	85,3	-1,2	-0,8	-17,1	-4,8	1,3	-	-	-30,0	-34,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 3° trim.	-0,8	.	.	.	.	0,9
4° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 1° trim.	-1,1	.	.	.	.	0,5
2° trim.	-3,7	.	.	.	.	-2,1

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

6.2 Entrate e spese

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

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

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6 IFM	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 3° trim.	85,8	3,2	13,3	69,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 1° trim.	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	95,1	3,2	14,4	77,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	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	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020 1° trim.	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	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 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	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
ott.	15,0	13,6	3,9	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8
nov.	14,6	13,3	3,7	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
dic.	14,2	12,9	4,0	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	.

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2016	-2,4	1,2	-0,4	-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, 2021**

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 20 gennaio 2021.

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-21-001-IT-N (online)