



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 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	19
5 Moneta e credito	24
Riquadri	29
1 I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo	29
2 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	37
3 Implicazioni macroeconomiche dell'eterogeneità delle aspettative di inflazione a lungo termine: simulazioni ricavate dal modello ECB-BASE a scopo illustrativo	40
4 Recente dinamica della componente energetica dell'inflazione: il ruolo degli effetti base e delle imposte	45
Articoli	49
1 Comprendere la debolezza della domanda di importazioni del Regno Unito dopo il referendum e i rischi legati alla bilancia dei pagamenti di tale paese per l'area dell'euro	49
2 Il ruolo delle famiglie nel finanziamento del debito pubblico nell'area dell'euro	69
3 Utilizzo della liquidità in Target2	91
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

Sebbene la ripresa della domanda globale e la consistente azione di stimolo fiscale stiano sostenendo l'attività a livello mondiale e nell'area dell'euro, l'incertezza sulla recrudescenza della pandemia e lo stato di avanzamento delle campagne vaccinali continua a caratterizzare le prospettive economiche di breve termine. I tassi persistentemente elevati dei contagi da coronavirus (COVID-19) nonché l'estensione e l'inasprimento delle misure di contenimento che ne conseguono seguitano ad agire da freno sull'attività economica nel breve periodo. In prospettiva, l'avanzamento delle campagne vaccinali e il previsto graduale allentamento delle misure di contenimento rafforzano le attese di un deciso recupero dell'attività economica nel corso del 2021. L'aumento registrato dall'inflazione negli ultimi mesi è ascrivibile ad alcuni fattori idiosincratici e temporanei e all'incremento della componente energetica. Al tempo stesso, le pressioni di fondo sui prezzi si mantengono contenute in un contesto di significativa capacità inutilizzata nell'economia e di perdurante debolezza della domanda.

Il mantenimento di condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia rimane il presupposto fondamentale per ridurre l'incertezza e rafforzare la fiducia, sostenendo così l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. Negli ultimi tempi le condizioni di finanziamento dell'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente stabili dopo l'aumento dei tassi di interesse di mercato registrato all'inizio dell'anno, ma permangono rischi per le condizioni di finanziamento a più ampio spettro. In tale scenario il Consiglio direttivo ha deciso di riconfermare l'orientamento molto accomodante della politica monetaria.

L'attività economica mondiale ha continuato un solido percorso di ripresa a cavallo tra il 2020 e il 2021, nonostante la pandemia si sia nuovamente intensificata. I tempi di consegna dei fornitori sono aumentati in conseguenza della forte domanda mondiale. È proseguita inoltre la ripresa del commercio, in cui lo scambio di beni rimane la principale determinante e l'interscambio di servizi mostra segni di miglioramento. Le condizioni finanziarie internazionali hanno continuato a essere molto accomodanti, con i mercati azionari sostenuti dall'ottimismo sulle prospettive di crescita mondiali e il costante supporto offerto dalla politica monetaria.

Nel periodo in esame (dall'11 marzo al 21 aprile 2021), la curva dei tassi a termine dell'Eonia (euro overnight index average) è rimasta sostanzialmente invariata e non ha fornito indicazioni di aspettative di mercato su imminenti variazioni, al rialzo o al ribasso, dei tassi di riferimento. I rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno registrato un lieve incremento, pur essendo rimasti nel complesso relativamente stabili da marzo. I corsi azionari delle società non finanziarie sono aumentati sulle due sponde dell'Atlantico facendo segnare i nuovi

valori massimi raggiunti nel periodo successivo alla crisi finanziaria. Sui mercati valutari, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è lievemente apprezzato.

Nel quarto trimestre del 2020 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è calato dello 0,7 per cento, risultando, a distanza di un anno, inferiore del 4,9 per cento rispetto al livello al quale si collocava prima della pandemia. I dati economici, i risultati delle indagini congiunturali e gli indicatori ad alta frequenza pervenuti segnalano per il primo trimestre di quest'anno una possibile nuova contrazione dell'attività economica, indicando tuttavia una ripresa della crescita nel secondo trimestre. Le indagini condotte presso le imprese indicano che il settore manifatturiero continua a dare segni di miglioramento, sostenuto da una solida domanda mondiale. Allo stesso tempo, le restrizioni alla mobilità e alle interazioni sociali limitano ancora l'attività nel settore dei servizi, pur in presenza di alcuni segnali di ripresa. Sebbene le misure di politica di bilancio continuino a sostenere le famiglie e le imprese, i consumatori restano cauti alla luce della pandemia e dei suoi effetti sull'occupazione e sui redditi. Pur a fronte della maggiore fragilità dei bilanci societari e dell'elevata incertezza sulle prospettive economiche, gli investimenti delle imprese hanno evidenziato una buona tenuta. In prospettiva, le campagne vaccinali in corso, che dovrebbero consentire un graduale allentamento delle misure di contenimento, dovrebbero assicurare un deciso recupero dell'attività economica nel corso del 2021. Nel medio periodo, la ripresa dell'economia dell'area dell'euro dovrebbe essere trainata da un recupero della domanda interna e mondiale, sostenuto da condizioni di finanziamento favorevoli e dallo stimolo fiscale.

Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi è salita all'1,3 per cento a marzo 2021, dallo 0,9 per cento di febbraio, per effetto di un forte aumento dell'inflazione dei beni energetici che ha riflesso sia un vigoroso effetto base al rialzo sia un incremento sul mese precedente. Tale aumento ha più che compensato la diminuzione dell'inflazione relativa ai beni alimentari e di quella misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. È probabile che l'inflazione complessiva aumenti ulteriormente nei prossimi mesi; tuttavia, ci si attende una certa volatilità durante l'anno, di riflesso al mutare delle dinamiche dei fattori idiosincratici e temporanei. Questi fattori dovrebbero venir meno nei tassi di inflazione sui dodici mesi agli inizi del prossimo anno. Le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero in certa misura aumentare quest'anno per effetto dei vincoli a breve termine dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda interna; tuttavia, tali pressioni nel complesso rimangono contenute, di riflesso, in parte, alle moderate spinte salariali, in un contesto di capacità inutilizzata nell'economia, e all'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Una volta venuto meno l'impatto della pandemia, la riduzione della consistente capacità produttiva inutilizzata, sostenuta da politiche monetarie e di bilancio accomodanti, contribuirà a un graduale incremento dell'inflazione nel medio termine. Le misure desunte dalle indagini e gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati rimangono su livelli contenuti, sebbene gli indicatori delle attese di inflazione basate sui mercati abbiano continuato ad aumentare gradualmente.

A febbraio 2021 la crescita della moneta è stata robusta, sospinta dall'espansione interna del credito, soprattutto attraverso gli acquisti di attività da parte

dell'Eurosistema. Mentre la crescita del credito alle imprese è rimasta sostanzialmente invariata da giugno 2020, i flussi indicano una moderazione della dinamica dei prestiti negli ultimi mesi a causa del calo della domanda di questi ultimi, mentre sono anche emersi alcuni segnali di un irrigidimento dell'offerta di credito. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2021 segnala un moderato irrigidimento dei criteri per la concessione del credito alle imprese, che segue un inasprimento più significativo registrato nei due trimestri precedenti. I tassi sui prestiti bancari hanno continuato a oscillare a livelli prossimi ai minimi storici.

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

In primo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Si prevede che essi permangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo, ma inferiore, al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione e tale convergenza non si sarà coerentemente riflessa nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.

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 complessiva di 1.850 miliardi di euro, almeno sino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus. Dal momento che le informazioni pervenute hanno confermato la valutazione congiunta delle condizioni di finanziamento e delle prospettive di inflazione condotta nella riunione di politica monetaria del marzo scorso, il Consiglio direttivo si attende che nel trimestre in corso gli acquisti nell'ambito del PEPP proseguano a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi di quest'anno.

Il Consiglio direttivo effettuerà gli acquisti in maniera flessibile in base alle condizioni di mercato, allo scopo di evitare un inasprimento delle condizioni di finanziamento incompatibile con il contrasto dell'effetto al ribasso della pandemia sul profilo previsto per l'inflazione. In aggiunta, la flessibilità degli acquisti nel tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi continuerà a sostenere l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Se le condizioni di finanziamento favorevoli possono essere mantenute mediante flussi di acquisti di attività che non esauriscano la dotazione nell'orizzonte degli acquisti netti del PEPP, non sarà necessario utilizzare appieno la dotazione. Allo stesso modo, la dotazione può essere ricalibrata, se richiesto, per preservare 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 di 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 proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di riferimento e che termineranno poco prima che il Consiglio stesso inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE.

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, e in ogni caso finché sarà 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, l'ultima operazione della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) ha registrato un volume elevato di fondi erogati. I finanziamenti ottenuti con le OMRLT-III svolgono un ruolo fondamentale nel sostenere il credito bancario alle imprese e alle famiglie.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per far sì che l'inflazione converga stabilmente verso l'obiettivo perseguito, coerentemente con l'impegno a favore della simmetria.

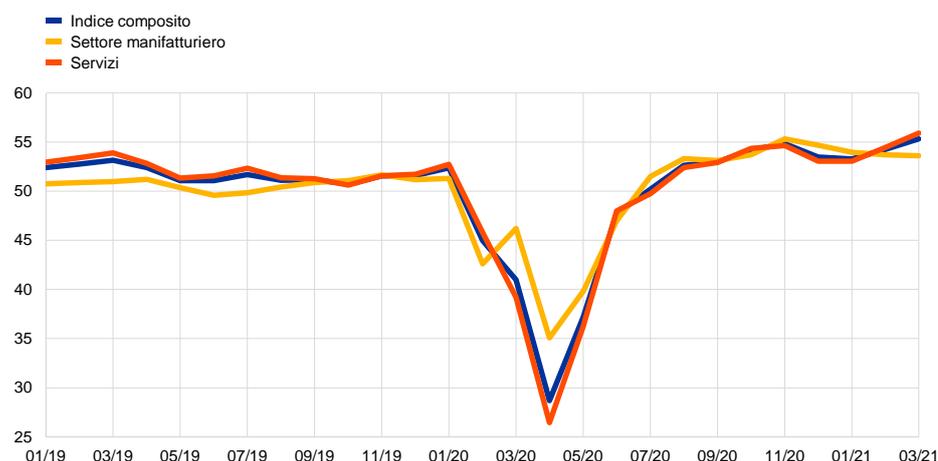
Contesto esterno

L'attività economica mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto all'inizio del 2021, dopo aver raggiunto i livelli precedenti la pandemia alla fine del 2020. I dati della contabilità nazionale confermano una piena ripresa dell'attività mondiale (esclusa l'area dell'euro), tornata nell'ultimo trimestre del 2020 ai livelli precedenti la pandemia, malgrado la recrudescenza di quest'ultima. Inoltre, nel primo trimestre del 2021 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è rimasto al di sopra della media di lungo periodo. Gli ultimi dati dell'indice PMI suggeriscono altresì un ulteriore ampliamento della ripresa dell'attività mondiale dal momento che lo slancio della crescita nel settore dei servizi ha superato la robusta espansione osservata nel settore manifatturiero (cfr. il grafico 1).

Grafico 1

PMI mondiale 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 marzo 2021.

Le persistenti strozzature nell'approvvigionamento presentano rischi a breve termine per l'attività mondiale. Con la graduale ripresa dell'economia mondiale dopo lo shock causato dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) tuttora in corso, i tempi di consegna dei fornitori hanno subito una dilatazione raggiungendo i livelli massimi toccati all'apice della pandemia la scorsa primavera, in particolare nel caso delle economie avanzate, anche se questa volta vi sono anche segnali di una crescita della domanda mondiale. Al tempo stesso, l'indice PMI mondiale dei prezzi degli input è cresciuto significativamente, principalmente di riflesso all'aumento dei prezzi delle materie prime indotto dalla domanda all'inizio del 2021.

L'ulteriore miglioramento delle prospettive di crescita a livello internazionale e il continuo sostegno offerto dalle politiche adottate hanno favorito l'ottimismo dei mercati finanziari mondiali, con condizioni finanziarie ancora molto accomodanti. A seguito della riunione del Consiglio direttivo svoltasi a metà marzo 2021, i mercati azionari mondiali hanno registrato un moderato aumento, i differenziali sulle obbligazioni societarie hanno subito un calo, mentre l'indice di

volatilità del Chicago Board Options Exchange (VIX) ha continuato ad avvicinarsi ai livelli precedenti la pandemia sulla scia di un ulteriore miglioramento delle prospettive di crescita a livello mondiale. Gran parte dell'ottimismo sui mercati finanziari mondiali è riconducibile agli andamenti registrati negli Stati Uniti, dove si prevede una ripresa in ragione della solidità dei dati recenti e degli ulteriori interventi di spesa pubblica in programma. Allo stesso tempo, la politica monetaria ha mantenuto un orientamento molto accomodante nelle economie avanzate. Conseguentemente, anche le condizioni finanziarie internazionali sono rimaste molto accomodanti, segnando persino un leggero ulteriore allentamento nelle economie avanzate a livello aggregato.

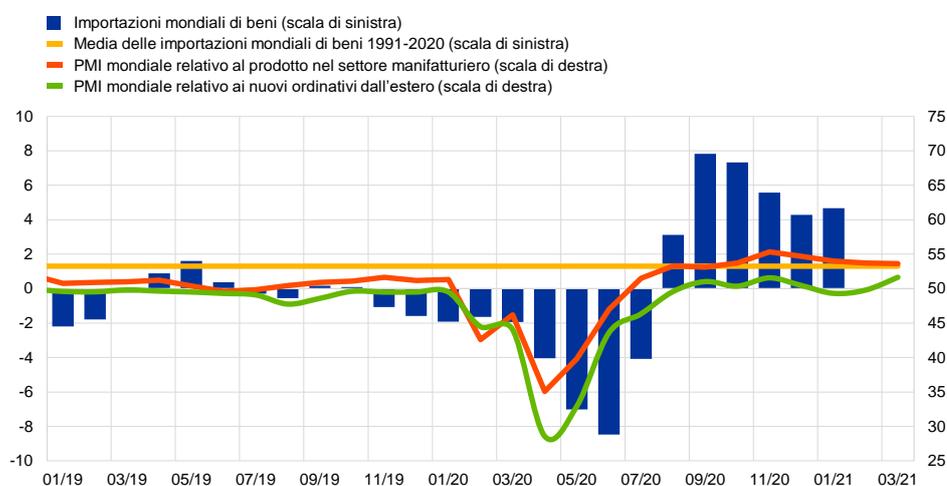
I dati recenti indicano una prosecuzione della ripresa del commercio mondiale.

L'interscambio di beni ha riservato sorprese al rialzo a gennaio continuando a trainare la ripresa del commercio mondiale (cfr. il grafico 2). L'interscambio dei servizi ha mostrato segnali di miglioramento, rimanendo però contenuto alla fine del 2020 a causa delle misure di chiusura (lockdown) e delle restrizioni agli spostamenti. L'indice interno della BCE relativo al commercio, basato su indicatori settimanali e mensili degli scambi a breve termine, evidenzia una prosecuzione della ripresa dell'interscambio mondiale nel primo trimestre del 2021.

Grafico 2

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

(scala di sinistra: variazioni percentuali rispetto al trimestre precedente; 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 gennaio 2021 per le importazioni mondiali di beni e a marzo 2021 per il PMI.

L'inflazione mondiale è cresciuta a gennaio. A gennaio l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è salita all'1,5 per cento, mentre l'inflazione al netto delle componenti alimentare ed energetica è cresciuta all'1,7 per cento. Nel breve termine sono attesi effetti base positivi ma transitori dovuti all'iniziale reazione dei prezzi allo shock causato dalla pandemia nella primavera del 2020, in particolare per quanto riguarda i prezzi delle materie prime a livello mondiale. In prospettiva, le pressioni sulle retribuzioni e sui prezzi a livello mondiale dovrebbero rimanere relativamente

contenute, in presenza di un'ancora ampia capacità produttiva inutilizzata nella maggior parte delle economie.

Dopo i sostenuti rialzi dei mesi precedenti, i prezzi delle materie prime sono rimasti sostanzialmente stabili dall'ultima riunione del Consiglio direttivo tenutasi a metà marzo. Con le misure di chiusura reintrodotte in Europa che gravano sulle prospettive della domanda a breve termine e le recenti varianti del coronavirus che creano nuove incertezze, i prezzi del petrolio e dei beni non energetici sono rimasti sostanzialmente stabili dalla metà di marzo. Poiché tuttavia le prospettive della domanda per il 2021 restano vivaci, è cresciuta la pressione sull'OPEC+ affinché questa adegui i propri obiettivi di produzione e immetta un maggior numero di barili sui mercati. L'alleanza ha risposto all'inizio di aprile annunciando aumenti dell'offerta nei prossimi mesi, tra i quali la graduale revoca dei tagli volontari alla produzione pari a un milione di barili al giorno da parte dell'Arabia Saudita.

La ripresa negli Stati Uniti sta accelerando in un contesto caratterizzato dal ritmo sostenuto delle vaccinazioni e da ingenti stimoli fiscali.

Nel primo trimestre del 2021 si prevede la prosecuzione di una robusta ripresa dopo la forte crescita del 4,3 per cento sul trimestre precedente in ragione d'anno osservata nel quarto trimestre del 2020. L'accelerazione della campagna vaccinale, il sostegno offerto dalla politica monetaria e di bilancio nonché la progressiva riapertura dell'economia hanno complessivamente sorretto l'attività. L'indice economico settimanale della Federal Reserve Bank of New York, che dà conto della crescita del PIL per mezzo di indicatori ad alta frequenza, mostra una notevole accelerazione dello slancio della crescita dall'inizio di marzo. In particolare, il reddito disponibile e la spesa per consumi sono notevolmente aumentati a gennaio, favoriti dagli stimoli pubblici una tantum erogati attraverso il pacchetto di sostegno fiscale approvato a dicembre 2020, per poi registrare una certa moderazione a febbraio. Si prevede che i fondi aggiuntivi messi a disposizione dalla metà di marzo quali misure di stimolo nell'ambito del piano di salvataggio American Rescue Plan sosterranno ulteriormente i consumi nei prossimi mesi.

In Giappone l'attività economica continua a mostrare una buona tenuta malgrado le crescenti limitazioni all'offerta. I dati ad alta frequenza disponibili indicano che la seconda dichiarazione relativa allo stato di emergenza ha frenato la mobilità e l'attività al volgere dell'anno, in particolare nel settore dei servizi. Dopo aver toccato livelli minimi all'inizio del 2021, sembra che l'attività economica si stia progressivamente rafforzando, anche grazie alla tenuta relativamente buona del settore manifatturiero. Dal lato estero, la ripresa delle esportazioni reali di beni è rimasta sostanzialmente stabile all'inizio dell'anno, favorita dalla resilienza delle esportazioni di beni tecnologici. La dinamica delle importazioni di beni in termini reali è cresciuta a un ritmo piuttosto sostenuto, probabilmente per effetto di una solida ripresa della domanda interna.

Nel Regno Unito l'economia mostra segnali di una moderata ripresa nonostante le rigide misure di chiusura. A febbraio il PIL mensile è cresciuto, suggerendo che famiglie e imprese si sono adattate meglio alle restrizioni imposte per far fronte al COVID-19 rispetto ai precedenti periodi di chiusura. A fronte dei

rapidi progressi compiuti nella campagna vaccinale, che hanno permesso una graduale revoca delle restrizioni alla mobilità, si sono registrati miglioramenti nelle indagini presso le imprese, nella fiducia dei consumatori e negli indicatori relativi alla mobilità, anche prima della riapertura, il 12 aprile, degli esercizi di vendita al dettaglio di beni non essenziali e delle strutture ricettive.

Nel primo trimestre del 2021 il PIL della Cina in termini reali è cresciuto del 18,3 per cento sul periodo corrispondente. Tale straordinaria crescita è in gran parte dovuta a effetti base, ma conferma la solida ripresa economica seguita alla pandemia di COVID-19. Applicando una misura approssimativa per filtrare gli effetti base si ottiene un tasso di crescita annualizzato implicito pari a oltre il 5 per cento tra il primo trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2021, prossimo alla tendenza registrata prima della pandemia. Per quanto riguarda la composizione settoriale, grazie a una forte domanda di esportazioni, la dinamica del settore secondario ha superato quella del resto dell'economia, mentre i dati relativi alle vendite al dettaglio a marzo, pubblicati contestualmente a quelli relativi al PIL, indicano un rafforzamento della ripresa dei consumi.

2 Andamenti finanziari

Nel periodo in esame, dall'11 marzo al 21 aprile 2021, l'Eonia e il nuovo tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -48 e -57 punti base¹. La liquidità in eccesso è aumentata di circa 339 miliardi di euro, fino a circa 4.030 miliardi, riflettendo principalmente gli acquisti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché il ricorso all'operazione OMRLT-III.7 per 330,5 miliardi di euro. Quest'ultima è stata parzialmente compensata dai fattori autonomi e dalla scadenza delle operazioni OMRLT-II.

La curva a termine dell'Eonia è rimasta sostanzialmente invariata nel periodo in esame. Il minimo, pari a 2 punti base al di sotto dell'attuale livello (21 aprile) dell'Eonia di -48 punti base, è raggiunto a maggio 2022. La curva a termine attualmente non indica aspettative di mercato circa una variazione imminente di qualsiasi segno del tasso di riferimento e i tassi a termine Eonia rimangono al di sotto dello zero per gli orizzonti fino alla metà del 2026. Ciò riflette il protrarsi delle aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi².

Nel segmento a lungo termine i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno subito un lieve incremento, pur rimanendo su livelli complessivamente contenuti (cfr. il grafico 3). I rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a dieci anni e dell'area dell'euro ponderati per il PIL sono aumentati rispettivamente di 7 e 9 punti base fino a raggiungere il -0,26 e lo 0,08 per cento, mostrando scarse reazioni alla riunione di marzo del Consiglio direttivo o alle notizie sfavorevoli legate alla pandemia, come l'aumento del numero di casi di COVID-19, le nuove chiusure in molti paesi dell'area dell'euro e i temporanei ritardi nelle campagne nazionali di vaccinazione. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nel Regno Unito sono rimasti invariati allo 0,74 per cento, mentre quelli negli Stati Uniti sono aumentati solo marginalmente di 2 punti base fino all'1,56 per cento, dopo aver toccato un valore pari all'1,74 per cento ad aprile.

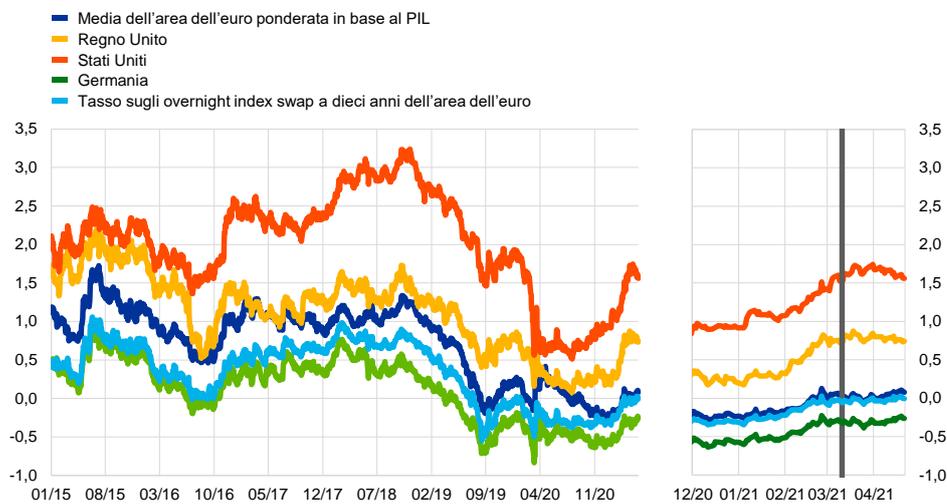
¹ La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro [Addio Eonia, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

² Tale 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 (11 marzo 2021). Il pannello di destra mostra in maggior dettaglio l'andamento osservato nei rendimenti dei titoli di Stato dal 1° dicembre 2020. Le ultime osservazioni si riferiscono al 21 aprile 2021.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio sono rimasti relativamente stabili.

In particolare, i differenziali sui titoli di Stato a dieci anni tedeschi, francesi e spagnoli sono variati rispettivamente di 1,3 e 3 punti base per raggiungere -0,26, -0,01 e 0,40 punti percentuali, mentre il differenziale italiano è aumentato di 9 punti base, attestandosi a 0,76 punti percentuali. Pertanto, il differenziale sul rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di 3 punti base a 0,08 punti percentuali, rimanendo ancora al di sotto del livello pre-pandemia di febbraio 2020. In generale, tutti i differenziali dell'area dell'euro hanno registrato un lieve calo nelle settimane immediatamente successive alla riunione del Consiglio direttivo di marzo, prima di aumentare nuovamente verso la fine del periodo di riferimento.

I corsi azionari delle società non finanziarie su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno raggiunto nuovi massimi storici dalla crisi finanziaria, mentre i corsi azionari delle banche dell'area dell'euro hanno visto annullarsi i precedenti guadagni verso la fine del periodo in esame.

Nonostante le notizie negative relative alla pandemia provenienti da diversi paesi dell'area dell'euro, gli indici dei mercati azionari delle SNF dell'area sono cresciuti del 3,8 per cento, per attestarsi attualmente su livelli lievemente superiori a quelli antecedenti la pandemia e pari ai massimi mai raggiunti dalla crisi finanziaria. Per contro, dopo aver raggiunto nuovi picchi all'interno del periodo in esame, i corsi azionari delle banche dell'area dell'euro sono diminuiti dell'1,5 per cento. I titoli azionari statunitensi, che a partire dalla metà del 2020 hanno registrato più volte nuovi massimi storici, hanno continuato a crescere, con un aumento dei corsi azionari bancari e delle SNF rispettivamente dello 0,6 e del 5,3 per cento.

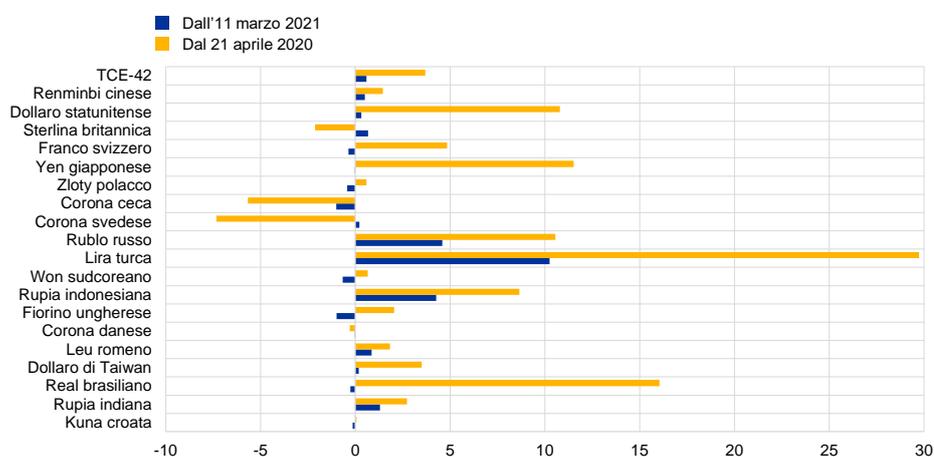
I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ulteriormente ridotti fino a raggiungere i livelli precedenti la pandemia in tutti i settori. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e su quelle del settore finanziario rispetto al tasso privo di rischio sono diminuiti di circa 10 punti base, fino a raggiungere i 50 e i 60 punti base.

Sui mercati valutari, l'euro si è leggermente apprezzato 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, si è apprezzato dello 0,6 per cento. Tale andamento ha riflesso un moderato apprezzamento nei confronti di diverse valute principali, tra cui la sterlina britannica (dello 0,7 per cento), il renminbi cinese (dello 0,5 per cento) e il dollaro statunitense (dello 0,3 per cento). Nel periodo in esame, l'euro si è dapprima deprezzato rispetto al dollaro statunitense sulla scorta del vigore generalizzato di quest'ultimo, ma in seguito si è ripreso con il declino del dollaro concomitante a quello dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi. L'euro si è fortemente apprezzato nei confronti della lira turca (del 10,3 per cento) e del rublo russo (del 4,6 per cento), nel contesto della loro recente volatilità generalizzata. L'euro si è leggermente deprezzato rispetto al franco svizzero (dello 0,4 per cento) e alle valute di diversi stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, tra cui il fiorino ungherese, la corona ceca e lo zloty polacco.

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 21 aprile 2021.

3 Attività economica

Dopo la forte ripresa del prodotto registrata nell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2020, la crescita economica è tornata negativa nel quarto, con prospettive ancora deboli per il primo trimestre del 2021.

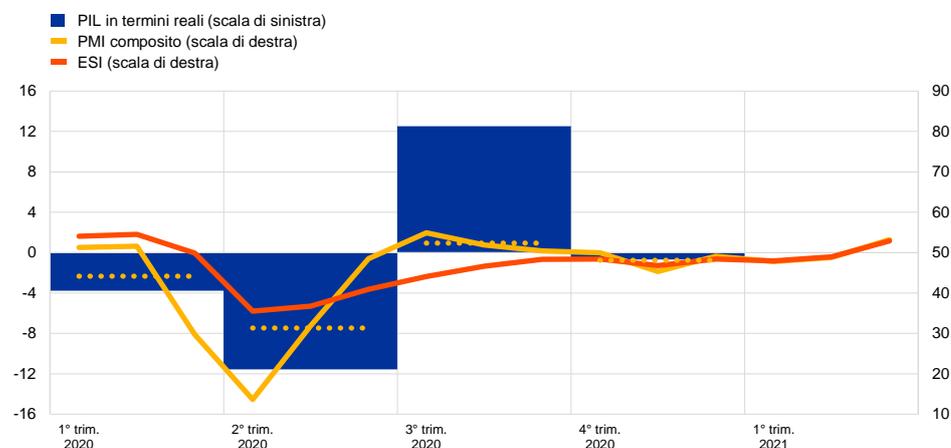
Nell'ultimo trimestre del 2020, l'attività economica complessiva ha subito una contrazione dello 0,7 per cento sul periodo precedente, dopo il forte rialzo del 12,5 per cento osservato nel terzo trimestre (cfr. il grafico 5). La scomposizione della spesa evidenzia che il calo del prodotto si è concentrato principalmente nelle componenti della domanda interna, in particolare nei consumi: la domanda interna (al netto delle scorte) ha sottratto 1,3 punti percentuali alla crescita trimestrale del PIL, mentre l'interscambio netto ha offerto un contributo neutro. La variazione delle scorte ha fornito un apporto positivo pari a 0,6 punti percentuali, riflettendo in ampia misura una ripresa più rapida del previsto della domanda di beni manufatti nel terzo trimestre, che ha portato alla ricostituzione delle scorte nel trimestre successivo. I dati di natura quantitativa, i risultati delle indagini e gli indicatori ad alta frequenza segnalano, nel complesso, un possibile nuovo calo del PIL nel primo trimestre di quest'anno, che sarebbe sostanzialmente in linea con le aspettative, dato l'intensificarsi delle misure di contenimento in risposta alla risalita dei tassi di contagio³. La relativa solidità del prodotto in confronto alla prima ondata della pandemia riflette probabilmente il minor rigore delle misure di contenimento, associato a una maggiore consapevolezza e capacità di adattamento da parte di famiglie e imprese. La dinamica di crescita nell'area dell'euro dovrebbe rimanere disomogenea tra i diversi settori, con il comparto dei servizi che continua a mostrarsi il più colpito dalla pandemia, in parte a causa della sua sensibilità alle misure di distanziamento sociale. Lo stesso vale nel confronto tra i diversi paesi, da cui emergono differenze negli andamenti del prodotto a seconda dei tassi di contagio e delle azioni intraprese per contenere la pandemia, nonché della composizione settoriale delle rispettive economie.

³ Secondo la stima rapida preliminare pubblicata dall'Eurostat il 30 aprile 2021 (ossia dopo la data di ultimo aggiornamento dei dati riportati in questo numero del Bollettino), nel primo trimestre del 2021 il PIL in termini reali è sceso di un ulteriore 0,6 per cento sul trimestre precedente.

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 quarto trimestre del 2020 per il PIL in termini reali e a marzo 2021 per l'ESI e il PMI.

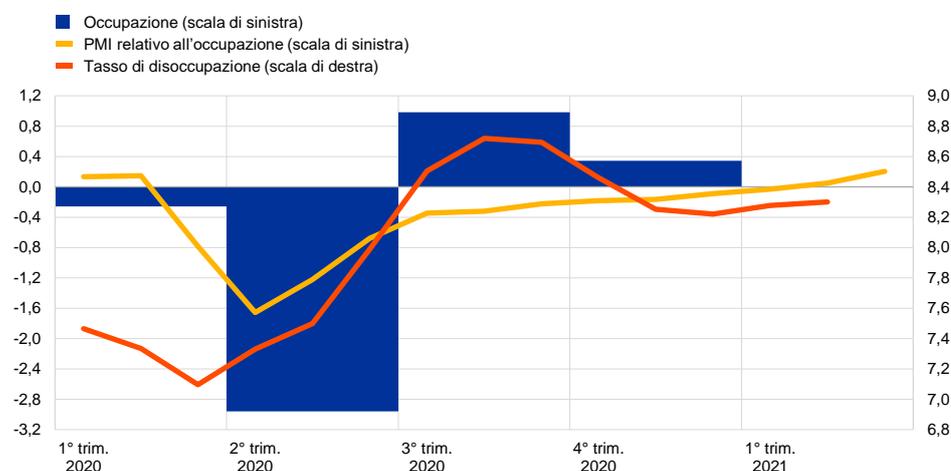
Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è rimasto invariato a febbraio per via dell'elevato numero di lavoratori interessati dalle misure di integrazione salariale, che ha contribuito a contenere la disoccupazione. A febbraio il tasso di disoccupazione si è attestato all'8,3 per cento, invariato rispetto al mese precedente (cfr. il grafico 6) e ancora superiore di circa un punto percentuale in confronto allo stesso mese del 2020. Le misure di integrazione salariale hanno continuato ad attutire le dinamiche del mercato del lavoro, interessando, secondo le stime, il 5,6 per cento delle forze di lavoro a febbraio, dopo il 5 per cento circa registrato a ottobre in risposta alle misure di chiusura (lockdown) adottate al tempo⁴. Nel quarto trimestre del 2020 l'occupazione è cresciuta dello 0,3 per cento, dopo un calo dell'1,0 per cento nel terzo trimestre. Nonostante tale miglioramento, questo dato era ancora inferiore dell'1,9 per cento rispetto al medesimo trimestre del 2019. Il totale delle ore lavorate ha subito una nuova flessione, pari all'1,7 per cento, nel quarto trimestre. Ciò fa seguito a un rialzo del 14,5 per cento nel terzo trimestre, dopo un calo del 13,6 e del 3,9 per cento, rispettivamente, nel secondo e nel primo trimestre. La forte diminuzione del totale delle ore lavorate osservata nella prima metà e nel quarto trimestre del 2020 riflette l'impatto delle misure di lockdown adottate in tali periodi. Il livello delle ore complessivamente lavorate si è mantenuto inferiore del 6,5 per cento rispetto a quello registrato nel quarto trimestre del 2019.

⁴ 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.

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 delle forze di lavoro)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il Purchasing Managers' Index (PMI) è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2020 per l'occupazione, a marzo 2021 per il PMI e a febbraio 2021 per il tasso di disoccupazione.

Prosegue il miglioramento degli indicatori a breve termine del mercato del

lavoro. L'indicatore del PMI mensile relativo all'occupazione è salito a 52,0 a marzo, dopo il 50,5 di febbraio (cfr. il grafico 6), mantenendosi al di sopra del livello soglia pari a 50 (che indica un'espansione dell'occupazione) per due mesi consecutivi. L'ultimo superamento di tale soglia è stato registrato a febbraio 2020. Il PMI relativo all'occupazione ha segnato un significativo recupero dopo il minimo storico toccato ad aprile 2020.

Dopo un inizio debole, la spesa per consumi è rimasta modesta alla fine del primo trimestre.

A febbraio 2021 il volume del commercio al dettaglio è aumentato del 3 per cento rispetto al mese precedente, mentre le nuove immatricolazioni di automobili hanno registrato un'ulteriore diminuzione dell'1,1 per cento, mantenendosi sul livello più basso registrato a partire da giugno 2020. Il clima di fiducia dei consumatori è migliorato a marzo, salendo a -10,8 da -14,8 di febbraio, in gran parte per effetto delle domande in chiave prospettica poste nelle indagini. Ad esempio, la pianificazione di acquisti di importo rilevante da parte delle famiglie è aumentata a marzo, pur rimanendo ben al di sotto del livello precedente la crisi. Il nuovo inasprimento delle misure di contenimento nel periodo pasquale prefigura un nuovo calo della spesa per consumi all'inizio del secondo trimestre, che ritarderebbe il recupero atteso. Sebbene la crisi del COVID-19 abbia pesantemente inciso sul reddito da lavoro, i trasferimenti di bilancio hanno assorbito la maggior parte dell'impatto sul reddito disponibile delle famiglie nell'area dell'euro. Il calo dei consumi nel quarto trimestre del 2020 si è riflesso in un aumento del tasso di risparmio delle famiglie, che nel periodo in questione è salito al 20 per cento, dal 17 per cento del trimestre precedente. In prospettiva, è probabile che nel breve termine il tasso di risparmio si mantenga al di sopra del livello pre-pandemia per poi

tornare gradualmente a normalizzarsi, come segnalano anche le moderate aspettative delle famiglie in merito agli acquisti rilevanti nei prossimi 12 mesi.

È probabile che vi sia stata una modesta crescita degli investimenti da parte delle imprese nel primo trimestre del 2021. Tuttavia, l'elevata incertezza e l'indebolimento dei bilanci potrebbero gravare sulle decisioni di investimento nella restante parte dell'anno. Dopo il robusto tasso di crescita trimestrale del 3,1 per cento registrato nel quarto trimestre del 2020, determinato principalmente da prodotti di proprietà intellettuale, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sembra continuino a mostrare una buona capacità di tenuta nel primo trimestre del 2021. Sebbene a febbraio la produzione industriale di beni di investimento sia scesa, il suo valore medio a gennaio e a febbraio è stato del 2,0 per cento superiore al livello osservato nel quarto trimestre. Inoltre, gli indicatori relativi al settore dei beni di investimento, desunti dal PMI e dall'indagine della Commissione europea, hanno evidenziato una tendenza al miglioramento nel primo trimestre, rispetto al periodo precedente. Gli indicatori per classi di beni delle indagini rivelano che gli investimenti in beni materiali, come macchinari, attrezzature e trasporti, hanno segnato un forte recupero dopo il brusco calo osservato nel secondo trimestre del 2020. Tuttavia, il recupero rimane incompleto se confrontato con i livelli precedenti la pandemia. Durante la crisi, gli investimenti immateriali hanno registrato andamenti migliori, in termini comparativi, raggiungendo nel quarto trimestre del 2020 quasi lo stesso livello osservato nel corrispondente periodo del 2019 (se si trascura la volatilità trimestrale collegata alla contabilità delle attività di proprietà intellettuale di alcune imprese globali che interessa in particolare alcuni paesi, come l'Irlanda e i Paesi Bassi). Ciò conferma le evidenze fornite dai contatti aziendali di una tendenza alla digitalizzazione in atto. Nel contempo, l'incertezza è ancora elevata e i bilanci delle imprese continuano a evidenziare difficoltà: fattori che potrebbero pesare sugli investimenti per la restante parte dell'anno. I dati di contabilità nazionale relativi al quarto trimestre del 2020 indicano che, rispetto al periodo corrispondente del precedente anno, il margine operativo lordo delle imprese dell'area dell'euro si è ridotto del 2,7 per cento ed è aumentato il livello di indebitamento.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbero rimanere solidi nel primo trimestre del 2021, nonostante la notevole incertezza indotta dal nuovo inasprimento delle restrizioni connesse alla pandemia. Dopo il forte recupero registrato nel terzo trimestre del 2020, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno continuato ad aumentare nel quarto trimestre, seppur con slancio ampiamente ridimensionato. I recenti indicatori di breve periodo e i risultati delle indagini segnalano una protratta moderazione della crescita per il primo trimestre del 2021. L'indice di produzione nelle costruzioni è sceso a febbraio, con un valore medio a gennaio e a febbraio che si è attestato su un livello inferiore dello 0,4 per cento a quello registrato nel quarto trimestre del 2020. Al tempo stesso, il PMI relativo al prodotto nel settore delle costruzioni è migliorato nel primo trimestre di quest'anno, in particolare nel comparto dell'edilizia residenziale, pur continuando a evidenziare una contrazione. Nel primo trimestre dell'anno anche l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nelle costruzioni ha superato il livello segnato nel trimestre precedente, collocandosi ben al di sopra della sua media di lungo periodo. Secondo i dati dell'indagine della

Commissione europea sui fattori che limitano la produzione, alcuni elementi dal lato dell'offerta, come le condizioni meteorologiche e la disponibilità di forza lavoro e materiali, hanno ostacolato l'attività edilizia all'inizio dell'anno. I vincoli legati alla domanda si sono invece rivelati meno significativi, il che è altresì coerente con l'ulteriore miglioramento delle valutazioni fatte dalle imprese sul livello degli ordini. Tuttavia, secondo l'indagine sul credito bancario, nel primo trimestre del 2021 la domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni si è indebolita, anche se un ulteriore aumento è atteso per il secondo trimestre.

Nell'area dell'euro la ripresa degli scambi ha subito un rallentamento, in parte per effetto della Brexit. L'interscambio di beni in termini nominali riflette una divergenza fra la componente relativa agli scambi con l'esterno e quella relativa agli scambi fra paesi dell'area dell'euro all'inizio del 2021, in quanto le ripercussioni dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea hanno inciso negativamente sugli scambi commerciali con i paesi esterni all'area dell'euro. Il commercio bilaterale tra area dell'euro e Regno Unito si è notevolmente contratto in gennaio, per effetto dell'inversione dell'accumulo di scorte di beni provenienti dall'area nel Regno Unito osservato a dicembre e di oneri amministrativi aggiuntivi per le esportazioni e le importazioni. Nonostante un parziale recupero degli scambi con il Regno Unito, a febbraio le esportazioni verso l'esterno dell'area sono rimaste deboli. Per contro, le esportazioni all'interno dell'area dell'euro hanno registrato un forte incremento nei primi due mesi del 2021. Prosegue la ripresa degli scambi con i principali mercati delle esportazioni, volta a un ritorno ai livelli pre-pandemia, mentre il resto del mondo continua a rappresentare un freno per le esportazioni complessive. Le esportazioni dell'area dell'euro verso la Cina hanno mantenuto la loro vigorosa dinamica, trainata principalmente dal mercato automobilistico ma anche da altre categorie di beni, mentre le esportazioni verso gli Stati Uniti sono tornate al livello precedente la pandemia per effetto delle esportazioni di automobili e di beni di consumo. Le ultime informazioni desunte dagli indicatori anticipatori segnalano una ripresa della dinamica dell'interscambio di beni, mentre per lo scambio di servizi la ripresa rimane su un orizzonte più lungo. Il turismo, che è stato il settore dello scambio di servizi più colpito dalla pandemia, mostra i primi segni di recupero dopo i minimi raggiunti alla fine del 2020. Mentre i voli internazionali a marzo sono rimasti su livelli bassi, le prenotazioni anticipate e la fiducia nel settore delle attività ricettive hanno ricominciato a segnare un miglioramento.

Di riflesso alla significativa incidenza delle misure di contenimento, per il primo trimestre del 2021 gli indicatori economici segnalano un prodotto debole, forse anche in calo, seguito da una ripresa della crescita nel secondo trimestre. A febbraio la produzione industriale al netto delle costruzioni è scesa dell'1,0 per cento sul mese precedente, sebbene il livello medio di produzione nei primi due mesi del primo trimestre superasse ancora dell'1,0 per cento la media del quarto trimestre del 2020. In prospettiva, i dati delle indagini più recenti segnalano un progressivo rafforzamento dell'attività economica nei vari settori. A titolo di esempio, l'indice PMI composito relativo al prodotto è salito a 49,9 nel primo trimestre del 2021, evidenziando un incremento dal 48,1 del quarto trimestre del 2020. Tale miglioramento è ascrivibile all'andamento di entrambi i settori manifatturiero e dei servizi. Gli indicatori economici relativi al primo trimestre

segnalano una protratta debolezza della crescita, forse anche negativa, per via dell'inasprimento delle misure di contenimento in alcuni paesi verso la fine del trimestre. Gli indicatori ad alta frequenza segnalano inoltre, nel complesso, una crescita ancora debole nei prossimi mesi, anche se in lieve miglioramento.

In prospettiva, in un contesto caratterizzato da elevata incertezza, i progressi registrati nelle campagne vaccinali in corso dovrebbero porre le basi per un recupero dell'attività economica nell'arco del 2021, sebbene per una completa ripresa sarà necessario attendere ancora qualche tempo.

La tempistica dell'allentamento delle misure di contenimento non è ancora chiara e non si possono escludere ulteriori sviluppi avversi associati alla pandemia. Se da un lato l'incertezza relativa al COVID-19 verosimilmente frenerà il recupero del mercato del lavoro e graverà su consumi e investimenti, dall'altro la ripresa economica nell'area dell'euro dovrebbe essere sostenuta dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e da una ripresa della domanda interna ed estera a seguito della revoca delle misure di contenimento e di una diminuzione dell'incertezza. Nell'ultima [indagine dei previsori professionali \(Survey of Professional Forecasters\)](#), condotta agli inizi di aprile, 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 all'inizio di gennaio. I previsori anticipano una diminuzione del PIL dello 0,6 per cento nel primo trimestre del 2021, seguita da un aumento dell'1,4 per cento nel secondo. Ciò è sostanzialmente in linea con le prospettive a breve termine illustrate nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2021, che anticipavano un calo dello 0,4 per cento nel primo trimestre dell'anno, seguito da un aumento dell'1,3 nel secondo. Tale profilo di crescita a breve termine è coerente con l'attuale quadro delle misure di contenimento in vigore, nonché con lo slancio sempre più vigoroso delle campagne vaccinali. Nel medio periodo, la ripresa nell'area dell'euro dovrebbe essere sorretta da un recupero della domanda mondiale e interna, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli e dallo stimolo fiscale.

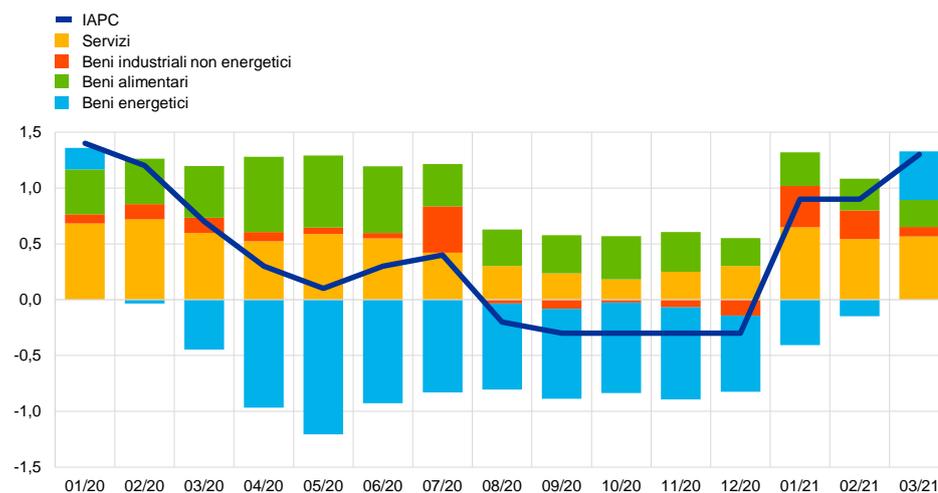
4 Prezzi e costi

L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), ha segnato un brusco aumento all'inizio del 2021 raggiungendo valori più elevati rispetto alla fine dello scorso anno (cfr. il grafico 7). Dopo aver registrato il -0,3 per cento per quattro mesi consecutivi al termine dello scorso anno, l'inflazione al consumo è aumentata a inizio anno, raggiungendo l'1,3 per cento a marzo, dopo aver registrato lo 0,9 per cento a gennaio e febbraio. L'aumento dell'inflazione complessiva a marzo ha riflesso la forte crescita della componente energetica, che ha più che compensato la dinamica dei prezzi dei beni alimentari e dell'inflazione di fondo (HICPX). L'inflazione di fondo, pur essendo diminuita a marzo allo 0,9 per cento dall'1,1 per cento di febbraio e dall'1,4 per cento di gennaio, si è mantenuta considerevolmente più elevata rispetto allo 0,2 per cento registrato negli ultimi quattro mesi del 2020 (cfr. il grafico 9).

Grafico 7

Inflazione complessiva e sue componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a marzo 2021.

I rialzi dell'inflazione complessiva negli ultimi mesi hanno rispecchiato diversi fattori, ritenuti per lo più temporanei e in parte di natura statistica.

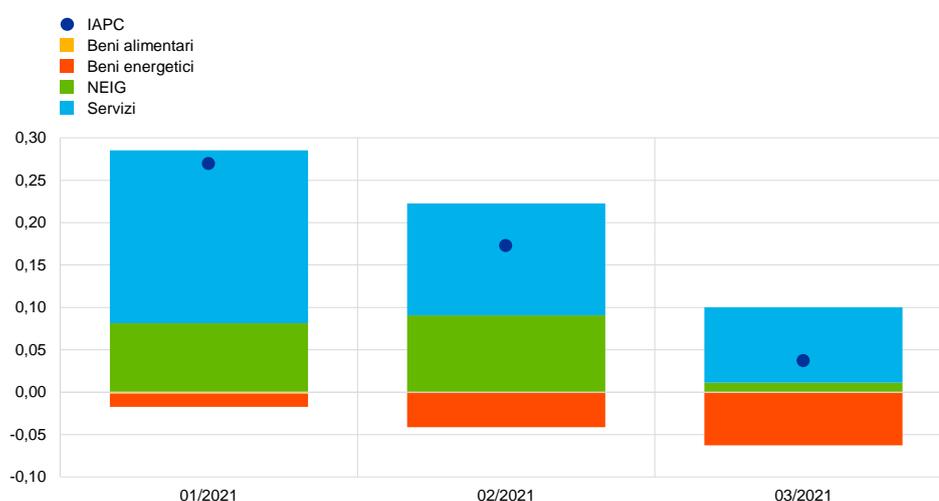
Il fattore più importante nel determinare il rialzo è associato alle componenti energetiche, la cui accelerazione ha determinato prima valori dell'inflazione meno negativi e successivamente fortemente positivi. Tale andamento ha rispecchiato sia un notevole effetto base sia un aumento relativamente marcato dei prezzi della componente energetica su base mensile. Se i prezzi dei contratti futures rimanessero invariati, tale impatto al rialzo del dato di inflazione dovrebbe rimanere per la maggior parte del 2021, per poi diminuire all'inizio del prossimo anno (cfr. il riquadro 4). Un ulteriore fattore di crescita è legato al venir meno, a gennaio, della riduzione temporanea dell'aliquota dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) in Germania, che continuerà ad avere effetti sui tassi d'inflazione per tutto il 2021. Infine, si sono registrati altri due fattori particolarmente importanti a gennaio, ma già

rientrati a marzo. Il primo riguarda i cambiamenti nella tempistica e nell'entità dei saldi stagionali in alcuni dei paesi dell'area dell'euro, che hanno comportato un notevole aumento dell'inflazione relativa ai beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG). Il secondo è relativo alle variazioni più marcate del solito nei pesi dello IAPC per il 2021, associate all'evoluzione della dinamica dei consumi delle famiglie durante la pandemia. Nel dettaglio, a gennaio e febbraio si sono registrati aumenti di alcune componenti dell'inflazione dei servizi, già sensibilmente ridotti a marzo (cfr. il grafico 8).

Grafico 8

Scomposizione dell'effetto della variazione di peso

(contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'effetto delle variazioni dei pesi si basa sulle stime della BCE. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2021.

L'incertezza legata alle pressioni al rialzo sui prezzi al consumo è rimasta relativamente elevata, considerando anche che a febbraio e marzo si sono continuate a registrare imputazioni dei prezzi al consumo. La quota di

imputazioni dei prezzi all'interno del paniere dello IAPC è leggermente diminuita a marzo, raggiungendo il 10 per cento per l'inflazione complessiva (HICP) e il 15 per cento per l'inflazione di fondo (HICPX), con un calo che riflette principalmente minori imputazioni per le voci dei NEIG, mentre le imputazioni per i servizi sono lievemente aumentate. In particolare, la quota di imputazioni per i beni industriali non energetici è diminuita sostanzialmente (raggiungendo solo il 4 per cento a marzo rispetto al 15 per cento a febbraio), mentre quella per i servizi si è mantenuta elevata (21 per cento a marzo e 20 per cento a febbraio).

Le misure dell'inflazione di fondo sono aumentate a gennaio per poi registrare un lieve indebolimento a febbraio e marzo (cfr. il grafico 9). La maggior parte

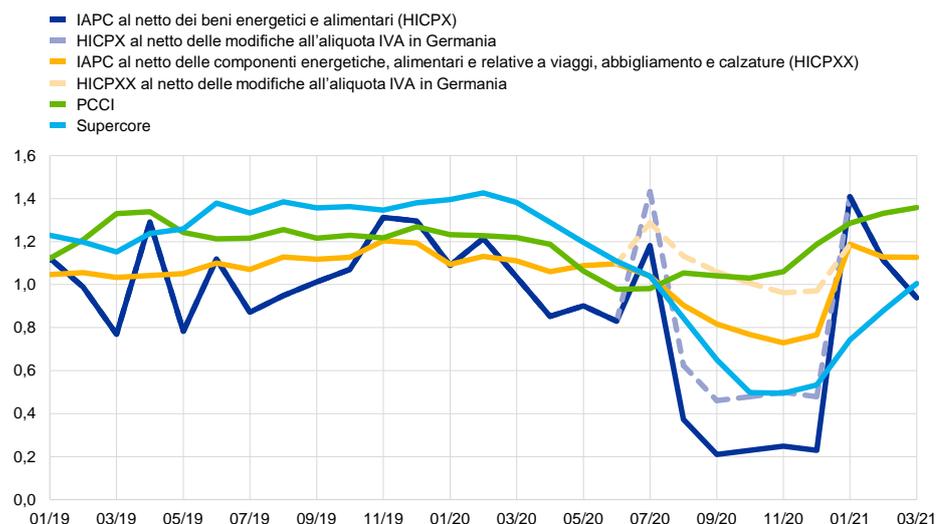
delle misure è stata influenzata dai fattori temporanei illustrati sopra, e il loro segnale è pertanto soggetto a incertezza. Nei mesi di febbraio e marzo, le misure dell'inflazione che escludono le componenti più volatili del paniere, HICPX e HICPXX (che esclude anche le voci legate all'abbigliamento e ai viaggi), sono diminuite rispetto all'aumento osservato a gennaio e sono tornate ai livelli registrati nella primavera del 2020, prima che si manifestassero gli effetti della riduzione

dell'aliquota IVA in Germania. Altre misure dell'inflazione di fondo hanno proseguito la crescita osservata a partire dalla fine del 2020, ma erano in recupero da livelli relativamente bassi. Il quadro generale delle misure disponibili non fornisce un segnale di crescita sostenuto delle pressioni inflazionistiche di fondo.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2021.

Rimangono stabili le pressioni sui prezzi nelle ultime fasi della filiera di produzione dei beni industriali non energetici, nonostante l'ulteriore rialzo dei costi a livello mondiale. Per quanto riguarda i beni di consumo non alimentari, a febbraio l'inflazione dei prezzi interni alla produzione era pari allo 0,6 per cento, in lieve calo rispetto a gennaio, pur rimanendo intorno alla media di lungo periodo. L'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari si è mantenuta su livelli contenuti a febbraio, rimanendo sostanzialmente invariata rispetto ai due mesi precedenti. Ciò potrebbe anche riflettere la stabilità del tasso di cambio effettivo nominale. Relativamente ai primi stadi della filiera, l'inflazione dei prodotti intermedi sia alla produzione sia all'importazione ha continuato ad aumentare a febbraio, probabilmente in associazione al forte aumento dei tassi di crescita su base annuale dei corsi petroliferi e delle materie prime industriali e in parte dei costi relativi alle restrizioni nelle catene di approvvigionamento. Tuttavia, le aspettative delle imprese circa i prezzi di vendita nei prossimi mesi non sembrano indicare, in prospettiva, un aumento generalizzato dei prezzi lungo la filiera di produzione e di formazione dei prezzi nel prossimo futuro.

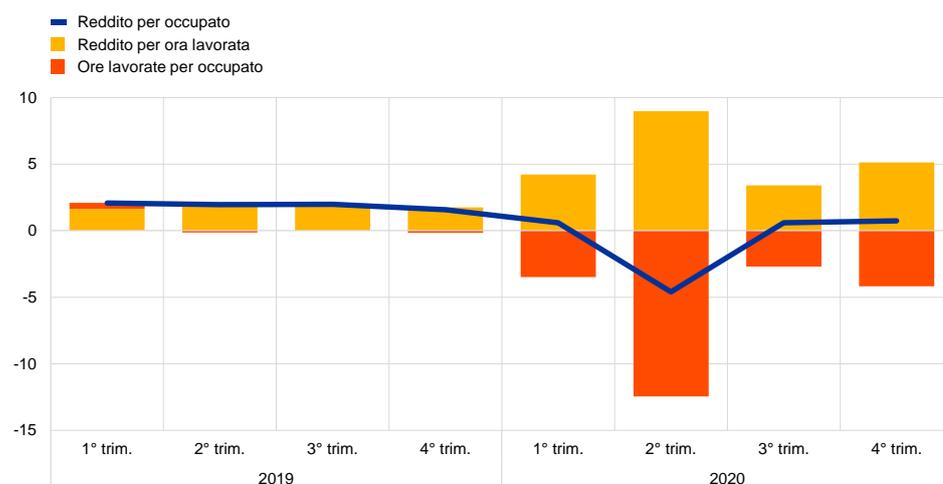
Le pressioni salariali appaiono deboli e continuano a essere offuscate dagli effetti delle misure di sostegno pubblico. Ciò si evince, ad esempio, dalla differenza fra la crescita del reddito per occupato e quella del reddito per ora lavorata. Il divario tra le due misure si è nuovamente ampliato nel quarto trimestre del 2020, in concomitanza con il maggiore ricorso ai regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e dei licenziamenti temporanei, causato dal rinnovo delle misure

di lockdown alla fine dell'anno. Da un lato, nel quarto trimestre la crescita sui dodici mesi del reddito per occupato è salita lievemente allo 0,7 per cento, dallo 0,6 del trimestre precedente, dopo il tasso estremamente negativo, al -4,5 per cento, registrato nel secondo trimestre. Dall'altro, la crescita sui dodici mesi della retribuzione oraria è risalita al 5,1 per cento nel quarto trimestre, dal 3,4 per cento del terzo trimestre 2020 (cfr. il grafico 10).

Grafico 10

Scomposizione del reddito per occupato in base a retribuzione oraria e ore lavorate

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

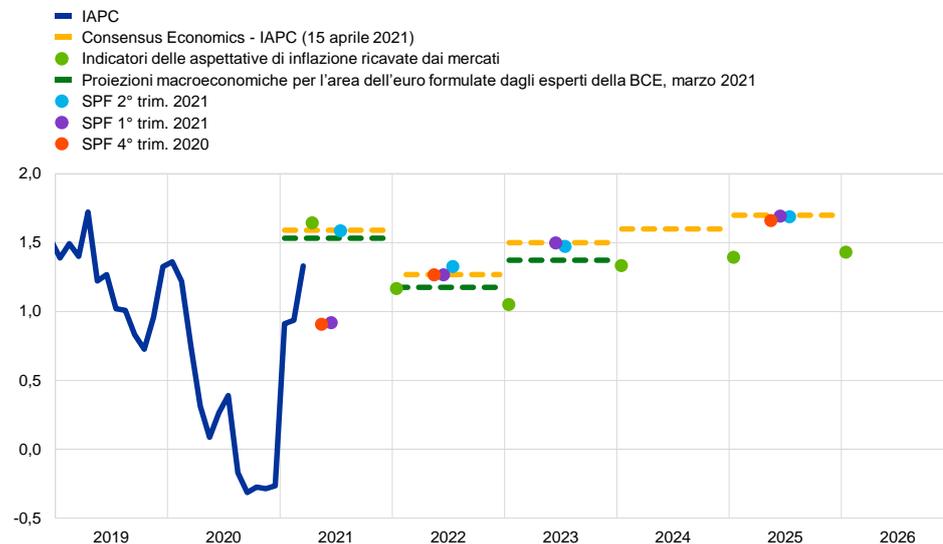
Gli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavati dalle indagini si sono mantenuti stabili, mentre gli indicatori delle aspettative di inflazione desunti da indicatori di mercato hanno continuato ad aumentare.

La crescita degli indicatori delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro desunti dal mercato, sia a breve sia a lungo termine, avviata all'inizio del 2021, è proseguita dopo la riunione di marzo del Consiglio direttivo, nonostante l'aumento dei casi di COVID-19 in Europa e i temporanei ritardi nel percorso di vaccinazione. Il tasso swap a termine indicizzato all'inflazione maggiormente rilevante, ovvero quello a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte di 5 anni, è attualmente pari all'1,53 per cento, più elevato di 8 punti base rispetto all'inizio del periodo in esame. Per quanto riguarda le misure derivate dalle indagini presso gli operatori professionali, secondo la [Survey of Professional Forecasters](#) condotta dalla BCE, la media dell'inflazione attesa a più lungo termine (per l'anno 2025) è rimasta invariata all'1,7 per cento ad aprile. Anche le aspettative a più lungo termine riportate nelle previsioni di aprile 2021 da Consensus Economics sono rimaste invariate all'1,7 per cento per il 2025 (cfr. il grafico 11).

Grafico 11

Indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dalle indagini e dai mercati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE (marzo 2021), SPF della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'SPF relativa al secondo trimestre del 2021 è stata condotta tra il 31 marzo e il 12 aprile 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 21 aprile 2021.

5 Moneta e credito

A febbraio 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio è rimasta stabile.

A febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito lievemente al 12,3 per cento dal 12,5 di gennaio (cfr. il grafico 12), confermandosi quindi elevato in quanto continua a incorporare l'impatto dell'eccezionale espansione monetaria che ha caratterizzato le prime fasi della pandemia di coronavirus (COVID-19).

Gli andamenti di più breve periodo dell'aggregato monetario ampio, come ad esempio i flussi mensili, hanno segnato una moderazione, pur evidenziando un ritmo di creazione della moneta ancora sostenuto, riconducibile al sostegno fornito dalla politica monetaria e dalle politiche prudenziali e di bilancio. La crescita di M3 è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. A febbraio il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è rimasto sostanzialmente invariato, al 16,4 per cento. Questo andamento è riconducibile principalmente a imprese e famiglie, che hanno incrementato i depositi a un ritmo elevato, simile a quello osservato nella seconda metà del 2020. Altri depositi a breve termine e strumenti negoziabili hanno fornito un contributo modesto alla crescita sui dodici mesi di M3, rispecchiando il basso livello dei tassi di interesse e il comportamento degli investitori, orientato alla ricerca di rendimenti.

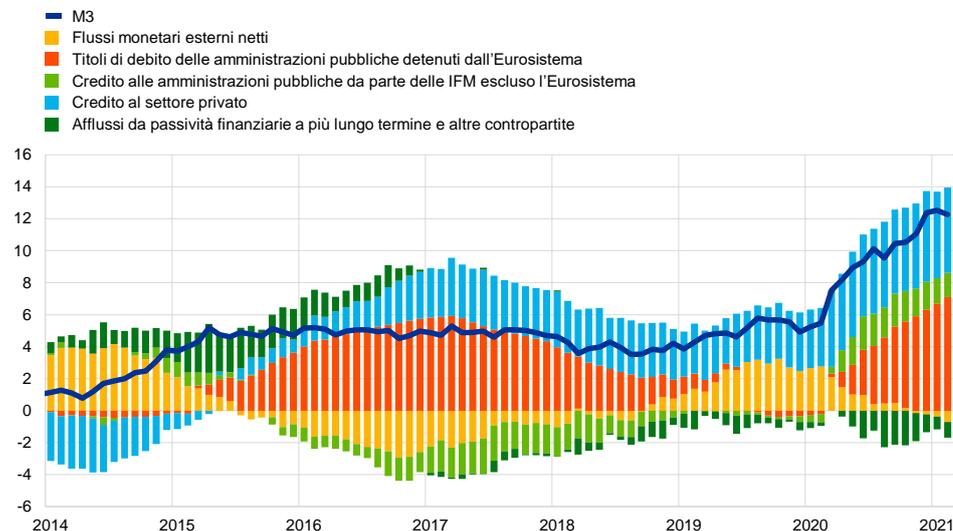
La creazione di moneta ha continuato a essere trainata dall'espansione del credito interno, principalmente attraverso acquisti di attività da parte dell'Eurosistema.

A febbraio 2021 gli acquisti netti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno dato il contributo maggiore alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 12). Un ulteriore contributo alla crescita di M3 è stato dato dal credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi) e, in misura più contenuta e decrescente, dal credito bancario erogato alle amministrazioni pubbliche (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi). I flussi monetari esterni netti hanno continuato a incidere in maniera limitata sulla creazione di moneta (cfr. l'area gialla degli istogrammi). Le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno continuato a incidere negativamente sulla crescita dell'aggregato monetario ampio. Rispetto alla seconda metà del 2020 tale effetto si è attenuato, in quanto l'emissione netta di obbligazioni bancarie a lungo termine, che limita la crescita di M3, è stata arginata dal ricorso alle operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (OMRLT) da parte delle banche, attratte dalle condizioni favorevoli di tali operazioni.

Grafico 12

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 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 delle attività del settore societario e del PEPP. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021.

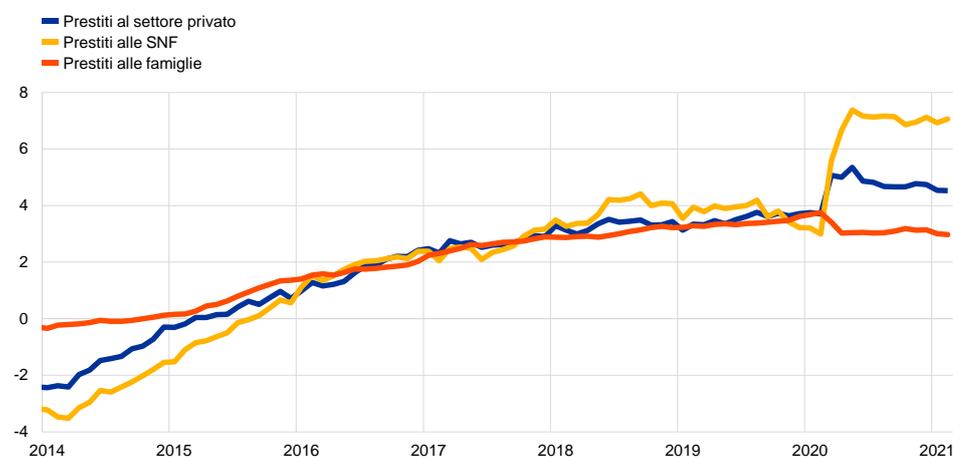
A febbraio 2021 la crescita dei prestiti al settore privato è rimasta

sostanzialmente invariata. A febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato si è collocato al 4,5 per cento, rimanendo sostanzialmente invariato dall'estate e mantenendosi ben al di sopra del livello pre-pandemia (cfr. il grafico 13). Nello stesso mese il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese si è collocato al 7,1 per cento, dal 6,9 per cento di gennaio, mentre quello dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato, al 3,0 per cento. Sebbene questi tassi di crescita siano rimasti sostanzialmente stabili da giugno 2020, i dati sui flussi segnalano una moderazione della dinamica dei prestiti dovuta a una riduzione della domanda di credito da parte delle imprese. Nel contempo, sono emersi anche alcuni segnali di un irrigidimento dell'offerta di credito. Il ricorso delle imprese a prestiti a più lungo termine ha continuato ad aumentare, a scapito dei prestiti a più breve termine. Allo stesso tempo, a febbraio il credito ipotecario si è confermato la determinante principale dell'indebitamento delle famiglie, mentre la crescita del credito al consumo è rimasta debole per effetto dell'inasprimento delle restrizioni legate al COVID-19, che hanno limitato le opportunità di consumo.

Grafico 13

Prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2021 ha evidenziato un moderato irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese nel primo trimestre dell'anno (cfr. il grafico 14). Questa dinamica

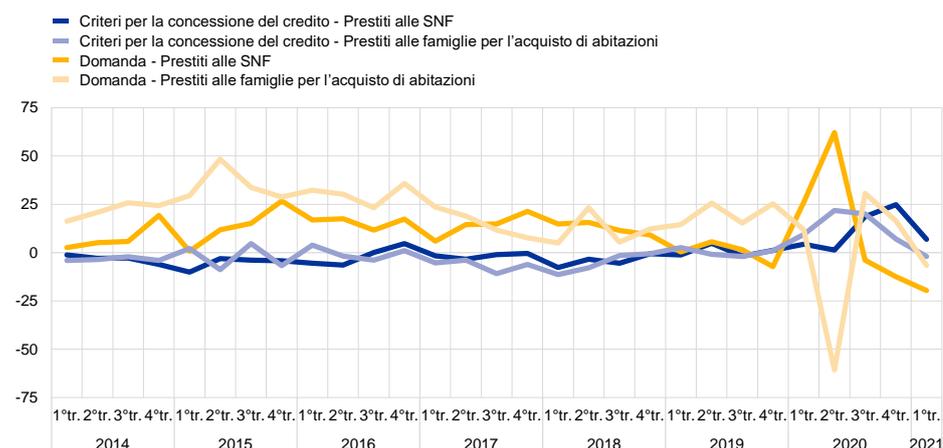
ha fatto seguito al considerevole irrigidimento osservato nei due trimestri precedenti ed è ascrivibile a un maggiore rischio percepito e a una minore tolleranza al rischio da parte delle banche, in misura comunque minore rispetto ai due trimestri precedenti. Il minor irrigidimento netto potrebbe essere riconducibile al prolungamento delle misure di sostegno di bilancio, al perdurare del supporto offerto dalle misure di politica monetaria e di vigilanza e a un generalizzato miglioramento della propensione al rischio nel primo trimestre del 2021. Nel primo trimestre del 2021 la domanda di prestiti o di utilizzo delle linee di credito da parte delle imprese è nuovamente diminuita, principalmente in ragione del protratto effetto frenante esercitato dalla domanda di finanziamenti per investimenti fissi da parte delle imprese; queste ultime hanno mostrato una tendenza a differire gli investimenti, in particolare nei settori più colpiti dalla pandemia. Per il secondo trimestre del 2021 le banche si attendono una ripresa della domanda di prestiti da parte delle imprese e un ulteriore, modesto, irrigidimento dei criteri per la concessione del credito alle imprese stesse. In relazione al primo trimestre del 2021 le banche hanno segnalato un allentamento molto modesto dei criteri applicati per la concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni, nonché un moderato irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo. L'allentamento netto relativo ai prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato sospinto dalla concorrenza di altri prestatori, mentre i rischi percepiti riguardo al merito di credito dei prenditori e la minore tolleranza al rischio delle banche hanno continuato a esercitare un effetto restrittivo sul credito alle famiglie in generale. Nel primo trimestre dell'anno la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni è diminuita. La scarsa fiducia dei consumatori e una spesa per beni durevoli limitata hanno contribuito negativamente alla domanda netta, mentre il basso livello generale dei tassi di interesse e le solide prospettive del mercato immobiliare hanno fornito un contributo positivo. Le banche si attendono

che nel secondo trimestre del 2021 si verifichi un irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito e un aumento della domanda di prestiti alle famiglie. Inoltre, le banche hanno segnalato che il PAA, il PEPP e la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) hanno seguito ad avere un impatto positivo sulla loro liquidità e sulle condizioni di finanziamento sul mercato. Insieme al tasso negativo sui depositi (deposit facility rate, DFR), tali misure hanno contribuito ad allentare i criteri di concessione del credito bancario e hanno inciso positivamente sui volumi dei prestiti. Nel contempo, secondo quanto rilevato dagli istituti di credito, gli acquisti di attività condotti dalla BCE e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale hanno continuato ad avere un impatto sfavorevole sul loro margine di interesse, mentre il sistema a due livelli introdotto dalla BCE per la remunerazione della liquidità in eccesso ha dato sostegno alla redditività.

Grafico 14

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

(valori percentuali netti delle banche che hanno segnalato 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'ambito dell'indagine circa i criteri per la concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" o un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "lieve allentamento" o un "notevole allentamento". Per quanto riguarda i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole aumento" o un "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato una "lieve diminuzione" o una "notevole diminuzione". Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

I tassi sui finanziamenti bancari hanno continuato ad oscillare intorno ai

minimi storici.

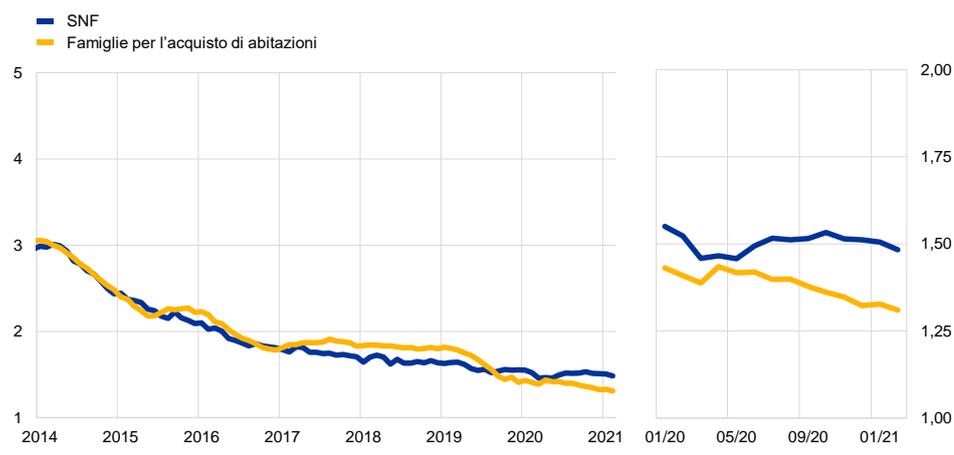
A febbraio 2021 il tasso composito sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) si è mantenuto sostanzialmente invariato all'1,48 per cento, mentre quello sui prestiti alle famiglie ha toccato un nuovo minimo storico pari all'1,31 per cento (cfr. il grafico 15). Tale andamento, trasversale a tutti i paesi dell'area dell'euro, rispecchia il perdurare dell'impatto delle misure adottate dalla BCE, dalle autorità di vigilanza bancaria e dai governi per sostenere le condizioni di offerta del credito. Il costo in termini reali del finanziamento bancario delle imprese è tornato al livello osservato all'inizio del 2020, favorito dalla recente ripresa delle aspettative di inflazione. Inoltre, il differenziale fra i tassi sui prestiti di importo molto modesto e quelli sui prestiti di importo elevato si è stabilizzato su livelli pre-pandemia. Allo stesso tempo, l'incertezza relativa alla durata dell'impatto della

pandemia sull'economia, e di conseguenza anche sul merito di credito dei prenditori e sui bilanci delle banche, rimane elevata. Per evitare che tale incertezza acceleri un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, amplificando gli effetti della pandemia sulla congiuntura economica, tutte le attuali misure di sostegno restano indispensabili.

Grafico 15

Tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021.

Riquadri

1 I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo

a cura di Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu e Rinalds Gerinovics

Nel secondo semestre del 2020 l'attività economica e l'interscambio a livello mondiale hanno registrato una netta ripresa, trainata principalmente dal settore manifatturiero, mentre l'attività legata al settore dei servizi è stata e si è confermata modesta. Nel terzo trimestre del 2020 l'attività economica mondiale ha segnato una rapida ripresa per effetto dell'allentamento della pandemia e delle relative misure di contenimento, nonché del significativo sostegno dei provvedimenti introdotti al culmine della crisi. Nonostante un rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno, ascrivibile a un peggioramento della pandemia, nella seconda metà del 2020 il ritmo della ripresa economica mondiale è stato nel complesso più sostenuto di quanto inizialmente stimato (BCE 2021, FMI 2021)¹, trainato in misura significativa dal settore manifatturiero (cfr. il pannello superiore del grafico A) con il riavvio delle attività produttive e il recupero della domanda di beni. Nel contempo il settore dei servizi e, in particolare, le attività a maggiore intensità di contatti hanno evidenziato una dinamica più debole a causa della permanenza in vigore delle misure di distanziamento sociale e di alcune altre restrizioni. Tali misure hanno colpito con eccezionale intensità anche il settore dei viaggi e quello turistico. Dopo il crollo dell'interscambio internazionale nel primo semestre del 2020 (BCE 2020), le importazioni mondiali di beni hanno segnato un recupero e a novembre 2020 avevano nuovamente raggiunto il livello precedente la crisi². Tuttavia, la ripresa è proseguita a velocità diverse nei vari paesi, con la Cina, il primo paese a contenere la pandemia, che a giugno 2020 era già tornata sui livelli precedenti la crisi (cfr. il pannello inferiore del grafico A). Soltanto verso la fine dell'anno il recupero dell'interscambio ha iniziato a diffondersi nelle altre maggiori economie mondiali.

¹ Cfr. il riquadro 2 nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021* e il *World Economic Outlook Update*, gennaio 2021.

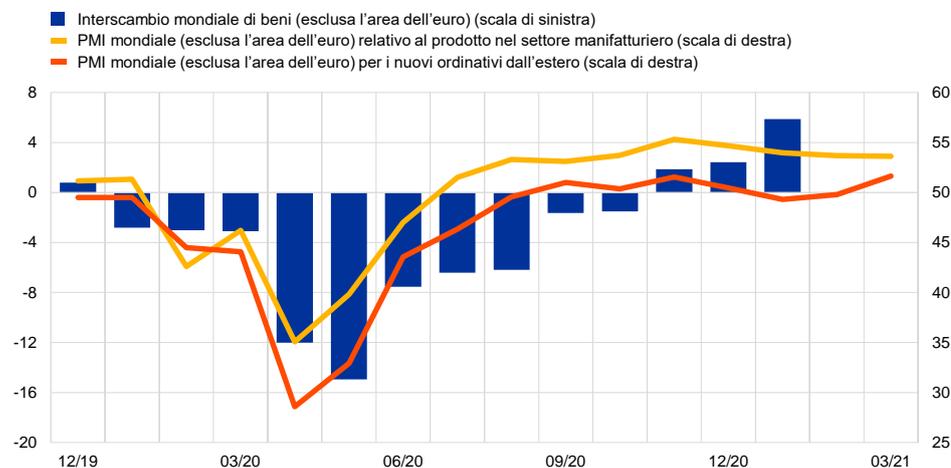
² Cfr. il riquadro 2 *Il grande crollo degli scambi commerciali nel 2020 e il ruolo di amplificazione delle catene globali del valore* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

Grafico A

Andamenti dell'attività economica e dell'interscambio a livello mondiale

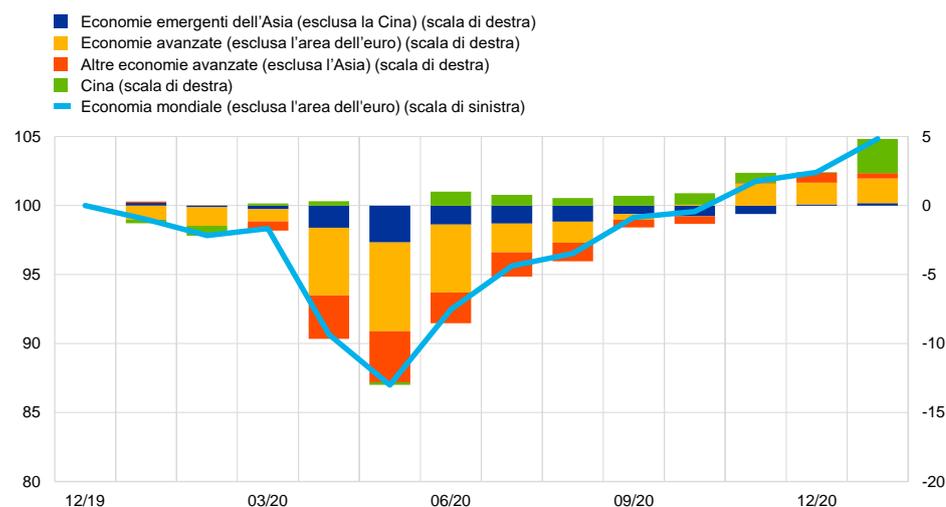
Interscambio mondiale di beni e indici PMI

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



Interscambio mondiale di beni e contributi per economia

(scala di sinistra: indice, dicembre 2019 = 100; scala di destra: contributi)



Fonti: Markit, CPB ed elaborazioni della BCE.

Note: aggregato mondiale al netto dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2021 (PMI) e a gennaio 2021 (interscambio mondiale di beni).

La netta ripresa dell'attività manifatturiera mondiale ha indotto un forte incremento degli ordini internazionali, determinando alcune strozzature dal lato dell'offerta.

Le frizioni dell'offerta sono rese evidenti dall'aumento dei tempi di consegna dei fornitori, che a loro volta si riflettono in costi di trasporto via container superiori e, più in generale, in prezzi degli input più elevati. In particolare, gli indici mondiali dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) relativi a diversi sottosettori manifatturieri mostrano come la marcata ripresa dei nuovi ordini di fattori produttivi, dopo i minimi toccati nel secondo trimestre del 2020, sia stata accompagnata da un evidente aumento dei tempi di consegna dei fornitori e da un incremento delle pressioni sui prezzi degli input (cfr. il grafico B). I settori che registrano le maggiori turbative nelle catene di approvvigionamento sono quelli legati ai materiali di base, ai macchinari e apparecchiature e alle automobili. Una carenza

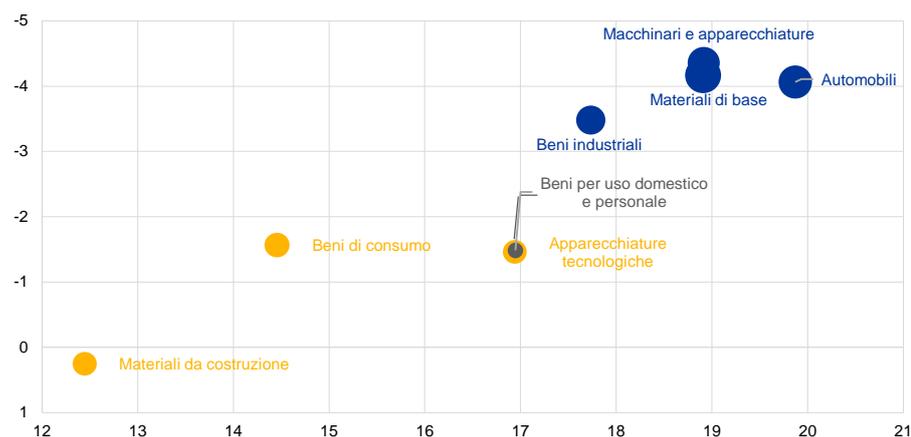
particolarmente grave nell'offerta di semiconduttori sta causando ritardi nella produzione di automobili a livello mondiale³.

Grafico B

Tempi di consegna dei fornitori e prezzi degli input

Indici PMI mondiali (indici di diffusione)

(asse delle ordinate: PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori (invertito); asse delle ascisse: PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero, variazione tra febbraio 2021 e 2° trim. 2020)



Fonti: IHS Markit, Haver analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le dimensioni dei cerchi sono proporzionali alla variazione dell'indice PMI relativo ai prezzi degli input tra febbraio 2021 e il secondo trimestre del 2020. I cerchi grigi riflettono un aumento dell'indice PMI relativo ai prezzi degli input inferiore a 10, i cerchi gialli un aumento tra 10 e 15 e i cerchi blu un aumento superiore a 15.

L'aumento dei costi del trasporto marittimo delle merci è un altro segnale delle strozzature dal lato dell'offerta (cfr. il pannello superiore del grafico C).

Dalla seconda metà del 2020 i costi del trasporto marittimo delle merci a livello mondiale hanno seguito una traiettoria di costante ripresa dai minimi raggiunti nel pieno della pandemia. Negli ultimi mesi, tuttavia, hanno toccato livelli che non si osservavano dal periodo successivo alla grande crisi finanziaria, mentre i tassi di crescita sono saliti al di sopra di quelli registrati dal 2015. Nel contempo, i costi del trasporto marittimo sulle rotte dall'Asia e dalla Cina verso l'Europa e il Mediterraneo, nonché verso gli Stati Uniti, hanno subito un incremento particolarmente marcato dalla seconda metà dell'anno e sembrano aver raggiunto di recente il livello massimo (cfr. il pannello inferiore del grafico C). All'aumento dei costi del trasporto marittimo sono associati due fattori. Da un lato, la significativa crescita della domanda di input intermedi, sulla scorta di un rafforzamento dell'attività manifatturiera, ha determinato un incremento della domanda di esportazioni cinesi e di trasporto via container. Allo stesso tempo, la carenza di container nei porti asiatici ha esacerbato le strozzature dal lato dell'offerta, inducendo un ulteriore aumento dei costi del trasporto marittimo, dal momento che, a quanto pare, le compagnie asiatiche

³ Le carenze nell'offerta che si registrano nell'industria dei semiconduttori sono inoltre attribuibili al fatto che, mentre la produzione automobilistica è precipitata nel secondo trimestre del 2020, la domanda di semiconduttori è rimasta relativamente vivace, dato che la pandemia ha determinato anche uno spiccato aumento della domanda di apparecchiature elettroniche (ad esempio, computer). Di conseguenza, al manifestarsi della ripresa nella produzione automobilistica e a fronte di una ridotta capacità inutilizzata ancora disponibile nell'industria dei semiconduttori, hanno iniziato a emergere carenze nella produzione di questi ultimi.

starebbero pagando un sovrapprezzo per la restituzione dei container⁴. In Europa e negli Stati Uniti i porti sarebbero congestionati a fronte dei disservizi logistici legati alla pandemia di coronavirus (COVID-19) e in diversi di essi giacerebbero container inutilizzati per via della ripresa disomogenea degli scambi. In particolare, i dati disponibili indicano una diminuzione del traffico di navi portacontainer provenienti da porti asiatici di rilevanza; la rotta commerciale Asia-UE ha registrato la contrazione maggiore (come mostrato dalla riduzione più ampia nel grafico D). In tale contesto, secondo i nuovi dati di SeaIntelligence Consulting, l'affidabilità delle tempistiche dei servizi di trasporto mondiale via container è scesa ai livelli più bassi mai registrati⁵. L'aumento dei costi del trasporto marittimo è stato ulteriormente aggravato dalla limitata capacità del trasporto aereo di merci, in quanto i volumi dei voli internazionali sono precipitati per effetto delle restrizioni agli spostamenti e delle cancellazioni dei voli.

⁴ Cfr. Bloomberg, *Freight-Cost Pain Intensifies as Pandemic Rocks Ocean Shipping*, febbraio 2021.

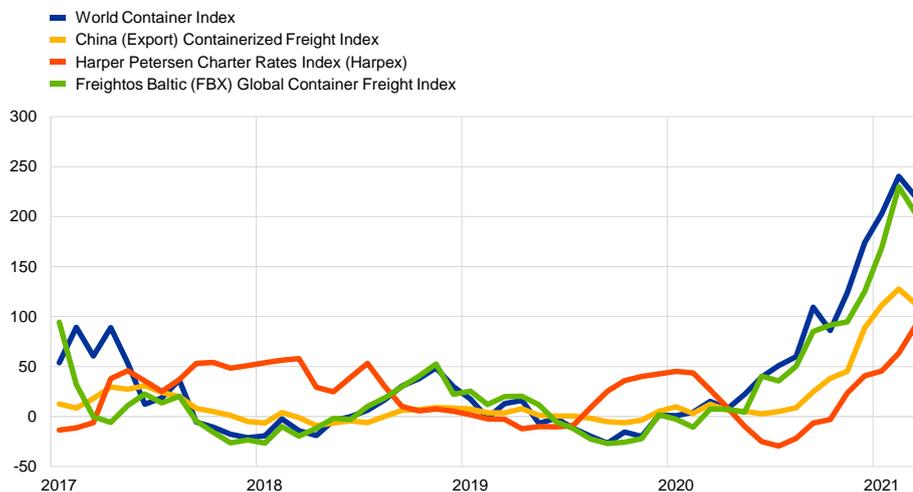
⁵ Il rapporto di SeaIntel sull'affidabilità dei tempi di trasporto riguarda 34 diverse rotte commerciali e oltre 60 linee. Secondo il documento negli ultimi sei mesi l'affidabilità si è attestata sui livelli più bassi dall'introduzione dell'indice nel 2011.

Grafico C

Costi del trasporto marittimo a livello mondiale e regionale

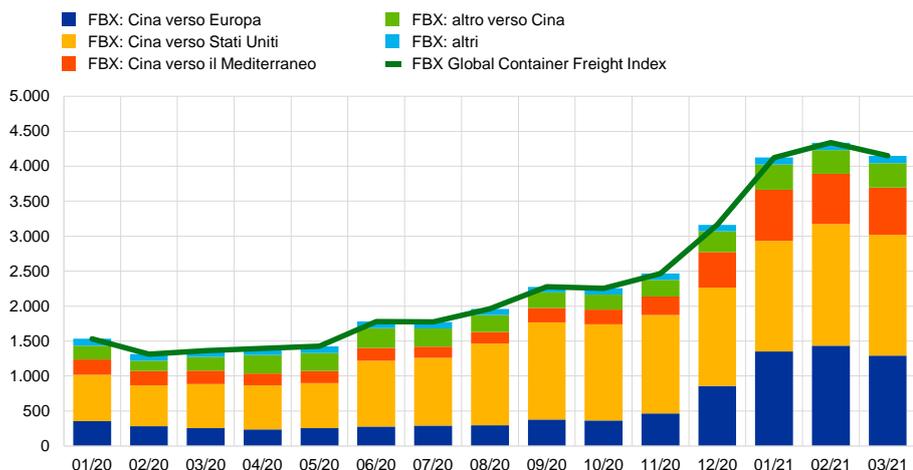
Costi del trasporto marittimo a livello mondiale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Freightos Baltic Index

(dollari statunitensi per container di unità equivalente a quaranta piedi, contributi dei sottoindici)



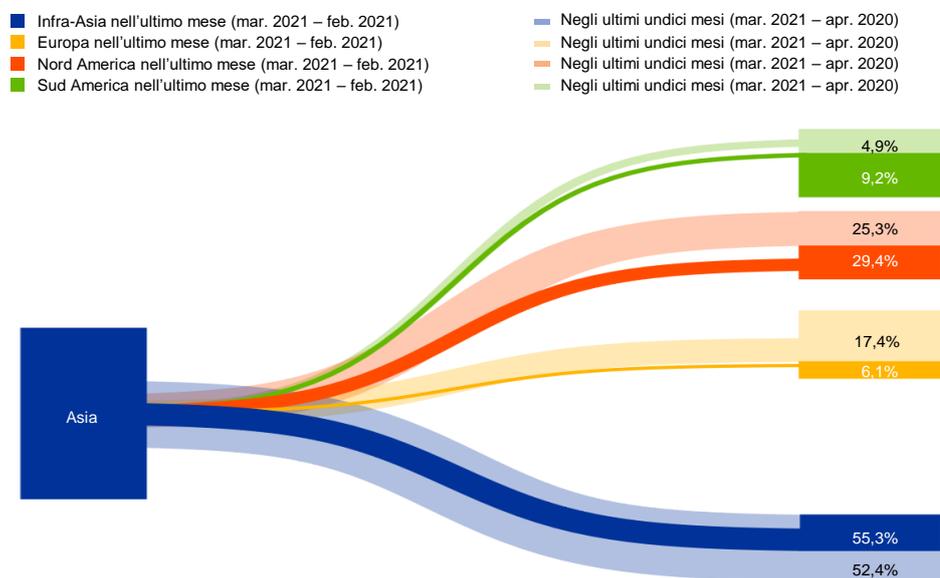
Fonti: Bloomberg, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2021. Il World Container Index (WCI) è un indicatore composto delle tariffe di trasporto via container relative a otto importanti rotte commerciali tra Asia, Europa e Nord America. Il China (Export) Containerized Freight Index (CCFI) è un indicatore composto delle tariffe di trasporto via container in partenza da tutti i maggiori porti della Cina. L'Harpex è un indicatore composto delle variazioni settimanali delle tariffe di trasporto via container nel mercato dei noli a tempo per otto diverse classi di navi portacontainer. Il Freightos Baltic Global Container Freight Index (FBX) è un indicatore composto delle tariffe dei noli spot relativi a dodici importanti rotte commerciali mondiali.

Grafico D

Capacità di trasporto marittimo

(tonnellaggio di portata lorda (TPL); 1 TPL=1.000 chilogrammi)



Fonti: Bloomberg, IHS ed elaborazioni della BCE.

Note: le navi portacontainer comprendono le navi da container roll on/roll off, le navi da container, quelle da carico di coperta e le navi da carico comuni. Il porto di partenza comprende i principali porti asiatici (Shanghai, Singapore, Shenzhen, Ningbo, Busan, Hong Kong e Klang). Il porto di destinazione, oltre ai principali porti asiatici, comprende i principali porti europei (Rotterdam, Anversa e Amburgo), i principali porti nordamericani (Los Angeles, Long Beach e New York/New Jersey) e i principali porti sudamericani (Santos, Colon e Cartagena). Le aree ombreggiate indicano il volume del traffico – quando le navi sono a pieno carico – ad aprile 2020, mentre le aree piene si riferiscono al volume del traffico a febbraio 2021. Lo spessore dei bordi è proporzionale al tonnellaggio di portata lorda aggregato (TPL) e le percentuali indicano la quota di ciascuna destinazione rispetto al totale del TPL in uscita dall'Asia rispettivamente ad aprile 2020 (aree ombreggiate) e a febbraio 2021 (aree piene).

L'aumento dei costi di trasporto via container registrato alla fine del 2020 a livello mondiale ha rispecchiato in gran parte il rafforzamento della domanda (cfr. il grafico E).

Nel presente riquadro si utilizza l'analisi econometrica per distinguere l'importanza relativa delle determinanti dal lato della domanda rispetto a quelle dal lato dell'offerta⁶. L'analisi indica che all'inizio del 2020 l'aumento dei costi del trasporto marittimo era riconducibile ai vincoli di offerta, perché i container erano rimasti bloccati a seguito delle misure adottate per contenere la diffusione del COVID-19. Tali pressioni, sebbene persistenti nel secondo trimestre dell'anno in un contesto di rigorose misure di contenimento a livello mondiale, sono state più che compensate dal grande crollo degli scambi commerciali, che ha portato ad un forte calo dell'indice Harpex. Nel terzo trimestre i costi del trasporto marittimo sono rimasti contenuti, in quanto le interruzioni della catena di approvvigionamento hanno cominciato a ridursi e la domanda mondiale, avviata su un percorso di ripresa

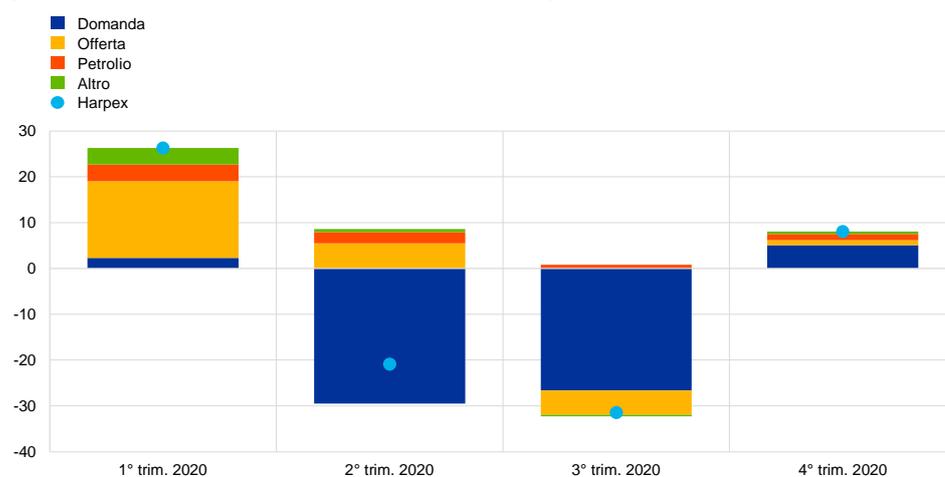
⁶ La scomposizione si basa su un modello autoregressivo vettoriale strutturale stimato nel periodo da gennaio 2013 a gennaio 2021 che impiega i container totali (misurati in unità equivalenti a venti piedi (twenty-foot equivalent units, TEUs), utilizzando l'indice Harper Petersen Charter Rates Index (Harpex) dei costi di trasporto marittimo e dei prezzi del carburante. Il modello è identificato utilizzando restrizioni di segno in cui uno shock positivo dal lato della domanda determina un aumento sia dei TEU sia dell'Harpex, mentre uno shock positivo dal lato dell'offerta porta ad un aumento dei TEU e a un calo dell'Harpex (nessuno dei due esercita, al tempo stesso, un impatto sul prezzo del petrolio). Uno shock petrolifero comporta un aumento dei prezzi del petrolio e dell'Harpex e un calo dei TEU.

graduale, si è tradotta solo lentamente in flussi commerciali più consistenti⁷. Nel quarto trimestre, tuttavia, l'aumento di tali costi ha rispecchiato soprattutto la ripresa più vigorosa della domanda mondiale e solo in misura minore i vincoli di offerta nel settore dei trasporti marittimi⁸. L'impennata dei prezzi del petrolio e del carburante a livello mondiale ha contribuito ulteriormente al marcato aumento dei costi del trasporto marittimo.

Grafico E

Scomposizione storica dei costi del trasporto marittimo a livello mondiale

(deviazioni rispetto all'andamento tendenziale in punti percentuali, contributi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la scomposizione si basa su un modello VAR strutturale che impiega: i container totali (misurati in unità equivalenti a venti piedi (twenty-foot equivalent units, TEUs), l'indice Harpex (Harper Petersen Charter Rates Index) relativo ai costi del trasporto marittimo e i prezzi del carburante. Il modello è individuato utilizzando restrizioni di segno in cui uno shock positivo dal lato della domanda determina un aumento sia dei TEU sia dell'Harpex, mentre uno shock positivo dal lato dell'offerta porta ad un aumento dei TEU e a un calo dell'Harpex (nessuno dei due esercita, al tempo stesso, un impatto sul prezzo del petrolio). Uno shock petrolifero comporta un aumento dei prezzi del petrolio e dell'Harpex e un calo dei TEU. Il modello è stimato sulla base di dati mensili (espressi come dinamica tendenziale) da gennaio 2013 a gennaio 2021.

Ci si chiede quanto l'aumento dei costi del trasporto marittimo si trasmetta attraverso la catena di formazione dei prezzi. Di solito gli importatori trasferiscono parte dell'incremento dei costi di trasporto ai consumatori tramite prezzi più elevati, il che potrebbe produrre pressioni inflazionistiche. Per valutare l'entità potenziale di tale effetto, è stato stimato un modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) per l'economia statunitense, basandosi su Herriford et al. (2016)⁹. L'analisi suggerisce che dopo un anno la trasmissione dei prezzi del trasporto marittimo all'inflazione misurata sulla spesa per consumi privati (SCP) degli Stati Uniti è

⁷ La graduale ripresa della domanda è più evidente nei dati mensili perché ha iniziato ad aumentare a settembre. Tuttavia, sugli aggregati trimestrali il contributo è ancora negativo, sebbene inferiore a quello del trimestre precedente. Ciò implica anche un certo ritardo nella risposta del trasporto via container a livello mondiale per rilanciare la domanda mondiale.

⁸ I risultati del modello relativi a gennaio 2021, data delle ultime osservazioni disponibili, confermano inoltre che il brusco aumento dell'Harpex registrato all'inizio dell'anno è coerente con quanto illustrato nel grafico E, ossia un contributo positivo dovuto all'aumento della domanda, seguito da vincoli di offerta e variazioni dei prezzi del carburante.

⁹ Cfr. Herriford, T., Johnson, E., Sly, N. e Lee Smith, A., "How Does a Rise in International Shipping Costs Affect U.S. Inflation?", *Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pagg. 1-3, dicembre 2016.

piuttosto limitata¹⁰. Anche un aumento dell'Harpex pari al 50 per cento sui dodici mesi, simile a quello verificatosi fino a gennaio 2021, un anno dopo potrebbe indurre un aumento dell'inflazione SCP sui dodici mesi fino a 0,25 punti percentuali. La dimensione di tale effetto è anche riconducibile al fatto che i costi internazionali del trasporto marittimo costituiscono solo una quota relativamente esigua del costo finale della produzione manifatturiera¹¹. Nel complesso, dato che le difficoltà lungo la catena produttiva sono in gran parte determinate da limitazioni dei trasporti piuttosto che da vincoli di produzione, l'aumento dei costi di trasporto dovrebbe avere solo un impatto contenuto sull'attività economica mondiale¹².

Col progressivo adeguamento dell'offerta all'aumento della domanda, i costi di trasporto potrebbero diminuire di nuovo. Nel complesso, i più elevati costi del trasporto marittimo e i tempi di consegna più lunghi hanno temporaneamente ostacolato le catene di approvvigionamento. Tuttavia, man mano che l'offerta si adegua all'aumento della domanda, queste strozzature dovrebbero ritardare, ma non arrestare la ripresa a livello mondiale¹³. Al contempo, con la revoca delle misure di chiusura (lockdown) e il riequilibrio della spesa dei consumatori verso i servizi, ci si dovrebbe attendere un certo allentamento delle attuali strozzature delle catene di approvvigionamento, con ripercussioni sui costi del trasporto marittimo.

¹⁰ Il modello utilizza la quotazione a pronti di West Texas Intermediate (WTI), l'indice dei prezzi delle importazioni non petrolifere del Bureau of Labor Statistics' (BLS), l'indice Harper Petersen Charter Rate (Harpex), e l'indice dei prezzi SCP. Il modello è stimato utilizzando dati mensili da gennaio 2001 a dicembre 2020 e impiega tassi di crescita sul periodo corrispondente e 12 ritardi per ciascuna variabile. Gli shock alle variabili sono individuati utilizzando l'ordinamento di Choleski. L'indice BLS dei prezzi all'importazione non considera i costi del trasporto marittimo, coerentemente con l'ordinamento dei prezzi all'importazione prima di tali costi.

¹¹ Secondo le tavole del World Input-Output Database, i costi del trasporto marittimo rappresentano meno del 3 per cento del costo finale della produzione manifatturiera, il che implica che i costi del trasporto marittimo internazionale ne rappresentano meno dell'1 per cento.

¹² Cfr. Goldman Sachs Report, *The Inflation Boost From Supply Chain Disruptions: Here Today, Gone in 2022*, marzo 2020.

¹³ Al tempo stesso, il blocco del canale di Suez verificatosi a fine marzo si aggiungerà alla pressione nel breve periodo sui costi globali del trasporto marittimo in tutto il mondo.

Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie

a cura di Gwenaël Le Breton, Richard Morris e Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 66 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 23 marzo e il 1° aprile 2021¹.

Le società contattate hanno segnalato un aumento dei vincoli e delle restrizioni alla loro capacità di risposta alla forte o crescente domanda effettiva o latente. La maggiore severità e il prolungamento delle misure di contenimento della pandemia di coronavirus (COVID-19) hanno continuato a limitare gravemente l'attività nei servizi caratterizzati da interazioni sociali. Molte società appartenenti al settore manifatturiero, inoltre, hanno evidenziato la presenza di vincoli dal lato dell'offerta. Di conseguenza, l'attività di molte imprese si è mantenuta stabile o ha registrato una contrazione, malgrado la vigorosa crescita degli ordinativi o i segnali di una significativa domanda latente. Complessivamente, a giudizio dei contatti, nel primo trimestre l'attività ha subito una contrazione nella maggior parte dei settori del commercio al dettaglio, dei servizi al consumo e dell'energia, ed è stata ritenuta alquanto eterogenea nel comparto manifatturiero, sostanzialmente stabile nelle costruzioni e prevalentemente stabile o in crescita nei servizi alle imprese.

A causa delle carenze di input, che potrebbero proseguire per settimane o mesi, nel settore manifatturiero l'offerta si è mostrata sempre più incapace di soddisfare la domanda. La carenza più grave è stata quella dei semiconduttori. Durante la prima ondata della pandemia l'offerta era confluita verso i produttori di dispositivi informatici e ciò ha successivamente dato luogo a carenze allorché la domanda di altre industrie ha segnato un recupero più rapido del previsto. Nelle ultime settimane la carenza di semiconduttori, nonché di metalli, sostanze chimiche, materie plastiche e componenti correlate, è stata esacerbata da vari avvenimenti, tra i quali i tagli dell'energia in Texas determinati dalle condizioni meteorologiche avverse. A tali problemi si sono poi aggiunte le difficoltà che si registrano nella logistica distributiva, in particolare la carenza di container per il trasporto marittimo. Ciò si è tradotto in tempi di consegna significativamente più lunghi del consueto e nella gestione critica di alcune decisioni relative alle catene di approvvigionamento e alla produzione. Le società contattate hanno previsto un peggioramento dei vincoli dal lato dell'offerta nel secondo trimestre del 2021 e un loro graduale allentamento nella seconda metà dell'anno.

In un'ampia parte del settore dei servizi l'attività ha continuato a essere fortemente influenzata dalla diffusa attuazione di provvedimenti di chiusura (lockdown) e restrizioni ai viaggi. La quasi totalità dei contatti le cui imprese dipendono in misura consistente dalla presenza fisica o dal movimento dei clienti ha

¹ Per ulteriori informazioni sulla natura e sulle finalità di tali contatti, cfr. l'articolo [L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

riferito una contrazione dell'attività o la sua permanenza su livelli molto contenuti. Nell'ambito del commercio al dettaglio di beni non essenziali, gli andamenti sono stati molto sensibili ai fattori geografici e alla tipologia di prodotto, nonché all'importanza relativa dell'offerta online. Di conseguenza, rivenditori con attività incentrate su linee di prodotto identiche o simili hanno fornito descrizioni profondamente diverse delle condizioni dell'impresa. Oltre alle mancate vendite, la discontinuità dei lockdown ha determinato ulteriori costi nel settore ricettivo. Per contro, i commercianti al dettaglio di beni alimentari e i loro fornitori hanno continuato a beneficiare di una domanda più robusta del consueto, sebbene la mancanza di corrieri disponibili abbia limitato la loro capacità di soddisfare l'accresciuta domanda di consegne a domicilio.

Le società contattate hanno previsto un'espansione nel secondo trimestre, ma la permanenza delle misure di chiusura e la lenta distribuzione dei vaccini hanno spostato le attese di una ripresa più significativa verso una fase successiva dell'anno. I contatti nel settore dei viaggi hanno segnalato finora una

quantità trascurabile di prenotazioni per l'estate. Diversi contatti nei servizi orientati ai consumatori hanno tuttavia evidenziato segnali del fatto che questi ultimi siano molto impazienti di tornare a frequentare i ristoranti, fare acquisti nei negozi fisici e andare in vacanza non appena sarà consentito dalle norme. Con la ripresa di tali servizi, è probabile che una parte della spesa per consumi cessi di essere destinata ai beni, contribuendo a riequilibrare l'offerta e la domanda nel settore manifatturiero.

La maggior parte dei contatti ha descritto prospettive di occupazione relativamente stabili in termini di posizioni a tempo indeterminato.

Le imprese hanno continuato ad adeguarsi alle fluttuazioni dell'attività indotte dalla pandemia avvalendosi della flessibilità offerta dai regimi di sostegno pubblico, dal personale temporaneo e dalle esternalizzazioni. Gli organici a tempo indeterminato, pertanto, hanno mostrato la tendenza a confermarsi relativamente stabili. Le assunzioni a tempo indeterminato hanno principalmente riguardato posizioni altamente specializzate, soprattutto in ambito informatico. Nel complesso, a livello di agenzia, la ripresa delle ricerche di personale è stata descritta come in rallentamento, con le nuove assunzioni prevalentemente legate al commercio elettronico e alla logistica. Nel caso di imprese per le quali la pandemia aveva innescato un (più significativo) aggiustamento strutturale della forza lavoro, tale adeguamento era generalmente già stato attuato nel resto del mondo, ma procedeva con maggiore gradualità nell'area dell'euro.

I contatti nel settore industriale hanno per lo più segnalato un aumento dei prezzi di vendita, mentre le dinamiche dei prezzi nel settore dei servizi sono state più moderate. In gran parte del settore manifatturiero i prezzi di vendita sono aumentati in risposta ai più elevati costi degli input. I clienti hanno mostrato la tendenza a prestare maggiore attenzione alla sicurezza dell'offerta che alla negoziazione dei prezzi e ciò ha in certa misura facilitato i processi di trasmissione. Molti contatti hanno quindi previsto per l'anno in corso un'inflazione dei beni di consumo più elevata del consueto. Secondo le attese tale fenomeno sarà transitorio e potrebbe essere mitigato dalle spinte dei rivenditori al dettaglio volte a ottenere sconti superiori a quelli ricevuti l'anno passato. In gran parte del settore dei servizi,

nel contempo, i prezzi di vendita sono rimasti per lo più stabili e nei settori orientati ai consumatori sono stati tendenzialmente definiti come deboli o ancora soggetti a pressioni al ribasso. L'andamento dei prezzi dei servizi è stato caratterizzato da un notevole grado di eterogeneità e da prospettive molto incerte, dato il venir meno, in qualche misura, delle consuete dinamiche del mercato.

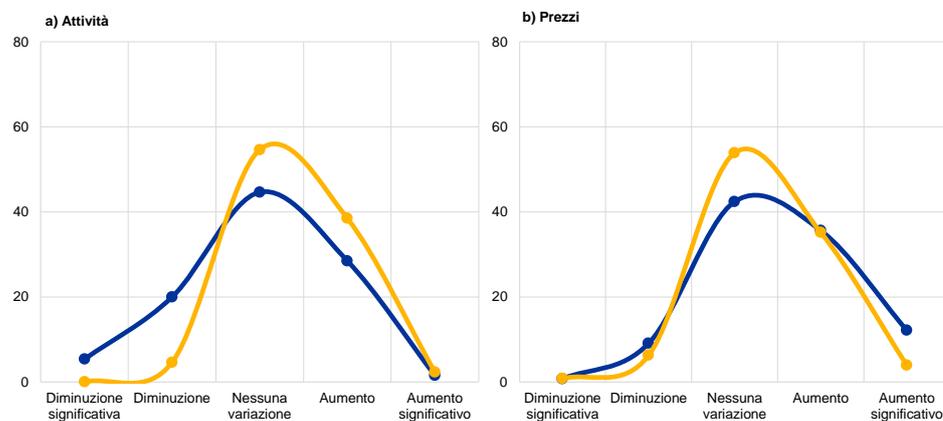
Le carenze di materie prime e le strozzature nei trasporti e nella logistica hanno determinato un aumento dei prezzi degli input, ma le prospettive salariali sono rimaste moderate. Negli ultimi mesi l'aumento dei prezzi di molte materie prime e dei relativi input ha subito un'accelerazione alla luce degli squilibri mondiali di domanda e offerta. Secondo diverse società contattate, tuttavia, i prezzi delle materie prime raggiungeranno i livelli massimi nei prossimi mesi e potrebbero iniziare a diminuire lievemente più avanti nel corso dell'anno. I costi di trasporto (in particolare le tariffe dei noli marittimi) sono rimasti elevati, ma sembrano aver toccato il massimo. La maggior parte dei contatti ha delineato una prospettiva salariale normale o moderata. Nel complesso, in base all'esatta tempistica dei negoziati, i contatti prevedono che gli accordi salariali per il 2021 saranno sostanzialmente simili a quelli del 2020, perché le considerazioni legate alla pandemia hanno avuto effetti su entrambi gli anni.

Grafico A

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

(percentuale degli intervistati)

- Trimestre precedente
- Trimestre in corso



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'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi nel primo trimestre del 2021. I risultati del trimestre in corso riflettono la valutazione in merito a quanto affermato dai contatti circa le prospettive per l'attività e i prezzi nel secondo trimestre del 2021.

3 Implicazioni macroeconomiche dell'eterogeneità delle aspettative di inflazione a lungo termine: simulazioni ricavate dal modello ECB-BASE a scopo illustrativo

a cura di Matthieu Darracq Pariès e Srečko Zimic¹

Il presente riquadro analizza come l'eterogeneità delle aspettative tra i diversi operatori possa modificare gli scenari macroeconomici legati a un incremento delle aspettative di inflazione a lungo termine. Di recente, le aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori dei mercati finanziari, misurabili sia tramite strumenti dei mercati finanziari come gli swap indicizzati all'inflazione (SII), sia attraverso indagini condotte presso i previsori professionali, sono cresciute. Come si evince dal grafico A, secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) tra il quarto trimestre del 2020 e il primo trimestre del 2021 le aspettative di inflazione sono aumentate solo lievemente, mentre l'andamento analogo disegnato dalle misure basate sui mercati si presenta più marcato². Nel valutare le implicazioni macroeconomiche di un aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine, un fattore determinante ai fini del meccanismo di propagazione è se altri settori dell'economia (segnatamente famiglie e imprese) condividano le stesse aspettative stimate dai mercati finanziari. La questione è stata analizzata usando il modello ECB-BASE³ per elaborare simulazioni a scopo illustrativo in cui gli operatori inclusi nel modello hanno percezioni differenti in merito a una variazione delle aspettative d'inflazione a lungo termine.

¹ Gli autori ringraziano Alice Carroy per la preziosa assistenza fornita nell'attività di ricerca e per il contributo dato al presente riquadro.

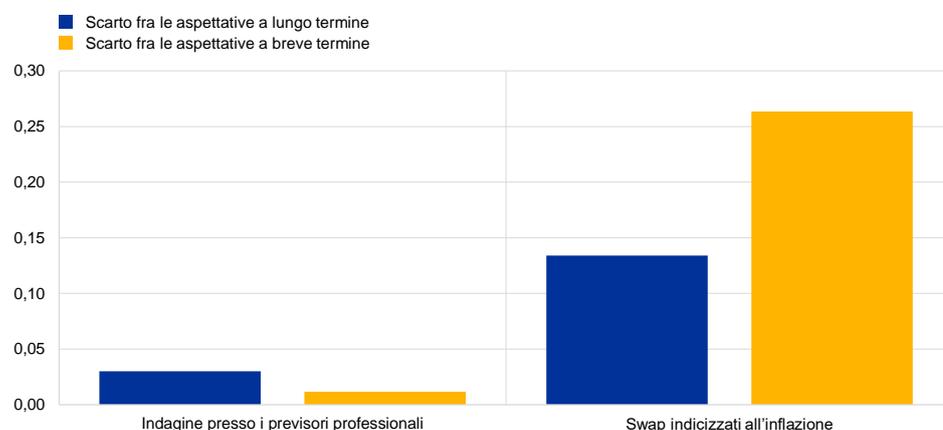
² Le aspettative di inflazione possono essere misurate anche per mezzo di indagini presso imprese e famiglie: in merito a queste ultime cfr. l'articolo [Comprendere le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori: il ruolo dell'incertezza](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

³ 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.

Grafico A

Variazioni delle aspettative di inflazione armonizzata misurate in base all'indagine SPF e ai tassi SII

(variazioni tra il 4° trimestre 2020 e il 1° trimestre 2021; tassi di crescita sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Statistical Data Warehouse ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra lo scarto fra l'inflazione attesa nel 4° trimestre 2020 e nel 1° trimestre 2021. Vengono messe a confronto due fonti utilizzate per la stima dell'inflazione attesa: la prima corrisponde alle aspettative di inflazione misurata sullo IAPC ricavate dall'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) e consiste nella media delle previsioni puntuali espresse dai previsori. La seconda corrisponde all'inflazione calcolata sulla base dei tassi degli swap indicizzati all'inflazione (SII) nell'area dell'euro. Per ciascuna fonte vengono mostrati gli scarti relativi alle aspettative a lungo e a breve termine. Nel caso dell'indagine SPF, le aspettative a breve termine sono date dall'inflazione sui dodici mesi attesa per il 2021, mentre quelle a lungo termine dall'inflazione sui dodici mesi attesa a cinque anni. Per i tassi SII, le aspettative a breve termine sono calcolate come deviazione percentuale tra il tasso swap a due anni e il tasso swap a un anno, mentre quelle a lungo termine corrispondono alla differenza, in percentuale, tra il tasso swap a dieci anni e il tasso swap a cinque anni.

Le implicazioni macroeconomiche dei meccanismi alternativi di formazione delle aspettative, la loro eterogeneità tra gli operatori economici e l'interazione con la politica monetaria restano un ambito oggetto di attenzione da parte della ricerca teorica ed empirica. Gran parte della letteratura sui modelli macroeconomici strutturali si basa sul presupposto che gli operatori economici abbiano aspettative razionali e conoscenze perfettamente condivise. I dati però non riescono a spiegare esattamente i meccanismi alla base della formazione delle aspettative e vi sono evidenze che segnalano scostamenti dalle aspettative razionali, anche se non si può escludere una certa convergenza verso queste ultime nel corso del tempo. Pertanto i modelli macroeconomici utilizzati in letteratura sono stati modificati in modo da integrare meccanismi alternativi di formazione delle aspettative, come l'apprendimento (Slobodyan e Wouters⁴), le aspettative ibride (Levine et al.⁵), la disattenzione razionale (Maćkowiak e Wiederholt⁶) e la vischiosità delle informazioni (Reis⁷).

Per quanto attiene ai modelli macroeconomici impiegati dalle banche centrali, il modello semi-strutturale di grandi dimensioni ECB-BASE può essere utilizzato applicando varie ipotesi riguardanti le aspettative e, dal punto di

⁴ Slobodyan, S. e Wouters, R., "Learning in an estimated medium-scale DSGE model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 36(1), 2012, pagg. 26-46.

⁵ Levine, P. et al., "Endogenous persistence in an estimated DSGE model under imperfect information", *The Economic Journal*, vol. 122, n. 565, 2012, pagg. 1287-1312.

⁶ Maćkowiak, B. e Wiederholt, M., "Business Cycle Dynamics under Rational Inattention", *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n. 4, 2015, pagg. 1502-1532.

⁷ Reis, R., "Optimal Monetary Policy Rules in an Estimated Sticky-Information Model", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, n. 2, 2009, pagg. 1-28.

vista della progettazione, consente una certa eterogeneità fra gli operatori presi in esame. Tali caratteristiche si rivelano utili per analizzare la trasmissione delle variazioni nelle aspettative di inflazione a lungo termine. L'eterogeneità delle percezioni tra i vari operatori economici potrebbe incidere significativamente sulle implicazioni macrofinanziarie associate. I meccanismi chiave che intervengono operano attraverso i tassi reali percepiti dagli operatori economici: nella misura in cui famiglie e imprese adeguano le loro aspettative di inflazione a lungo termine, l'aumento dei rendimenti nominali a lungo termine può ancora essere coerente con tassi reali più contenuti e quindi produrre un effetto espansivo sulla spesa. D'altra parte, quando le aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori dei mercati finanziari crescono di più rispetto a quelle di altri operatori economici e ciò si riflette sui prezzi di mercato, il conseguente aumento dei costi di finanziamento nominali si traduce in un incremento dei tassi reali per le famiglie e le imprese, che può pesare sulle loro decisioni di spesa.

Il modello ECB-BASE può essere utilizzato per svolgere analisi di sensibilità sulle implicazioni macroeconomiche di uno spostamento esogeno delle aspettative di inflazione a più lungo termine prodotto a titolo illustrativo.

Supponendo un incremento permanente pari a 0,1 punti percentuali nelle aspettative di inflazione a lungo termine, vengono messi a confronto tre scenari di simulazione basati sulla percezione dello shock da parte a) di tutti gli operatori; b) di tutti gli operatori, incluse le imprese come nel primo scenario, ma escluse le famiglie; o c) del solo settore finanziario⁸. Il grafico B presenta i risultati della simulazione relativi a prodotto, inflazione, premio a termine e tasso di interesse a lungo termine. In tutti i casi, i mercati finanziari incorporano l'aumento delle aspettative di inflazione nei prezzi delle attività e aggiornano le loro previsioni sull'andamento futuro del tasso di interesse a breve termine. Conseguentemente, i tassi di interesse a lungo termine crescono di circa 50 punti base nei tre scenari⁹. Dopo questa prima fase di trasmissione, la propagazione di tali effetti a livello macroeconomico dipende in maniera determinante dalle aspettative degli altri settori.

⁸ Nel modello, le aspettative di inflazione a lungo termine svolgono la funzione di obiettivo di inflazione percepita. L'obiettivo di inflazione percepita, unitamente alla dinamica stimata, è l'elemento in base al quale gli operatori elaborano le loro aspettative di inflazione. La variazione dell'obiettivo di inflazione percepita influisce quindi sulle aspettative di inflazione e, attraverso la curva Phillips e altre equazioni comportamentali che dipendono dalle aspettative, sulla macroeconomia in generale.

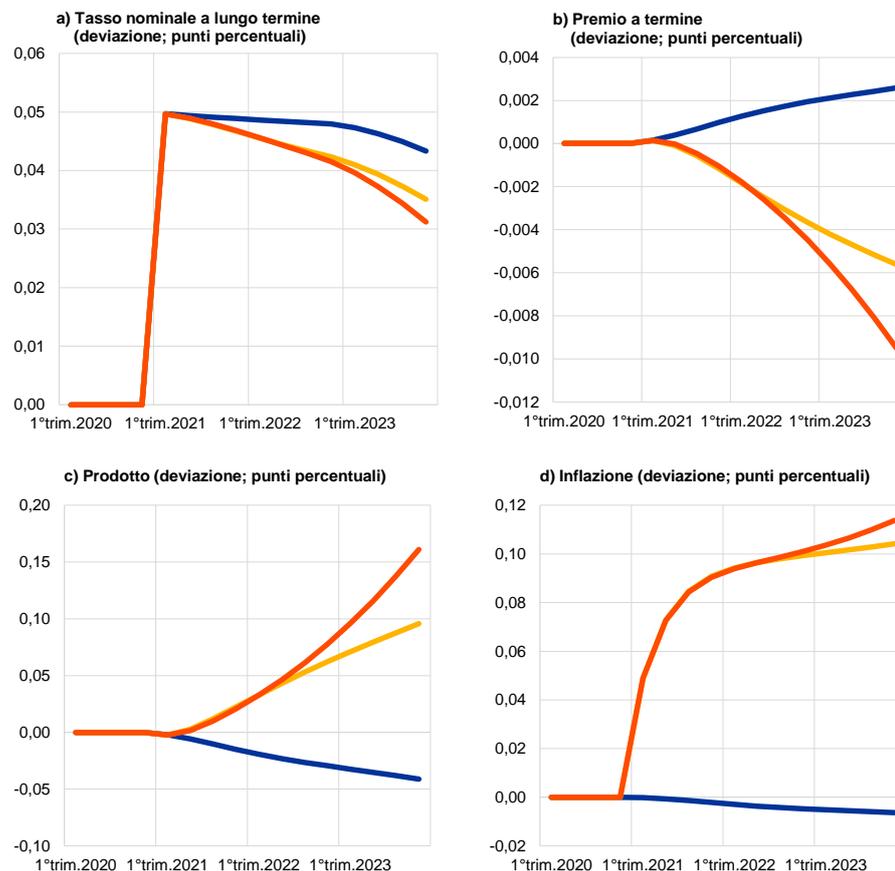
⁹ Viene ipotizzato un fattore di sconto razionale ex ante per il tasso a breve termine medio previsto nell'orizzonte esaminato. Ciò implica che il tasso a breve termine medio previsto sia coerente con i risultati di uno scenario in cui tutti gli operatori adeguano le proprie aspettative.

Grafico B

Implicazioni macrofinanziarie di un aumento delle aspettative di inflazione a più lungo termine

(effetto di un incremento pari a 0,1 punti percentuali delle aspettative di inflazione a lungo termine, in ragione d'anno)

- Percezione dello shock da parte del solo settore finanziario
- Percezione dello shock da parte di tutti gli operatori, ad eccezione delle famiglie
- Percezione dello shock da parte di tutti gli operatori (scenario di riferimento)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sul modello ECB-BASE.

Note: in tutte le simulazioni si ipotizza un aumento pari a 0,1 punti percentuali delle aspettative di inflazione a lungo termine.

Politica monetaria e tasso di cambio sono mantenuti invariati. Gli scenari variano a seconda della percezione dello shock da parte dei vari operatori: la linea rossa rappresenta lo scenario in cui tutti gli operatori percepiscono lo shock (scenario di riferimento); la linea gialla rappresenta lo scenario in cui tutti gli operatori, ad eccezione del settore delle famiglie, percepiscono lo shock; la linea blu rappresenta lo scenario in cui lo shock è percepito dal solo settore finanziario.

È ragionevole ipotizzare che aspettative generalizzate di un aumento dell'inflazione a più lungo termine inducano un rialzo delle prospettive di inflazione a breve e medio termine e diano un impulso espansivo all'attività economica. Nel caso di una variazione delle aspettative di inflazione a lungo termine comune a tutti i settori dell'economia, tale percezione verrebbe integrata nelle scelte decisionali dei soggetti responsabili della definizione di prezzi e retribuzioni, con un conseguente aumento delle aspettative di inflazione a breve termine e, in ultima analisi, dell'inflazione effettiva. Infatti, se anche i tassi nominali a lungo termine aumentassero (malgrado l'assenza di variazioni del tasso d'interesse nominale a breve termine, nell'ipotesi che non vi sia una reazione da parte della politica monetaria), i tassi reali diminuirebbero per via dell'aumento delle aspettative di inflazione, stimolando così spese in conto capitale da parte delle imprese. L'allentamento delle condizioni di finanziamento reali interesserebbe anche le

famiglie, in particolare attraverso l'aumento dei prezzi delle abitazioni e della ricchezza, favorendo gli investimenti in immobili residenziali. Per converso, il canale del reddito reale agirebbe in senso opposto per quanto riguarda i consumi, poiché le famiglie percepirebbero un'erosione del reddito reale atteso. Nel complesso, dopo alcuni trimestri e incrementi dell'output pari in tutto allo 0,2 per cento al di sopra dello scenario di riferimento dopo due anni, l'effetto netto sarebbe di natura espansiva. Lo stimolo economico sosterebbe poi l'aumento dell'inflazione a breve termine contribuendo all'accumulo delle pressioni inflazionistiche di fondo, con l'inflazione che si collocherebbe 0,1 punti percentuali al di sopra dello scenario di riferimento nell'orizzonte di simulazione.

Se invece l'aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine non viene percepito dalle famiglie, l'impatto positivo sull'output e sull'inflazione è leggermente meno marcato. Nella seconda simulazione le famiglie non cambiano le loro aspettative di inflazione quando formano le proprie aspettative su reddito permanente, ricchezza e tassi reali. Pertanto l'inasprimento dei tassi di prestito nominali viene percepito anche in termini reali, con una conseguente diminuzione dei prezzi delle abitazioni e della ricchezza rispetto alla precedente simulazione. Tale diminuzione della ricchezza, unitamente ad aspettative meno favorevoli riguardo al reddito permanente, influiscono sulle scelte di consumo nell'orizzonte di simulazione, inducendo un calo dei consumi e del prodotto rispetto alla simulazione precedente.

Supponendo infine che i mercati finanziari siano l'unico segmento dell'economia a ridefinire i prezzi sulla scorta di migliori aspettative di inflazione a più lungo termine, il conseguente inasprimento delle condizioni di finanziamento ostacolerebbe le decisioni di spesa di imprese e famiglie impedendo un accumulo delle pressioni sui prezzi. L'aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine comporterebbe un incremento dei tassi a lungo termine. Tuttavia, inflazione e salari non crescerebbero in quanto gli incrementi delle aspettative di inflazione a lungo termine non verrebbero integrati nella definizione dei prezzi e delle retribuzioni. I tassi reali salirebbero dal momento che la variazione nelle aspettative di inflazione a lungo termine non verrebbe percepita da famiglie e imprese e ciò produrrebbe un calo degli investimenti e della ricchezza. Il calo dei consumi dovuto alla riduzione della ricchezza e dei redditi reali, accompagnato da un peggioramento delle condizioni economiche attese, determinerebbe un aumento del premio a termine e dei premi per il rischio.

4 Recente dinamica della componente energetica dell'inflazione: il ruolo degli effetti base e delle imposte

a cura di Ieva Rubene e Gerrit Koester

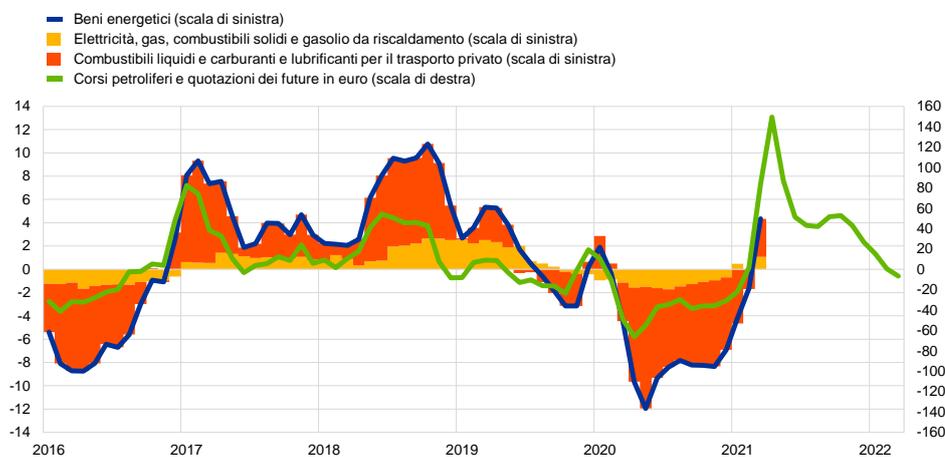
Negli ultimi mesi gli andamenti dei prezzi dei beni energetici hanno determinato un marcato aumento dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dell'area dell'euro. Il presente riquadro esamina i fattori che stanno alla base dell'oscillazione di 11 punti percentuali osservata per la componente energetica dell'inflazione tra dicembre 2020 e marzo 2021 (a cui si riconducono gli 1,1 punti percentuali dell'oscillazione corrispondente nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC), con particolare attenzione ai corsi petroliferi, agli effetti base e all'impatto dell'imposizione indiretta, e ne discute le implicazioni per il quadro congiunturale.

Generalmente, il fattore che determina in misura prevalente l'andamento della componente energetica è il prezzo del petrolio. Ciò riflette la trasmissione, considerevole e immediata, delle variazioni dei corsi petroliferi ai prezzi dei carburanti per il trasporto (cfr. il grafico A). La relazione con elettricità, gas e altre componenti dei prezzi dei beni energetici tende a essere meno evidente¹.

Grafico A

Andamento dell'inflazione dei beni energetici e petroliferi

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



Fonti: Eurostat, Bloomberg, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'ultima osservazione per le componenti dell'inflazione misurata sullo IAPC si riferisce a marzo 2021; per i corsi petroliferi e il tasso di cambio dollaro statunitense/euro l'ultima osservazione si riferisce al 15 aprile 2021. L'inflazione dei beni petroliferi dal 16 aprile 2021 è estesa a marzo 2022 impiegando le quotazioni dei future sui corsi petroliferi e il tasso di cambio dollaro statunitense/euro secondo la metodologia usata per le ipotesi tecniche alla base delle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

La componente energetica dell'inflazione è stata sospinta sia dai recenti aumenti dei prezzi del petrolio sia dagli effetti base legati al crollo dei corsi

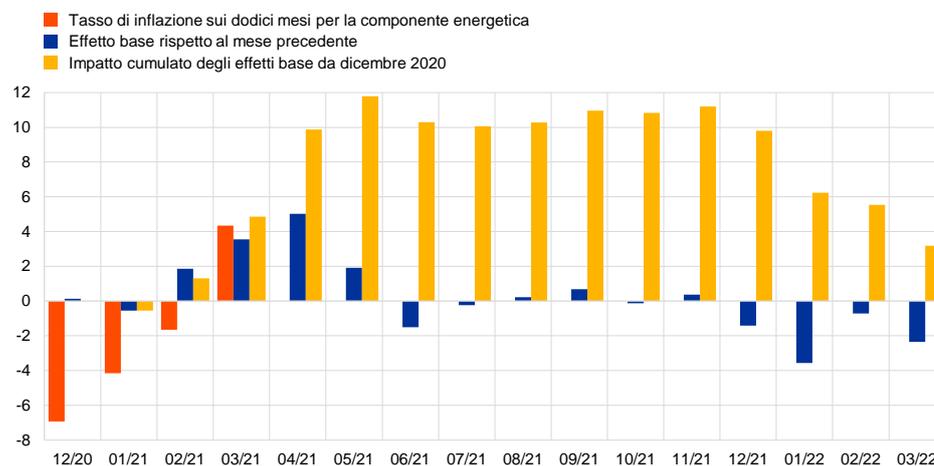
¹ Cfr. Task Force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali "Energy markets and the euro area macroeconomy", *Occasional Paper Series*, n. 113, BCE, giugno 2010, in particolare la sezione intitolata "The impact of energy prices on inflation", oltre al riquadro *Il ruolo dei prezzi dell'energia negli andamenti recenti dell'inflazione: un confronto fra paesi* nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

petroliferi registrato all'inizio del 2020. Al crollo dei corsi petroliferi osservato nella primavera del 2020 a causa della pandemia di coronavirus (COVID-19), si è associata una brusca diminuzione dei prezzi dei carburanti per il trasporto di persone; ciò ha determinato una riduzione della componente energetica dell'inflazione analoga a quella registrata durante la crisi finanziaria del 2009. Nella primavera del 2021 il marcato calo dell'anno precedente sta comportando degli effetti base significativi sul profilo mensile dei tassi di inflazione su base annuale per i beni energetici. Un effetto base sul tasso di inflazione si verifica quando una variazione mensile insolitamente grande verificatasi dodici mesi prima esce dal calcolo dell'indice². Conseguentemente, anche se i prezzi dei beni energetici e petroliferi si fossero mantenuti sui livelli contenuti raggiunti in seguito alla pandemia, nella primavera del 2021 si sarebbe comunque osservato un rialzo dei tassi di variazione sui dodici mesi. Circa il 60 per cento dell'aumento complessivo della componente energetica dell'inflazione registrato tra febbraio e marzo 2021 e pari a 6 punti percentuali (cioè poco meno di 4 punti percentuali) può essere attribuito all'effetto base (cfr. il grafico B). Gli effetti base hanno fornito in termini cumulati un contributo di circa 5 punti percentuali all'aumento della componente energetica dell'inflazione fra dicembre 2020 e marzo 2021. Ci si può attendere che tale contributo, calcolato in termini cumulati da dicembre, raddoppi ad aprile, raggiungendo 10 punti percentuali (così contribuendo all'inflazione complessiva per 1 punto percentuale circa). L'impatto rimarrà evidente nei dati di inflazione per gran parte dell'anno.

Grafico B

Impatto degli effetti base sulla componente energetica dell'inflazione

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'andamento mensile degli effetti base mostra il contributo dell'effetto base alla variazione da un mese all'altro del tasso sui dodici mesi della componente energetica dell'inflazione. L'impatto cumulato di tali effetti base è calcolato sommando gli effetti base rispetto al mese precedente ed è sempre mostrato rispetto a uno specifico mese di riferimento. Per esempio, 10 punti percentuali dell'aumento registrato ad aprile 2021 nella componente energetica dell'inflazione rispetto al tasso di dicembre 2020 sono da ricondursi agli effetti base.

² Cfr. il riquadro *Effetti base delle componenti volatili dello IAPC e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2014* nel numero di febbraio 2014 del Bollettino mensile della BCE e il riquadro *Il ruolo degli effetti base della componente energetica negli andamenti di breve termine dell'inflazione* nel numero 1/2017 di questo Bollettino.

Da novembre 2020 agli effetti base si è aggiunto l'impatto del mercato aumento dei corsi petroliferi. In particolare, a gennaio 2021 si è registrato un aumento più elevato del solito dei prezzi dei beni energetici rispetto al mese precedente, che comporterà quindi a gennaio 2022 un effetto base al ribasso sulla componente energetica dell'inflazione, probabilmente pari a circa 4 punti percentuali (con una conseguente diminuzione di circa 0,4 punti percentuali rispetto a dicembre 2021 nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC). Il livello che raggiungerà la componente energetica dell'inflazione e la misura in cui esso corrisponderà alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2021 dipenderà chiaramente da quanto i corsi petroliferi seguiranno l'andamento delle relative quotazioni dei future ipotizzate nelle proiezioni stesse, nonché da molti altri fattori in grado di influenzare i prezzi del petrolio nel tempo. L'entità degli effetti base può comunque essere stimata per un periodo di 12 mesi dagli ultimi dati disponibili sull'inflazione e fornisce indicazioni sulle probabili tendenze generali.

Agli inizi del 2021 la componente energetica dell'inflazione ha segnato un rafforzamento, per effetto non solo degli andamenti dei corsi petroliferi, ma anche di variazioni nelle imposte e altre aliquote addizionali. Ciò è riconducibile in larga parte al venir meno, in gennaio, della precedente riduzione delle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) in Germania, che ha avuto anche un effetto significativo sulla componente energetica nell'area dell'euro (cfr. il grafico C)³. All'inizio del 2021 anche le misure governative volte a ridurre le emissioni di CO₂ hanno influito sull'andamento della componente energetica dell'inflazione dell'area dell'euro. Esse hanno incluso l'introduzione di certificati sull'emissione di carbonio nei settori tedeschi dei trasporti e del riscaldamento, con un conseguente aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi raffinati e del gas, e la diminuzione dell'aliquota addizionale a supporto della produzione di elettricità verde, con effetti al ribasso sui prezzi dell'elettricità. Nel complesso, le misure adottate in Germania hanno aumentato il tasso sui dodici mesi della componente energetica dell'inflazione dell'area dell'euro di circa 0,8 punti percentuali da gennaio 2021 in poi (cfr. il grafico C). Gli effetti al rialzo delle misure legate all'IVA e all'ambiente adottate dalle amministrazioni pubbliche permarranno nei dati sulla componente energetica riferiti al 2021, ma il loro effetto al rialzo sui tassi di variazione a dodici mesi si vanificherà, rinforzando i ribassi della componente energetica per gli effetti base legati ai corsi petroliferi all'inizio del 2022. Le citate misure di politica fiscale adottate dalle amministrazioni pubbliche hanno tuttavia rivestito un ruolo piuttosto limitato negli andamenti della componente energetica dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro, se confrontate con l'impatto delle variazioni dei corsi petroliferi⁴.

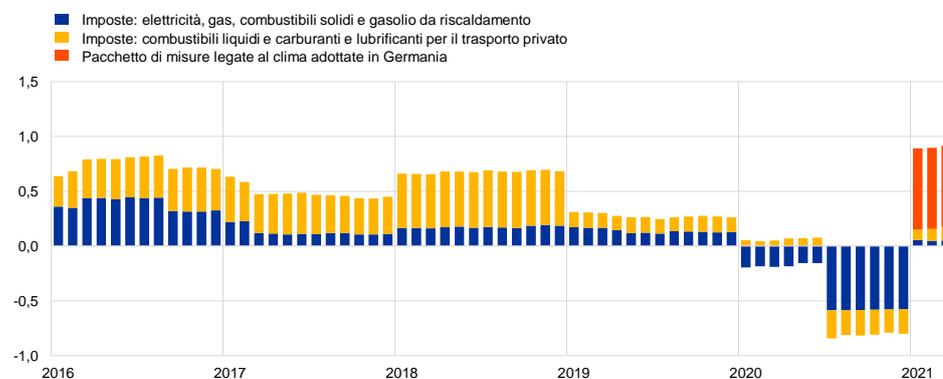
³ Cfr. anche il riquadro *Il ruolo delle imposte indirette nell'inflazione dell'area dell'euro e nelle sue prospettive* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

⁴ Tali variazioni di imposte, addizionali e altre misure adottate da amministrazioni pubbliche, quali la modifica delle aliquote di tassazione delle varie forme di energia al fine di favorire il consumo di energia da fonti alternative, nel medio e più lungo periodo potrebbero innalzare la componente energetica dell'inflazione nell'area dell'euro, soprattutto se si diffonderanno ulteriormente tra i paesi dell'area che intendono raggiungere obiettivi ambiziosi in termini di riduzione delle emissioni.

Grafico C

Impatto di imposte indirette e di recenti importanti misure legate al clima sulla componente energetica dell'inflazione nell'area dell'euro

(contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni della BCE.

Note: l'impatto delle variazioni delle imposte indirette è calcolato come la differenza tra la componente energetica dell'inflazione misurata sullo IAPC e la stessa ad aliquote fiscali costanti, ipotizzando una trasmissione completa e immediata delle imposte indirette. "Pacchetto di misure legate al clima adottate in Germania" si riferisce all'effetto stimato, come illustrato in "Outlook for the German economy 2021 to 2023", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, dicembre 2020, dell'introduzione di certificati sull'emissione di carbonio nei settori tedeschi dei trasporti e del riscaldamento e della diminuzione dell'addizionale a supporto della produzione di elettricità verde. Nella struttura dello IAPC l'introduzione di certificati sull'emissione di carbonio per i carburanti per il trasporto privato e il gas e la diminuzione dell'addizionale a supporto della produzione di elettricità verde non sono classificate come misure di imposte indirette.

Nelle proiezioni per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2021 la componente energetica dell'inflazione ha svolto un ruolo dominante nell'aumento temporaneo dell'inflazione misurata sullo IAPC previsto per il 2021 e nella sua riduzione agli inizi del 2022. Gran parte di tale ruolo può già essere misurato quantitativamente tenendo in considerazione gli effetti base, l'impatto delle imposte una tantum, il pacchetto di misure legate al clima adottate in Germania e le attuali quotazioni dei futures sui prezzi del petrolio⁵.

⁵ All'inizio del 2022 buona parte degli effetti al rialzo delle misure legate ai cambiamenti climatici adottate in Germania cesseranno di manifestarsi nei tassi sui dodici mesi della componente energetica dell'inflazione. Nel 2022 i prezzi per i certificati sull'emissione di carbonio aumenteranno solo moderatamente e le riduzioni dei prezzi dell'elettricità in vigore attutiranno l'impatto sull'inflazione complessiva dei beni energetici. Per ulteriori dettagli, cfr. "Outlook for the German economy 2021 to 2023", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, dicembre 2020.

Articoli

1 Comprendere la debolezza della domanda di importazioni del Regno Unito dopo il referendum e i rischi legati alla bilancia dei pagamenti di tale paese per l'area dell'euro

a cura di Valerie Jarvis e Tobias Schuler¹

1 Introduzione

Il referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea tenutosi nel 2016 ha dato il via al cambiamento più significativo che si sia verificato da decenni nelle relazioni tra il Regno Unito e i suoi più stretti partner commerciali. L'interesse principale dal punto di vista della BCE è comprendere il probabile impatto sul commercio dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea, poiché tale paese costituisce da tempo uno dei più importanti mercati di esportazione dell'area dell'euro.

Il presente articolo esamina l'andamento della domanda di importazioni del Regno Unito e della sua bilancia dei pagamenti dopo il referendum, al fine di valutare le probabili implicazioni per la domanda estera dell'area dell'euro².

Lo studio fornisce in particolare le prime evidenze sugli approfondimenti svolti circa i fattori che hanno inciso sulle importazioni del Regno Unito nel periodo compreso tra il referendum e l'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19). Il recesso del Regno Unito dall'UE potrebbe potenzialmente avere effetti di disturbo sulla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro nei prossimi anni se, ad esempio, la domanda di importazioni del Regno Unito venisse ridotta o deviata a causa della Brexit.

Il Regno Unito è da tempo uno dei principali partner commerciali dell'area dell'euro e nel periodo compreso tra il 2016 e il 2018 ha rappresentato circa il 14 per cento della domanda estera dell'area (cfr. il grafico 1). Fino alla metà degli anni 2010, quando le elezioni politiche del 2015 aprirono la strada al referendum, il Regno Unito era stato il principale singolo partner commerciale dell'area dell'euro, anche più importante degli Stati Uniti. L'andamento della domanda estera è una delle principali determinanti della crescita del PIL dell'area dell'euro in quanto le importazioni e le esportazioni di beni e servizi da e verso paesi non appartenenti all'area ammontano a circa la metà del PIL di quest'ultima.

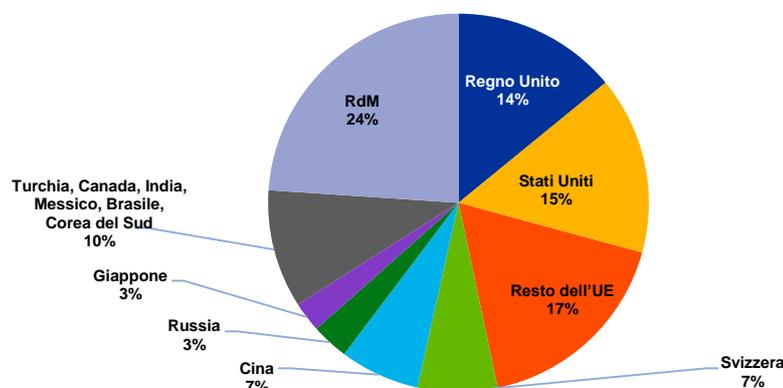
¹ Si ringraziano Florian Forsthuber per l'assistenza nell'elaborazione dei dati e Andrejs Semjonovs (attualmente impegnato presso Latvijas Banka) per i precedenti input.

² Gli autori analizzano in particolare gli effetti sulla domanda estera dell'area dell'euro. Per ragioni di disponibilità delle informazioni, laddove necessario, si fa riferimento a dati dell'UE.

Grafico 1

Esportazioni dell'area dell'euro per destinazione

(percentuale delle esportazioni di beni e servizi; media 2016-2018)



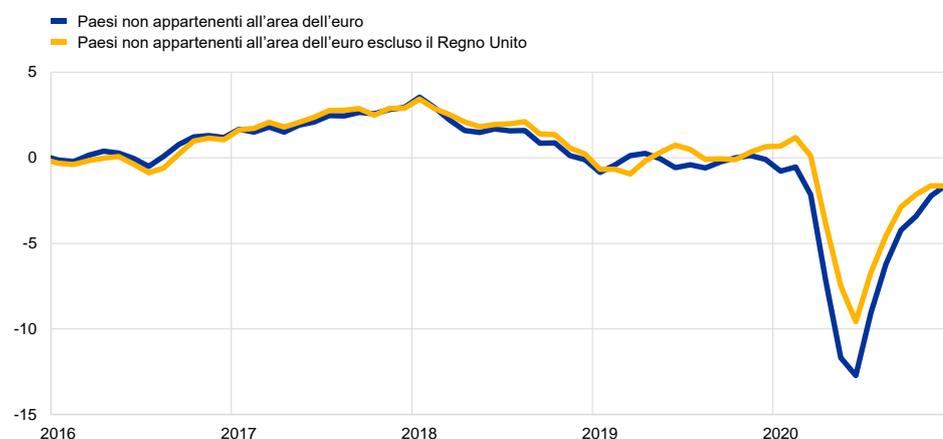
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: RdM sta per resto del mondo.

Dal referendum del 2016 la quota delle esportazioni dell'area dell'euro destinate al Regno Unito ha registrato una leggera diminuzione, principalmente per via di un notevole rallentamento della crescita delle importazioni britanniche dall'UE e del conseguente sensibile effetto frenante sulle esportazioni dell'area dell'euro (cfr. il grafico 2). Il generalizzato rallentamento dell'espansione della domanda estera da parte di paesi non appartenenti all'area dell'euro, che ha pesato sulla crescita delle esportazioni di quest'ultima, è stato accentuato da una marcata decelerazione della crescita della domanda di importazioni nel Regno Unito dalla fine del 2017. Inoltre, le incertezze circa le varie scadenze legate alla Brexit nel corso di gran parte del 2019 e del 2020 hanno indotto una considerevole volatilità dei dati trimestrali relativi alla componente britannica della domanda estera dell'area dell'euro.

Grafico 2

Esportazioni dell'area dell'euro verso paesi non appartenenti all'area stessa

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili su tre mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: esportazioni di beni e servizi. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2020.

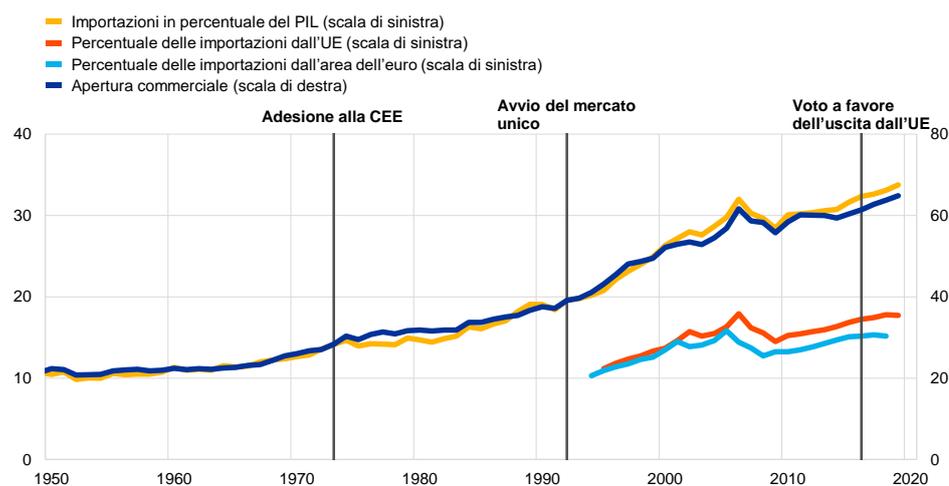
2 Principali caratteristiche della dinamica del commercio britannico

La propensione all'importazione del Regno Unito è quasi triplicata dalla fine della seconda guerra mondiale, una tendenza particolarmente evidente in seguito all'adesione del paese alla Comunità economica europea, poi divenuta Unione europea (cfr. il grafico 3). Il notevole aumento della propensione all'importazione del Regno Unito è evidente a seguito della sua adesione alla Comunità economica europea all'inizio degli anni '70 e, soprattutto, dopo la creazione del mercato unico europeo all'inizio degli anni '90. In questo periodo le importazioni britanniche sono passate da una quota appena inferiore al 14 per cento del PIL all'inizio degli anni '70 a circa il 20 per cento nel 1991 (alla vigilia della creazione del mercato unico), con un ulteriore marcato incremento fino a un livello di poco inferiore al 30 per cento prima del 2007, principalmente per effetto della forte crescita delle importazioni di beni provenienti dall'UE. L'aumento verificatosi nel corso di questo periodo si è riflesso anche in una crescita tangibile delle esportazioni britanniche, con il conseguente incremento del grado di apertura commerciale dell'economia britannica. La quota del commercio estero complessivo (esportazioni e importazioni) all'interno del PIL è passata da circa il 20 per cento ad approssimativamente il 60 per cento entro la metà degli anni 2010. Dal punto di vista dell'area dell'euro, le importazioni del Regno Unito in percentuale della domanda estera sono cresciute passando da circa il 12 per cento al momento della creazione dell'Unione economica e monetaria nel 1999 a un valore massimo di quasi il 16 per cento nel 2006, il più elevato per un singolo paese di destinazione delle esportazioni.

Grafico 3

Apertura commerciale del Regno Unito dal 1950

(esportazioni e importazioni in termini reali in percentuale del PIL del Regno Unito)



Fonti: Bank of England (serie di dati *A millennium of macroeconomic data for the UK*), Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2019 (dati della Bank of England aggiornati a partire dal 1995 sulla base di dati di contabilità nazionale).

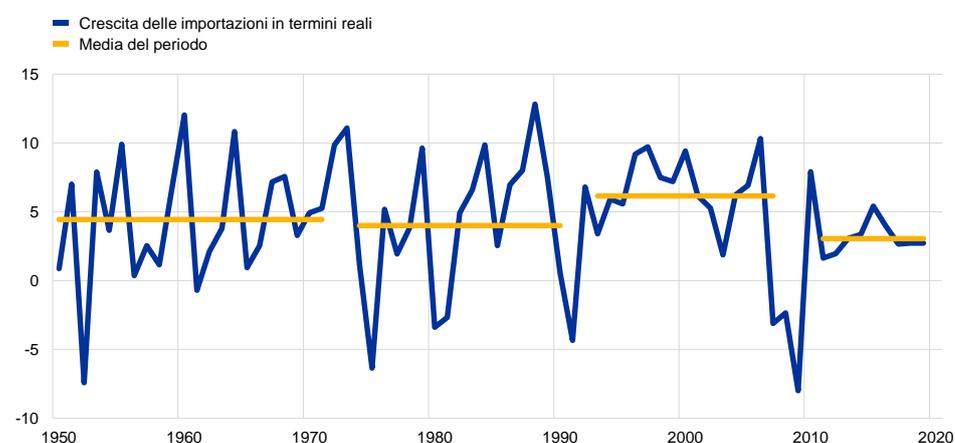
La crescita delle importazioni nel Regno Unito ha subito un marcato rallentamento a seguito degli effetti perturbativi sul commercio internazionale

indotti dalla crisi finanziaria mondiale. La crescita delle importazioni nel Regno Unito si è quasi dimezzata dalla crisi finanziaria mondiale, con un tasso medio annuo di poco superiore al 3 per cento nel periodo compreso tra il 2011 e il 2019 rispetto a poco più del 6 per cento tra il 1992 e il 2007 (cfr. il grafico 4). Di conseguenza alla fine del 2019 la percentuale delle importazioni all'interno del PIL del Regno Unito era pressoché invariata rispetto ai livelli precedenti la crisi, per quanto soggetta a notevole volatilità temporanea in concomitanza con eventi di quell'anno legati alle scadenze per la Brexit (cfr. il riquadro 1). Si può dimostrare che tali fattori hanno pesato sulla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro (cfr. il grafico 2).

Grafico 4

Crescita delle importazioni del Regno Unito in termini reali dal 1950

(variazione percentuale sui dodici mesi)

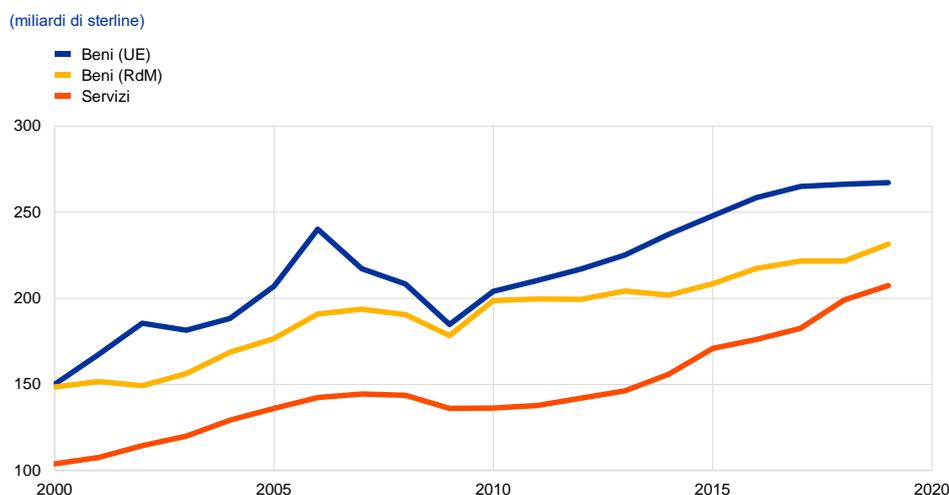


Fonti: Bank of England (serie di dati *A millennium of macroeconomic data for the UK*) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2019 (dati della Bank of England aggiornati a partire dal 1995 sulla base di dati di contabilità nazionale).

Ad eccezione dell'andamento volatile registrato nel periodo 2019-2020, il marcato rallentamento della crescita delle importazioni del Regno Unito nell'arco di tempo intercorso tra il referendum e la pandemia è stato particolarmente accentuato nel caso dei beni provenienti dall'UE e dall'area dell'euro. Una scomposizione delle importazioni del Regno Unito negli ultimi due decenni mostra che la recente decelerazione ha interessato in gran parte le importazioni di beni provenienti dall'UE (cfr. il grafico 5).

Grafico 5

Importazioni del Regno Unito per provenienza e categoria



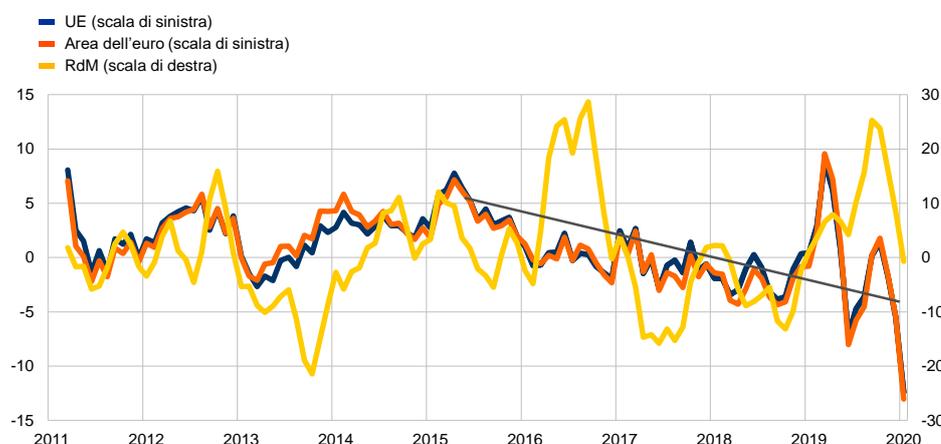
Fonti: Eurostat, Office for National Statistics del Regno Unito ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: RdM sta per resto del mondo. L'ultima osservazione si riferisce al 2019.

A partire dalla metà del 2015, la crescita delle importazioni del Regno Unito di beni provenienti dall'UE e dall'area dell'euro ha registrato una flessione costante, in netto contrasto con gli andamenti più volatili che hanno contraddistinto le importazioni dal resto del mondo, cioè dai paesi non appartenenti all'UE (cfr. il grafico 6). Sebbene parte della differenza sia riconducibile all'elevata volatilità associata al commercio di oro destinato a finalità diverse dalla politica monetaria con paesi non appartenenti all'UE, l'evidente e pressoché monotono calo delle importazioni dall'area dell'euro/UE in questo periodo giustifica una valutazione tempestiva del recente andamento delle importazioni del Regno Unito e delle probabili determinanti di tale andamento.

Grafico 6

Importazioni del Regno Unito per aree di provenienza

(volumi; variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili su tre mesi)



Fonti: Eurostat, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili su tre mesi sulla base di dati mensili. L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2020.

Riquadro 1

La volatilità della crescita delle importazioni nel Regno Unito dal 2019 e il ruolo dell'accumulo delle scorte

a cura di Florian Forsthuber e Valerie Jarvis

La crescita delle importazioni nel Regno Unito è stata irregolare nel 2019, parzialmente determinata dall'accumulo di scorte da parte delle imprese in risposta ai crescenti timori circa un'uscita senza accordo dall'Unione europea, prima delle varie scadenze (disattese) riguardanti la Brexit.

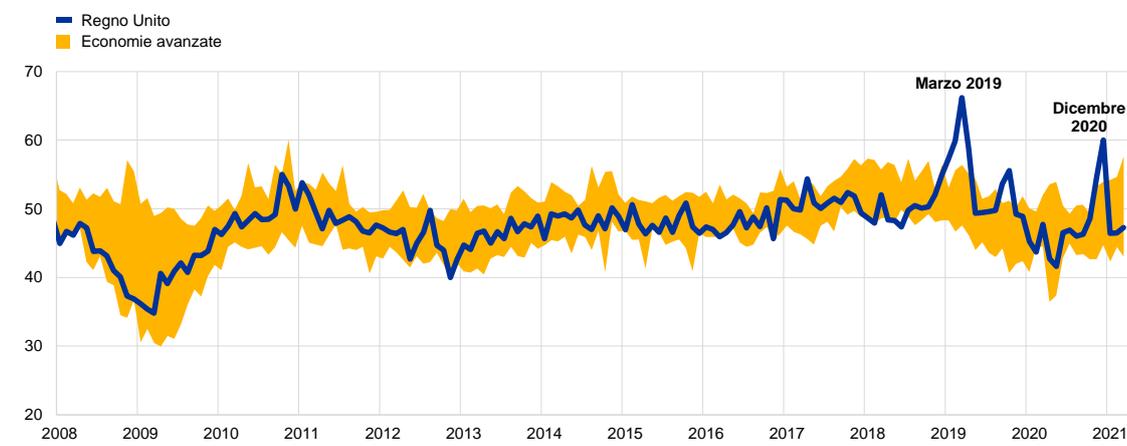
Il presente riquadro analizza i collegamenti tra le importazioni nel Regno Unito e l'accumulo di scorte legato alla Brexit, in vista delle relative scadenze.

Nel 2019 e nel 2020 gli indicatori desunti dalle indagini sulle dinamiche delle scorte nel Regno Unito hanno segnalato in modo costante l'accumulo di scorte legate alla Brexit. L'indice PMI di accumulo delle scorte³ fornisce informazioni tempestive circa tali accumuli. Nel periodo precedente la scadenza iniziale del 29 marzo 2019, il momento più significativo, i timori di un'imminente Brexit senza accordo hanno portato a un marcato aumento delle scorte nel Regno Unito. Come mostrato nel grafico A, ciò ha causato una crescita dell'indice PMI di accumulo delle scorte a livelli senza precedenti, anche nel confronto internazionale. Nell'ultimo trimestre del 2020 sembra inoltre che si siano verificati andamenti analoghi prima della fine del periodo di transizione, sebbene il quadro sia in qualche modo offuscato dalle turbative collegate alla pandemia.

Grafico A

Indice PMI di accumulo delle scorte

(indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'area ombreggiata si riferisce all'insieme dei valori mensili registrati per il periodo 2008-2018 nel Regno Unito e 2008-2020 in Francia, Germania, Irlanda, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Corea del Sud, Spagna, Svizzera e Stati Uniti. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2021.

Le importazioni nel Regno Unito sono aumentate notevolmente prima del 29 marzo 2019, data inizialmente prevista per la Brexit, in linea con il forte incremento, a essa legato, delle scorte di merci provenienti dall'UE. Di conseguenza, le importazioni britanniche hanno registrato un incremento pressoché del 7 per cento sul periodo precedente: il valore più alto in quasi 40 anni. Ciò ha portato il disavanzo commerciale (nominale) a un livello record nel primo trimestre del 2019. Il grafico B mostra che la volatilità delle importazioni nel Regno Unito nel corso del 2019 si è

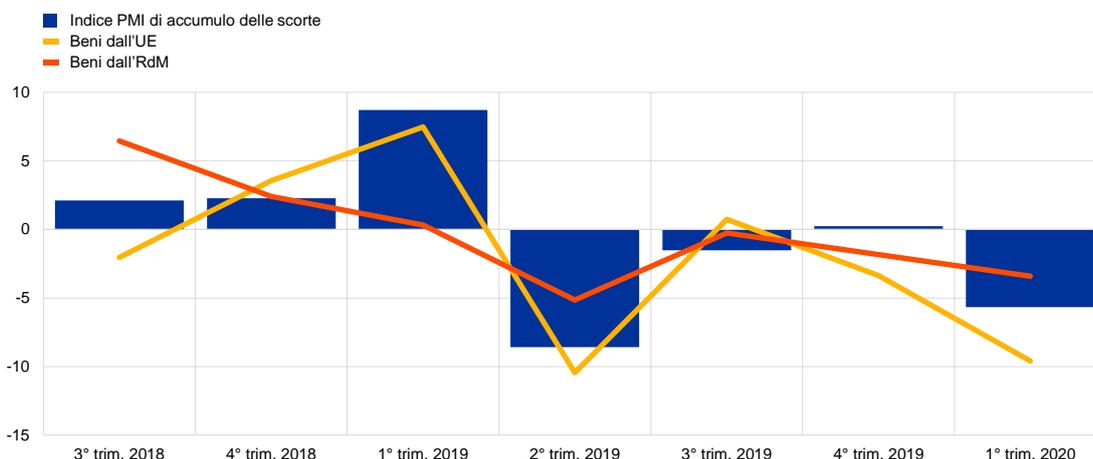
³ Indice PMI per il settore manifatturiero sulle aggiunte (o meno) alle scorte a fini di vendita o utilizzo nella produzione.

nettamente concentrata nelle importazioni di merci dall'UE, il che ha portato a una corrispondenza quasi diretta tra le due serie.

Grafico B

Crescita di importazioni e scorte nel Regno Unito

(variazione percentuale trimestrale per la crescita delle importazioni, variazioni trimestrali in punti percentuali dell'indice)



Fonti: Eurostat, Office for National Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: RdM sta per resto del mondo. Le variazioni dell'indice PMI di accumulo delle scorte sono indicate come differenza nelle medie trimestrali dell'indice.

Il forte aumento delle importazioni del Regno Unito dall'UE nel primo trimestre del 2019 è stato seguito da un calo altrettanto netto nel trimestre successivo. Tale andamento si è ripetuto in misure diverse nei periodi precedenti le varie date fissate per la Brexit (cfr. il grafico C). Con l'avvicinarsi della fine del periodo di transizione della Brexit, negli ultimi mesi del 2020, i dati delle indagini hanno nuovamente evidenziato un netto incremento dell'accumulo di scorte per l'ultimo trimestre dell'anno. Come mostrato (su base mensile) nel grafico C, l'indice PMI di accumulo delle scorte è aumentato significativamente a novembre 2020 – ovvero un mese prima della fine del periodo di transizione e lievemente in contrasto rispetto ai consueti andamenti nell'accumulo delle scorte osservati prima delle altre scadenze legate alla Brexit (in cui la maggior parte dell'accumulo si era verificato di norma soltanto nel mese precedente) – e i compilatori del PMI hanno osservato che ciò “è attribuibile quasi esclusivamente all'incertezza dovuta alla Brexit e a un successivo accumulo di scorte degli input fondamentali prima della fine del periodo di transizione” (traduzione non ufficiale)⁴, non semplicemente a una reazione alle turbative dovute alla pandemia all'inizio dell'anno.

Le ulteriori perturbazioni legate alla pandemia nella seconda metà di dicembre sembrano aver frenato gli ultimi sforzi di accumulo delle scorte alla fine del 2020, mentre la compensazione di gennaio è stata particolarmente netta, con conseguente contrazione delle importazioni di beni dall'area dell'euro durante il mese, come osservato a ridosso delle precedenti scadenze legate alla Brexit. Mentre la pandemia ha continuato a generare turbative in tale periodo, i dati iniziali sulle esportazioni dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2021 indicano una netta discontinuità negli andamenti degli scambi fra Regno Unito e area dell'euro all'inizio dell'anno. A gennaio le esportazioni di beni dell'area dell'euro verso il Regno Unito sono diminuite di quasi un terzo sul mese precedente, mentre le importazioni si sono più che dimezzate. Per contro, le esportazioni di

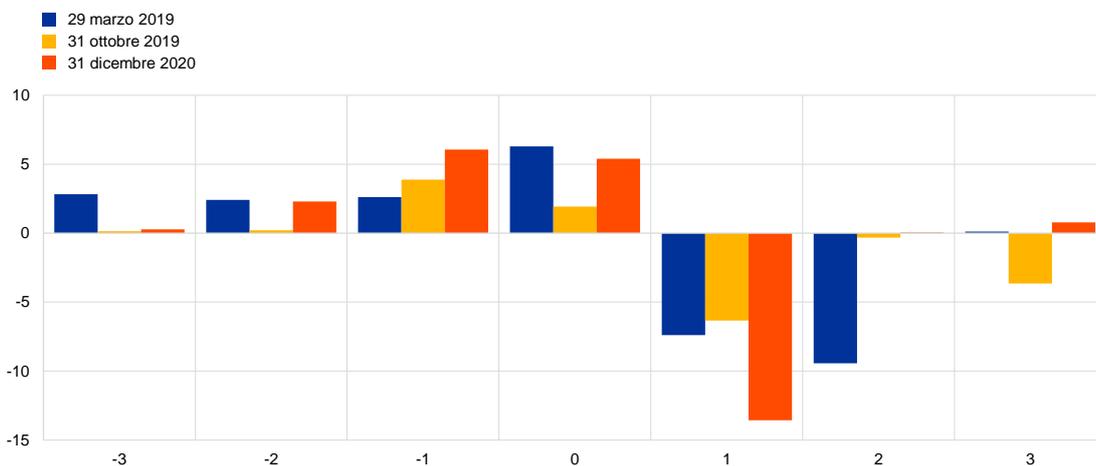
⁴ Cfr. Markit, [News Release for Flash UK PMI](#) (16 dicembre 2020). Un'indagine condotta dagli operatori della Bank of England indica che l'accumulo delle scorte era previsto solo per gli ultimi mesi dell'anno ([Bank of England, Monetary Policy Report \(novembre 2020\)](#), pagg. 38-42).

beni all'interno dell'area sono notevolmente aumentate, molto probabilmente come conseguenza diretta dei flussi commerciali deviati, in particolare verso l'Irlanda.

Grafico C

Andamento dell'indice PMI di accumulo delle scorte prima delle scadenze legate alla Brexit

(variazione mensile in punti percentuali nell'indice di diffusione, t=0 al mese della scadenza prevista per la Brexit)



Fonti: Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dopo l'approvazione della "legge Benn" alla fine di settembre 2019, la data del 31 ottobre 2019, stabilita per la Brexit, è stata successivamente rinviata al 31 gennaio 2020, riducendo immediatamente la necessità di ulteriori scorte a ottobre 2019. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2021.

3 Determinanti recenti della domanda di importazioni nel Regno Unito

Poiché, a partire dal referendum, la crescita del PIL in termini reali nel Regno Unito è progressivamente rallentata, anche le importazioni sono diminuite, incidendo negativamente sulla domanda estera dell'area dell'euro.

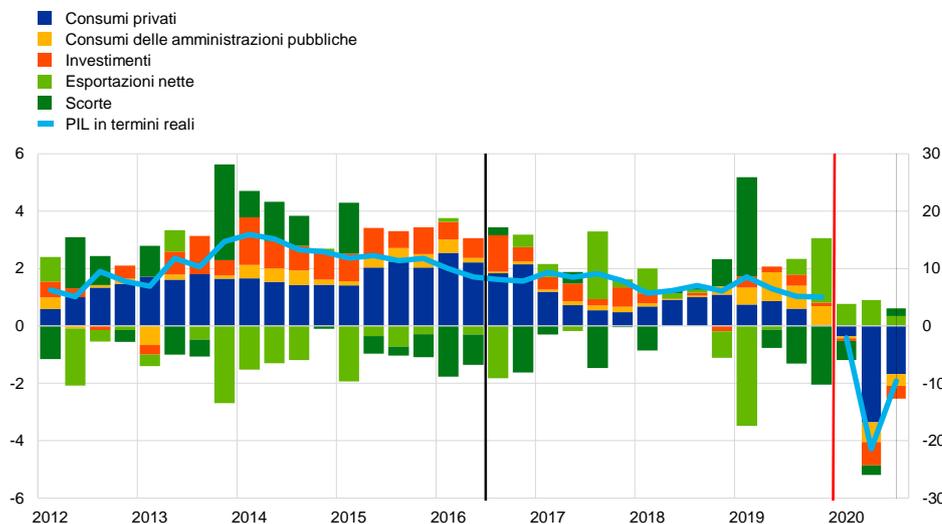
Il Regno Unito è passato dall'essere uno dei paesi del G7 con i migliori risultati, prima del referendum, a essere il peggiore nel 2020⁵. Il calo nella crescita del PIL a seguito della consultazione è evidente nella maggior parte delle componenti della spesa (cfr. il grafico 7), in particolare i consumi privati e gli investimenti, mentre il deprezzamento della sterlina dopo il referendum ha contribuito a sostenere le esportazioni nette.

⁵ Cfr. anche Born, B.G., Müller, G.J., Schularick, M. e Sedláček, P., "The Costs of Economic Nationalism: Evidence from the Brexit Experiment", *The Economic Journal*, vol. 129, n. 623, ottobre 2019, pagg. 2722-44.

Grafico 7

Crescita del PIL in termini reali e contributi nel Regno Unito

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: al di là della linea rossa, la scala è sull'asse di destra; la linea nera indica la data del referendum sulla Brexit. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2020.

Il deprezzamento molto rapido e marcato della sterlina probabilmente contribuisce a spiegare il netto rallentamento della crescita delle importazioni⁶.

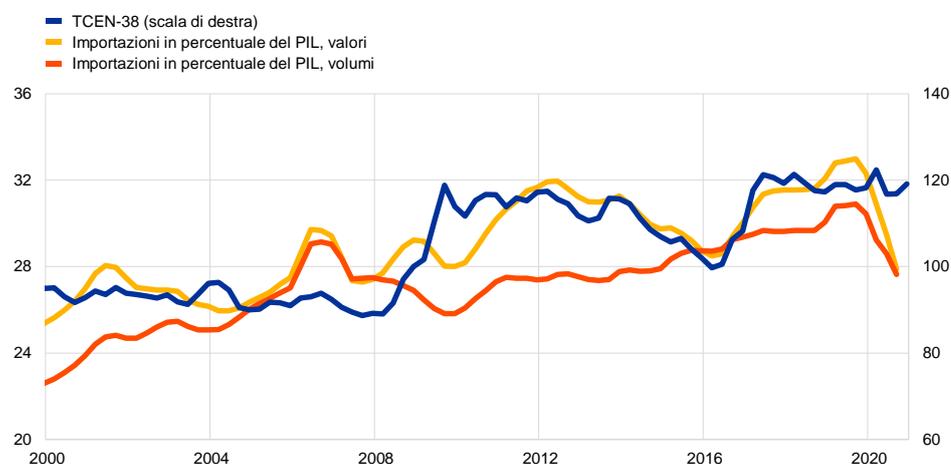
Dopo numerosi anni ben al di sopra della media di lungo periodo, la sterlina si è fortemente deprezzata, in particolare nei confronti dell'euro, a partire dalla metà del 2015, quando la prospettiva di un referendum sull'appartenenza all'UE è diventata realtà. Un ulteriore e più forte deprezzamento si è verificato in seguito al risultato della consultazione, quando la sterlina si è indebolita nei confronti di tutte le principali valute, in particolare dell'euro. Ciò ha portato a un aumento della spesa per importazioni in termini di importazioni nominali come percentuale del PIL (cfr. il grafico 8). Sebbene negli ultimi venti anni questa misura abbia seguito andamenti simili al tasso di cambio effettivo nominale (TCEN-38), ciò non si applica alle importazioni reali in percentuale del PIL. Un calo del potere d'acquisto dei consumatori britannici dopo la metà del 2015 è stato un importante canale di trasmissione della sterlina all'economia.

⁶ Il referendum di giugno 2016 ha portato a un immediato e significativo deprezzamento della sterlina nei confronti delle valute dei principali partner commerciali del Regno Unito, ma in particolare nei confronti dell'euro. I mercati finanziari hanno mostrato per la prima volta evidenti segnali di preoccupazione per un eventuale voto a favore della Brexit nel 2015, subito dopo la vittoria dei conservatori alle elezioni politiche. Dopo aver raggiunto livelli massimi leggermente superiori alla sua media di lungo periodo (1999-2014) all'inizio del 2015, la sterlina è diminuita di circa il 10 per cento alla vigilia del referendum, per poi rimanere circa il 15 per cento al di sotto del picco del 2015 nei quattro anni e mezzo successivi al referendum. Dalla fine del 2018 è emersa una notevole volatilità in risposta ai crescenti timori di un recesso disordinato e senza accordo, prima delle diverse date fissate per la Brexit, fino all'atteso raggiungimento di un accordo soltanto a pochi giorni dalla fine del periodo di transizione.

Grafico 8

Importazioni nel Regno Unito e TCEN-38

(scala di sinistra: percentuale del PIL, medie mobili di quattro trimestri; scala di destra: indice: media 1999-2014 = 100)



Fonti: Bank of England, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il tasso di cambio effettivo nominale (TCEN-38) è una media ponderata per l'interscambio commerciale dei tassi bilaterali nominali tra la sterlina e un paniere di 38 valute estere. Il TCEN è indicizzato rispetto alla media 1999-2014, in ritardo di due trimestri. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2020 per il TCEN-38 e al terzo trimestre del 2020 per le importazioni.

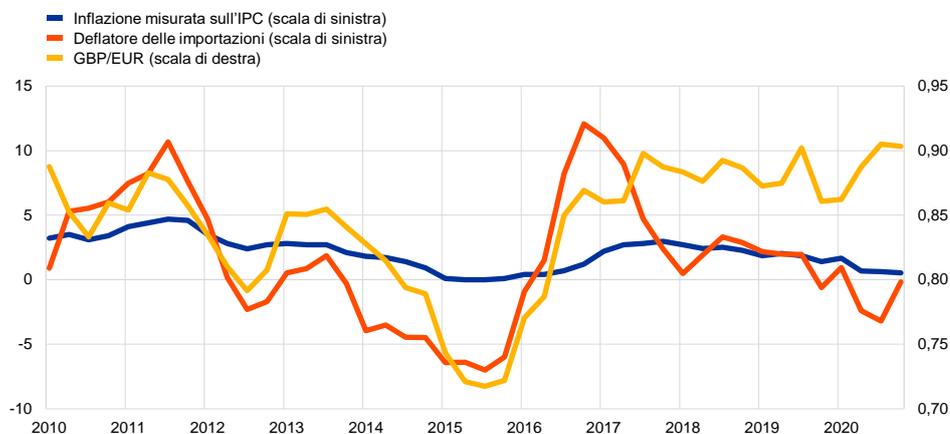
La crescita dei consumi nel Regno Unito ha segnato un marcato rallentamento dato che il forte deprezzamento della sterlina si è trasmesso rapidamente all'inflazione interna. Il deflatore delle importazioni ha evidenziato una forte correlazione con il tasso di cambio rispetto all'euro (cfr. il grafico 9). In particolare, il deprezzamento della sterlina nel 2016 ha portato a variazioni immediate del deflatore delle importazioni. Esso è stato anche la principale determinante dell'inflazione al consumo, con un aumento dei prezzi all'importazione che ha rappresentato circa due terzi dell'aumento sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo (IPC)⁷. Gli effetti negativi derivanti dalle ragioni di scambio hanno compresso i redditi delle famiglie, comportando una diminuzione della domanda di importazioni nonché un notevole rallentamento della crescita dei consumi.

⁷ Cfr. *Inflation Report (novembre 2017)* della Bank of England, con particolare riferimento all'analisi dei grafici 2.10 e 4.5-4.6.

Grafico 9

Tasso di cambio nominale e inflazione nel Regno Unito

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: tasso di cambio)



Fonti: Bank of England, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2020.

Una marcata contrazione degli investimenti del Regno Unito potrebbe anche rappresentare un fattore alla base della riduzione del tasso di crescita delle importazioni di quel paese dopo il referendum.

L'aumento dell'incertezza nel periodo successivo al referendum ha determinato un marcato rallentamento degli investimenti del Regno Unito, in particolare degli investimenti delle imprese; si è osservato un decremento dei tassi di crescita sui dodici mesi dal 3,8 per cento tra il 2011 e il 2015 a una media annua dell'1,7 per cento nel periodo dal 2017 al 2019. Ciò ha accentuato il rallentamento della crescita delle importazioni, data l'intensità solitamente più elevata delle importazioni di beni di investimento rispetto ad altre componenti di spesa. Dal punto di vista dell'area dell'euro, l'evidente rallentamento degli investimenti del Regno Unito dopo il referendum è particolarmente preoccupante. La quota solitamente elevata (40 per cento) di beni di investimento nelle importazioni totali di beni del Regno Unito dall'UE (e in particolare dall'area dell'euro) era stata una notevole fonte di crescita delle esportazioni negli ultimi decenni.

La diminuzione della crescita delle importazioni del Regno Unito, nel periodo successivo al referendum, si è verificata nonostante il notevole aumento della crescita delle esportazioni, in particolare verso l'area dell'euro (cfr. il grafico 10), sostenuto dal deprezzamento della valuta.

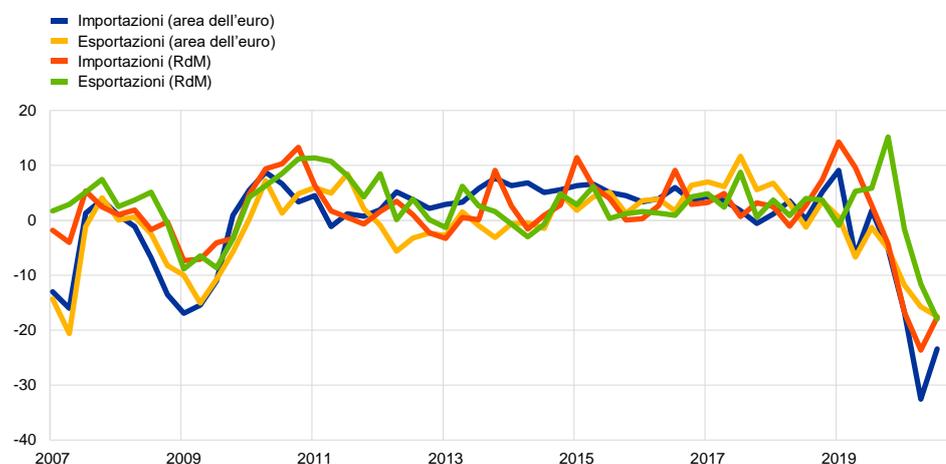
Mentre prima del referendum, grazie agli effetti prodotti dalle catene del valore, le esportazioni del Regno Unito avevano sostenuto le importazioni, sembra che nel periodo successivo alla consultazione tali effetti siano stati limitati⁸.

⁸ Questo episodio si differenzia nettamente dal deprezzamento della sterlina osservato nel corso della crisi finanziaria mondiale del 2008-2009, quando le dinamiche delle esportazioni e delle importazioni erano fortemente sincronizzate.

Grafico 10

Crescita delle importazioni e delle esportazioni nel Regno Unito

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: contabilità nazionali.

Note: RdM sta per resto del mondo. Volumi concatenati di beni e servizi, dati trimestrali. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2020.

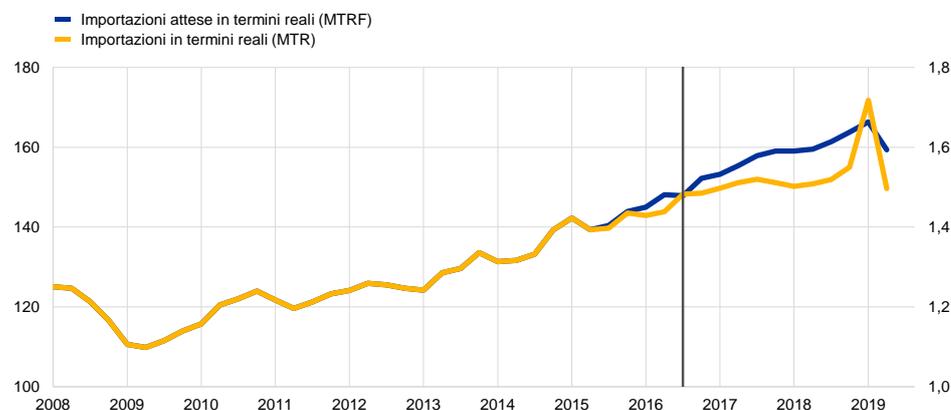
Le stime interne della BCE individuano i primi segnali di un calo della propensione all'importazione del Regno Unito dopo il referendum. Nel presente articolo si utilizza un modello con meccanismo a correzione di errore (error correction mechanism, ECM) per i volumi delle importazioni del Regno Unito al fine di valutare la significatività della forte riduzione della crescita del volume delle importazioni in termini reali. Ciò comporta una regressione delle importazioni del Regno Unito sulle restanti componenti della spesa finale totale (total final expenditure, TFE)⁹ (ponderate in base alla loro quota nelle importazioni a partire dalle tavole di input-output) e dei prezzi relativi delle importazioni rispetto ai prezzi interni (cfr. il riquadro 2 per maggiori dettagli). Il periodo di stima include un sottocampione relativo al periodo che va dal secondo trimestre del 1995 al secondo trimestre del 2015, quando le elezioni politiche nel Regno Unito aprirono la strada al referendum. Tramite l'impiego delle stime dei parametri ricavate dal presente modello per effettuare una proiezione delle importazioni secondo i valori realizzati delle restanti componenti della TFE e dei prezzi relativi, si ottiene un divario significativo tra i volumi delle importazioni previste e di quelle realizzate nel Regno Unito nel 2017 e nel 2018, in base a una previsione all'interno del campione (cfr. il grafico 11). L'andamento delle importazioni in termini reali è a livelli significativamente inferiori rispetto a quanto previsto dalle specificazioni del modello, almeno prima della chiusura del divario in seguito al forte accumulo di scorte osservato prima della scadenza iniziale della Brexit del 29 marzo 2019.

⁹ Spesa finale totale dei consumi privati, dei consumi delle amministrazioni pubbliche, delle spese per investimenti e delle esportazioni.

Grafico 11

Importazioni in termini reali del Regno Unito e previsioni del modello basate sulle componenti ponderate del PIL e sui prezzi relativi

(miliardi di sterline in base ai prezzi del 2015, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: MTR (importazioni totali in termini reali) si riferisce alle importazioni in termini reali nel Regno Unito. MTRF (importazioni totali attese in termini reali) si riferisce a una previsione all'interno del campione basata su un modello con meccanismo a correzione di errore in cui si effettua una regressione dei volumi delle importazioni sulle restanti componenti della spesa finale totale, sulle importazioni relative rispetto ai prezzi interni e su un termine di correzione dell'errore. La linea verticale nera indica la data del referendum sulla Brexit. L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2019.

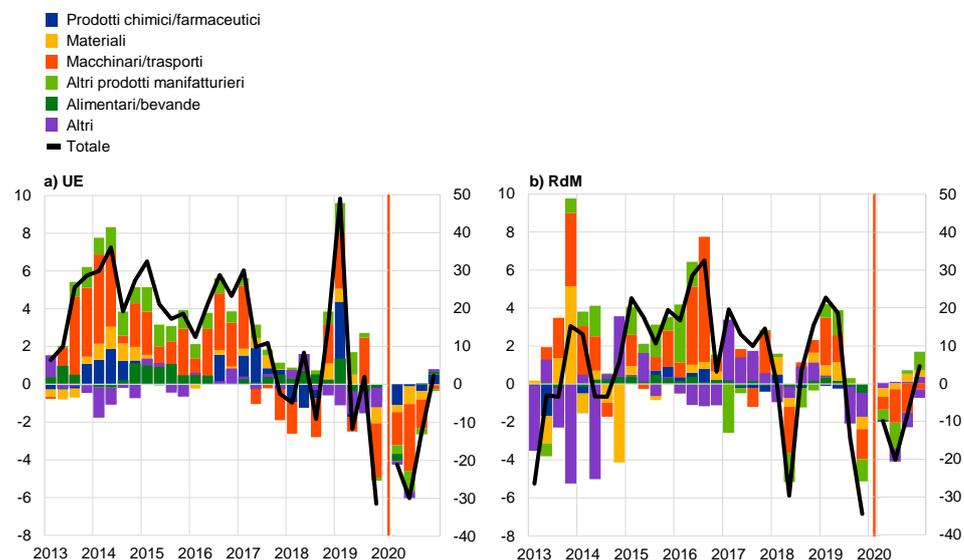
Da un punto di vista settoriale, i veicoli e i prodotti farmaceutici hanno determinato in gran parte il rallentamento della crescita delle importazioni del Regno Unito, in particolare dai partner commerciali dell'UE e dell'area dell'euro.

Le importazioni di macchinari/trasporti e di prodotti chimici/farmaceutici sono calate significativamente nel periodo successivo al referendum (cfr. il grafico 12). In particolare, i veicoli e i prodotti farmaceutici, che alla vigilia del referendum avevano rappresentato rispettivamente circa il 12 e il 6 per cento delle esportazioni dall'area dell'euro verso il Regno Unito, sono passati da una crescita positiva stabile a due cifre a una crescita negativa a due cifre. Complessivamente, entrambe le categorie di beni hanno un impatto negativo di circa 4 punti percentuali sulla crescita delle importazioni del Regno Unito dal picco registrato a metà del 2016 al livello minimo segnato a metà del 2018. Il marcato rallentamento della crescita delle importazioni determinato da una sostanziale inversione di queste due categorie potrebbe spiegare il divario tra la crescita delle importazioni implicita nella domanda e quella in termini reali e può essere ricondotto a fattori collegati alla Brexit.

Grafico 12

Importazioni di beni del Regno Unito per settore e provenienza

(volumi; variazione percentuale sul periodo corrispondente di medie mobili su tre mesi e contributi in punti percentuali)



Fonti: Office for National Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: RdM sta per resto del mondo. Oltre la linea rossa, la scala è sull'asse di destra. Importazioni di beni esclusi quelli non specificati. "Macchinari/trasporti" include le autovetture e le componenti dei veicoli. "Alimentari/bevande" comprende gli animali vivi, i tabacchi, i grassi e gli oli vegetali. Dati trimestrali e destagionalizzati. Dati disaggregati al livello a due cifre della classificazione dei prodotti per attività (classification of products by activity, CPA). L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2020.

I veicoli e i prodotti chimici sono da tempo considerati particolarmente

vulnerabili alla Brexit.

Ciò è dovuto al potenziale impatto di ulteriori attriti negli scambi commerciali e nelle catene del valore fra l'UE e il Regno Unito dopo la fine del periodo di transizione¹⁰. I paesi dell'UE con elevate quote settoriali di veicoli (in particolare la Germania, nonché i paesi dell'Europa centrale e orientale legati alle catene del valore tedesche) e di prodotti chimici (tra cui Irlanda, Danimarca e Slovenia) potrebbero risentire in maniera sproporzionata delle turbative dovute alla Brexit nel breve periodo. Più avanti, tuttavia, la domanda estera dell'area dell'euro dipenderà dall'impatto del nuovo regime commerciale sulla capacità del Regno Unito di sostituire le importazioni dall'UE con la produzione interna e con importazioni dal resto del mondo, e anche dal modo in cui il nuovo regime influenzerà il potere d'acquisto del Regno Unito.

Riquadro 2

Un modello a correzione d'errore per la domanda di importazioni del Regno Unito

a cura di Florian Forsthuber e Tobias Schuler

Il presente riquadro descrive un modello a correzione d'errore (error correction model, ECM) per le importazioni in termini reali del Regno Unito. Ciò comporta una regressione delle importazioni britanniche sulle restanti componenti della spesa finale nel sottocampione nel periodo che va dal primo trimestre del 1995 al secondo trimestre del 2015.

¹⁰ Bailey, D. e Rajic, I., "UK manufacturing welcomes the deal in as far as it goes", *Commentary*, UK in a Changing Europe, 29 dicembre 2020.

Stima delle relazioni di lungo periodo e dinamiche

Si definisce la variabile WER come le componenti di spesa in termini reali ponderate per le loro percentuali medie nelle importazioni in termini reali nelle tavole di input-output nel periodo 2013-2014.

$$WER_t = 0,38 * PCR_t + 0,14 * GCR_t + 0,13 * ITR_t + 0,35 * XTR_t$$

L'equazione stimata indica una relazione a lungo termine che assume la forma seguente:

$$MTR_t = -5,546 + 1,442 * WER_t - 0,292 * (MTD_t/YED_t)$$

dove WER si riferisce alla spesa ponderata in termini reali, MTR alle importazioni in termini reali, PCR ai consumi privati in termini reali, GCR ai consumi delle amministrazioni pubbliche in termini reali, ITR agli investimenti in termini reali, XTR alle esportazioni in termini reali e MTD/YED al rapporto tra il deflatore delle importazioni e il deflatore del PIL.

Il termine di errore ricavato dall'equazione a lungo termine è impiegato come RESID_MTR, che produce una relazione dinamica¹¹ nella forma seguente:

$$\Delta MTR_t = -0,322 * RESID_{MTR_{t-1}} + 1,616 * \Delta WER_t$$

dove RESID_MTR si riferisce al residuo dell'equazione a lungo termine¹².

Proiezione all'interno del campione

La proiezione è stata eseguita come proiezione all'interno del campione (dal 3° trim. 2015 al 2° trim. 2019) con i rispettivi valori realizzati per le variabili che entrano nell'equazione dinamica per le variazioni dell'MTR. Ciò riflette le informazioni derivanti dalle componenti della domanda e dal termine di correzione d'errore. Il residuo derivante dall'equazione a lungo termine viene impiegato per la proiezione.

4 L'impatto della Brexit sulla bilancia dei pagamenti del Regno Unito

Prima della data inizialmente prevista per la Brexit, il 29 marzo 2019, il conto corrente del Regno Unito evidenziava, da oltre un decennio, un disavanzo persistente e in aumento (cfr. il grafico 13). Nello stesso periodo, tuttavia, il disavanzo commerciale del Regno Unito si era mantenuto sostanzialmente stabile, nonostante una certa volatilità in tempi recenti. Anche il conto dei redditi secondari registrava un disavanzo costante. Per contro, i movimenti del disavanzo dei redditi primari erano emersi quale principale determinante del conto corrente.

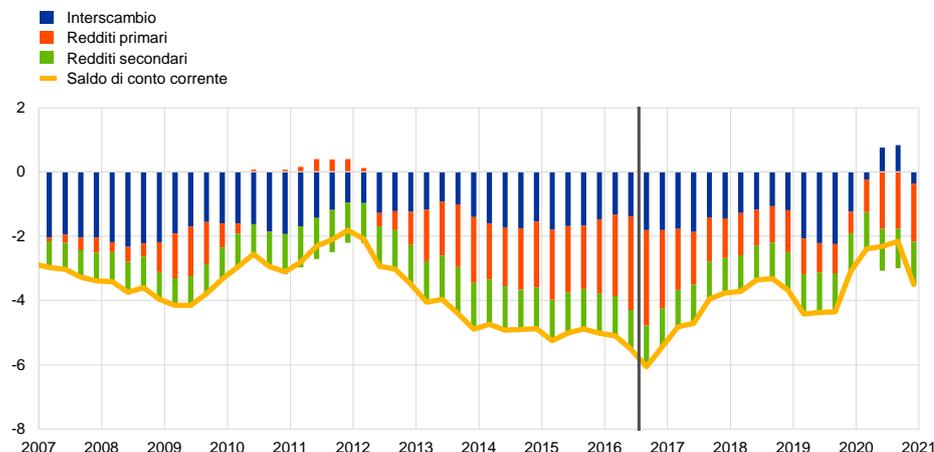
¹¹ Tutte le stime dei parametri sono statisticamente significative a livello del 99 per cento.

¹² R quadro = 0,62, DW = 2,01.

Grafico 13

Saldo di conto corrente

(in percentuale del PIL, accumulato nei precedenti quattro trimestri)



Fonti: Haver Analytics, Office for National Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2020. La linea nera indica la data del referendum sulla Brexit.

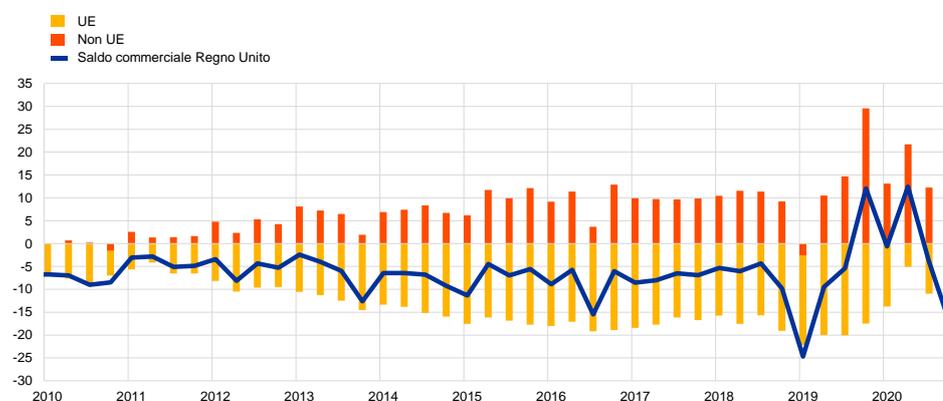
Il disavanzo commerciale nel Regno Unito era da tempo condizionato dagli andamenti dell'interscambio netto con l'UE (cfr. il grafico 14) e una tendenza simile era chiaramente in atto anche per l'area dell'euro. Contestualmente, il saldo commerciale del Regno Unito con il resto del mondo evidenziava un andamento positivo da un considerevole periodo di tempo. Tra il 2012 e il referendum sulla Brexit, il disavanzo commerciale con l'UE è aumentato. Anche se successivamente ha ripreso a ridursi, l'accumulo di scorte che ha preceduto le diverse scadenze relative alla Brexit nel 2019 ha spinto il disavanzo commerciale del Regno Unito con l'UE e con l'area dell'euro ai massimi storici. Sebbene il deficit si sia sostanzialmente stabilizzato attorno al 5 per cento del PIL all'indomani della crisi finanziaria mondiale, le turbative collegate alla Brexit (e, più di recente, anche alla pandemia) hanno dato luogo a una maggiore volatilità a partire dalla metà degli anni 2010¹³.

¹³ Il saldo della bilancia commerciale varia da un disavanzo record toccato nella fase preparatoria alla scadenza inizialmente fissata per la Brexit, il 29 marzo 2019, a un avanzo del 15 per cento circa registrato nel secondo trimestre del 2020, quando il lockdown imposto a livello nazionale e le gravi interruzioni alla catena di approvvigionamento conseguenti alla pandemia hanno provocato una brusca contrazione dei volumi delle importazioni nel Regno Unito. Dall'inizio della pandemia il saldo commerciale ha altresì subito il significativo impatto negativo derivante dal crollo degli scambi dei servizi di viaggio, un settore cui il Regno Unito ha apportato il più ingente contributo in termini di avanzo dell'interscambio netto dell'area dell'euro; a tal proposito, cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di chiusura conseguenti al COVID-19 sull'interscambio dei servizi di viaggio* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

Grafico 14

Saldo commerciale

(in percentuale del PIL, cumulato nei precedenti quattro trimestri)



Fonti: Eurostat, Office for National Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2020 per i dati disaggregati a livello di paesi appartenenti o non appartenenti all'UE e al terzo trimestre del 2020 per il saldo commerciale del Regno Unito.

È probabile che gli effetti direttamente correlati alla Brexit sul saldo di conto corrente svolgano un ruolo di rilievo in futuro, dal momento che circa la metà del disavanzo del Regno Unito nel saldo secondario è riconducibile ai contributi netti alle istituzioni dell'Unione Europea. Il saldo secondario è in disavanzo da molto tempo. L'uscita del Regno Unito dall'UE implica la cessazione del suo contributo al bilancio comune dell'Unione, che produce, verosimilmente, una riduzione del disavanzo nel conto dei redditi secondari. Per l'area dell'euro nel suo complesso, ciò si traduce in una riduzione dei flussi netti nel conto secondario.

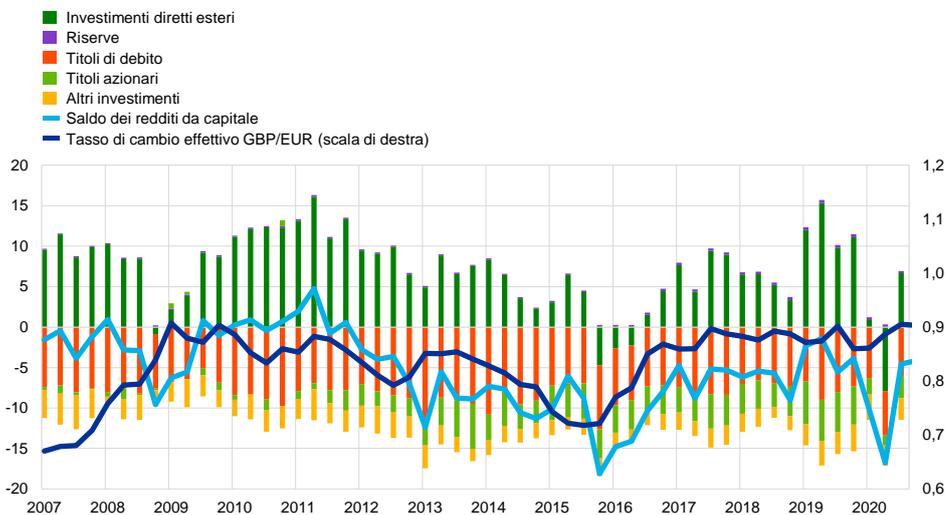
In poco più di un decennio, il conto dei redditi primari del Regno Unito è passato da una condizione di equilibrio a un marcato disavanzo (cfr. il grafico 15), superando anche il disavanzo commerciale. Mentre altre categorie di redditi, come quelli netti sui titoli di debito, sono rimasti, in genere, relativamente stabili, il brusco calo degli redditi netti su investimenti diretti esteri (IDE) ha rappresentato un importante fattore alla base del deterioramento del saldo dei redditi primari registrato nel Regno Unito tra il 2011 e il 2015¹⁴.

¹⁴ Questo andamento può essere attribuito a un'inversione nella posizione netta sottostante di IDE e a una riduzione del differenziale di rendimento del reddito fra le attività e le passività di IDE. Cfr. Lane, P.R., "A financial perspective on the UK current account deficit", *National Institute Economic Review*, vol. 234, novembre 2015, F67-72.

Grafico 15

Scomposizione del saldo del reddito primario in redditi netti per categoria

(in percentuale del PIL, accumulato nei precedenti quattro trimestri)



Fonti: Haver Analytics, Office for National Statistics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'osservazione più recente si riferisce al terzo trimestre del 2020.

Il deprezzamento della sterlina successivo al referendum ha avuto un effetto positivo a breve termine sul saldo primario del Regno Unito. Nel 2016 il saldo dei redditi primari ha mostrato segnali di miglioramento. Il brusco deprezzamento della sterlina che ha accompagnato le preoccupazioni collegate alla Brexit all'epoca del referendum ha fatto aumentare i redditi netti da IDE, mentre il pagamento degli interessi sui titoli di debito quasi non ha subito conseguenze, producendo un effetto a breve termine positivo sulla bilancia dei pagamenti dal 2016 al 2018. L'andamento dei redditi netti da IDE è stato strettamente collegato a quello del tasso di cambio tra sterlina ed euro dopo il 2009, con un coefficiente di correlazione del 97 per cento. Ciò deriva dal fatto che il deprezzamento della valuta nazionale favorisce l'aumento dei redditi provenienti dall'estero a causa degli effetti di composizione. Per le attività nette sull'estero si sono concretizzate plusvalenze grazie al deprezzamento della sterlina.

Gli afflussi netti di IDE nel conto finanziario sono diminuiti in seguito al referendum¹⁵. Gli afflussi netti di IDE non hanno evidenziato un'immediata reazione negativa nel 2016, come dimostra il ritardo nell'inversione di tali flussi. Nel corso del 2017 e del 2018 essi sono infine diminuiti a causa dell'accresciuta incertezza in merito alle prospettive economiche a lungo termine per il Regno Unito.

Nel lungo periodo, la capacità del Regno Unito di continuare a gestire i disavanzi commerciali con l'UE e l'area dell'euro ai livelli attuali dipenderà dalla costanza degli afflussi nel conto finanziario. Il nuovo contesto commerciale definito nell'Accordo fra Unione europea e Regno Unito sugli scambi e la

¹⁵ Come contropartita del disavanzo di conto corrente, il conto finanziario è in attivo. Il Regno Unito rappresenta un centro finanziario internazionale che attira capitali stranieri e tale accesso al finanziamento esterno ha consentito al paese di finanziare il proprio disavanzo di conto corrente. Gli investimenti di portafoglio e gli afflussi di IDE sono state determinanti positive per il conto finanziario del Regno Unito.

cooperazione potrebbe comportare un indebolimento della domanda di attività finanziarie britanniche in ragione del fatto che, presumibilmente, i precedenti partner del Regno Unito appartenenti all'UE preferiranno rivolgersi a centri finanziari situati in altri Stati membri dell'Unione. Al tempo stesso, la capacità del Regno Unito di finanziare il proprio disavanzo di conto corrente ai livelli osservati nel corso dell'ultimo decennio potrebbe ridursi. Per contro, alcuni sostengono che una sterlina più debole potrebbe attrarre investitori di IDE a livello internazionale alla ricerca di attività sottovalutate, causando un potenziale aumento degli afflussi di IDE, nel lungo termine, in seguito al forte deprezzamento della sterlina. Tali afflussi di IDE potrebbero precedere forti picchi di esportazioni¹⁶. Non si è registrato, fino a questo punto, alcun aumento protratto delle esportazioni, sebbene ciò potrebbe essere dovuto al breve periodo trascorso dalla fine del periodo di transizione della Brexit e alle distorsioni prodotte dalla pandemia. Esiste tuttavia la possibilità che tale fenomeno non si verifichi neanche in futuro, poiché la Brexit potrebbe condurre a un riorientamento della domanda dell'UE verso altri paesi al suo interno. Per via delle opzioni potenzialmente più limitate a causa della Brexit, in termini di compensazione degli attuali disavanzi di conto corrente tramite il conto finanziario, il Regno Unito dovrebbe ridurre il proprio disavanzo commerciale compensandolo con maggiori esportazioni verso, o minori importazioni da, i suoi principali partner commerciali. Ciò fa emergere rischi per la domanda estera dell'UE e dell'area dell'euro.

5 Osservazioni conclusive

Le conseguenze a lungo termine della Brexit per gli scambi commerciali del Regno Unito e la domanda estera dell'area dell'euro sono caratterizzate da notevole incertezza. Le distorsioni su larga scala osservate nell'andamento degli interscambi nel Regno Unito – dall'accumulo di scorte collegato alla Brexit alle interruzioni intervenute nelle catene di approvvigionamento in seguito alla pandemia nel corso del 2020 – hanno reso difficoltoso scorgere i primi segnali di tendenze di lungo periodo. Nondimeno, alcune indicazioni sull'indebolimento della domanda di beni importati di provenienza UE si sono manifestate sin dal referendum. In parte, ciò è presumibilmente dovuto al brusco deprezzamento della sterlina. I dati settoriali sulle importazioni forniscono alcune evidenze del fatto che la Brexit stia già producendo un forte impatto in alcune aree, in particolare nel settore automobilistico e farmaceutico. Questo potrebbe aver influenzato, nel Regno Unito, la domanda di beni importati da paesi appartenenti all'UE anche prima che intervenisse qualsiasi cambiamento sostanziale nel contesto degli scambi commerciali, sino alla fine del 2020. La sostenibilità del disavanzo commerciale con l'UE e l'area dell'euro dipenderà anche, in parte, da stabili afflussi netti positivi nel conto finanziario del Regno Unito. In ultima analisi, l'impatto sulla domanda estera dell'area dell'euro e sulla crescita in termini più ampi sarà anche commensurato alla capacità del Regno Unito di svincolarsi dai rapporti con i fornitori dell'area dell'euro in un'ottica di più lungo periodo e alla possibilità, per l'area dell'euro, di istituire reti commerciali

¹⁶ Cfr. Lederman, D., "Large devaluations, foreign direct investment and exports: A speculative note", *Policy Research Working Papers*, World Bank Group, 2011.

alternative (e forse interne) presso cui procurarsi i servizi offerti, in passato, principalmente dal Regno Unito.

2 Il ruolo delle famiglie nel finanziamento del debito pubblico nell'area dell'euro

a cura di Jeanne Pavot e Vilém Valenta

1 Introduzione

La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha ridestato l'interesse per le modalità con cui i governi finanziano la spesa pubblica in una misura non più osservata dal 2008-2012, cioè dalla crisi finanziaria mondiale e da quella del debito sovrano nell'area dell'euro. Di fronte a crisi economiche così gravi i governi devono decidere la misura in cui i costi che ne scaturiscono dovrebbero essere finanziati da tagli di altre spese del bilancio, da maggiori entrate e/o contraendo ulteriore debito. Nel contempo, aumenti nel debito pubblico sollevano domande circa la strategia di finanziamento ottimale in termini di strumenti e scadenze, ma anche circa la base degli investitori.

La composizione del debito pubblico ha importanti implicazioni per le politiche finanziarie ed economiche. Secondo la letteratura recente l'analisi della struttura del debito pubblico per detentore può fornire indicazioni su tematiche quali la diversificazione dei rischi nell'emissione di debito pubblico. Essa segnala altresì la forza del nesso fra banche ed emittenti sovrani e la solidità della stabilità finanziaria complessiva, la probabilità e l'efficacia della ristrutturazione del debito sovrano, le disuguaglianze reddituali e l'entità dei moltiplicatori di bilancio (cfr. la sezione 2).

In tale contesto, il presente articolo prende le mosse da una panoramica dell'andamento della struttura del debito pubblico per detentore nei paesi dell'area dell'euro dal 1995. La letteratura relativa alla composizione del debito pubblico si è tradizionalmente concentrata sulla distinzione tra le quote di debito detenute da detentori nazionali e stranieri, a scapito dell'analisi di una disaggregazione più dettagliata dei detentori nazionali. Nel presente articolo si analizzano dati con un livello maggiore di disaggregazione relativi al debito pubblico detenuto a livello nazionale, al fine di stimare il ruolo degli operatori non bancari nell'intermediazione finanziaria, nonché gli effetti degli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema sulla composizione del debito pubblico per settore istituzionale (cfr. la sezione 3).

L'articolo prosegue poi con un'analisi più dettagliata della struttura del debito pubblico detenuto a livello nazionale, con particolare attenzione al settore delle famiglie. A fronte dell'aumento del debito pubblico e della relativa quota detenuta a livello nazionale, riveste un'importanza sempre maggiore lo svolgimento di un'analisi della composizione del debito pubblico per settore istituzionale detentore, che contempli anche il ruolo delle famiglie come fornitori di risparmio. Al fine di ottenere una valutazione significativa, dovrebbe essere presa in considerazione non solo l'entità delle consistenze direttamente detenute dalle famiglie, ma anche quella delle consistenze detenute indirettamente attraverso fondi

di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione. Il presente articolo si prefigge di fornire non un quadro completo o una valutazione normativa dei detentori finali di debito pubblico, bensì un'analisi fattuale dell'entità e dell'andamento delle consistenze detenute dalle famiglie nell'area dell'euro, anche rispetto ad alcune economie avanzate (cfr. la sezione 4). Per i paesi dell'area dell'euro ciò si basa sulla scomposizione dei conti finanziari per settore - i cosiddetti dati "who-to-whom" (da chi a chi) - pubblicata dalla BCE e dai paesi dell'area dell'euro. Serie di dati analoghe sono disponibili anche per altri Stati membri dell'UE e altre economie avanzate.

2 Principali implicazioni della struttura del debito pubblico

Esistono molti contributi sull'analisi della composizione del debito pubblico per detentore, mentre la letteratura sulle consistenze detenute dalle famiglie è più limitata. Molti studi esaminano le consistenze di debito pubblico dell'area dell'euro detenute dal settore non finanziario e dai non residenti, ma sono escluse le famiglie o i programmi di collocamento del debito pubblico presso sottoscrittori al dettaglio¹. Per gli Stati Uniti le ricerche sono più numerose, condotte sulla base di dati sia macro sia micro, e con particolare riferimento al debito delle amministrazioni municipali, in cui le famiglie rivestono tradizionalmente un ruolo chiave².

La composizione del debito pubblico, incluse le consistenze detenute dalle famiglie, è importante per l'analisi economica di diverse tematiche affrontate dalla letteratura.

- **Gestione del debito pubblico.** L'ampliamento della base degli investitori a livello nazionale (ossia gli investitori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito) ed estero, e a prescindere dalla loro sensibilità al tasso di interesse, rappresenta uno strumento fondamentale al fine di diversificare il rischio di rifinanziamento e ridurre i costi di indebitamento.
- **Stabilità finanziaria.** Gli effetti di retroazione derivanti dalle consistenze detenute a livello nazionale e potenziali effetti di propagazione internazionale dovuti al debito pubblico detenuto all'estero rappresentano dei parametri importanti per la stabilità finanziaria. Tali rischi possono essere contenuti attraverso una maggiore diversificazione dei finanziamenti da parte delle amministrazioni pubbliche, caratterizzati da minore dipendenza dalle banche nazionali e da una quota maggiore di obbligazioni destinate ad altri investitori.
- **Attività sicure.** L'innalzamento del livello di rischio durante le crisi economiche aumenta la domanda di attività sicure. I titoli di Stato rappresentano la

¹ Cfr., tra gli altri, Merler, S. e Pisani-Ferry, J., "Who's Afraid of Sovereign Bonds", *Bruegel Policy Contribution*, numero 2012/2, 2012; Andritzky, J.R., "Government Bonds and their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?", *IMF Working Paper*, n. 12/158, 2012; Afonso, A. e Silva, J., "Determinants of non-resident government debt ownership", *Applied Economics Letters*, Taylor & Francis Journals, vol. 24(2), 2017, pagg. 107-112.

² Cfr. Hager, S.B., "Public Debt, Ownership and Power: The Political Economy of Distribution and Redistribution", tesi di dottorato, York University, Toronto, 2013.

principale fonte di attività di qualità elevata nell'area dell'euro³. Le famiglie sono investitori avversi al rischio e detengono direttamente una quantità relativamente esigua di debito pubblico, mentre sono molto più comuni consistenze detenute indirettamente attraverso fondi pensione e di investimento e compagnie di assicurazione. I depositi bancari rappresentano le principali attività sicure per le famiglie. Tale sicurezza dipende, oltre che dall'assicurazione dei depositi, dall'abilità delle banche di stanziare a garanzia titoli di Stato presso la banca centrale. Il debito sovrano svolge pertanto un ruolo essenziale nel dare sicurezza finanziaria alle famiglie.

- **Sostenibilità del debito sovrano.** Da un lato, le consistenze di debito pubblico detenute a livello nazionale rappresentano una base più stabile. Possono anche ridurre il rischio di insolvenza degli emittenti sovrani perché incentivano maggiormente il rimborso del debito, in quanto il costo di un potenziale mancato rimborso è a carico dei residenti⁴. Dall'altro lato ampie consistenze di debito pubblico detenute a livello nazionale possono avere un effetto destabilizzante perché durante le crisi generano effetti di retroazione tra i settori pubblico e privato⁵.
- **Disuguaglianze reddituali.** La letteratura studia l'impatto del debito pubblico sugli aspetti distributivi e sulle disuguaglianze di ricchezza. Benché molti lavori di ricerca analizzino solo la dimensione redistributiva tra le generazioni, alcuni si occupano anche della redistribuzione all'interno della stessa coorte della ricchezza derivante dai titoli detenuti, inclusi quelli di Stato⁶. Poiché le consistenze di debito pubblico detenute dalle famiglie sono concentrate tra le più abbienti e i titoli di Stato normalmente offrono rendimenti più alti rispetto ai depositi bancari, la struttura del debito pubblico può generare effetti distributivi regressivi.
- **Moltiplicatori di bilancio.** Le evidenze suggeriscono che una quota più elevata di debito pubblico detenuto a livello nazionale può ridurre l'entità dei moltiplicatori di bilancio a causa di un maggiore effetto di spiazzamento degli investimenti privati⁷.

³ Cfr. Grandia, R., Hänling, P., Lo Russo, M. e Åberg, P., "Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 218, BCE, 2019.

⁴ Cfr. Guembel, A. e Sussman, O., "Sovereign Debt without Default Penalties", *Review of Economic Studies*, vol. 76, numero 4, 2009, pagg. 1297-1320; Gennaioli, N., Martín, A. e Rossi, S., "Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions", *The Journal of Finance*, vol. 69, numero 2, 2014, pagg. 819-866.

⁵ Cfr. Acharya, V., Drechsler, I. e Schnabl, P., "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk", *The Journal of Finance*, vol. 69, numero 6, 2014, pagg. 2689-2739; Farhi, E. e Tirole, J., "Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops", *Review of Economic Studies*, vol. 85(3), 2018, pagg. 1781-1823.

⁶ Cfr. Arbogast, T., "Who Are These Bond Vigilantes Anyway? The Political Economy of Sovereign Debt Ownership in the Eurozone", *MPIfG Discussion Paper*, 20/2, 2020.

⁷ Cfr. Broner, F., Clancy, D., Erce, A. e Martín, A., "Fiscal multipliers and foreign holdings of public debt", *Working Paper Series*, n. 2255, BCE, 2019.

3 Struttura del debito pubblico per detentore nell'area dell'euro

A causa della mancanza di dati non è immediato cogliere gli andamenti di lungo periodo della struttura del debito pubblico per detentore nell'area dell'euro.

Mentre è possibile ottenere dati sul livello del debito pubblico relativi a un orizzonte temporale molto lungo, le segnalazioni sui creditori delle amministrazioni pubbliche sono state per molto tempo più frammentate e meno affidabili⁸. In seguito alla crisi finanziaria mondiale sono state intraprese molte iniziative per colmare le lacune nei dati e ora è disponibile un livello di dettaglio maggiore, che consente di cogliere meglio la struttura del debito pubblico per detentore⁹. Tali dati, tuttavia, si riferiscono solo a un orizzonte temporale relativamente breve. Nelle statistiche annuali di finanza pubblica è stata resa disponibile una scomposizione dei detentori di debito pubblico dal 1995 per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro¹⁰.

La voce "creditori residenti o nazionali" si riferisce agli investitori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito. La voce "non residenti" include sia i residenti in altri paesi dell'area dell'euro sia in paesi al di fuori dell'area¹¹. La voce "creditori residenti" include i settori finanziario e non finanziario (cfr. la tavola 1). La voce "creditori del settore finanziario" include la banca centrale, altre istituzioni finanziarie monetarie (altre IFM o banche) e altre società finanziarie. Queste ultime comprendono per lo più fondi di investimento e compagnie di assicurazione e fondi pensione (CAFP)¹². Infine, il settore non finanziario (creditori residenti) include le società non finanziarie (SNF) e le famiglie¹³. La composizione del debito pubblico è determinata da molti fattori sia sul lato della domanda sia dell'offerta, quali le condizioni di liquidità nei mercati dei titoli sovrani, la negoziabilità degli strumenti di debito e il quadro istituzionale per la gestione del debito e dell'inflazione. La tavola 1 mostra le significative eterogeneità esistenti tra i paesi dell'area dell'euro.

La presente sezione tratta soprattutto le principali determinanti delle variazioni osservate tra il 1995 e il 2020 nella composizione del debito pubblico.

⁸ Cfr. Reinhart, C.M. e Rogoff, K.S., "Growth in a time of Debt", *American Economic Review*, vol. 100, numero 2, 2010, pagg. 573-78.

⁹ Cfr. le raccomandazioni contenute nell' [iniziativa G20 Data Gaps](#), volta a migliorare le statistiche economiche e finanziarie. La banca dati delle statistiche sulle disponibilità in titoli ([Securities Holdings Statistics Database](#)) offre ulteriori scomposizioni e una maggiore frequenza rispetto alle statistiche di finanza pubblica, ma è disponibile per un periodo più limitato.

¹⁰ Ulteriori informazioni su questa base dati sono disponibili sul sito Internet della BCE, nella sezione dello Statistical Data Warehouse su [Government Finance Statistics](#).

¹¹ La suddivisione delle consistenze estere tra il resto dell'area dell'euro e il resto del mondo al di fuori dell'area non è disponibile per i dati mostrati nella tavola 1 e nel grafico 1, il che rappresenta un limite. Tale distinzione sarebbe importante data l'assenza di rischio di cambio per le consistenze detenute all'interno dell'area. Consentirebbe altresì una migliore valutazione del contributo che le consistenze di debito pubblico detenute all'estero forniscono all'integrazione finanziaria nell'Unione economica e monetaria (UEM).

¹² Nella voce "altre società finanziarie" sono anche inclusi altri intermediari finanziari, ausiliari finanziari, prestatori di fondi e istituzioni finanziarie captive.

¹³ Il settore delle famiglie include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISSLSF).

Tavola 1

Detentori del debito pubblico

(in percentuale del debito pubblico totale; 2020).

	Creditori residenti						Creditori non residenti (e)
	Totale residenti (a)+(b)+(c)+(d)	Settore finanziario			Settore non finanziario		
		Banca centrale (a)	Altre IFM (b)	Altre società finanziarie (c)	SNF e famiglie (d)		
Area dell'euro	56,1	20,8	19,4	11,4	4,4	43,9	
Belgio	44,1	16,0	12,4	12,3	3,3	55,9	
Germania	54,6	22,5	21,9	7,9	2,3	45,4	
Estonia	29,1	0,0	21,9	1,7	5,5	70,9	
Irlanda	49,0	-	-	-	-	51,0	
Grecia	14,4	6,4	6,1	0,2	1,7	85,6	
Spagna	56,1	23,3	22,4	10,3	0,2	43,9	
Francia	51,2	17,8	15,1	15,2	3,0	48,8	
Italia	70,2	21,6	25,4	14,1	9,0	29,8	
Cipro	19,1	0,6	15,4	2,5	0,6	80,9	
Lettonia	33,1	19,4	8,0	2,1	3,6	66,9	
Lituania	30,6	20,5	7,4	2,1	0,7	69,4	
Lussemburgo	51,7	18,6	25,2	5,2	2,7	48,3	
Malta	82,2	17,4	35,4	9,7	19,6	17,8	
Paesi Bassi	62,2	-	15,5	20,2	2,4	37,8	
Austria	35,9	21,4	11,6	2,6	0,4	64,1	
Portogallo	51,0	18,5	14,0	4,8	13,8	49,0	
Slovenia	42,5	27,6	11,6	3,0	0,3	57,5	
Slovacchia	46,4	27,1	18,1	0,0	1,2	53,6	
Finlandia	39,2	21,8	14,1	1,2	2,1	60,8	

Fonti: SEBC ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al debito considerato nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). Debito pubblico lordo al valore nominale e consolidato tra i sottosettori delle amministrazioni pubbliche. Per l'Irlanda le consistenze nazionali sono calcolate come la differenza tra il totale e le consistenze detenute dai non residenti.

La quota di debito pubblico dell'area dell'euro detenuta da residenti è diminuita in misura sostanziale prima della crisi finanziaria mondiale per poi aumentare nuovamente. Ad eccezione di alcuni paesi caratterizzati da un rapporto debito pubblico/PIL molto inferiore alla media dell'area dell'euro (quali Estonia, Lituania, Lussemburgo o Malta), prima della crisi finanziaria internazionale si è osservato un aumento complessivo della quota di consistenze detenute da non residenti (cfr. il grafico 1). Ci sono evidenze di un'integrazione finanziaria crescente nell'ambito dell'area dell'euro dopo l'introduzione della moneta unica¹⁴. La crisi finanziaria mondiale ha avuto un impatto considerevole sugli investimenti di portafoglio transfrontalieri, ulteriormente aggravato dalla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro nel 2010-2012. Gli investitori internazionali hanno riallocato i propri investimenti di portafoglio, per evitare quei paesi dell'area dell'euro che si

¹⁴ Cfr., ad esempio, Lane, P., "The real effects of European Monetary Union", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20:4, 2006, pagg. 47-66.

percepiva fossero in difficoltà¹⁵. In Spagna e in Italia la quota di debito pubblico detenuta da non residenti è diminuita tra il 2010 e il 2015. Andamenti analoghi si sono osservati in Grecia, Irlanda e Portogallo e, successivamente, a Cipro, dopo l'esclusione dei prestiti concessi da creditori non residenti nell'ambito dei programmi di assistenza finanziaria di UE/FMI. In altri paesi, quali la Germania e la Francia, la quota delle consistenze detenute da non residenti si è stabilizzata, collocandosi nel 2015 intorno al 50 per cento a livello dell'area dell'euro. La riduzione generale della quota di debito pubblico detenuta da non residenti è stata determinata per lo più dagli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) dal 2015 e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) dal 2020¹⁶. Riducendo i rendimenti dei titoli, tali programmi hanno anche incoraggiato gli investitori a riallocare i propri investimenti verso attività con rendimenti attesi più elevati. Gli investitori stranieri hanno riequilibrato i propri portafogli a favore di investimenti più appetibili¹⁷.

¹⁵ Cfr., ad esempio, Merler, S. e Pisani-Ferry, J., op. cit.

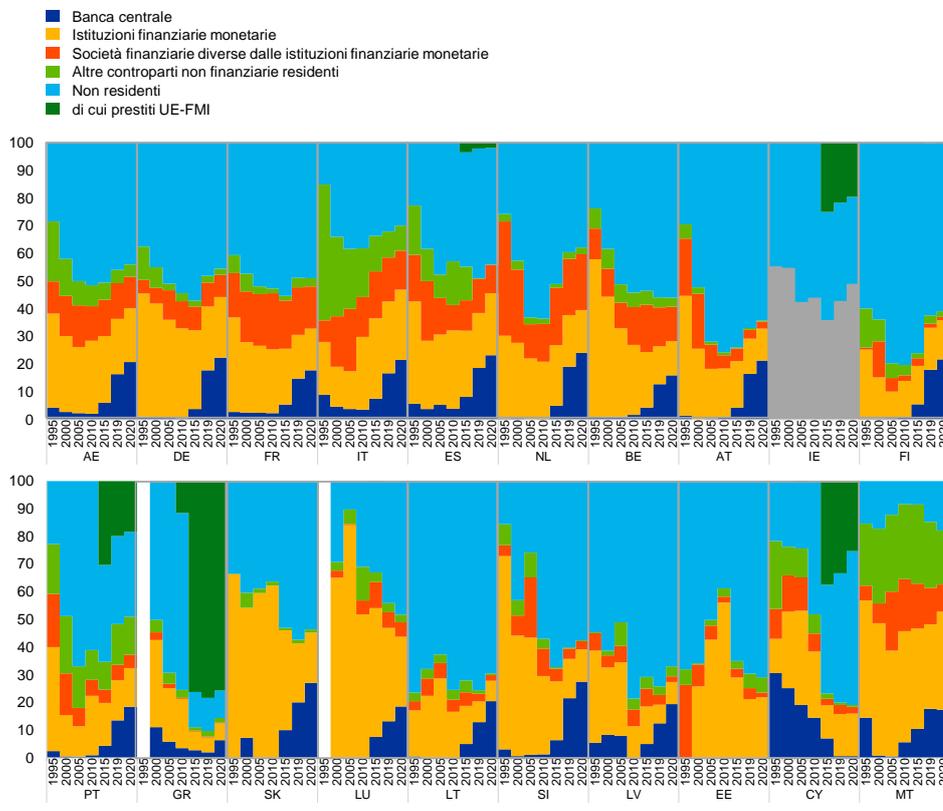
¹⁶ Cfr. anche Hammermann, F., Leonard, K., Nardelli, S. e von Landesberger, J., [Valutazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema al termine degli acquisti netti](#) nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

¹⁷ Cfr. Kojen, R.S.J., Koulischer, F., Nguyen, B. e Yogo, M., "Euro-Area Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing", *American Economic Review*, vol. 107, n. 5, 2017, pagg. 621-627.

Grafico 1

Struttura del debito pubblico dell'area dell'euro per detentore

(in percentuale del debito pubblico complessivo; 1995-2020)



Fonti: SEBC ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 2020. Per l'Irlanda la scomposizione delle consistenze nazionali non è disponibile, quindi gli istogrammi in grigio mostrano solo le consistenze nazionali complessive, calcolate come la differenza tra il totale e le consistenze detenute dai non residenti. Per i Paesi Bassi le consistenze detenute dalla banca centrale sono calcolate come la parte residua (cioè la differenza tra il totale e le altre sottocomponenti). I paesi sono classificati in base al PIL, la cui entità probabilmente influenza la struttura del debito. Le consistenze dell'Eurosistema non comprendono soltanto i titoli nazionali detenuti dalle banche centrali di ciascuno Stato. In primo luogo, anche la BCE detiene titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche; per ogni paese dell'area dell'euro, le consistenze detenute dalla BCE sono classificate come detenute da non residenti. In secondo luogo, a fini di politica monetaria, le banche centrali nazionali acquistano titoli UEM transfrontalieri. Ciononostante, i titoli nazionali detenuti dalle rispettive banche centrali rappresentano la maggior parte delle consistenze detenute dall'Eurosistema.

L'aumento del debito pubblico detenuto a livello nazionale è stato determinato principalmente dalle istituzioni finanziarie non monetarie fino alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro e in seguito dalle istituzioni finanziarie monetarie, incluse le banche centrali. Il grafico 1 mostra la scomposizione disponibile dei detentori nazionali. Prima della crisi finanziaria mondiale le banche e le altre società finanziarie residenti detenevano la maggior parte del debito pubblico. Le banche centrali e gli altri soggetti nazionali erano creditori meno rappresentativi, ad eccezione dei casi di Irlanda, Spagna, Italia, Malta e Portogallo dove le consistenze detenute dalle famiglie e dalle SNF erano più rilevanti, benché il loro peso fosse in diminuzione. Il grafico mostra che prima della crisi finanziaria mondiale la quota relativa di debito pubblico detenuta dalle altre società finanziarie è aumentata nella maggior parte dei paesi, a scapito di quella delle banche. Fattori strutturali, incluso l'invecchiamento della popolazione, e fattori istituzionali, quali le riforme delle pensioni che favoriscono i regimi pensionistici privati, hanno contribuito all'aumento delle consistenze detenute dalle altre società finanziarie, in

particolare dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione¹⁸. Durante la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro la quota di debito pubblico detenuta dalle banche è aumentata nei paesi soggetti a pressioni sui mercati finanziari, rafforzando così il nesso tra emittenti sovrani e banche. Da allora, riserve di capitale maggiori hanno rafforzato le banche dell'area dell'euro aumentandone la capacità di assorbimento delle perdite e la revisione del quadro normativo ha ridotto i rischi derivanti dal nesso tra emittenti sovrani e banche¹⁹. Infine, la quota di debito pubblico detenuta dalle banche centrali è aumentata dal 2015 in seguito agli acquisti da parte dell'Eurosistema nell'ambito del PSPP e del PEPP e alla fine del 2020 era pari al 20,8 per cento a livello dell'area dell'euro. I dati per paese mostrano solo le consistenze detenute dalle banche centrali nazionali, ma il debito pubblico nazionale complessivo detenuto dall'Eurosistema non può essere rilevato dai dati perché la BCE è classificata come creditore non residente. Inoltre, le altre banche centrali dell'area dell'euro detengono altresì titoli di Stato esteri. La quota dei titoli di Stato detenuta da investitori privati, che sono sensibili al prezzo, detta anche "flottante", rimane considerevole nell'area dell'euro, benché in diminuzione.

Riquadro 1

La struttura del debito pubblico per strumento

a cura di Henri Maurer

Debito pubblico: valutazione e composizione

Il debito pubblico (anche noto come "debito di Maastricht") è il debito lordo consolidato al valore facciale che risulta dalle seguenti categorie di passività delle amministrazioni pubbliche, secondo la definizione del Sistema europeo dei conti (SEC)²⁰: monete e depositi, titoli di debito e prestiti.

Il debito pubblico, così come viene comunicato all'Eurostat nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) riguarda tutti i livelli delle amministrazioni pubbliche: le amministrazioni centrali e gli enti dello Stato federale, le amministrazioni locali e gli enti di previdenza e assistenza sociale. Si definisce lordo poiché le attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche non vengono sottratte dalle passività. Il consolidamento avviene escludendo le passività emesse da un'amministrazione pubblica e detenute da un'altra, come ad esempio i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la Tesoreria.

La composizione del debito di Maastricht varia notevolmente fra i diversi paesi dell'area dell'euro. Il grafico A ne mostra la struttura nel 2019²¹. I titoli di debito costituiscono la voce più rilevante all'interno dell'aggregato dell'area dell'euro, con una quota che nel periodo compreso fra il 1995 e il 2019 ha oscillato fra il 70,5 e l'80,3 per cento.

L'incidenza relativa dei prestiti sul debito pubblico si è evoluta nel tempo, in particolare a causa della variazione del costo relativo dei prestiti bancari rispetto ai titoli di debito. Ad esempio, essa è

¹⁸ Regimi volontari o terzo pilastro dei sistemi pensionistici, cfr. Rodríguez-Vives, M. e Kezber, L., *La spesa sociale: i paesi dell'area dell'euro a confronto* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

¹⁹ Cfr. Dell'Ariccia, G., Ferreira, C., Jenkinson, N., Laeven, L., Martin, A., Minoiu, C. e Popov, A., "Managing the sovereign-bank nexus", *Working Paper Series*, n. 2177, BCE, 2018.

²⁰ Cfr. anche *Sistema europeo dei conti (SEC 2010)*, Eurostat, Commissione europea, 2013.

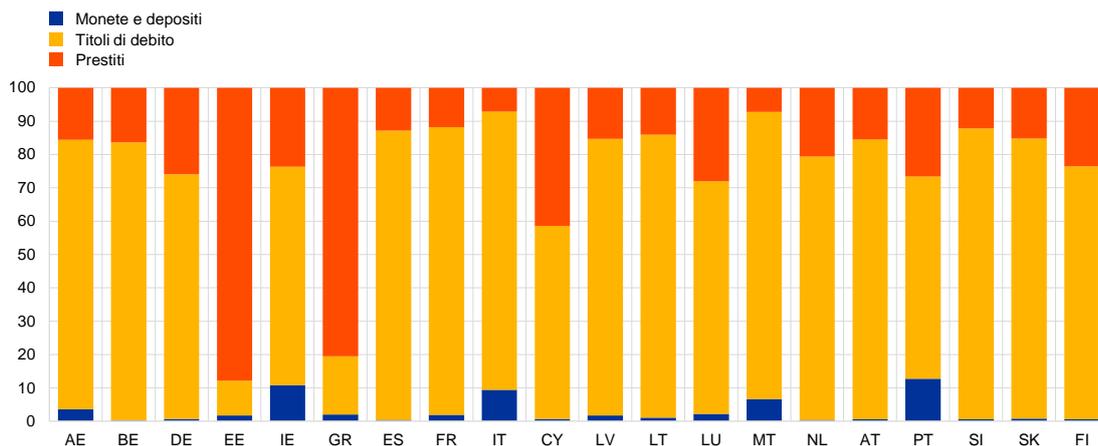
²¹ Informazioni aggiuntive sono disponibili sul sito Internet della BCE nelle sezioni dello Statistical Data Warehouse riguardanti le [statistiche di finanza pubblica](#) e [l'emissione di titoli di debito e il servizio del debito delle amministrazioni pubbliche dell'UE](#).

ulteriormente aumentata con i prestiti concessi nell'ambito dei programmi di assistenza finanziaria dell'UE/FMI a seguito della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, come messo in luce dal caso della Grecia (dove nel 2019 i prestiti rappresentavano l'80 per cento del debito) e, in misura minore, dai casi di Irlanda, Cipro e Portogallo.

Grafico A

Struttura del debito pubblico per strumento

(in percentuale del debito pubblico complessivo nel 2019)



Fonti: SEBC ed elaborazioni della BCE.

La componente del debito pubblico relativa a monete e depositi

Nel 2019 la componente del debito pubblico costituita da monete e depositi ammontava a 363 miliardi di euro, pari al 3,3 per cento del debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. Tale voce è alimentata perlopiù da prodotti di risparmio²² emessi dalle amministrazioni pubbliche e da depositi di soggetti diversi dalle amministrazioni pubbliche collocati presso la Tesoreria. Nel 2019 la componente dei depositi era costituita per il 37 per cento da buoni di risparmio emessi dalle amministrazioni centrali e detenuti direttamente dalle famiglie e per il 54 per cento da depositi detenuti presso le amministrazioni centrali da soggetti residenti finanziari o non finanziari (principalmente di natura pubblica). Il restante 9 per cento era rappresentato da depositi provenienti da soggetti esterni all'area dell'euro.

In merito alla componente di monete e depositi vi è molta eterogeneità fra i diversi paesi dell'area dell'euro dal punto di vista dell'utilizzo e degli accordi istituzionali. In due paesi nel 2019 i buoni e i depositi di risparmio ammontavano a più del 10 per cento del debito pubblico: l'11,6 per cento in Portogallo, dato principalmente da certificati di risparmio e buoni del Tesoro detenuti direttamente dalle famiglie, e il 10,5 per cento in Irlanda, dove è usuale per le famiglie detenere buoni di risparmio. In Italia, oltre ai buoni di risparmio detenuti direttamente dalle famiglie, i depositi includono anche i fondi raccolti da banche pubbliche per mezzo di buoni fruttiferi postali. A Malta dal 2017 lo Stato emette obbligazioni con cedola fissa non negoziabili a favore di cittadini maltesi di età

²² Secondo il SEC, solo i titoli negoziabili sono classificati come titoli di debito, mentre quelli non negoziabili, a prescindere dalla categoria specifica cui appartengono, rientrano fra i depositi. Vari prodotti di risparmio offerti come strumenti di risparmio personale (come i buoni fruttiferi, i libretti di risparmio, i certificati di risparmio o i conti di deposito) sono classificati come depositi.

pari o superiore a 62 anni. Nel 2019 questi titoli rappresentavano circa il 5,1 per cento del debito pubblico del paese.

In Grecia²³, Lituania, Lettonia e Francia i buoni e i depositi di risparmio contribuiscono al finanziamento delle amministrazioni pubbliche per una quota dei rispettivi debiti pubblici meno significativa (tra l'1 e il 2 per cento nel 2019). In Lituania la maggior parte dei buoni di risparmio emessi dal Tesoro è detenuta dalle famiglie. In Lettonia gli ufficiali giudiziari e i custodi nei procedimenti di recupero crediti sono obbligati a detenere i depositi trasferibili nei conti di Tesoreria. In Francia la maggior parte dei depositi detenuti presso le amministrazioni pubbliche fanno capo a soggetti pubblici (classificati come diversi dalle amministrazioni pubbliche) o sono depositi detenuti presso la Tesoreria connessi con l'emissione di valute estere ancorate all'euro con un tasso di cambio fisso. Negli altri paesi dell'area dell'euro la quota di debito pubblico costituita da depositi è marginale.

La componente relativa alle monete, infine, rappresenta una piccola quota delle passività delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro (lo 0,3 per cento di un ammontare prossimo a 30 miliardi di euro) e corrisponde alle monete metalliche in euro in circolazione (detenute principalmente dalle famiglie) nei paesi in cui lo Stato è responsabile del conio²⁴.

4 Quota di debito pubblico detenuta dalle famiglie

Dati più granulari consentono una valutazione del ruolo delle famiglie nel finanziamento del debito pubblico. Le statistiche annuali di finanza pubblica utilizzate nella sezione precedente non permettono tale analisi. Non è infatti possibile distinguere il debito pubblico detenuto direttamente dalle famiglie poiché famiglie e società non finanziarie sono ricomprese nel medesimo gruppo. Né è facilmente osservabile il ruolo indiretto delle famiglie nel finanziamento del debito pubblico, in quanto ciò richiede di “guardare attraverso” (“look through”) gli intermediari finanziari. I conti finanziari per settore, tuttavia, forniscono un quadro completo per l'analisi del ruolo delle famiglie nel finanziamento del debito pubblico. La scomposizione di tali conti, in dati “who-to-whom”, presenta le posizioni finanziarie tra settori, fornendo quindi una visione più dettagliata delle modalità di finanziamento delle amministrazioni pubbliche²⁵. La figura 1 illustra la rete di attività tra settori dell'area dell'euro sotto forma di depositi, titoli di debito, partecipazioni in fondi di investimento e prodotti assicurativi e pensionistici. Include soltanto gli strumenti rilevanti per la valutazione del contributo delle famiglie al finanziamento del debito pubblico, ma non mostra tutte le modalità in cui il debito pubblico è finanziato, in quanto dalla figura sono esclusi i prestiti. Non riporta, inoltre, tutte le attività finanziarie delle famiglie, data l'esclusione delle consistenze detenute in azioni e

²³ In Grecia i buoni e i depositi di risparmio corrispondono a depositi a termine detenuti dalle famiglie poiché il soggetto che svolge attività in conto deposito è riclassificato tra le amministrazioni pubbliche.

²⁴ Lo Stato è incaricato del conio delle monete in tutti i paesi dell'area dell'euro, fatta eccezione per la Slovacchia e per i tre Stati baltici, in cui le monete metalliche rappresentano una passività della banca centrale.

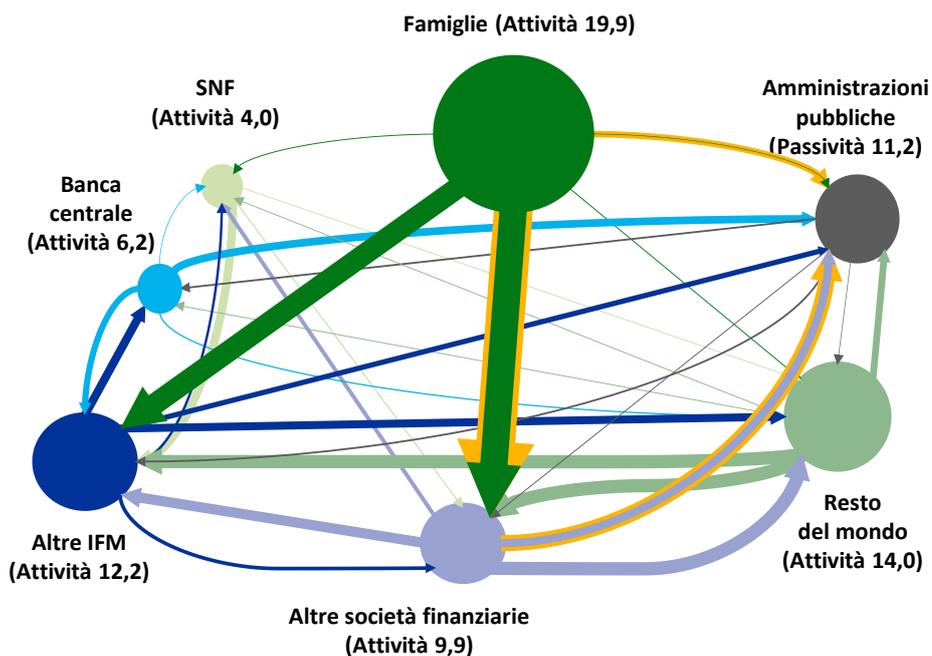
²⁵ Per una rassegna sulla disponibilità dei dati, cfr. [l'Indirizzo della Banca centrale europea, del 25 luglio 2013, relativo agli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore dei conti finanziari trimestrali](#) (BCE/2013/24) (GU L 2, del 7.1.2014, pag. 34)

altre partecipazioni ²⁶. Fornisce, in ogni caso, una panoramica della complessità delle relazioni di finanziamento nell'area dell'euro.

Figura 1

Finanziamento amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro da parte di altri settori secondo relazioni di finanziamento "who-to-whom" (depositi, titoli di debito, partecipazioni in fondi di investimento e prodotti assicurativi e pensionistici)

(consistenze; 3° trim. 2020; migliaia di miliardi di euro)



Fonti: SEBC ed elaborazioni della BCE.

Note: per tutti i settori escluse le amministrazioni pubbliche, le dimensioni dei nodi sono proporzionali alla combinazione delle attività di ciascun settore sotto forma di depositi, titoli di debito, partecipazioni in fondi di investimento e prodotti assicurativi e pensionistici (escluse le attività all'interno del settore). Per le amministrazioni pubbliche, le dimensioni dei nodi sono proporzionali alla combinazione delle passività sotto forma di depositi e titoli di debito (escluse le attività all'interno del settore). Le consistenze di tali combinazioni di attività e passività sono indicate tra parentesi. Lo spessore delle frecce che collegano due settori indica l'importo totale dei finanziamenti da un settore all'altro ottenuto combinando tali strumenti. Per tutti i settori escluse le amministrazioni pubbliche, la somma delle frecce che partono dal nodo corrisponde alla dimensione del nodo. Per le amministrazioni pubbliche, la somma delle frecce che arrivano al nodo corrisponde alla dimensione del nodo. Sono riportate soltanto le relazioni di finanziamento combinate superiori a 100 miliardi di euro.

Riquadro 2

Attività delle compagnie di assicurazione, dei fondi pensione e dei fondi di investimento dell'area dell'euro nella forma di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

a cura di Jürgen Herr

Le passività delle compagnie di assicurazione, dei fondi pensione e, in misura minore, dei fondi di investimento dell'area dell'euro sono maggiormente concentrate nel settore delle famiglie.

Il grafico A mostra che le principali passività delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro sono, rispettivamente, riserve tecniche per assicurazioni vita e diritti pensionistici. Alla fine del terzo trimestre del 2020 le riserve tecniche per assicurazioni vita corrispondevano a più di 6.000 miliardi di euro, circa il 70 per cento del totale delle passività del settore assicurativo.

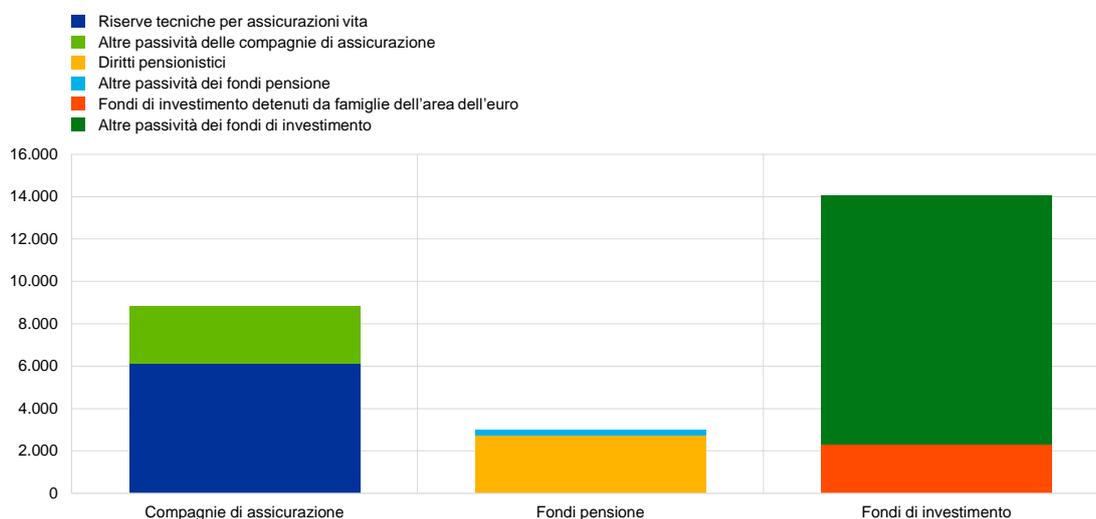
²⁶ Cfr. inoltre il rapporto sul settore delle famiglie relativo al terzo trimestre del 2020, *Quarterly report of financial and non-financial accounts for the household sector in the euro area*, BCE, 2021.

Sempre alla fine dello stesso trimestre, nei fondi pensione dell'area dell'euro figuravano diritti pensionistici lievemente superiori a 2.700 miliardi, vale a dire più del 90 per cento delle passività totali di questo settore. Oltre il 98 per cento di tali riserve tecniche e diritti pensionistici è nei confronti di residenti dell'area dell'euro²⁷, mentre le passività dei fondi di investimento dell'area presentano una distribuzione più diversificata. Secondo le stime solo il 17 per cento circa delle partecipazioni in fondi di investimento è detenuto da famiglie dell'area dell'euro, per un ammontare pari, approssimativamente, a 2.300 miliardi di euro. Il grafico B illustra la sempre maggiore incidenza, nel corso degli ultimi 13 anni, di questi prodotti sul totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie dell'area dell'euro, con un passaggio dal 33 per cento nel 2008 al 42 per cento nel 2020.

Grafico A

Passività delle compagnie di assicurazione, dei fondi pensione e dei fondi di investimento dell'area dell'euro

(consistenze; 3° trim. 2020; miliardi di euro)



Fonti: SEBC ed elaborazioni della BCE.

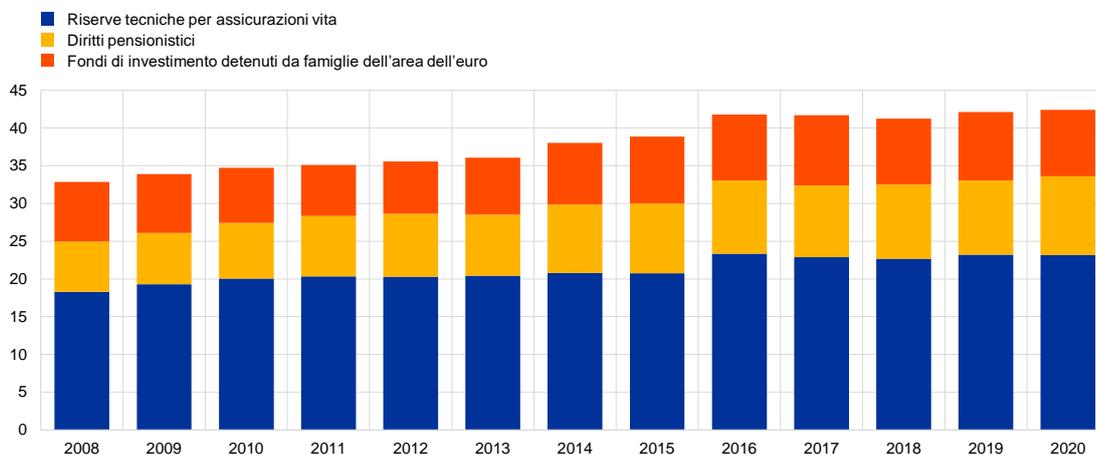
Nota: i fondi di investimento detenuti da famiglie dell'area dell'euro sono ragionevolmente prossimi alle partecipazioni in fondi di investimento emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro e detenute da famiglie dell'area.

²⁷ Per maggiori dettagli relativi alle statistiche sui fondi pensione, cfr. Gutiérrez Curos, J., Herr, J., Quevedo, R., Valadzija, M. e Yeh, M.-L., *Nuove statistiche sui fondi pensione* nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

Grafico B

Incidenza dei prodotti assicurativi, pensionistici e dei fondi di investimento sul totale delle attività finanziarie delle famiglie dell'area dell'euro

(in percentuale del totale delle attività finanziarie delle famiglie dell'area dell'euro)



Fonti: SEBC ed elaborazioni della BCE.

Note: i fondi di investimento detenuti da famiglie dell'area dell'euro sono ragionevolmente prossimi alle partecipazioni in fondi di investimento emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro e detenute da famiglie dell'area. Valutazione al 2016 delle riserve tecniche per assicurazioni vita conforme alla normativa "Solvibilità II" (Solvency II).

Le attività detenute in titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro ammontano a importi considerevoli. Il grafico C mostra che i titoli di debito costituiscono la voce principale fra le attività iscritte nei bilanci delle compagnie di assicurazione dell'area dell'euro, pari a oltre il 40 per cento del totale delle attività finanziarie di queste ultime. Gli investimenti in titoli di Stato dell'area ammontavano a oltre 1.700 miliardi di euro. Alla fine del terzo trimestre del 2020 un valore prossimo al 65 per cento di tali consistenze era costituito da titoli di debito nazionali, sintomo di una forte preferenza per i titoli del proprio paese.

I fondi pensione dell'area dell'euro detengono titoli di debito per più di 770 miliardi, cioè intorno al 25 per cento del totale delle loro attività. Circa 230 miliardi di questi titoli di debito sono stati emessi da soggetti non residenti nell'area dell'euro. Come nel caso delle compagnie di assicurazione, gli investimenti in titoli di Stato dell'area dell'euro rappresentavano approssimativamente la metà di tali consistenze e alla fine del terzo trimestre del 2020 ammontavano a oltre 400 miliardi di euro.

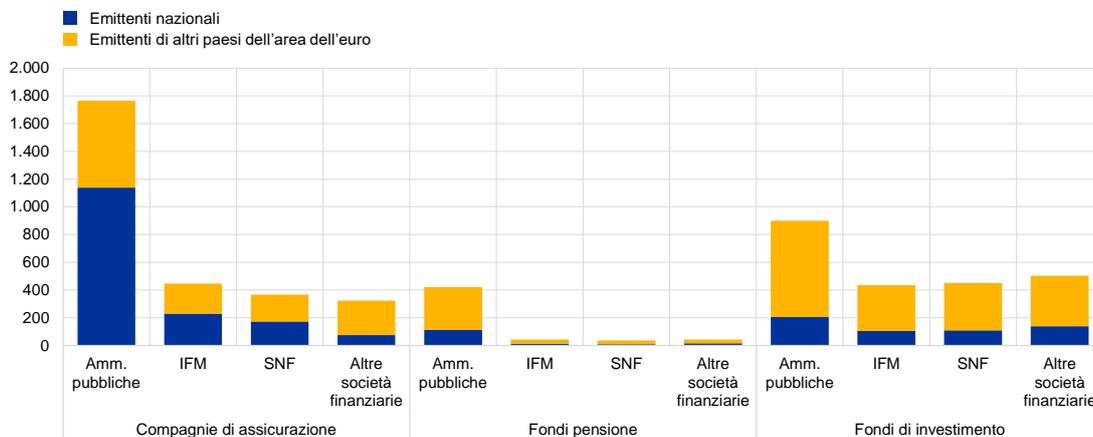
Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione dell'area dell'euro detengono anche ampie quote di debito pubblico per via indiretta, tramite partecipazioni in fondi di investimento. Oltre il 95 per cento di tali quote è stato emesso da soggetti appartenenti all'area dell'euro, come si evince dai dati sui fondi di investimento dell'area.

Anche i fondi di investimento dell'area dell'euro detengono titoli di debito in misura rilevante (che rappresentano circa il 37 per cento del totale delle loro attività). A differenza di quanto accade per compagnie di assicurazione e fondi pensione, gli investimenti sui mercati obbligazionari sono distribuiti in maniera più ampia dal punto di vista geografico e i titoli di debito di emittenti non appartenenti all'area dell'euro rappresentano oltre il 50 per cento dell'ammontare complessivo dei titoli di debito detenuti. Inoltre, gli investimenti in titoli di debito dell'area dell'euro sono principalmente rivolti al settore delle amministrazioni pubbliche e ammontano approssimativamente a 900 miliardi di euro. Tuttavia, alla fine del terzo trimestre del 2020 solo meno del 25 per cento di questi titoli era emesso da amministrazioni pubbliche nazionali.

Grafico C

Titoli di debito dell'area dell'euro detenuti per settore di emissione e area geografica

(consistenze; 3° trim. 2020; miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: "IFM" sta per "istituzioni finanziarie monetarie" e "SNF" sta per "società non finanziarie".

Le famiglie contribuiscono al finanziamento del debito pubblico in forma sia diretta sia indiretta.

Il debito pubblico direttamente detenuto dalle famiglie corrisponde ai loro depositi nei confronti delle amministrazioni pubbliche (cfr. il riquadro 1), cui si sommano le consistenze in titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche. Le famiglie non forniscono prestiti alle amministrazioni pubbliche. Non esiste invece una definizione univoca dei titoli detenuti indirettamente. Secondo una definizione ristretta di finanziamento indiretto, si considerano solo i titoli detenuti indirettamente tramite i fondi di investimento, in quanto i singoli individui scelgono tali fondi in base alle loro caratteristiche e, in particolare, al tipo di attività in cui investono. Secondo una definizione molto ampia di finanziamento indiretto, è possibile considerare tutti gli intermediari finanziari. Ai fini del presente articolo, si privilegia una definizione intermedia di finanziamento indiretto. Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione, in qualità di investitori di lungo periodo, acquisiscono attività con scadenza a lungo termine, in particolare titoli di Stato, per ricalcare il profilo per scadenza delle loro passività. È possibile considerare le loro attività come indirettamente detenute dalle famiglie. Al contrario, gli investimenti delle IFM in debito pubblico non sono considerati attività indirette delle famiglie, in quanto, nel soddisfare la loro funzione di trasformazione, le banche non stanziano il portafoglio di attività a garanzia dei loro obblighi verso i depositanti. Sebbene le famiglie svolgano un ruolo significativo nel finanziamento del debito pubblico attraverso il collocamento di depositi presso le IFM, che a loro volta investono in titoli di Stato, tale canale è differente dal finanziamento indiretto delle famiglie attraverso i fondi di investimento, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione residenti. Tale distinzione è utile per valutare l'importanza relativa dell'intermediazione finanziaria bancaria e non bancaria.

Le quote detenute indirettamente tuttavia escludono diversi importanti canali attraverso i quali le famiglie possono contribuire al finanziamento del debito pubblico. Nella figura 1 i canali analizzati sono evidenziati in giallo. Per il debito detenuto indirettamente dalle famiglie è considerato solo il debito detenuto

direttamente da fondi di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione residenti. Ad esempio, vi sono notevoli interconnessioni di tipo finanziario tra le altre società finanziarie residenti (ad esempio, compagnie di assicurazione e fondi pensione che investono in fondi di investimento, con questi ultimi che investono in titoli di debito), che non sono qui considerate come debito detenuto indirettamente²⁸. Inoltre, parte delle consistenze investite dalle famiglie in fondi non residenti è reinvestita in debito pubblico, ma non è qui inclusa nel debito detenuto indirettamente dalle famiglie²⁹. Al fine di arricchire l'esercizio di raffronto, si considerano altre economie avanzate, ossia gli Stati Uniti, il Canada e il Regno Unito³⁰. I dati trimestrali sono disponibili dal 1951 (per gli Stati Uniti) e dal 2013 (per i paesi dell'area dell'euro) fino al terzo trimestre del 2020 per tutti i paesi. Poiché nei conti finanziari le consistenze in essere sono registrate al valore di mercato, mentre il debito pubblico è indicato al valore facciale, le quote detenute direttamente e indirettamente sono calcolate utilizzando il debito pubblico al valore di mercato come denominatore³¹.

²⁸ L'applicazione di un autentico "look through" richiederebbe la reiterazione del metodo e consentirebbe la completa rimozione dell'intermediazione.

²⁹ Dati più granulari, come le statistiche sulle disponibilità in titoli ([Securities Holdings Statistics](#)), permetterebbero di identificare alcune occorrenze di tale fenomeno (denominato "round tripping").

³⁰ Nei conti finanziari degli Stati Uniti anche gli hedge fund nazionali sono classificati nel settore delle famiglie, mentre nel Sistema europeo dei conti (SEC) sono classificati come fondi di investimento. Inoltre, nei conti finanziari gli strumenti di debito delle amministrazioni pubbliche sono registrati al valore nominale. Per il Regno Unito, i dati di bilancio dei fondi di investimento non sono disponibili su base disaggregata. Le partecipazioni indirette, pertanto, sono calcolate utilizzando solo le partecipazioni dirette delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione.

³¹ Per i paesi non appartenenti all'UE, il debito pubblico è calcolato utilizzando una definizione prossima agli standard europei, sia in termini di strumenti sia di perimetro delle amministrazioni pubbliche. I dati calcolati sono simili a quelli pubblicati dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) (cfr. la sezione del sito Internet della BRI sul [credito al settore non finanziario](#)).

Tavola 2

Quote di debito pubblico detenute direttamente e indirettamente dalle famiglie

(in percentuale del debito pubblico totale; 1995-2020)

	4° trim. 1995	4° trim. 2000	4° trim. 2005	4° trim. 2010	4° trim. 2015	Totale (a)+(b)+(c)	3° trim. 2020			
							Dirette (a) + (b)			Indirette (c)
							Depositi (a)	Titoli di debito (b)		
Belgio					13,9	9,6	0,2	0,0	0,2	9,4
Germania					2,3	2,4	0,2	0,0	0,2	2,2
Estonia			0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	0,0	0,0	1,0
Irlanda		19,5	16,4	9,8	9,1	9,6	9,1	9,1	0,0	0,5
Grecia					2,1	2,6	1,6	1,3	0,3	1,0
Spagna		14,8	8,6	10,2	12,4	9,4	0,1	0,0	0,1	9,2
Francia	23,2	19,6	11,1	10,8	12,4	12,2	0,0	0,0	0,0	12,2
Italia		38,2	34,3	23,0	22,9	18,9	6,9	2,2	4,7	12,0
Cipro					2,8	2,7	2,5	0,0	2,5	0,1
Lettonia			3,5	2,4	6,8	2,8	1,2	1,1	0,1	1,7
Lituania		2,4	12,0	8,4	6,6	2,7	1,3	0,3	1,0	1,4
Lussemburgo		8,4	5,3	7,3	1,0	0,5	0,3	0,0	0,3	0,1
Malta					30,5	20,3	19,4	4,8	14,6	0,9
Paesi Bassi				10,1	15,8	16,1	0,2	0,0	0,2	15,9
Austria		6,2	2,5	2,1	2,2	1,7	0,2	0,0	0,2	1,5
Portogallo		19,0	13,6	9,4	12,3	15,3	11,9	10,1	1,8	3,4
Slovenia			15,9	8,0	2,9	2,1	0,2	0,0	0,1	1,9
Slovacchia					4,7	3,2	0,1	0,0	0,1	3,1
Finlandia					0,9	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Area dell'euro					15,8	15,8	2,2	1,2	1,0	13,7
Stati Uniti	50,3	45,1	45,0	39,5	34,4	31,5	14,5	0,6	13,9	17,0
Canada	36,8	44,6	39,9	36,8	34,7	28,6	2,9	0,6	2,3	25,7
Regno Unito	47,2	53,9	46,8	26,6	23,9	26,6	7,8	7,7	0,1	18,8

Fonti: SEBC, Federal Reserve System, Statistics Canada, Office for National Statistics ed elaborazioni della BCE.

Note: per l'Irlanda e il Portogallo le quote detenute direttamente dalle famiglie comprendono soltanto depositi anteriori, rispettivamente, al quarto trimestre e al primo trimestre del 2013. Per gli Stati Uniti, i depositi corrispondono ai titoli di risparmio (Savings Securities) – principalmente alle serie EE, HH e I dei buoni di risparmio (Savings bonds) – e per il Canada corrispondono ai buoni di risparmio canadesi (Canada Savings Bonds, CSB). L'aggregato dell'area dell'euro non corrisponde alla media ponderata degli Stati membri perché sono considerate le consistenze detenute direttamente o indirettamente dalle famiglie non soltanto con riferimento al debito pubblico interno, ma anche a quello degli altri Stati membri dell'UEM. La quota detenuta indirettamente è ricavata moltiplicando i titoli di Stato nazionali direttamente detenuti da compagnie di assicurazione, fondi pensione e fondi di investimento per la quota di passività nei confronti delle famiglie residenti sul totale delle passività.

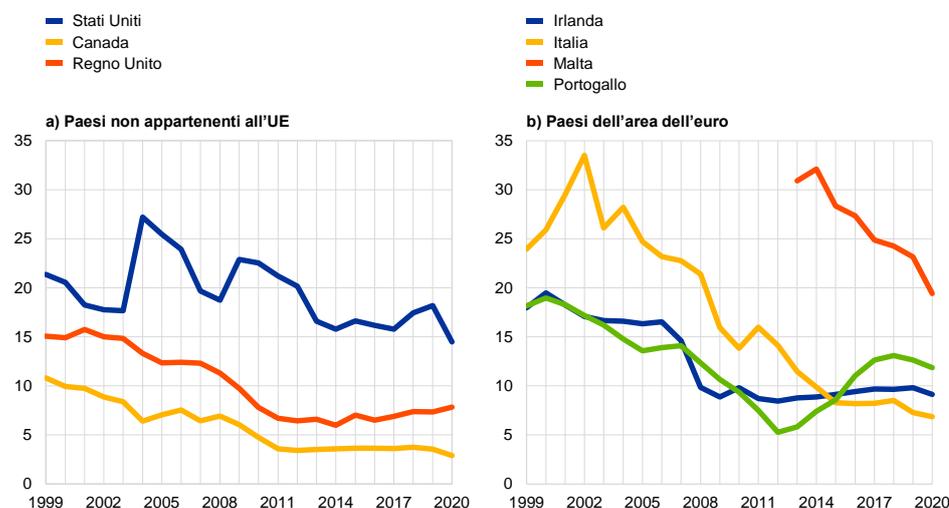
Le quote di debito pubblico detenute direttamente dalle famiglie sono relativamente contenute nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro e sono in calo dall'introduzione della moneta unica. La tavola 2 mostra per tutti i paesi la quota di debito pubblico detenuta direttamente dalle famiglie sotto forma di depositi e titoli di debito. Come evidenziato nel riquadro 1, le quote detenute direttamente sotto forma di depositi sono molto specifiche di diversi paesi dell'area dell'euro (principalmente Irlanda, Italia, Malta e Portogallo), ma sono state consistenti anche negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito. Il grafico 2 mostra

una generale tendenza alla diminuzione di tali strumenti di risparmio³². Il calo potrebbe essere stato determinato dalla scelta delle amministrazioni pubbliche di ridurre l'ampiezza di programmi di collocamento del debito presso investitori al dettaglio relativamente costosi. Tali programmi talvolta offrono esenzioni fiscali o premi e ciò li rende più onerosi rispetto al finanziamento sul mercato. Il decremento può inoltre derivare da una riduzione della domanda, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, o da un passaggio a sistemi pensionistici privati. Alla contrazione potrebbe aver contribuito anche la concorrenza di prodotti simili emessi dalle banche. Le quote detenute direttamente sotto forma di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche mostrano altresì una marcata eterogeneità tra paesi: sono molto elevate a Malta e negli Stati Uniti e relativamente cospicue in Italia. Come nel caso dei depositi, l'emissione di speciali obbligazioni al dettaglio contribuisce alle maggiori quote detenute direttamente dalle famiglie sotto forma di titoli³³. In totale, nel terzo trimestre del 2020 le famiglie detenevano direttamente circa il 2 per cento del debito pubblico nell'area dell'euro, ma tale quota era prossima al 20 per cento a Malta, al 10 per cento in Irlanda e Portogallo e a circa il 7 per cento in Italia. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito la quota di debito pubblico detenuta direttamente dalle famiglie si avvicinava, rispettivamente, al 15 e all'8 per cento.

Grafico 2

Debito pubblico detenuto direttamente dalle famiglie

(in percentuale del debito pubblico totale; 1999-2020)



Fonti: SEBC, Federal Reserve System, Statistics Canada, Office for National Statistics ed elaborazioni della BCE.

Note: per l'Irlanda e il Portogallo, le quote di debito pubblico detenute direttamente dalle famiglie comprendono soltanto depositi anteriori al 2013. Sono inclusi solo i paesi in cui le quote detenute direttamente sono o sono state prossime o superiori al 10 per cento. Il marcato incremento del 2004 negli Stati Uniti corrisponde a un'interruzione dei dati relativi alle Municipal Bonds e non alle operazioni effettive. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2020.

³² In Portogallo l'emissione di nuovi certificati di risparmio (Treasury Certificates Savings Plus) nel 2013 ha contribuito alla ripresa dei depositi delle famiglie nei confronti delle amministrazioni pubbliche.

³³ Negli Stati Uniti le esenzioni fiscali associate alle obbligazioni delle amministrazioni municipali (Municipal Bonds) rendono tali strumenti più appetibili per le famiglie, sebbene essi non siano strettamente riservati agli investitori al dettaglio. A Malta gli investitori possono impiegare i propri fondi in titoli di Stato nazionali (Malta Government Stocks, MGS) attraverso aste competitive e domande di acquisto al dettaglio non competitive. In Italia lo Stato ha emesso per la prima volta nel 2012 i BTP Italia, obbligazioni indicizzate all'inflazione appositamente studiate per gli investitori al dettaglio. A giugno 2020 ha inoltre emesso una nuova serie di obbligazioni collegate al PIL.

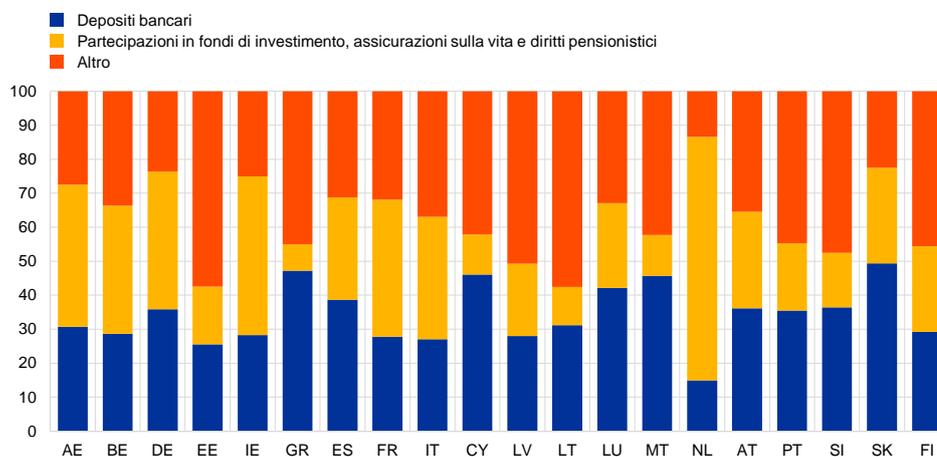
Il debito pubblico detenuto indirettamente dalle famiglie è inferiore dove le banche hanno una quota maggiore di intermediazione finanziaria e più elevato nei paesi in cui le interconnessioni finanziarie tra le altre società finanziarie sono meno numerose. Nel terzo trimestre del 2020 le famiglie detenevano

indirettamente circa il 14 per cento del debito pubblico nell'area dell'euro, rispecchiando gli ampi portafogli in titoli di Stato dei fondi di investimento, delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione (cfr. il riquadro 2). Il livello del debito detenuto indirettamente dipende dall'importanza relativa delle partecipazioni nei fondi di investimento e dei prodotti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione sul totale delle attività finanziarie delle famiglie. A tale proposito, nell'area dell'euro la quota relativa dei depositi bancari è maggiore e in parte contribuisce alle minori quote di debito pubblico detenute indirettamente rispetto a quanto si osserva in economie come gli Stati Uniti, in cui le altre società finanziarie svolgono un ruolo più attivo nella gestione del risparmio delle famiglie. All'interno dei paesi dell'area dell'euro tale fattore spiega le più ridotte quote detenute indirettamente in Germania, Spagna, Cipro, Malta, Austria, Portogallo e Slovacchia e il livello più elevato di debito detenuto indirettamente nei Paesi Bassi, in cui i fondi pensione sono particolarmente sviluppati (cfr. il grafico 3). Il livello del debito detenuto indirettamente è influenzato anche dalla strategia di allocazione delle risorse dei fondi di investimento, delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, vale a dire dalla misura in cui essi investono direttamente in attività che il settore non finanziario (come le amministrazioni pubbliche o le società non finanziarie) emette per coprire le proprie esigenze di finanziamento, o dalla misura in cui investono in fondi che, in ultima analisi, impiegano capitali in passività emesse dal settore non finanziario. Il grafico 4 mostra che nell'area dell'euro l'intensità delle interconnessioni finanziarie tra le altre società finanziarie varia da paese a paese e contribuisce alle minori quote di debito detenute indirettamente in Germania, Paesi Bassi, Austria e Finlandia, in quanto si considera solo il debito pubblico detenuto direttamente da fondi di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione.

Grafico 3

Composizione per strumento delle attività finanziarie delle famiglie nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale delle attività finanziarie totali; 3° trim. 2020).



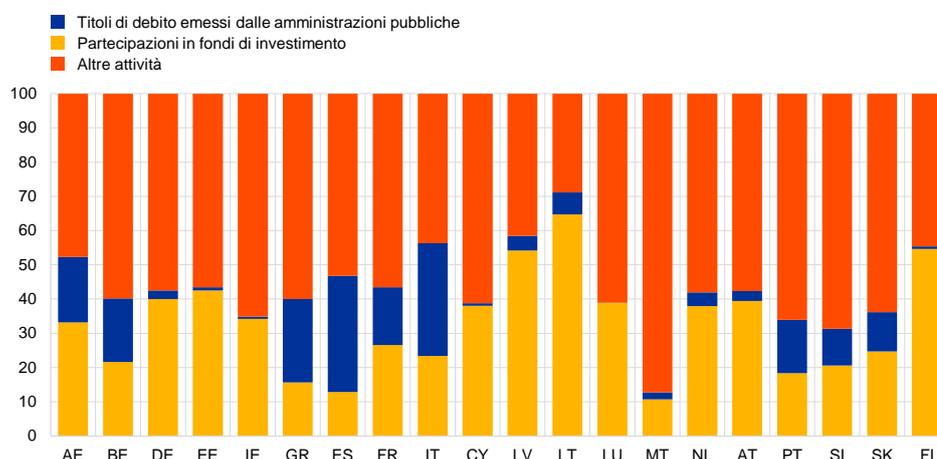
Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "altro" include banconote, titoli di debito, azioni e altre partecipazioni, prestiti concessi dalle famiglie a tutti i settori istituzionali e altri crediti.

Grafico 4

Composizione per strumento delle attività finanziarie dei CAFP nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale delle attività finanziarie totali; 3° trim. 2020).



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "altre attività" include banconote, titoli di debito emessi da settori diversi dalle amministrazioni pubbliche, azioni e altre partecipazioni, prestiti concessi dai CAFP a tutti i settori istituzionali e altri crediti.

Le quote di debito pubblico complessivamente detenute dalle famiglie sono considerevoli e concentrate tra quelle più abbienti. Nel terzo trimestre del 2020 le famiglie detenevano, sia direttamente sia indirettamente, circa il 16 per cento del debito pubblico nell'area dell'euro, ma tale livello era prossimo al 20 per cento a Malta e in Italia, al 15 per cento in Portogallo e al 12 per cento in Francia (cfr. la tavola 2). Negli Stati Uniti le famiglie detengono circa un terzo del debito pubblico, mentre in Canada e nel Regno Unito tale quota si avvicina a un quarto. Per i paesi

dell'area dell'euro, l'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie dell'Eurosistema ([Household Finance and Consumption Survey, HFCS](#)³⁴) mostra che all'interno di ciascun paese gli strumenti di debito pubblico detenuti sono più concentrati nella parte superiore della distribuzione del reddito³⁵ (cfr. il grafico 5)³⁶. Tra le famiglie appartenenti al quintile superiore di reddito si evidenzia una maggiore propensione a possedere obbligazioni emesse dalle amministrazioni pubbliche. La preferenza per tale tipo di attività è complessivamente molto ridotta nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, ma tra questi il quadro è eterogeneo: la tendenza a detenere obbligazioni emesse dalle amministrazioni pubbliche è relativamente elevata in Irlanda, Italia e Malta. Le famiglie appartenenti al quintile superiore di reddito, inoltre, presentano una maggiore propensione ad avere almeno un piano pensionistico o una polizza di assicurazione sulla vita. Ciò indica anche uno sbilanciamento del debito detenuto indirettamente verso le famiglie più benestanti. L'alfabetizzazione e la preparazione finanziaria, nonché il ricorso a consulenze professionali in ambito finanziario, svolgono un ruolo importante sia nella composizione della ricchezza delle famiglie sia nella redditività dei loro investimenti e sono probabilmente una determinante significativa dello sbilanciamento osservato³⁷.

³⁴ L'indagine HFCS raccoglie informazioni su attività, passività, reddito e consumi delle famiglie. Cfr. Household Finance and Consumption Network, "[The Household Finance and Consumption Survey: results from the 2017 wave](#)", *Statistics Paper Series*, n. 36, BCE, 2020.

³⁵ Poiché la distribuzione della ricchezza delle famiglie è disomogenea e determinati strumenti finanziari sono detenuti quasi esclusivamente (e in grandi quantità) da quelle più abbienti, nelle proprie indagini la maggior parte dei paesi applica qualche forma di sovracampionamento delle famiglie benestanti. Nelle indagini, tuttavia, la coda superiore della distribuzione della ricchezza potrebbe essere ancora sottorappresentata. Cfr. Chakraborty, R., Kavonius, I., Pérez-Duarte, S. e Vermeulen, P., "[Is the top tail of the wealth distribution the missing link between the Household Finance and Consumption Survey and national accounts?](#)", *Working Paper Series*, n. 2187, BCE, 2018.

³⁶ L'indagine HFCS non contribuisce a spiegare le differenze tra paesi all'interno dell'area dell'euro. A partire dalle disaggregazioni disponibili nell'indagine è soltanto possibile valutare la propensione a detenere gli strumenti considerati, mentre non risultano disponibili i corrispondenti importi. I dati dell'indagine non consentono, pertanto, di calcolare il debito detenuto direttamente e indirettamente.

³⁷ Cfr. Stolper, O.A. e Walter, A., "Financial literacy, financial advice, and financial behavior", *Journal of Business Economics*, vol. 87, n. 5, 2017, pagg. 581-643.

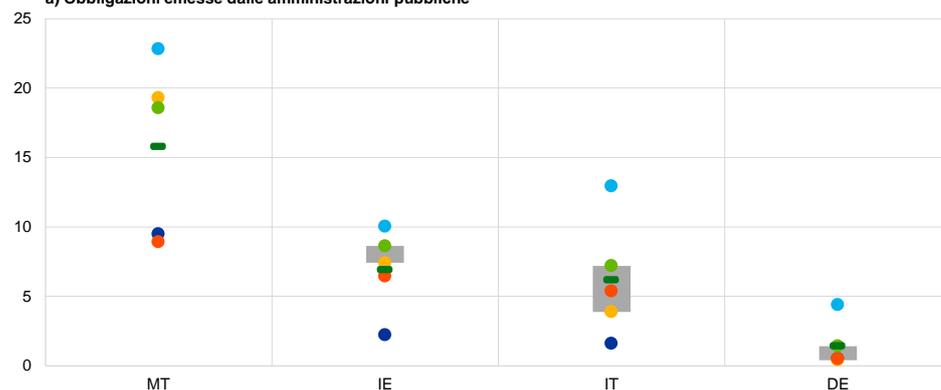
Grafico 5

Propensione delle famiglie a detenere attività finanziarie per quintile di reddito

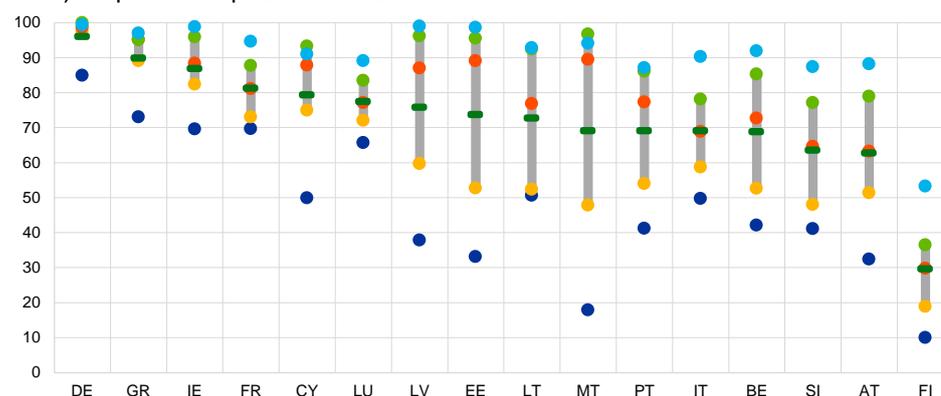
(propensione in percentuale per quintile di reddito)



a) Obbligazioni emesse dalle amministrazioni pubbliche



b) Piani pensionistici e polizze di assicurazione sulla vita



Fonte: risultati dell'edizione 2017 dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (HFCS).

Note: il pannello a) mostra la quota detenuta dalle famiglie di obbligazioni emesse dallo Stato o da altre amministrazioni pubbliche nei cinque quintili di reddito. Sono riportati solo i paesi per i quali il totale delle quote detenute è superiore all'1 per cento. Il pannello b) mostra la quota di famiglie che detengono almeno un piano pensionistico o una polizza di assicurazione sulla vita. I dati relativi alla Spagna non sono ancora disponibili. Per i Paesi Bassi e la Slovacchia, la propensione a detenere almeno un piano pensionistico o una polizza di assicurazione sulla vita è praticamente pari al 100 per cento per tutti i quintili di reddito. Le barre verticali di colore grigio mostrano l'intervallo della propensione relativo alle famiglie a reddito medio tra i quintili 20 e 80. I paesi sono classificati in base alla loro propensione totale a detenere le specifiche attività finanziarie.

5 Osservazioni conclusive

Negli ultimi due decenni la struttura del debito pubblico per detentore ha subito un'evoluzione, determinata dall'integrazione finanziaria, dalle crisi economiche e dalle risposte di politica economica. Nelle prime fasi dell'UEM, la crescente integrazione finanziaria ha indotto un aumento del debito pubblico detenuto all'estero. La crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro hanno provocato una drastica riduzione degli investimenti di portafoglio a scapito dei paesi dell'area percepiti in difficoltà, amplificando il circolo vizioso tra emittenti sovrani e banche, date le interdipendenze tra lo stato di salute finanziaria

dei due soggetti. Anche l'importanza delle altre società finanziarie nel finanziamento del debito pubblico è cresciuta nel corso del tempo, in quanto i cambiamenti strutturali e istituzionali (ad esempio l'invecchiamento della popolazione e la creazione di pilastri pensionistici a capitalizzazione) hanno contribuito all'aumento degli investimenti in prodotti pensionistici e assicurativi sulla vita. Infine, gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema hanno concorso alla riduzione, iniziata nel 2015, delle quote di debito pubblico detenute da non residenti e banche.

La quota di debito pubblico direttamente e indirettamente detenuta dalle famiglie è significativa e si è altresì evoluta. La quota del debito pubblico detenuta dalle famiglie in forma diretta è relativamente ridotta nell'area dell'euro nel suo complesso (2 per cento nel terzo trimestre del 2020), ma è più elevata in diversi paesi dell'area e in altre economie avanzate, di riflesso, in particolare, alle differenze istituzionali e alle politiche di offerta (ad esempio, l'emissione di particolari obbligazioni al dettaglio o buoni di risparmio). Tuttavia, il ruolo delle famiglie nel finanziamento del debito pubblico va oltre le quote detenute in forma diretta. Se si considerano le quote detenute indirettamente tramite fondi di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione, nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro il ruolo delle famiglie risulta maggiormente significativo (pari a circa il 16 per cento nel terzo trimestre del 2020).

3 Utilizzo della liquidità in Target2

a cura di Ioana Duca-Radu e Sara Testi¹

1 Introduzione

I sistemi di regolamento lordo in tempo reale (real-time gross settlement systems, RTGS) necessitano in genere di molta liquidità per consentire il regolamento dei pagamenti su base lorda². Al tempo stesso, regolare su base lorda³ presenta dei vantaggi per il sistema di pagamento in quanto riduce il rischio di credito⁴ e, più in generale, il rischio sistemico. Per questi motivi, anche Target2⁵, il sistema RTGS dell'Eurosistema che elabora i pagamenti denominati in euro in moneta di banca centrale, prevede il regolamento su base lorda. Per consentire ai partecipanti di ottimizzare l'utilizzo della liquidità riducendone il fabbisogno, Target2 offre diverse funzionalità, chiamate meccanismi di risparmio di liquidità⁶. Inoltre, quando la liquidità sui loro conti non è sufficiente, i partecipanti a Target2 possono avvalersi della linea di credito infragiornaliero (intraday credit line, ICL), offerta dall'Eurosistema senza interessi a fronte di garanzie idonee.

I partecipanti a Target2 possono inoltre ottimizzare l'utilizzo della liquidità attraverso una gestione attiva della propria liquidità infragiornaliera.

Gestendo i pagamenti in entrata e in uscita, i partecipanti a Target2 possono limitare il fabbisogno di liquidità e impiegare in modo più efficiente le proprie risorse liquide. Vi sono tre fonti di liquidità da cui i partecipanti al sistema di pagamento possono attingere per finanziare i pagamenti: a) i pagamenti in entrata, cioè i flussi ricevuti da altri partecipanti; b) i saldi positivi disponibili sui loro conti, denominati "riserve di banca centrale"; c) la liquidità aggiuntiva di cui possono avvalersi attraverso la linea di credito infragiornaliero.

¹ Le autrici del presente studio fanno parte di uno dei gruppi di utenti che hanno accesso ai dati di Target2 conformemente all'articolo 1, paragrafo 2, della Decisione della Banca centrale europea, del 29 luglio 2010, relativa all'accesso a taluni dati di TARGET2 e all'utilizzo dei medesimi (BCE/2010/9). La BCE, il Comitato per le infrastrutture di mercato e il Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato hanno verificato la conformità del presente studio alle norme in materia di tutela della riservatezza dei dati a livello di singola transazione stabilite dal Comitato per le infrastrutture di mercato ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 4, della suddetta decisione della BCE.

² Un'altra caratteristica dei sistemi RTGS è che i pagamenti sono regolati su base continua, cioè in tempo reale. Non appena viene regolato, il pagamento diventa definitivo e irrevocabile, pertanto la liquidità può essere immediatamente riutilizzata dal destinatario.

³ Affinché i pagamenti siano regolati su base lorda, cioè uno ad uno, il conto su cui viene effettuato l'addebito, vale a dire il conto dell'ordinante, deve disporre di liquidità sufficiente.

⁴ Il rischio di credito consiste nel rischio che una controparte, che si tratti di un soggetto partecipante o di un altro soggetto, non sia pienamente in grado di far fronte ai propri obblighi finanziari alla scadenza o in qualsiasi momento futuro.

⁵ Per ulteriori dettagli su Target2, sul suo funzionamento e sulla sua rilevanza per gli istituti di credito all'interno dell'area dell'euro, cfr. l'articolo *La distribuzione della liquidità e il regolamento dei pagamenti in Target2* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

⁶ Ad esempio, un meccanismo di risparmio di liquidità è l'algoritmo multilaterale di compensazione, che associa e compensa i pagamenti tra più partecipanti riducendo così il fabbisogno di liquidità di questi ultimi.

Il ricorso alle varie fonti di liquidità è eterogeneo tra i diversi partecipanti e può anche variare in funzione di fattori esogeni, come le decisioni di politica monetaria. I tassi di interesse fissati dalla banca centrale possono avere un impatto sul costo delle fonti di liquidità, in particolare delle riserve di banca centrale, in quanto detenere liquidità sul conto può comportare il costo opportunità di non impiegarla sul mercato interbancario. Allo stesso tempo, il credito infragiornaliero, o qualsiasi forma di collateralizzazione presso l'Eurosistema, implica il costo opportunità di vincolare a tal fine le garanzie idonee. Il ricorso ai flussi in entrata costituisce la fonte più economica di liquidità, in quanto non comporta costi. Anche le misure adottate dalla banca centrale che hanno effetti sul livello delle riserve di banca centrale sono un fattore importante. Quando le riserve di banca centrale aumentano significativamente⁷, i partecipanti hanno meno bisogno di sincronizzare i propri pagamenti. È quanto avviene attualmente alle banche dell'area dell'euro per via dei vari strumenti di politica monetaria messi in campo dall'Eurosistema⁸ al fine di mantenere la stabilità dei prezzi in un contesto di prolungata debolezza dell'inflazione.

Il presente articolo esamina il modo in cui è stata utilizzata la liquidità in Target2 a partire da giugno 2008. Ai fini di questo studio l'espressione utilizzo della liquidità viene impiegata in un'accezione ampia, che comprende tutti gli aspetti potenzialmente riconducibili all'efficienza nell'uso delle fonti di liquidità da parte dei partecipanti. L'analisi di tali aspetti può aiutare a comprendere le implicazioni che elevati livelli di riserve di banca centrale in Target2 possono avere ai fini di un ordinato regolamento dei pagamenti e come questo tipo di regime abbia inciso sulle scelte delle banche nel regolare i pagamenti in Target2.

Il resto dell'articolo è strutturato come segue. La sezione 2 riporta alcune considerazioni generali sull'utilizzo della liquidità nel corso del tempo. La sezione 3 tratta le specificità delle banche nella gestione della liquidità infragiornaliera, nonché gli effetti delle decisioni di politica monetaria sulla gestione di tale liquidità. Nella sezione 4 sono esposte le osservazioni conclusive.

2 Velocità della liquidità in Target2

In un sistema di pagamento, una valida indicazione dell'utilizzo complessivo della liquidità è rappresentata dalla sua velocità di circolazione. In un sistema di pagamento la velocità della liquidità è data dal valore dei pagamenti effettuati per

⁷ In Target2, le riserve di banca centrale disponibili sui conti dei partecipanti al sistema possono essere interamente utilizzate al fine di regolare i pagamenti. Non vi è infatti alcuna distinzione tra il ricorso alle riserve minime e quello alle riserve in eccesso, in quanto i requisiti di riserva obbligatoria devono essere soddisfatti nell'arco dell'intero periodo di mantenimento.

⁸ Ad esempio, il programma di acquisto di attività (PAA), le tre serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (OMRLT) e, più recentemente, l'avvio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), volto a contrastare l'effetto al ribasso della pandemia sul profilo previsto per l'inflazione.

ogni unità di liquidità utilizzata per regolare i pagamenti⁹ e indica sostanzialmente quante volte un'unità di liquidità, in questo caso un euro, cambia proprietà in media nel corso di una giornata. La liquidità utilizzata comprende le riserve di banca centrale disponibili sui conti Target2 attivamente utilizzati per regolare i pagamenti, nonché la liquidità prelevata dalla linea di credito infragiornaliero, vale a dire gli scoperti di conto¹⁰. Ci sono varie componenti che influenzano la velocità della liquidità: a) i meccanismi di risparmio della liquidità disponibili nel sistema di pagamento, in genere un fattore costante nel tempo; b) il modo in cui i partecipanti al sistema di pagamento gestiscono la loro liquidità per adempiere agli obblighi di pagamento; c) la quantità di riserve di banca centrale che i partecipanti hanno a disposizione per regolare i pagamenti. In pratica, la velocità della liquidità in Target2 è data dal rapporto del valore totale dei pagamenti regolati rispetto alla liquidità utilizzata per il loro regolamento. Il volume della liquidità utilizzata dipende dalla gestione infragiornaliera di ciascun partecipante, ossia dalla misura in cui il partecipante sincronizza i pagamenti in entrata con quelli in uscita. Tuttavia, a seconda del livello delle riserve di banca centrale, i partecipanti hanno maggiore o minore necessità di gestire la propria liquidità nel modo più efficiente, cioè sincronizzando i pagamenti in entrata con quelli in uscita. Pertanto, la liquidità utilizzata oscilla seguendo l'andamento della liquidità disponibile nel sistema. La liquidità disponibile sui conti dei partecipanti a Target2 corrisponde approssimativamente alle riserve complessive di banca centrale disponibili nel sistema bancario¹¹.

La velocità della liquidità in Target2 è diminuita sensibilmente a fronte del marcato aumento delle riserve di banca centrale riconducibile al programma di acquisto di attività dell'Eurosistema (PAA) e, più recentemente, al programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP), nonché alla terza serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (ORMLT-III). L'indicatore della velocità della liquidità in Target2 è sceso da 5,1 a marzo 2015 a 3,0 a novembre 2020 e tale diminuzione si è verificata in gran parte tra marzo e settembre 2015 (cfr. il grafico 1). Andamenti analoghi sono stati registrati anche durante e dopo la crisi del debito sovrano. La velocità della liquidità è diminuita tra il 2011 e il 2012 sullo sfondo dell'aumento dei livelli delle riserve di banca centrale dovuto all'ampio ricorso alle due operazioni di rifinanziamento a lunghissimo termine della durata di tre anni (very long-term refinancing operations, VLTRO) condotte dall'Eurosistema. All'inizio del 2013 la velocità della liquidità ha ripreso ad aumentare a seguito dei rimborsi anticipati delle VLTRO, che hanno determinato una diminuzione delle riserve di banca

⁹ Nel presente articolo viene applicata la metodologia utilizzata da Benos, E., Garratt, R. e Zimmerman, P., in "Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers", *Working paper Series*, n. 451, Bank of England, giugno 2012. In letteratura esistono metodologie alternative, secondo le quali, ad esempio, la velocità della liquidità è calcolata rispetto alla liquidità disponibile; cfr. anche Garratt, R., Antoine, M. e McAndrews, J., "Turnover in Fedwire Funds Has Dropped Considerably since the Crisis, but it's Okay", Technical Report, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, agosto 2014.

¹⁰ In pratica, essa è data dalla somma delle posizioni debitorie nette massime positive (pagamenti in uscita meno pagamenti in entrata) sui conti Target2 e, ai fini di questo articolo, tali posizioni debitorie nette vengono misurate ogni minuto. Si tratta comunque di un'approssimazione ed esistono metodologie alternative per misurarla.

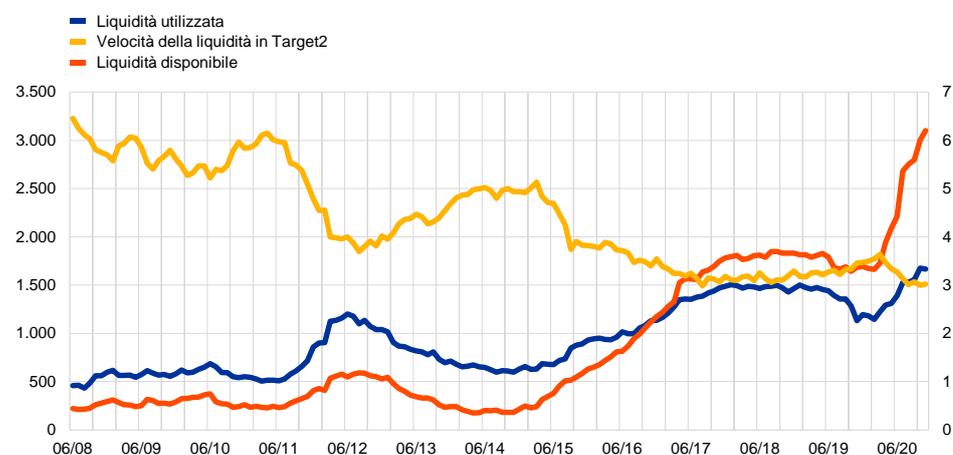
¹¹ In diverse pubblicazioni la liquidità disponibile viene calcolata includendo anche l'ICL a disposizione del singolo partecipante. Nel presente articolo, i due concetti sono considerati separatamente.

centrale. Il calo visibile tra marzo e agosto 2020 è stato determinato dagli ulteriori stimoli forniti dall'Eurosistema nel contesto della pandemia di coronavirus (COVID-19), in particolare dal PEPP e dalle OMRLT-III. Nel complesso, la velocità della liquidità tende a diminuire in Target2, un andamento che potrebbe essere stato ulteriormente accentuato dall'introduzione nell'ottobre del 2008 delle aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo volte a garantire l'elasticità dell'offerta di liquidità. Tale andamento dimostra che vi è una forte correlazione negativa¹² tra la velocità della liquidità in Target2 e le riserve di banca centrale disponibili, che a loro volta presentano una correlazione positiva con la liquidità utilizzata.

Grafico 1

Correlazione tra liquidità utilizzata e disponibile e velocità della liquidità in Target2

(asse delle ordinate: liquidità utilizzata e liquidità disponibile in milioni di euro (scala di sinistra); velocità della liquidità (scala di destra); asse delle ascisse: mesi)



Fonti: Target2, elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico rappresenta gli andamenti rilevati nel periodo compreso tra giugno 2008 e novembre 2020 con frequenza mensile.

Da dicembre 2016 la liquidità utilizzata per i pagamenti in Target2 si è attestata al di sotto della liquidità disponibile all'interno di Target2. Da allora il divario tra la liquidità utilizzata e la liquidità disponibile è cresciuto costantemente, con un picco nel corso del 2020 dovuto ai programmi di stimolo aggiuntivi, in particolare il PEPP e l'OMRLT-III, condotti dall'Eurosistema per affrontare l'impatto della crisi generata dal COVID-19 (cfr. il grafico 1). Più di preciso, a novembre 2020 il divario si è attestato a 1.435,2 miliardi di euro. Rispetto a marzo 2015, la liquidità utilizzata nel 2020 è aumentata di 2,6 volte, mentre la liquidità disponibile è aumentata di 12,8 volte. È interessante notare che prima di novembre 2016, in virtù dell'utilizzo del credito infragiornaliero, la liquidità utilizzata era addirittura superiore alle riserve di banca centrale detenute nei conti Target2. Durante questo periodo la dimensione complessiva dell'ICL era superiore a quella attuale e si registrava un utilizzo maggiore degli scoperti di conto per regolare i pagamenti¹³.

Tutte queste osservazioni indicano che attualmente i partecipanti a Target2 sarebbero in grado di regolare i pagamenti anche con saldi più esigui.

¹² Il coefficiente di correlazione è pari a -0,82.

¹³ Cfr. Duca-Radu, I. e Polo Friz, L., *La distribuzione della liquidità e il regolamento dei pagamenti in Target2* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

In effetti, a titolo di confronto, nel 2020 il valore dei pagamenti regolati è stato, in media¹⁴, solo del 5,4 per cento superiore rispetto al valore regolato nel 2012, mentre la liquidità disponibile era superiore del 304,0 per cento e la liquidità utilizzata del 29,7 per cento. Ciò indica in modo evidente che, al momento, vi sono riserve di banca centrale in eccesso rispetto a quelle necessarie alle banche per adempiere ai propri obblighi di pagamento¹⁵. Allo stesso tempo, alla fine del 2020 anche la velocità della liquidità si è attestata al suo minimo storico. Pertanto, l'evidenza storica mostra che in futuro le banche potrebbero regolare i pagamenti con un livello di riserve di banca centrale più basso. Nella sezione seguente viene spiegato in maniera più approfondita il modo in cui le banche che partecipano a Target2 utilizzano le fonti di liquidità a loro disposizione.

3 Fonti di finanziamento dei pagamenti

Panoramica dell'utilizzo delle fonti di finanziamento

Per finanziare i pagamenti i partecipanti a Target2 possono contare su tre fonti di finanziamento: a) i pagamenti in entrata; b) il saldo del conto, vale a dire le riserve di banca centrale disponibili sul proprio conto Target2 e c) il credito infragiornaliero¹⁶. Si considera che i pagamenti in entrata finanzino i pagamenti in uscita quando questi ultimi sono regolati entro lo stesso minuto dalla ricezione dei flussi in entrata. Nella letteratura sui pagamenti tale concetto è noto anche come “riciclo della liquidità” (liquidity recycling). Ogniqualevolta i pagamenti in uscita superano i pagamenti in entrata ricevuti entro lo stesso minuto si considera che essi vengono finanziati dal saldo del conto, a condizione che la liquidità disponibile sia sufficiente. Quando i pagamenti in entrata e il saldo del conto non sono sufficienti per regolare i pagamenti in uscita, quelli residui sono finanziati attraverso l'ICL. L'insieme delle fonti di finanziamento dei pagamenti è noto anche come “capacità di pagamento”. In linea di massima, come illustrato nell'introduzione, le banche devono gestire attivamente le proprie fonti di liquidità nel corso della giornata per garantire di avere una capacità sufficiente per regolare i pagamenti e risparmiare sui costi della liquidità.

In Target2, la principale fonte di finanziamento dei pagamenti è il saldo del conto¹⁷. Nel periodo in esame i partecipanti hanno finanziato in media il 73,0 per cento dei pagamenti utilizzando la liquidità disponibile nel saldo del proprio conto,

¹⁴ Si noti che, ai fini del raffronto, sono stati presi in considerazione soltanto i dati da gennaio a novembre, in quanto quelli relativi a dicembre 2020 non erano ancora disponibili.

¹⁵ Si noti che le riserve di banca centrale sono, a livello aggregato, determinate dalle azioni di politica monetaria e il loro livello dipende dalle decisioni della banca centrale.

¹⁶ Per determinare in termini quantitativi l'entità delle fonti di finanziamento applichiamo la metodologia di McAndrews, J. e Rajan, S., “The timing and funding of Fedwire Funds transfers”, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank di New York, luglio 2000. A differenza della metodologia ivi descritta, utilizziamo intervalli di tempo di un minuto per aumentare la precisione dei calcoli.

¹⁷ Si noti che le evidenze fornite nella presente sezione e nel resto dell'articolo si basano su un sottocampione di partecipanti a Target2, ovvero coloro che tecnicamente sono abilitati al credito infragiornaliero in Target2 tramite l'ICL, in quanto la metodologia impiegata consente di distinguere le tre fonti di finanziamento per i pagamenti solo in questo modo.

mentre i pagamenti in entrata hanno costituito la seconda fonte di finanziamento, coprendo in media il 18,8 per cento dei flussi in uscita (cfr. il grafico 2). Il credito infragiornaliero è stato utilizzato per ottenere la liquidità necessaria al regolamento del restante 8,1 per cento delle operazioni. Il fatto che i partecipanti a Target2 facciano affidamento sul credito infragiornaliero solo in misura molto limitata indica che il rischio di liquidità infragiornaliero per i partecipanti è trascurabile.

Grafico 2

Fonti di finanziamento dei pagamenti in Target2

(asse delle ordinate: pagamenti in entrata e ICL, valori percentuali (scala di sinistra); saldo del conto, valori percentuali (scala di destra))



Fonti: Target2, elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico copre il periodo compreso tra giugno 2008 e novembre 2020, con frequenza mensile.

Il ricorso al saldo del conto è aumentato nel tempo, mentre l'utilizzo dei pagamenti in entrata e del credito infragiornaliero è diminuito. Tali andamenti hanno coinciso, in particolare, con l'aumento dei livelli aggregati di liquidità in Target2 derivante dalle misure di politica monetaria dell'Eurosistema.

Dopo l'introduzione del programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP) a marzo 2015, l'utilizzo dei saldi è aumentato, in media, dal 67,6 per cento al 79,4 per cento, mentre l'uso dei pagamenti in entrata è diminuito, in media, dal 23,0 per cento al 13,0 per cento. Allo stesso tempo, il ricorso al credito infragiornaliero è diminuito, passando da una media del 9,4 per cento nel periodo precedente l'introduzione del PSPP, al 6,6 per cento nel periodo successivo, e si è attestato al di sotto del 4,0 per cento nell'ultimo anno in esame.

Considerata l'abbondanza delle riserve di banca centrale e la minore attività sul mercato monetario, tali sviluppi sono abbastanza fisiologici. In primo luogo segnalano una minore necessità, per i partecipanti a Target2, di concentrarsi sulla gestione della liquidità infragiornaliera: un comportamento che in ogni caso dovrebbe subire un'inversione una volta che le riserve di banca centrale torneranno su livelli più contenuti. In secondo luogo indicano che vi è anche minore necessità che le banche ricorrano all'ICL, il che comporta un'ulteriore riduzione del rischio di liquidità infragiornaliero per i partecipanti a Target2.

Andamenti analoghi nel finanziamento dei pagamenti sono stati osservati anche in altri sistemi RTGS a livello mondiale, per effetto dei livelli più elevati

delle riserve di banca centrale. A seguito dell'aumento delle riserve iniziato nel 2009, nel sistema RTGS gestito dalla Federal Reserve (Fedwire) il finanziamento dei pagamenti tramite i saldi dei propri conti è quasi triplicato, mentre la percentuale di pagamenti finanziati da scoperti di conto è diminuita considerevolmente¹⁸. Nel Clearing House Automated Payments System (CHAPS), il sistema RTGS gestito dalla Bank of England, l'utilizzo dei fondi propri (definiti come saldi dei conti di riserva e ICL) per effettuare pagamenti è aumentato solo in misura limitata dopo l'avvio del programma di allentamento quantitativo a marzo 2009¹⁹. È emerso che, prevalentemente, per finanziare i propri pagamenti i partecipanti del Regno Unito ricorrono al riciclo della liquidità. Sebbene sia opportuno riconoscere che la metodologia impiegata per l'analisi di CHAPS non è la stessa adottata per questo articolo, tali differenze potrebbero anche essere riconducibili all'elevata diffusione della partecipazione indiretta²⁰ nel sistema britannico, nonché a linee guida sull'utilizzo della capacità elaborativa, che obbligano le banche a regolare una parte dei loro pagamenti giornalieri all'interno di fasce orarie predefinite.

Le abitudini di finanziamento degli obblighi di pagamento variano notevolmente fra le diverse comunità di partecipanti a Target2.

La dipendenza dai pagamenti in entrata è elevata in Finlandia, Germania e Italia, dove in media questi coprono circa un terzo o più del traffico in uscita. D'altro canto, il riciclo della liquidità è molto basso in Belgio, Paesi Bassi, Francia e Slovacchia, dove questa fonte di finanziamento dei pagamenti è utilizzata per meno del 3,4 per cento dei pagamenti in uscita. Il credito infragiornaliero sembra essere utilizzato maggiormente in Slovacchia (dove, con il 21,5 per cento, si osserva il maggiore impiego dell'ICL), così come in Germania, Lussemburgo e Belgio, mentre il suo utilizzo è piuttosto limitato in Portogallo e Irlanda. Al tempo stesso, tutti i paesi utilizzano prevalentemente il saldo del conto, mentre la Germania e la Finlandia sono i due paesi che presentano il minor divario fra saldo del conto e pagamenti in entrata, con la differenza fra i due che è contenuta in un intervallo di 11 punti percentuali. Simili evidenze indicano l'esistenza di prassi di gestione della liquidità infragiornaliera eterogenee tra le diverse comunità bancarie nazionali dell'area dell'euro. Tali differenze potrebbero essere attribuibili alla specifica struttura del settore bancario di ciascun paese e al modo in cui essa si riflette nella loro partecipazione a Target2²¹. La parte successiva di questa sezione fornisce un'ulteriore analisi dei fattori alla base di tale utilizzo eterogeneo delle fonti di finanziamento.

¹⁸ Cfr. Garratt, R., Antoine, M. e McAndrews, J., "Turnover in Fedwire Funds Has Dropped Considerably since the Crisis, but it's Okay", Technical Report, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank di New York, agosto 2014.

¹⁹ Cfr. Benos, E. e Harper, G., *Recycling is good for the liquidity environment: Why ending QE shouldn't stop banks from being able to make CHAPS payments*, Bank Underground, maggio 2016.

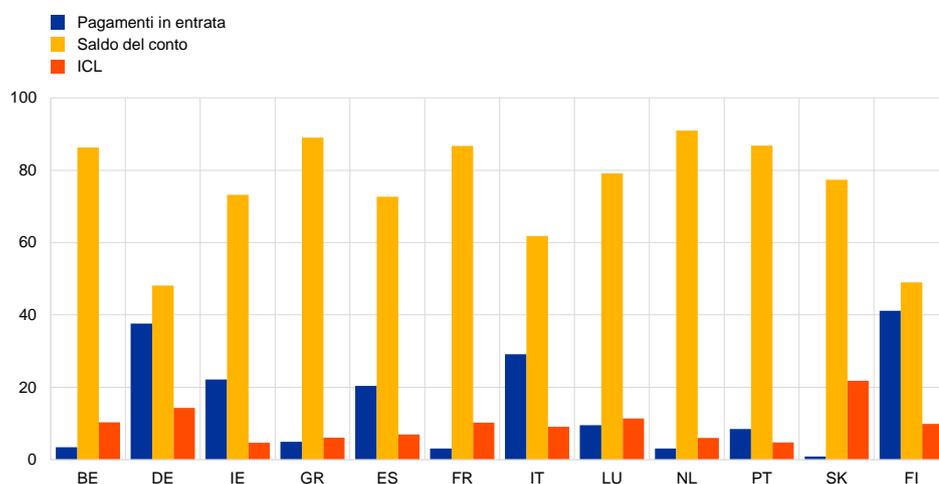
²⁰ La partecipazione indiretta a un sistema di pagamento avviene quando un soggetto che partecipa direttamente a un determinato sistema fornisce servizi che consentono ad altri partecipanti di accedere per via indiretta al sistema. I partecipanti collegati indirettamente beneficiano pertanto dei servizi di compensazione e regolamento offerti per il tramite dei partecipanti diretti.

²¹ In Germania, ad esempio, molte piccole casse di risparmio non sono collegate a Target2.

Grafico 3

Media dell'utilizzo delle fonti di finanziamento dei pagamenti tra le comunità bancarie nazionali

(asse delle ordinate: valori percentuali)



Fonti: Target2, elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i dati medi giornalieri per il periodo compreso tra giugno 2008 e novembre 2020. Sono inclusi nel grafico solo i paesi dell'area dell'euro per cui si dispone di dati sufficientemente rappresentativi.

L'impiego delle fonti di finanziamento dei pagamenti differisce in base alle caratteristiche specifiche delle banche.

Le banche di minori dimensioni, ossia quelle nel primo quartile del campione ordinato per attività totali, mediamente sembrano avvalersi in misura più ampia del saldo del conto per regolare i pagamenti in uscita rispetto alle banche di dimensioni maggiori (cfr. la tavola 1). Ciò può essere ricondotto al fatto che le prime di solito svolgono minori attività in Target2 e incontrano quindi maggiori difficoltà nel riciclo della liquidità. I pagamenti in entrata sono usati soprattutto come fonte di finanziamento da parte delle banche di medie dimensioni, vale a dire le banche nel secondo e terzo quartile per attività totali, che mostrano una media del 23,2 per cento²². Le banche di maggiori dimensioni, ossia quelle nel quarto quartile per attività totali, sembrano invece avvalersi più delle altre dello scoperto di conto, con una media pari al 9,1 per cento. Tali evidenze sono in linea con quelle ottenute sulla base del modello imprenditoriale delle banche, che mostrano un più ampio ricorso allo scoperto di conto da parte delle banche d'investimento, nonché degli enti di rilevanza sistemica mondiale (G-SIB) e delle banche universali. Le banche di maggiori dimensioni e le banche d'investimento beneficiano di più ampi pool di garanzie per coprire il fabbisogno di liquidità infragiornaliero e dispongono pertanto di maggiore flessibilità nell'utilizzo di questa particolare fonte di finanziamento. Tali partecipanti, data la natura della loro attività, hanno maggiori probabilità di regolare operazioni di valore più elevato; ciò rende più probabile che usino l'ICL per adempiere a particolari obblighi di pagamento. Inoltre, le banche di maggiori dimensioni possono offrire servizi di corrispondenza²³ in grado di generare flussi di pagamento che sono difficili da prevedere. Gli intermediari diversificati e gli istituti di credito al dettaglio riescono ad abbinare i pagamenti

²² Prima dell'avvio del PSPP a marzo 2015 l'uso dei pagamenti in entrata da parte di questo gruppo di banche era ancora più elevato e si attestava al 28,7 per cento.

²³ Una banca corrispondente è una banca che fornisce servizi di regolamento per conto di un'altra.

in entrata e in uscita in misura considerevole, vale a dire rispettivamente il 22,8 e il 24,5 per cento, riducendo in tal modo il costo opportunità di finanziare il proprio traffico in Target2. Tali banche in genere beneficiano di un andamento dei pagamenti più prevedibile, che consente loro di coordinare una quota maggiore di operazioni. Rispetto agli altri partecipanti, inoltre, concentrano i propri pagamenti in un lasso di tempo più breve e tendono a regolarli prima nel corso della giornata.

Tavola 1

Utilizzo medio delle fonti di pagamento per caratteristiche delle banche

(valori percentuali)

	ATTIVITÀ TOTALI				MODELLO IMPRENDITORIALE			
	Quartile 1	Quartile 2	Quartile 3	Quartile 4	G-SIB/ Universale	Investimento	Intermediari diversificati	Credito al dettaglio
Pagamenti in entrata	18,5	23,1	23,3	18,6	15,0	14,6	22,8	24,5
Saldo del conto	75,9	70,1	68,7	72,3	77,1	75,8	70,4	69,6
Credito infragiornaliero	5,5	6,8	7,9	9,0	7,9	9,6	6,8	5,8

Fonti: Target2, Orbis, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: per motivi legati alla disponibilità dei dati, le evidenze riportate sono calcolate sulla base di un sottocampione ridotto a circa un terzo dei partecipanti a Target2 inclusi nella presente analisi. Mentre l'andamento complessivo del sottocampione è in linea con quello a livello di sistema, i livelli dei singoli indicatori possono differire.

Il riciclo della liquidità è più intenso all'inizio della giornata lavorativa e si intensifica di nuovo in fine di giornata.

Nelle prime due ore della giornata lavorativa, quando l'attività è molto elevata²⁴, i partecipanti a Target2 finanziano tra il 19 e il 26 per cento dei propri pagamenti con liquidità in entrata (cfr. il grafico 4). Nel corso della giornata il ricorso ai pagamenti in entrata è inferiore e aumenta di nuovo nell'ultima ora di attività, quando vengono regolate soprattutto le operazioni relative al traffico interbancario e di gestione della liquidità, che possono essere programmate più agevolmente. L'utilizzo del saldo del conto si contrappone a quello dei pagamenti in entrata e raggiunge il picco alle 17:00 CET, attestandosi all'84,4 per cento. L'uso del credito infragiornaliero diminuisce costantemente dalle 13:00 CET in poi e raggiunge un livello molto basso verso la fine della giornata lavorativa, l'1,4 per cento tra le 17:00 CET e le 18:00 CET. Questo è un elemento importante, in quanto indica uno scarso rischio che le banche non riescano a rimborsare le proprie posizioni negative alla fine della giornata. Se le banche non fossero in grado di rimborsare tali posizioni, esse dovrebbero: a) se sono controparti di politica monetaria dell'Eurosistema, con accesso alle operazioni di rifinanziamento marginale, fare ricorso a queste ultime, per le quali si applica un tasso di interesse, o, b) in caso contrario, pagare una penale per il mancato rimborso²⁵.

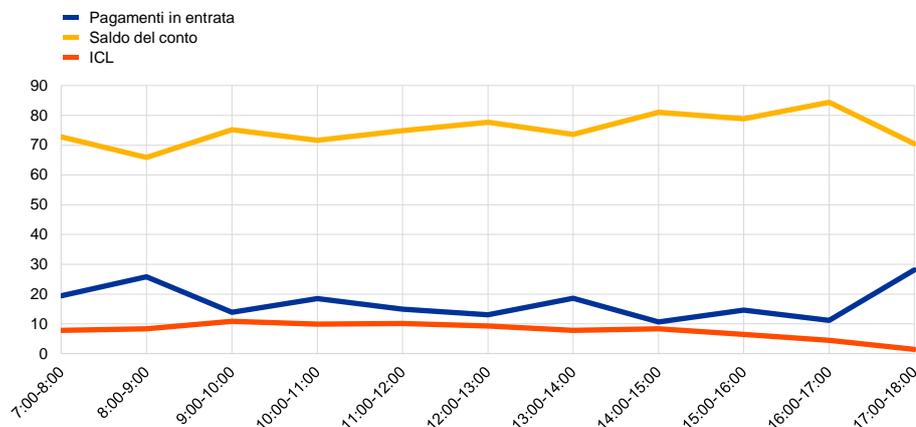
²⁴ Circa il 20 per cento del valore totale dei pagamenti in Target2 viene regolato nelle prime due ore della giornata lavorativa.

²⁵ Cfr. l'allegato III, dell'Indirizzo BCE/2012/27 della Banca centrale europea, del 5 dicembre 2012, relativo ad un sistema di trasferimento espresso transeuropeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale (TARGET2) (GU L 30, del 30.1.2013, pag. 1).

Grafico 4

Andamenti infragiornalieri delle fonti di finanziamento in Target2

(valori percentuali)



Fonti: Target2, elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra i dati medi giornalieri nel periodo compreso tra giugno 2008 e novembre 2020.

Analisi a livello di banca dei fattori che influenzano l'uso delle diverse fonti di finanziamento dei pagamenti

Per comprendere che cosa influisce sull'utilizzo eterogeneo delle fonti di finanziamento dei pagamenti è stata effettuata un'analisi panel a livello di banca che utilizza dati a frequenza giornaliera (cfr. la tavola 2).

Le fonti di finanziamento dei pagamenti rappresentano le quote di pagamenti in uscita regolati tramite una fonte specifica, ossia i pagamenti in entrata, il saldo del conto o il credito infragiornaliero, e sono espresse in percentuali. L'analisi panel consente di esaminare contemporaneamente diverse caratteristiche delle singole banche, come ad esempio: a) il valore regolato, b) il saldo di inizio giornata, c) l'ammontare dell'ICL e d) le dimensioni del network della banca²⁶, nonché altri fattori più generali, quali: e) il tasso di interesse overnight, che indica il costo della liquidità e f) una variabile binaria per tenere conto dell'avvio del PAA²⁷, che corrisponde a un cambiamento di regime per quanto riguarda i livelli delle riserve di banca centrale dell'Eurosistema.

La disponibilità di riserve di banca centrale sul conto Target2 incide negativamente sull'uso dei pagamenti in entrata e del credito infragiornaliero come fonti di finanziamento, mentre influisce positivamente sull'uso del saldo del conto. Più precisamente, un aumento di 1 miliardo di euro del saldo di inizio giornata su un conto Target2 riduce la quota di pagamenti regolati da un partecipante tramite pagamenti in entrata di circa 0,2 punti percentuali (cfr. la tavola 2, "Saldo di inizio giornata", (1) e (2)) e quella di pagamenti regolati tramite

²⁶ La dimensione del network di una banca equivale al numero medio di controparti con cui ciascuna banca interagisce in Target2 con frequenza giornaliera.

²⁷ L'avvio del PAA è approssimato con l'inizio del PSPP a marzo 2015, dato che, tra i programmi attuati nell'ambito del PAA, quest'ultimo ha avuto l'impatto più significativo sui livelli delle riserve di banca centrale.

credito infragiornaliero di circa 0,6-0,7 punti percentuali (cfr. la tavola 2, “Saldo di inizio giornata”, da (4) a (6)). Nel contempo, un aumento di 1 miliardo di euro del saldo di inizio giornata aumenta l’uso del saldo del conto di circa 0,7-0,9 punti percentuali (cfr. la tavola 2, “Saldo di inizio giornata” da (7) a (9)). Tali conclusioni confermano le evidenze a livello aggregato menzionate nella sezione precedente. Il saldo di inizio giornata disponibile sui conti delle banche è notevolmente aumentato dall’introduzione del PAA nel 2015 e, secondo l’analisi panel a livello di banca, ciò ha comportato una diminuzione di 5,8 punti percentuali, in media, dell’uso dei pagamenti in entrata come fonte di finanziamento dei pagamenti, una diminuzione di 2,2 punti percentuali nell’uso del credito infragiornaliero e un aumento di 8,0 punti percentuali nell’uso del saldo del conto (cfr. la tavola 2, “PAA”, (3), (6) e (9)). Questi risultati non sono solo statisticamente significativi, ma dimostrano anche l’impatto considerevole del PAA sull’uso delle diverse fonti di finanziamento per i pagamenti da parte dei partecipanti a Target2.

Tavola 2

Fattori che influenzano il diverso utilizzo delle fonti di finanziamento dei pagamenti: analisi panel a livello di banca

	Pagamenti in entrata			Credito infragiornaliero			Saldo del conto		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Valore regolato	0,150* (0,062)	0,136* (0,080)	0,100 (0,175)	0,083 (0,347)	0,075 (0,387)	0,064 (0,464)	-0,233* (0,060)	-0,212* (0,077)	-0,163 (0,159)
Saldo di inizio giornata	-0,238*** (0,004)	-0,185** (0,014)	-0,095 (0,134)	-0,680*** (0,000)	-0,652*** (0,000)	-0,625*** (0,000)	0,917*** (0,000)	0,837*** (0,000)	0,720*** (0,001)
Dimensioni del network	0,044** (0,010)	0,044*** (0,009)	0,023 (0,155)	0,032*** (0,007)	0,032*** (0,005)	0,024*** (0,033)	-0,076*** (0,000)	-0,076*** (0,000)	-0,048*** (0,011)
Ammontare dell’ICL	0,067*** (0,001)	0,065*** (0,001)	0,042** (0,020)	0,138*** (0,002)	0,137*** (0,002)	0,129*** (0,002)	-0,205*** (0,000)	-0,202*** (0,000)	-0,171*** (0,000)
Tasso overnight		1,838*** (0,000)			0,964*** (0,000)			-2,801*** (0,000)	
PAA			-5,821*** (0,000)			-2,199*** (0,000)			8,020*** (0,000)
Costante	15,520*** (0,000)	15,340*** (0,000)	19,656*** (0,000)	6,594*** (0,000)	6,498*** (0,000)	8,156*** (0,000)	77,886*** (0,000)	78,167*** (0,000)	72,188*** (0,000)
R²	0,007	0,014	0,032	0,026	0,027	0,029	0,032	0,039	0,054
Numero di osservazioni	1.632.570	1.632.570	1.632.570	1.632.570	1.632.570	1.632.570	1.632.570	1.632.570	1.632.570

Fonti: BCE, Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e novembre 2020. Il tasso overnight non garantito è misurato come l’Eonia fino al 1° ottobre 2019 e come l’ESTR da quella data in poi. I risultati illustrati si basano su regressioni a effetto fisso.

La numerazione da (1) a (9) indica le specificazioni impiegate per ciascuna delle regressioni. Ciascuna specificazione usa una diversa serie di regressori che sono chiaramente contrassegnati dalla presenza di un coefficiente. Gli errori standard robusti sono indicati fra parentesi. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

Le dimensioni del network di una banca hanno un effetto positivo sulla sua capacità di sincronizzare i pagamenti in entrata con quelli in uscita.

L’effetto è statisticamente significativo e relativamente ampio: estendendo il network di una banca di 70 controparti (equivalente a una deviazione standard del numero di controparti dei diversi partecipanti calcolata in media, nel tempo) si genera un aumento di circa 2,8 punti percentuali nell’utilizzo dei pagamenti in entrata come fonte di finanziamento (cfr. le colonne (1) e (2) della tavola 2, “Dimensioni del network”). Al tempo stesso, tale ampliamento sembra condizionare negativamente

l'uso del saldo del conto (cfr. le colonne (7) e (9) della tavola 2, "Dimensioni del network"), con un effetto ancor più ampio, sebbene di segno opposto, di quello prodotto sull'uso dei pagamenti in entrata. Un maggior numero di controparti offre più occasioni di sincronizzazione dei pagamenti. Analogamente, il regolamento di un maggior numero di transazioni ha un impatto positivo sull'uso dei pagamenti in entrata come fonte di finanziamento (il volume d'affari più ampio consente di reperire più agevolmente liquidità che può essere riutilizzata per finanziare i pagamenti in uscita), ma produce l'effetto opposto sull'utilizzo del saldo del conto, come si evince dalle colonne (1), (3), (7) e (9) della tavola 2, "Valore regolato".

Un'ICL più consistente si associa a un minore finanziamento dei pagamenti attraverso il saldo del conto e a un più elevato ricorso ai pagamenti in entrata e al credito infragiornaliero. Quando operano con una limitata liquidità sul conto, le banche possono aumentare la propria capacità di pagamento sincronizzando i pagamenti in uscita con quelli in entrata o incrementando l'entità dell'ICL. L'ammontare della linea di credito, che è priva di interessi, dipende dall'importo delle garanzie depositate presso l'Eurosistema. I partecipanti impostano il valore dell'ICL a inizio giornata, ma possono modificarlo in tutta flessibilità durante il suo corso. L'entità dell'ICL non segnala necessariamente il bisogno di aumentare la capacità di pagamento: le banche di maggiori dimensioni generalmente dispongono di più ingenti riserve di garanzie depositate presso l'Eurosistema, quando queste non sono impiegate altrove. Poiché l'ICL può variare durante il giorno, il suo importo giornaliero a disposizione dei partecipanti è approssimato, nell'analisi panel, dal valore massimo raggiunto nel corso della giornata. Dal momento che le modifiche infragiornaliere non vengono rilevate, si può affermare che la variabile è esogena alla gestione della liquidità infragiornaliera. Le cifre nella tavola 2 mostrano che a un'ICL più consistente si associa un più elevato uso del credito infragiornaliero e dei pagamenti in entrata. Ciò sta a indicare che l'entità dell'ICL viene modificata in modo da aumentare la capacità di pagamento oppure che, ove disponibile, l'ICL è utilizzata più frequentemente. I risultati confermano inoltre che, in caso di necessità, i partecipanti investono maggiormente nella sincronizzazione dei loro pagamenti (cfr. le colonne (1) e (6) della tavola 2, "Ammontare dell'ICL").

Un aumento del tasso di interesse overnight si traduce in un incremento nell'uso dei pagamenti in entrata e del credito infragiornaliero, e in una riduzione del ricorso al saldo del conto. Quando la banca centrale assorbe riserve e il costo di queste ultime aumenta, le banche sono generalmente incentivate a erogare prestiti sul mercato monetario, riducendo in tal modo il proprio saldo del conto in favore di opportunità di impiego redditizie. Ciò comporta una diminuzione delle riserve di banca centrale sui rispettivi conti Target2 e rende le banche più propense a ricorrere a fonti alternative per il regolamento dei pagamenti in uscita. Analogamente, nel caso delle banche che si finanziano sul mercato monetario, un aumento dei costi delle riserve di banca centrale costituisce un incentivo a utilizzare fonti di finanziamento diverse dal saldo del conto. L'utilizzo dei pagamenti in entrata come fonte di finanziamento non comporta alcun costo, mentre per il credito infragiornaliero, seppur privo di interessi, vi sono costi associati al fatto che le garanzie sono impegnate a tale scopo. A sua volta, ciò incentiva le banche a gestire attivamente le proprie riserve di banca centrale. Secondo l'analisi panel

a livello di banca, un aumento di un punto percentuale del tasso overnight produce un aumento di 1,8 punti percentuali nell'uso dei pagamenti in entrata o di 1 punto percentuale nell'uso dell'ICL (cfr. le colonne (2) e (5) della tavola 2, "Tasso overnight"). Al contrario, il ricorso alle riserve di banca centrale diminuisce all'aumentare del tasso overnight, a indicazione del fatto che, quando il costo delle riserve di banca centrale è elevato, le banche preferiscono creare capacità di pagamento aggiuntive sincronizzando meglio i propri pagamenti o utilizzando l'ICL, dal momento che entrambe le soluzioni hanno un costo minore rispetto al ricorso al credito sul mercato monetario.

4 Osservazioni conclusive

L'utilizzo della liquidità in Target2 è cambiato notevolmente dal 2008 in poi, principalmente in conseguenza del livello delle riserve di banca centrale disponibili nel sistema. La velocità di circolazione della liquidità in Target2 si è ridotta nel tempo, in particolare con l'aumento del livello delle riserve di banca centrale verificatosi durante la crisi del debito sovrano e, successivamente, con l'introduzione del PAA; più di recente, l'ulteriore stimolo fornito nel contesto della pandemia di COVID-19 ha offerto anch'esso un contributo in tal senso. È evidente che la velocità di circolazione della liquidità varia al variare della quantità di riserve di banca centrale disponibili nel sistema, poiché, quando i livelli di tali riserve sono più elevati, le banche tendono a utilizzare più risorse liquide per il regolamento dei pagamenti, anche laddove il regolamento di volumi di pagamenti analoghi sarebbe fattibile con livelli di riserve di banca centrale più contenuti. Ciò potrebbe accadere, ad esempio, se le banche sincronizzassero in modo più efficiente i pagamenti in entrata con quelli in uscita o se utilizzassero maggiormente la linea di credito infragiornaliero (ICL). Nondimeno, la liquidità utilizzata per effettuare pagamenti è aumentata a un ritmo più lento rispetto a quella disponibile, con il risultato che una significativa quota delle riserve di banca centrale presenti sui conti Target2 al momento non viene impiegata per il regolamento dei pagamenti.

Benché la maggior parte dei pagamenti in Target2 sia finanziata attraverso la liquidità disponibile sul saldo del conto, l'interazione tra le diverse fonti di finanziamento varia nel tempo, in base al paese e alle caratteristiche delle banche. In media, durante l'intero periodo in esame, i partecipanti a Target2 hanno finanziato il 73,0 per cento dei propri pagamenti tramite la liquidità disponibile sul proprio conto, il 18,8 per cento tramite i pagamenti in entrata e l'8,1 per cento attraverso il credito infragiornaliero. Per via dell'attuale abbondanza di riserve di banca centrale, una quota più elevata di pagamenti in uscita è stata regolata tramite il saldo del conto, circostanza che corrobora ulteriormente la precedente argomentazione in merito alla ridotta velocità della liquidità in Target2. Il ricorso alla liquidità varia non solo in base alle riserve di banca centrale disponibili, ma anche in base alle diverse caratteristiche delle banche. Le banche più piccole hanno maggiori difficoltà a sincronizzare i pagamenti in entrata e in uscita, probabilmente in virtù della loro minore attività in Target2 e del minor numero di connessioni. Al contempo, le banche più grandi, come quelle di rilevanza sistemica a livello globale (G-SIB) e gli istituti di corporate banking, fanno più ampio ricorso alla linea di credito

infragiornaliero poiché possono contare su più ampie riserve di garanzie. Inoltre, le prassi di gestione della liquidità infragiornaliera variano in maniera significativa tra le diverse comunità bancarie all'interno dell'area dell'euro.

Un'analisi panel a livello di banca fornisce una quantificazione dell'impatto delle decisioni di politica monetaria e delle caratteristiche dei partecipanti sull'utilizzo della liquidità in Target2. La disponibilità di livelli di riserve di banca centrale più elevati determina un minore riciclo della liquidità in entrata e un più ampio ricorso al saldo del conto. L'analisi panel evidenzia che dal 2015 il riciclo dei pagamenti in entrata si è ridotto, in media, di 5,8 punti percentuali, mentre il ricorso al saldo del conto per il regolamento dei pagamenti è aumentato, in media, di 8,0 punti percentuali. L'utilizzo del credito infragiornaliero, inoltre, è sceso di 2,2 punti percentuali. In Target2, un minore ricorso al credito infragiornaliero generalmente corrisponde a una riduzione del rischio di liquidità per i partecipanti e a una riduzione della probabilità di utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale a fine giornata, che implicano un costo per i partecipanti. Un innalzamento dei tassi di politica monetaria, d'altro canto, si associa a un più ampio riciclo dei pagamenti e a un ridotto ricorso al saldo del conto. Più specificamente, un aumento dei costi delle riserve di banca centrale incentiva le banche a gestire la loro liquidità infragiornaliera più attivamente, utilizzando fonti di finanziamento diverse dal saldo del conto. A livello di singolo partecipante, a fare la differenza in termini di capacità di sincronizzare al meglio i pagamenti sono le dimensioni del network del partecipante o l'ammontare dei pagamenti regolati: fattori che offrono, entrambi, maggiori opportunità di riciclo della liquidità.

In conclusione, con l'aumento delle riserve di banca centrale l'efficienza di utilizzo della liquidità in Target2 si è ridotta, poiché le banche sono meno incentivate a gestire attivamente la propria liquidità infragiornaliera.

Ciò appare fisiologico se si considera che la necessità per le banche di sincronizzare i pagamenti o utilizzare il credito infragiornaliero si è ridimensionata a fronte di saldi del conto più elevati e bassi costi opportunità, nonché in conseguenza del minor numero di occasioni di utilizzare diversamente questi strumenti. I dati storici dimostrano che in tempi in cui i livelli delle riserve di banca centrale erano più bassi i partecipanti erano in grado di gestire in modo più efficiente la propria liquidità. È quindi probabile che, in caso di riduzione delle riserve di banca centrale, i partecipanti saranno in grado di tornare a una gestione più attiva della liquidità infragiornaliera, contribuendo in tal modo a preservare un ordinato regolamento dei pagamenti in Target2.

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
2018	3,6	3,0	1,3	0,6	6,7	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	6,0	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,3	-9,9	-4,8	2,3	-6,6	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 1° trim.	-3,2	-1,3	-2,8	-0,6	-9,7	-3,8	2,1	2,2	2,1	0,2	0,5	5,0	1,1
2° trim.	-6,6	-9,0	-19,5	-8,3	11,6	-11,6	0,9	1,6	0,4	0,2	0,1	2,7	0,2
3° trim.	7,8	7,5	16,9	5,3	3,0	12,5	1,3	1,7	1,2	0,2	0,2	2,3	0,0
4° trim.	2,1	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,7	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3
2020 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.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,4	0,6	-1,2	0,2	-0,3
2021 gen.	-	-	-	-	-	-	1,5	1,7	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9
feb.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,6	1,7	0,4	-0,4	.	0,9
mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,6	.	.	.	1,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,6	3,2	6,0
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,7	-4,5
2020 2° trim.	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,5	-8,5	-8,4
3° trim.	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	7,8	8,8	6,8
4° trim.	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,3	4,8	3,7
2021 1° trim.	54,3	59,3	.	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,2	.	.	.
2020 ott.	54,2	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,7	54,3	50,4	7,3	8,1	6,5
nov.	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,3	54,7	51,6	5,6	6,6	4,4
dic.	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,4	4,3	4,8	3,7
2021 gen.	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,7	4,4	4,9
feb.	54,2	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	.	.	.
mar.	55,3	59,7	.	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,6	.	.	.

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 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
2021 gen.	-0,56	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,22	-0,08
feb.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	0,19	-0,09
mar.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08

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 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
2021 gen.	-0,62	-0,70	-0,75	-0,74	-0,51	0,19	0,99	0,46	-0,78	-0,82	-0,58	-0,04
feb.	-0,61	-0,65	-0,67	-0,55	-0,25	0,41	1,33	0,78	-0,69	-0,66	-0,26	0,32
mar.	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37

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											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
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 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
2021 gen.	403,1	3.592,2	877,5	251,5	170,7	91,6	140,8	734,6	743,4	391,6	254,3	835,5	3.793,7	28.189,1
feb.	410,0	3.667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	3.883,4	29.458,8
mar.	422,4	3.813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3.910,5	29.315,3

Fonte: Refinitiv.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)} (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 mar.	0,02	0,36	0,31	0,64	5,60	16,19	5,47	5,45	5,88	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
apr.	0,02	0,36	0,23	0,73	5,38	16,06	3,60	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
mag.	0,02	0,36	0,24	0,70	5,26	16,06	4,12	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	5,28	16,02	4,41	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	5,16	15,92	4,73	5,27	5,70	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
ago.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
set.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	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	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
dic.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 gen.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33
feb. ^(b)	0,01	0,35	0,23	0,66	5,02	15,74	5,10	5,24	5,81	1,97	1,30	1,49	1,27	1,33	1,59	1,31

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 2)} (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 mar.	0,00	-0,08	0,25	1,98	1,90	2,18	1,97	1,57	1,51	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
apr.	0,00	-0,06	0,31	1,97	2,00	1,16	1,70	1,61	0,92	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
mag.	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,87	1,21	1,62	1,54	0,86	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
giu.	0,00	-0,12	0,32	1,94	1,89	1,50	1,79	1,55	1,13	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
lug.	0,00	-0,18	0,27	1,86	1,98	1,86	1,87	1,60	1,31	1,51	1,24	1,17	1,38	1,52
ago.	0,00	-0,20	0,39	1,83	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	1,88	1,95	2,11	1,94	1,55	1,43	1,49	1,22	1,32	1,31	1,52
ott.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,95	2,21	1,96	1,56	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	2,00	2,01	1,98	1,58	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,04	1,94	1,94	1,62	1,43	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 gen.	-0,01	-0,14	0,39	1,83	2,16	2,00	1,92	1,62	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,51
feb. ^(b)	-0,01	-0,21	0,26	1,84	1,99	2,01	1,95	1,59	1,45	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48

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														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.527	454	144	.	97	714	118	457	180	70	.	45	114	49
2020 set.	1.691	511	165	.	113	754	146	474	203	63	.	43	126	40
ott.	1.662	504	161	.	114	742	141	416	202	46	.	36	93	40
nov.	1.630	493	158	.	116	731	132	418	217	40	.	37	83	41
dic.	1.527	454	144	.	97	714	118	347	176	60	.	30	51	31
2021 gen.	1.582	495	139	.	99	718	131	478	232	45	.	37	121	43
feb.	1.540	474	141	.	102	702	121	354	149	42	.	32	103	27
A lungo termine														
2018	15.745	3.687	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.312	3.817	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.243	3.892	3.172	.	1.450	8.004	725	295	68	71	.	27	114	16
2020 set.	17.286	3.946	3.179	.	1.461	8.006	694	315	65	80	.	27	124	19
ott.	17.287	3.937	3.203	.	1.456	7.978	713	275	47	78	.	27	91	32
nov.	17.267	3.915	3.187	.	1.456	7.987	722	219	42	63	.	18	79	17
dic.	17.243	3.892	3.172	.	1.450	8.004	725	204	40	104	.	17	36	7
2021 gen.	17.360	3.897	3.177	.	1.459	8.091	736	318	90	55	.	21	133	19
feb.	17.537	3.906	3.207	.	1.465	8.208	751	305	56	67	.	18	144	19

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale					Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2018	16.959,8	4.189,8	3.332,2	.	1.318,5	7.445,8	673,5	7.024,3	465,0	1.099,2	5.460,1
2019	17.594,9	4.366,8	3.578,5	.	1.405,9	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,6	6.638,9
2020	18.770,3	4.346,3	3.315,7	.	1.546,6	8.718,5	843,1	8.448,2	469,3	1.341,0	6.638,0
2020 set.	18.976,9	4.457,9	3.344,5	.	1.574,0	8.760,5	839,9	7.537,2	364,9	1.127,7	6.044,6
ott.	18.948,7	4.440,3	3.364,1	.	1.570,0	8.720,1	854,1	7.230,8	348,2	1.100,2	5.782,4
nov.	18.897,2	4.408,0	3.344,4	.	1.572,7	8.717,8	854,2	8.232,3	448,2	1.313,7	6.470,4
dic.	18.770,3	4.346,3	3.315,7	.	1.546,6	8.718,5	843,1	8.448,2	469,3	1.341,0	6.638,0
2021 gen.	18.941,4	4.392,2	3.315,4	.	1.558,0	8.809,1	866,7	8.331,3	446,6	1.316,9	6.567,8
feb.	19.077,0	4.380,4	3.347,5	.	1.566,9	8.910,0	872,1	8.652,2	520,6	1.405,6	6.726,0
Tasso di crescita											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,2	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	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1
2020 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	4,5	.	12,0	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
nov.	7,5	1,7	2,6	.	11,7	10,7	24,4	1,2	0,0	2,2	1,1
dic.	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1
2021 gen.	7,4	0,3	2,8	.	11,6	11,3	25,4	1,5	0,0	4,5	1,0
feb.	7,6	-0,3	3,5	.	10,8	11,8	25,1	1,7	0,0	4,7	1,2

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	80,7	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,0	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	89,1	78,5	93,9	119,4	94,0
2020 2° trim.	98,8	93,1	93,2	88,5	81,7	94,0	118,1	93,3
3° trim.	101,2	94,9	95,3	90,0	78,7	94,4	121,7	95,6
4° trim.	101,3	94,9	95,3	90,1	75,6	94,0	122,3	95,7
2021 1° trim.	100,9	94,9	95,3	.	.	.	121,7	95,5
2020 ott.	101,4	94,9	95,4	-	-	-	122,4	95,8
nov.	100,7	94,4	94,7	-	-	-	121,6	95,2
dic.	101,9	95,4	95,9	-	-	-	123,0	96,1
2021 gen.	101,4	95,6	95,8	-	-	-	122,4	96,2
feb.	100,8	94,8	95,1	-	-	-	121,5	95,3
mar.	100,4	94,4	94,9	-	-	-	121,3	95,0
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2021 mar.	-0,3	-0,4	-0,2	-	-	-	-0,2	-0,4
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2021 mar.	1,5	1,4	1,6	-	-	-	2,9	2,0

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 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
2021 1° trim.	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
2020 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
2021 gen.	7,873	7,565	26,141	7,439	359,194	126,308	4,533	0,893	4,8732	10,095	1,079	1,217
feb.	7,814	7,573	25,876	7,437	358,151	127,493	4,497	0,873	4,8750	10,089	1,086	1,210
mar.	7,747	7,578	26,178	7,436	365,612	129,380	4,599	0,859	4,8884	10,169	1,106	1,190
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2021 mar.	-0,9	0,1	1,2	0,0	2,1	1,5	2,3	-1,6	0,3	0,8	1,9	-1,6
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2021 mar.	-0,3	0,1	-1,5	-0,5	5,8	8,8	3,6	-4,0	1,2	-6,5	4,5	7,6

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>												
2020 1° trim.	27.543,9	27.617,6	-73,7	11.321,4	9.344,7	8.906,1	11.168,3	-98,6	6.548,6	7.104,6	866,3	15.535,9
2° trim.	28.197,7	28.206,3	-8,5	11.372,0	9.477,9	9.860,0	11.935,5	-71,0	6.131,8	6.792,9	905,0	15.289,1
3° trim.	28.109,8	28.049,0	60,8	11.175,1	9.326,8	9.998,3	12.030,1	-97,0	6.123,9	6.692,1	909,6	15.127,9
4° trim.	28.403,2	28.312,0	91,1	11.065,0	9.292,4	10.685,8	12.286,4	-86,2	5.858,8	6.733,2	879,8	14.846,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2020 4° trim.	250,8	250,0	0,8	97,7	82,1	94,4	108,5	-0,8	51,7	59,5	7,8	131,1
<i>Transazioni</i>												
2020 1° trim.	576,4	573,2	3,2	-60,5	-66,3	-133,8	51,5	11,1	755,1	588,1	4,6	-
2° trim.	140,1	113,0	27,1	68,9	178,3	380,5	200,4	40,8	-353,3	-265,7	3,2	-
3° trim.	182,1	83,1	98,9	23,8	-0,7	96,2	74,7	-31,8	90,5	9,1	3,4	-
4° trim.	-7,2	-129,9	122,7	-119,2	3,8	342,5	-259,6	-19,2	-213,4	125,9	2,1	-
2020 set.	-31,3	-78,6	47,3	-45,7	-15,0	22,1	12,2	-7,8	-2,5	-75,7	2,6	-
ott.	91,3	39,5	51,8	-7,1	-65,4	74,8	-11,3	2,4	18,2	116,1	2,9	-
nov.	131,6	133,6	-2,0	6,9	122,0	100,7	-97,0	8,9	17,7	108,5	-2,6	-
dic.	-230,1	-302,9	72,9	-119,0	-52,8	167,0	-151,3	-30,5	-249,3	-98,8	1,7	-
2021 gen.	304,2	292,3	11,9	51,1	37,5	107,1	76,9	5,5	141,5	177,9	-0,9	-
feb.	126,9	83,7	43,1	17,8	6,3	92,7	0,6	5,4	12,6	76,8	-1,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2021 feb.	731,5	401,8	329,7	-15,8	168,1	803,7	-21,5	-2,9	-63,1	255,2	9,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 feb.	6,5	3,5	2,9	-0,1	1,5	7,1	-0,2	0,0	-0,6	2,3	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>												
2018	11.588,2	11.120,2	6.222,7	2.369,1	2.431,4	1.178,2	746,0	500,7	97,0	468,0	5.575,9	5.107,9
2019	11.937,3	11.489,6	6.376,3	2.454,4	2.622,8	1.258,0	771,1	586,9	36,1	447,7	5.758,9	5.311,2
2020	11.322,8	10.872,1	5.896,8	2.555,2	2.437,3	1.208,5	679,0	542,7	-17,2	450,7	5.157,7	4.707,0
2020 1° trim.	2.912,7	2.819,7	1.538,1	627,9	645,9	310,2	174,8	159,1	7,8	93,0	1.388,8	1.295,7
2° trim.	2.599,3	2.519,4	1.343,9	630,2	541,6	273,0	142,1	124,7	3,8	79,9	1.108,1	1.028,2
3° trim.	2.899,8	2.763,2	1.529,6	646,1	616,2	309,7	179,0	125,6	-28,7	136,6	1.297,1	1.160,5
4° trim.	2.900,0	2.761,7	1.483,2	651,5	628,2	312,9	180,7	132,8	-1,2	138,3	1.357,4	1.219,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2020	100,0	96,0	52,1	22,6	21,5	10,7	6,0	4,8	-0,2	4,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 1° trim.	-3,8	-3,4	-4,4	-0,2	-5,9	-2,7	-9,5	-7,5	-	-	-3,8	-2,9
2° trim.	-11,6	-11,1	-12,6	-2,2	-16,1	-12,3	-18,9	-20,7	-	-	-18,7	-18,1
3° trim.	12,5	10,3	14,2	4,7	13,8	13,7	25,8	0,6	-	-	16,7	11,8
4° trim.	-0,7	-0,7	-3,3	0,3	1,9	0,7	1,2	6,1	-	-	4,0	4,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
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	1,8	5,7	3,4	2,2	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,6	-6,3	-8,0	1,2	-8,2	-5,5	-12,8	-8,2	-	-	-9,3	-9,0
2020 1° trim.	-3,3	-1,7	-3,9	1,2	0,8	-2,7	-10,2	26,9	-	-	-3,1	0,3
2° trim.	-14,6	-14,0	-16,1	-1,3	-20,8	-14,4	-27,3	-25,4	-	-	-21,4	-20,5
3° trim.	-4,1	-4,0	-4,5	2,5	-4,6	-3,5	-8,5	-1,7	-	-	-8,9	-9,1
4° trim.	-4,9	-5,8	-7,7	2,5	-8,4	-2,3	-6,6	-21,8	-	-	-5,1	-7,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 1° trim.	-3,8	-3,2	-2,4	0,0	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,5	-0,5	-	-
2° trim.	-11,6	-10,7	-6,7	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	0,0	-0,8	-	-
3° trim.	12,5	10,1	7,5	1,1	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,5	-	-
4° trim.	-0,7	-0,6	-1,8	0,1	0,4	0,1	0,1	0,3	0,6	0,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
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	-	-
2020	-6,6	-6,1	-4,2	0,3	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 1° trim.	-3,3	-1,6	-2,1	0,3	0,2	-0,3	-0,7	1,1	0,0	-1,7	-	-
2° trim.	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,1	-	-
3° trim.	-4,1	-3,8	-2,4	0,5	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-
4° trim.	-4,9	-5,6	-4,1	0,5	-1,9	-0,2	-0,4	-1,2	-0,1	0,7	-	-

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)												
2018	10.384,2	174,6	2.052,2	528,1	1.964,0	500,5	476,9	1.167,2	1.207,0	1.957,5	356,2	1.204,0
2019	10.695,4	178,8	2.064,2	570,0	2.027,9	530,7	481,5	1.204,8	1.252,7	2.020,0	364,9	1.241,9
2020	10.187,6	176,9	1.931,3	559,0	1.778,7	535,9	473,1	1.216,2	1.157,2	2.045,8	313,3	1.135,2
2020 1° trim.	2.620,5	44,5	498,6	141,3	478,9	133,1	121,4	302,0	306,1	508,2	86,3	292,2
2° trim.	2.341,0	45,0	427,4	125,6	379,5	127,6	115,5	296,2	262,1	492,8	69,4	258,3
3° trim.	2.607,0	43,9	493,4	144,5	469,3	137,1	118,2	306,5	292,2	520,1	81,9	292,8
4° trim.	2.604,8	43,7	512,5	146,9	449,6	136,5	117,6	307,0	297,1	519,5	74,4	295,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,6	11,9	11,4	20,1	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 1° trim.	-3,4	-2,1	-3,8	-3,5	-6,3	-1,3	-1,0	-1,1	-3,4	-2,1	-6,9	-6,8
2° trim.	-11,8	0,2	-15,0	-12,3	-21,3	-4,3	-2,2	-2,4	-15,1	-6,3	-23,8	-9,5
3° trim.	12,3	0,5	16,0	14,4	23,4	7,3	2,9	3,0	11,8	9,0	22,6	14,5
4° trim.	-0,7	0,4	3,1	0,7	-4,4	-0,7	-0,4	-0,4	1,0	-1,0	-12,1	-0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
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	1,0	-0,9	3,0	2,0	4,7	1,3	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6
2020	-6,5	-0,9	-7,6	-5,7	-13,2	0,3	-1,1	-0,8	-8,9	-2,4	-17,9	-7,1
2020 1° trim.	-2,9	-1,5	-4,9	-3,1	-5,9	2,0	-0,5	0,3	-2,8	-1,3	-6,5	-6,2
2° trim.	-14,6	-1,1	-18,9	-14,9	-25,9	-4,6	-3,1	-2,5	-17,7	-7,8	-29,0	-15,2
3° trim.	-4,2	-0,5	-5,8	-3,2	-8,9	2,2	-0,5	0,0	-8,2	0,4	-12,8	-3,5
4° trim.	-5,0	-0,9	-2,3	-2,6	-13,0	0,7	-0,7	-1,0	-7,4	-1,1	-23,5	-3,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 1° trim.	-3,4	0,0	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
2° trim.	-11,8	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	-
3° trim.	12,3	0,0	2,9	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	0,6	-
4° trim.	-0,7	0,0	0,6	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,4	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
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	-
2020	-6,5	0,0	-1,5	-0,3	-2,5	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,4	-0,6	-
2020 1° trim.	-2,9	0,0	-1,0	-0,2	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
2° trim.	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	-
3° trim.	-4,2	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
4° trim.	-5,0	0,0	-0,4	-0,1	-2,5	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,2	-0,8	-

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
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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
2020	100,0	86,1	13,9	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,5	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,3	0,1
2019	1,2	1,4	0,0	-2,0	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2020	-1,6	-1,6	-2,0	-3,2	-1,9	0,4	-3,6	1,4	-0,7	-0,3	-2,4	0,7	-3,4
2020 1° trim.	0,4	0,7	-1,3	-3,4	-0,4	1,2	0,3	2,6	-0,3	-0,3	0,6	1,2	-0,3
2° trim.	-2,9	-3,0	-2,6	-3,9	-2,2	-0,9	-5,7	0,8	-1,1	-1,6	-4,6	0,2	-5,9
3° trim.	-2,1	-2,0	-2,3	-3,1	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-0,9	0,1	-3,5	0,6	-3,7
4° trim.	-1,9	-1,9	-1,9	-2,4	-2,4	0,5	-4,7	1,2	-0,6	0,7	-2,3	0,8	-3,7
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
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
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,5	1,1	13,9	23,2	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,4	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,2	1,8	0,9	3,7	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2020	-7,7	-7,0	-10,6	-3,5	-7,5	-6,0	-13,6	-1,7	-3,2	-6,6	-7,7	-2,0	-13,3
2020 1° trim.	-3,9	-3,1	-7,2	-3,8	-4,5	-4,2	-5,7	0,9	-2,8	-4,4	-2,8	-1,7	-7,7
2° trim.	-16,8	-15,6	-22,2	-6,8	-16,2	-17,7	-27,1	-5,7	-6,6	-16,9	-16,9	-6,3	-27,9
3° trim.	-4,9	-4,7	-5,7	-2,0	-5,8	-1,0	-9,1	-2,0	-2,6	-3,3	-6,6	-0,2	-6,3
4° trim.	-6,4	-6,0	-8,4	-2,4	-5,6	-2,8	-13,6	-0,9	-2,2	-3,0	-5,7	-0,8	-12,1
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
2020	-6,2	-5,5	-8,8	-0,3	-5,7	-6,4	-10,4	-3,0	-2,5	-6,4	-5,4	-2,7	-10,2
2020 1° trim.	-4,3	-3,8	-6,0	-0,5	-4,2	-5,2	-6,0	-1,6	-2,6	-4,1	-3,4	-2,9	-7,4
2° trim.	-14,3	-13,0	-20,1	-2,9	-14,4	-16,9	-22,7	-6,5	-5,5	-15,6	-13,0	-6,5	-23,4
3° trim.	-2,8	-2,7	-3,4	1,2	-3,2	-1,8	-5,1	-2,9	-1,7	-3,4	-3,2	-0,8	-2,7
4° trim.	-4,6	-4,2	-6,7	0,0	-3,3	-3,3	-9,3	-2,0	-1,6	-3,7	-3,5	-1,6	-8,8

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 2020			100,0			80,9		19,1		51,5		48,5		
2018	162,443	3,7	13,204	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,805	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,198	3,5	12,215	7,5	3,3	9,984	6,7	2,231	15,6	6,266	7,2	5,949	7,9	2,3
2020	161,377	3,5	12,593	7,8	3,0	10,185	6,9	2,408	17,4	6,487	7,5	6,106	8,1	1,8
2020 1° trim.	162,759	3,4	12,000	7,4	3,0	9,730	6,6	2,270	15,7	6,131	7,0	5,869	7,8	1,9
2° trim.	159,216	3,6	12,056	7,6	2,5	9,744	6,7	2,312	17,3	6,313	7,4	5,743	7,8	1,6
3° trim.	161,621	3,6	13,412	8,3	3,1	10,785	7,3	2,627	18,8	6,827	7,9	6,586	8,7	1,7
4° trim.	161,911	3,5	12,903	8,0	3,2	10,482	7,1	2,422	17,6	6,676	7,7	6,228	8,3	1,9
2020 set.	-	-	14,251	8,7	-	11,698	7,8	2,553	18,1	7,167	8,2	7,084	9,3	-
ott.	-	-	13,841	8,5	-	11,405	7,6	2,435	17,5	6,975	8,0	6,865	9,0	-
nov.	-	-	13,471	8,3	-	11,083	7,4	2,388	17,3	6,811	7,8	6,660	8,8	-
dic.	-	-	13,411	8,2	-	11,030	7,4	2,381	17,4	6,796	7,8	6,615	8,7	-
2021 gen.	-	-	13,523	8,3	-	11,120	7,4	2,403	17,4	6,882	7,9	6,641	8,7	-
feb.	-	-	13,571	8,3	-	11,177	7,5	2,394	17,3	6,903	7,9	6,668	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	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	2,8	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,8	1,8
2020	-8,7	-9,2	-7,4	-13,4	-4,8	-5,4	-5,6	-10,7	-1,0	3,6	-2,5	-14,4	-25,0
2020 2° trim.	-20,2	-21,2	-19,4	-28,1	-13,3	-10,5	-15,3	-26,7	-6,5	2,9	-10,7	-29,1	-50,8
3° trim.	-6,9	-7,3	-5,7	-12,0	-2,2	-4,4	-2,1	-7,6	2,4	2,5	3,3	-4,9	-6,9
4° trim.	-1,6	-1,7	1,5	-3,4	-2,9	-1,7	-0,8	-1,7	1,3	4,4	1,0	-13,8	-9,2
2021 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4
2020 ott.	-3,7	-4,3	-1,0	-8,3	-2,2	0,5	-1,9	-2,7	4,5	5,0	5,7	-9,0	-4,8
nov.	-0,7	-0,4	1,5	-0,2	-2,7	-4,6	-0,5	-1,6	-1,6	2,4	-2,2	-18,2	-14,9
dic.	-0,1	-0,2	4,5	-1,4	-3,9	-1,0	-0,2	-0,7	1,2	5,5	-0,1	-14,5	-8,0
2021 gen.	0,1	-0,1	1,5	1,4	-3,7	0,6	-2,6	-2,0	-5,2	5,9	-11,3	-16,9	-18,8
feb.	-1,6	-1,8	-0,1	-2,2	-3,7	-1,5	-5,8	1,9	-2,9	1,9	-5,5	-13,0	-20,8
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	88,2
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2020 ott.	2,5	2,4	2,1	3,2	0,4	2,4	0,0	2,6	1,6	2,1	1,6	-3,7	3,0
nov.	2,2	2,9	1,8	7,8	-1,3	-3,6	2,4	0,8	-5,3	-2,1	-7,1	-10,5	-7,2
dic.	-0,1	-0,2	1,3	-1,0	-0,7	1,7	-1,4	0,2	2,0	2,0	1,4	4,1	10,4
2021 gen.	0,8	0,7	0,0	1,2	0,1	0,3	0,8	1,8	-5,2	1,0	-9,9	-0,9	-22,5
feb.	-1,0	-1,0	-0,7	-1,9	0,2	-1,2	-2,1	2,0	3,0	-1,1	6,8	3,7	-1,1
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,2

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	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,6	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 2° trim	72,0	-27,3	70,2	-18,5	-14,5	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
3° trim	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
4° trim	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,6	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 1° trim	95,3	-2,4	.	-13,7	-6,0	-16,6	-14,7	.	58,4	58,5	46,9	49,9
2020 ott.	92,5	-9,3	76,3	-15,5	-8,0	-6,9	-12,0	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
nov.	89,3	-10,2	-	-17,6	-9,0	-12,7	-17,0	-	53,8	55,3	41,7	45,3
dic.	92,4	-6,8	-	-13,8	-8,0	-13,2	-17,1	-	55,2	56,3	46,4	49,1
2021 gen.	91,5	-6,1	77,5	-15,5	-7,7	-18,5	-17,7	85,1	54,8	54,6	45,4	47,8
feb.	93,4	-3,2	-	-14,8	-7,5	-19,1	-17,0	-	57,9	57,6	45,7	48,8
mar.	100,9	2,0	-	-10,8	-2,7	-12,2	-9,3	-	62,5	63,3	49,6	53,2

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

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,3	93,7	1,6	2,3	5,4	4,3	4,2	35,0	7,0	77,0	4,1	9,4	2,6
2018	12,5	93,3	1,8	2,0	6,0	2,6	4,7	35,4	5,8	77,5	2,1	7,1	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	5,7	3,8	34,5	5,7	77,3	2,4	3,3	1,9
2020 1° trim	13,8	93,7	0,4	2,6	-1,6	3,1	4,5	33,6	4,7	78,4	2,4	0,2	2,1
2° trim.	16,6	95,0	-3,2	3,3	-15,3	4,2	4,5	31,2	4,1	82,9	2,6	-27,4	1,8
3° trim.	17,8	95,7	1,2	3,5	-3,4	3,8	4,6	30,7	3,5	83,3	3,0	-13,6	2,0
4° trim.	19,6	96,3	0,7	4,0	0,2	5,4	5,1	30,4	3,3	84,2	3,5	-12,9	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	
2020 1° trim	1.063,5	1.009,7	53,7	586,5	497,1	241,7	251,5	205,4	194,0	30,0	67,1	12,2	11,0
2° trim	870,4	841,4	29,0	466,0	412,2	192,5	182,6	185,2	176,5	26,6	70,1	11,2	15,8
3° trim	952,1	884,3	67,8	548,2	455,6	192,5	186,4	182,9	179,7	28,5	62,6	11,5	10,4
4° trim	1.013,7	922,8	90,9	581,8	478,7	220,1	194,6	182,8	171,8	29,1	77,6	23,5	24,4
2020 set.	326,6	297,3	29,2	187,5	154,9	68,2	62,8	61,4	58,3	9,5	21,3	3,6	3,9
ott.	334,0	306,0	28,1	191,1	156,5	73,2	65,6	59,9	60,5	9,8	23,4	4,4	5,1
nov.	339,1	313,7	25,4	194,8	162,1	73,3	64,7	61,1	57,2	9,8	29,7	4,3	6,0
dic.	340,6	303,2	37,4	195,9	160,1	73,5	64,4	61,7	54,1	9,5	24,6	14,8	13,3
2021 gen.	345,1	310,4	34,7	196,9	159,0	77,9	65,5	60,6	61,5	9,7	24,4	3,4	3,4
feb.	345,1	319,2	25,9	199,2	166,7	78,0	66,6	57,8	60,0	10,1	25,9	3,9	3,4
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>												
2021 feb.	3.854,9	3.596,2	258,7	2.174,9	1.825,0	834,2	775,8	732,2	714,7	113,6	280,7	58,0	61,8
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 feb.	34,1	31,8	2,3	19,2	16,1	7,4	6,9	6,5	6,3	1,0	2,5	0,5	0,5

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

3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2020 1° trim	-1,6	-4,2	578,1	274,6	116,0	176,7	482,1	507,4	282,6	82,9	134,6	371,5	56,1
2° trim	-23,6	-21,7	447,7	217,9	87,6	133,0	369,3	422,5	220,3	77,4	119,1	319,6	26,1
3° trim	-8,7	-11,5	531,4	248,2	108,4	164,7	447,7	469,1	243,1	84,3	133,9	359,1	34,2
4° trim	-2,9	-5,9	566,6	264,3	113,8	177,7	477,7	489,9	259,7	85,8	134,7	377,5	35,3
2020 set.	-3,4	-6,8	182,4	85,7	37,4	55,8	154,5	159,6	83,1	28,2	45,7	122,3	11,0
ott.	-9,0	-11,7	185,9	85,9	37,7	58,9	157,2	160,6	85,3	27,2	44,8	122,2	11,0
nov.	-1,1	-4,1	189,2	88,9	37,2	59,8	160,2	164,9	87,0	29,4	45,5	127,7	11,2
dic.	2,5	-1,2	191,4	89,5	38,9	59,0	160,2	164,4	87,4	29,2	44,4	127,6	13,0
2021 gen.	-8,9	-14,2	190,9	91,8	37,4	57,7	155,5	162,2	88,2	29,0	41,7	118,7	13,7
feb.	-5,4	-2,7	186,1	.	.	.	156,6	167,7	.	.	.	124,6	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2020 1° trim	-4,1	-4,8	103,7	106,5	100,4	102,9	102,6	104,0	103,4	100,4	109,2	105,2	98,1
2° trim	-23,6	-16,4	81,7	86,5	76,1	78,9	79,1	92,2	90,1	94,6	97,1	91,1	81,8
3° trim	-7,2	-6,9	98,5	100,0	95,4	99,2	97,8	101,7	97,1	105,5	110,5	104,0	80,9
4° trim	-1,5	-1,1	104,0	105,5	99,2	106,1	103,4	104,9	101,8	106,7	110,7	108,6	84,5
2020 ago.	-10,8	-9,6	98,0	99,5	95,0	98,2	96,9	100,6	95,7	103,9	110,2	103,8	81,1
set.	-1,1	-0,9	101,9	104,5	98,7	101,2	101,9	104,4	100,0	107,6	113,3	106,9	81,8
ott.	-7,6	-6,8	103,0	103,1	99,6	106,3	102,8	104,4	101,6	103,4	110,9	106,3	83,6
nov.	0,2	0,7	104,4	107,1	97,1	107,0	104,1	106,1	103,0	108,9	112,1	110,3	83,6
dic.	3,8	3,5	104,7	106,2	101,0	105,2	103,2	104,4	100,9	107,7	109,1	109,2	86,4
2021 gen.	-8,0	-11,0	103,1	106,6	97,8	102,0	99,4	101,3	98,9	106,3	102,8	101,3	83,3

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
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 2° trim.	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,8	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	-0,7	0,5	0,3	-0,4	0,5	
2021 1° trim.	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,5	-0,4	1,3	6,5	0,6	1,0	1,4	
2020 ott.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,1	0,4	0,0	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	0,5	
2021 gen.	105,3	0,9	1,4	0,5	1,4	1,1	0,4	0,2	2,0	3,8	0,3	0,8	1,3	
feb.	105,5	0,9	1,1	0,7	1,2	0,0	0,2	0,3	-0,6	0,9	0,1	0,8	1,5	
mar.	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,1	0,0	0,0	-0,6	2,6	0,1	1,3	1,4	

	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 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
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 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
2021 1° trim.	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5
2020 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
2021 gen.	1,5	1,3	2,0	-0,1	1,5	-4,2	1,2	1,1	1,0	-0,3	1,8	1,5
feb.	1,3	1,3	1,5	0,3	1,0	-1,7	1,3	1,2	0,8	-0,3	1,2	1,5
mar.	1,1	1,0	1,6	1,4	0,3	4,3	1,3	1,2	1,5	-0,7	1,3	1,4

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/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			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	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	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,2	2,6
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	3,8
2° trim.	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,0	5,1
3° trim.	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,8	5,1	1,6
4° trim.	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	5,8	-0,1
2020 set.	101,7	-2,3	-2,2	-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.	102,4	-2,0	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,4	0,7	-7,6	-	-	-
dic.	103,3	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	-	-	-
2021 gen.	105,1	0,4	-0,6	0,7	1,0	0,8	-0,4	-1,0	0,7	-0,6	-	-	-
feb.	105,6	1,5	0,9	1,2	2,4	0,9	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-

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	-0,9	-6,4	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,8	2,1	0,7	0,1	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	106,8	1,5	1,1	0,5	2,8	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 2° trim.	107,3	2,3	1,3	0,7	4,7	1,2	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	3,9	-8,1	-4,4	0,0	-9,2
3° trim.	106,4	0,9	0,6	0,1	2,1	0,7	-1,8	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
4° trim.	107,2	1,2	1,0	0,0	2,1	1,5	-1,4	-2,2	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 1° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,2	24,6
2020 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,5	2,1	2,9	-0,4	-1,9	1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,3	-0,1	6,6	-2,1	-7,9	5,0
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,3	-1,5	14,0	1,0	-8,0	12,0
2021 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,8	10,5	3,7	17,0	5,8	-1,9	14,8
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,2	16,8	8,0	25,5	12,7	4,1	22,9
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,4	16,4	40,4	24,4	14,0	36,9

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 2° trim.	-6,9	-3,6	-7,4	-11,6	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
3° trim.	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7
4° trim.	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 1° trim.	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
2020 ott.	0,5	3,2	-2,1	-7,0	9,2	52,9	53,1	50,5	48,7
nov.	0,2	1,4	-4,0	-8,2	6,9	55,9	51,5	51,6	47,7
dic.	4,1	3,3	-2,0	-8,3	4,7	61,4	53,1	52,6	48,4
2021 gen.	4,8	2,8	-3,1	-6,0	5,3	68,3	53,2	52,2	47,3
feb.	9,8	3,9	-3,2	-5,6	7,2	73,9	53,2	56,5	48,1
mar.	17,6	8,2	0,9	0,1	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5

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	
2018	104,3	2,4	2,3	2,7	2,6	2,1	2,0
2019	106,7	2,4	2,6	1,8	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,7	1,4	2,8	3,8	1,8
2020 1° trim.	103,3	3,8	3,9	3,3	3,3	4,8	2,0
2° trim.	115,5	4,1	4,9	1,2	4,0	4,1	1,7
3° trim.	104,9	1,5	2,2	-0,3	1,3	2,2	1,7
4° trim.	116,6	3,1	3,5	1,6	2,6	4,1	2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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 assicura- tive	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												
2018	103,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,4	2,4
2019	105,3	1,9	-1,1	3,3	1,0	1,4	0,7	0,5	2,5	1,0	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-1,8	3,3	4,5	6,2	1,4	0,4	0,5	6,6	5,7	15,6
2020 1° trim.	109,0	4,4	-0,9	4,2	2,5	5,2	2,5	-0,1	1,7	4,9	5,1	6,6
2° trim.	114,0	8,6	-3,3	11,4	7,5	12,1	3,5	1,7	-4,6	9,5	10,5	22,1
3° trim.	108,5	2,8	-1,7	1,4	5,2	3,6	-1,1	-0,7	2,1	6,2	2,8	11,5
4° trim.	110,0	3,9	-1,0	-0,9	4,3	6,0	1,6	0,7	2,9	6,6	5,3	25,3
Redditi per occupato												
2018	105,3	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	107,3	1,9	1,8	1,6	2,0	2,1	1,8	2,2	2,5	1,4	2,1	2,6
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,6	-1,8	-4,4	0,3	-0,1	0,0	-0,6	2,6	-1,8
2020 1° trim.	107,2	0,5	1,0	-0,5	-1,9	-1,3	2,0	-0,3	2,3	1,3	2,4	0,0
2° trim.	102,2	-4,5	-0,4	-7,7	-7,7	-11,9	-2,1	-0,3	-5,5	-5,6	1,7	-7,8
3° trim.	108,4	0,6	0,9	-1,8	1,0	-1,4	0,2	-0,2	2,0	1,0	2,6	1,0
4° trim.	108,7	0,7	0,5	-0,8	1,1	-3,2	1,1	0,6	1,1	1,0	3,4	-0,5
Produttività del lavoro per occupato												
2018	101,8	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,9	-0,3	0,8
2019	101,9	0,1	3,0	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,8
2020	96,8	-5,0	2,3	-5,8	-6,0	-10,0	-1,0	-0,4	-0,5	-6,7	-3,0	-15,0
2020 1° trim.	98,4	-3,7	1,9	-4,5	-4,2	-6,2	-0,5	-0,2	0,6	-3,4	-2,5	-6,2
2° trim.	89,6	-12,1	3,0	-17,1	-14,2	-21,4	-5,4	-2,0	-0,9	-13,8	-7,9	-24,5
3° trim.	99,9	-2,1	2,7	-3,2	-3,9	-4,9	1,3	0,4	-0,1	-4,9	-0,2	-9,5
4° trim.	98,8	-3,0	1,4	0,1	-3,1	-8,7	-0,5	-0,1	-1,7	-5,3	-1,8	-20,6
Redditi per ora lavorata												
2018	105,0	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,7	1,8	2,8	1,6	2,3	2,9
2020	112,8	5,2	2,5	2,9	3,9	6,1	3,0	2,0	5,2	4,6	4,9	7,2
2020 1° trim.	110,8	4,5	3,9	3,5	3,4	4,0	3,3	1,9	5,7	4,4	5,1	7,2
2° trim.	117,3	9,8	4,0	7,0	8,8	12,6	4,0	4,7	6,4	7,1	7,7	14,7
3° trim.	111,2	3,4	0,8	1,2	2,3	4,3	3,2	1,1	4,8	4,4	3,0	3,2
4° trim.	113,4	5,1	2,0	2,4	3,6	6,5	2,6	2,0	5,6	4,3	4,8	6,4
Produttività per ora lavorata												
2018	102,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,4	0,5	-0,4	0,4
2019	102,4	0,4	3,7	-1,1	1,2	1,0	0,9	1,5	0,1	0,6	-0,3	0,9
2020	103,6	1,2	2,6	-0,1	0,4	0,4	2,0	2,2	6,3	-1,3	-0,4	-5,3
2020 1° trim.	102,7	0,6	2,4	-0,4	1,1	-0,2	1,1	2,4	4,9	0,0	0,3	1,3
2° trim.	105,1	2,7	6,1	-3,2	3,4	1,7	1,1	3,7	17,4	-1,0	-1,5	-1,5
3° trim.	103,3	0,8	1,5	0,0	-2,2	0,3	4,3	2,1	3,4	-1,7	0,6	-6,9
4° trim.	104,3	1,6	1,5	3,5	0,2	0,6	1,5	1,6	2,1	-1,8	-0,3	-13,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari 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)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
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	1.073,1	2.362,4	3.435,5	12.383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13.011,0
2020	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14.525,2
2020 1° trim.	1.265,3	8.079,2	9.344,5	1.075,1	2.368,6	3.443,7	12.788,2	109,9	536,1	48,1	694,1	13.482,3
2° trim.	1.302,8	8.425,2	9.728,0	1.075,3	2.400,8	3.476,1	13.204,1	95,2	579,7	20,1	695,1	13.899,2
3° trim.	1.330,5	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,8	100,3	610,3	7,1	717,7	14.165,5
4° trim.	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14.525,2
2020 set.	1.330,5	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,8	100,3	610,3	7,1	717,7	14.165,5
ott.	1.338,1	8.683,6	10.021,7	1.060,5	2.431,8	3.492,3	13.514,0	96,3	611,4	18,4	726,2	14.240,2
nov.	1.351,2	8.781,7	10.132,9	1.029,5	2.446,3	3.475,8	13.608,7	101,2	611,9	19,7	732,8	14.341,5
dic.	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	646,9	33,3	780,9	14.525,2
2021 gen.	1.380,4	8.995,8	10.376,2	1.003,7	2.456,8	3.460,5	13.836,7	111,5	629,6	29,6	770,7	14.607,4
feb ^(p)	1.390,3	9.066,9	10.457,2	985,5	2.472,2	3.457,7	13.914,9	108,8	608,7	35,2	752,7	14.667,6
Transazioni												
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,7	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,7	610,3
2020	137,7	1.255,4	1.393,1	-27,2	85,6	58,4	1.451,5	19,2	123,9	13,9	157,0	1.608,5
2020 1° trim.	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,1	397,6	30,9	9,2	26,8	66,8	464,4
2° trim.	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,8	415,3	-14,1	43,7	-28,8	0,8	416,0
3° trim.	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-11,7	24,2	349,4
4° trim.	28,7	295,7	324,3	-35,0	24,0	-11,0	313,3	-3,5	41,2	27,6	65,3	378,6
2020 set.	8,9	84,4	93,3	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-3,9	23,4	153,4
ott.	7,6	65,4	73,0	-17,8	8,5	-9,3	63,7	-4,0	1,1	11,7	8,8	72,5
nov.	13,1	108,3	121,3	-29,3	14,5	-14,7	106,6	0,8	0,5	1,8	3,1	109,8
dic.	8,0	121,9	130,0	12,1	1,0	13,1	143,0	-0,3	39,6	14,1	53,3	196,3
2021 gen.	21,2	94,8	116,0	-37,2	11,3	-25,8	90,2	10,6	-17,3	-3,4	-10,0	80,1
feb ^(p)	9,9	70,5	80,4	-18,4	15,4	-3,0	77,4	-2,9	-20,9	6,2	-17,6	59,8
Variazioni percentuali												
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
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,1	25,0	12,4
2020 1° trim.	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,2	52,0	9,7	7,5
2° trim.	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-45,8	9,4	9,3
3° trim.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,7	12,7	10,4
4° trim.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,1	25,0	12,4
2020 set.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,7	12,7	10,4
ott.	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-25,8	14,4	10,5
nov.	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,7	15,5	11,0
dic.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,1	25,0	12,4
2021 gen.	12,2	17,1	16,5	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,3	16,2	4,8	18,5	12,5
feb ^(p)	12,3	17,0	16,4	-7,0	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	34,3	14,2	12,3

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													
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	1.032,6	217,1	468,0
2020	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 1° trim.	2.610,9	2.191,4	264,0	147,9	7,6	7.173,7	4.535,9	472,2	2.165,0	0,6	1.151,4	224,3	472,6
2° trim.	2.869,9	2.396,8	318,7	148,3	6,2	7.349,4	4.683,7	462,8	2.202,0	0,9	1.084,7	226,5	466,0
3° trim.	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
4° trim.	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 set.	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
ott.	2.968,9	2.488,2	328,5	147,0	5,1	7.534,8	4.856,9	443,3	2.233,5	1,1	1.052,2	236,9	479,5
nov.	2.966,9	2.502,2	312,7	146,4	5,5	7.595,0	4.903,6	441,0	2.249,2	1,1	1.074,6	238,9	483,5
dic.	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2021 gen.	3.008,3	2.556,9	302,4	142,2	6,9	7.707,4	5.009,5	430,7	2.266,3	0,8	1.114,8	229,7	507,6
feb ^(p)	3.027,9	2.585,5	293,3	143,2	5,9	7.760,8	5.051,6	426,6	2.281,7	1,0	1.119,8	227,0	497,9
Transazioni													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,7	467,7	55,8	-6,9	-3,0	611,5	561,1	-53,8	104,3	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 1° trim.	126,0	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	149,0	-9,1	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
3° trim.	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
4° trim.	31,8	51,6	-12,6	-3,7	-3,5	158,3	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,1	39,2
2020 set.	20,0	18,5	-1,0	0,0	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
ott.	9,1	6,8	4,0	0,1	-1,8	43,6	40,1	-3,2	6,6	0,1	-7,0	-3,5	9,8
nov.	1,3	16,4	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
dic.	21,4	28,4	-1,5	-3,3	-2,2	53,5	51,6	-3,2	5,4	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 gen.	22,8	27,2	-7,1	-1,0	3,6	60,5	54,1	-7,0	13,4	0,1	5,7	-8,4	-1,1
feb ^(p)	19,3	28,4	-9,1	1,0	-1,0	53,2	41,9	-4,2	15,4	0,2	4,5	-2,7	-9,7
Variazioni percentuali													
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
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
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
4° trim.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 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	26,9	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
nov.	20,3	21,5	24,6	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	11,0	6,7	3,2
dic.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2021 gen.	21,8	24,0	19,0	-5,3	71,9	9,2	13,3	-11,4	5,3	-6,3	15,6	5,4	8,3
feb ^(p)	21,2	23,7	16,0	-4,4	14,4	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	5,0	4,8

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								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					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												
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	13.865,4	11.452,3	11.839,5	4.475,7	5.931,1	893,5	152,0	1.562,5	850,6
2020	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2020 1° trim.	4.794,6	1.007,2	3.775,6	14.055,9	11.692,0	12.067,7	4.605,0	5.965,4	960,7	160,9	1.564,9	799,0
2° trim.	5.279,2	1.005,9	4.261,6	14.244,9	11.781,7	12.163,6	4.718,4	5.995,4	912,6	155,2	1.646,7	816,6
3° trim.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,1	912,6	157,9	1.517,9	814,2
4° trim.	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2020 set.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,1	912,6	157,9	1.517,9	814,2
ott.	5.803,5	1.003,7	4.788,0	14.232,9	11.900,3	12.260,0	4.738,4	6.092,6	910,3	158,9	1.528,8	803,9
nov.	5.850,1	1.006,4	4.831,6	14.288,5	11.926,8	12.285,8	4.735,9	6.106,6	927,5	156,7	1.541,0	820,7
dic.	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2021 gen.	5.948,7	988,1	4.959,1	14.355,3	11.944,7	12.309,5	4.720,4	6.135,5	940,2	148,6	1.547,5	863,0
feb ⁶⁾	5.986,9	993,6	4.991,7	14.392,5	11.971,2	12.334,7	4.729,8	6.153,2	941,7	146,5	1.549,9	871,3
Transazioni												
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	425,4	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020	1.046,4	13,3	1.033,0	737,2	540,0	560,8	288,8	209,1	26,2	15,8	169,6	27,7
2020 1° trim.	145,4	19,8	125,7	242,5	253,4	249,2	135,7	40,5	68,4	8,8	20,2	-31,1
2° trim.	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
3° trim.	258,8	-2,8	261,6	154,4	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	44,3	5,0
4° trim.	176,6	-1,9	178,3	155,2	83,9	120,0	3,5	60,7	10,0	9,7	28,8	42,5
2020 set.	96,1	2,3	93,8	30,4	25,8	21,4	-11,7	29,9	6,0	1,6	5,3	-0,8
ott.	54,9	1,0	53,8	36,8	32,4	37,1	7,7	26,7	-2,6	0,7	11,8	-7,5
nov.	42,8	2,9	39,6	47,4	34,6	40,2	2,1	15,1	19,6	-2,1	6,7	6,1
dic.	78,9	-5,8	84,9	71,0	16,8	42,7	-6,2	18,9	-6,9	11,0	10,3	43,9
2021 gen.	33,1	-8,3	51,8	16,4	18,4	11,0	-2,2	16,3	23,5	-19,2	-0,7	-1,3
feb ⁶⁾	63,2	5,8	57,3	36,1	28,5	28,7	10,7	19,1	0,8	-2,1	1,6	6,0
Variazioni percentuali												
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
2020	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 1° trim.	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,1	5,0	3,3	11,3	20,7	3,0	-0,6
2° trim.	13,5	0,4	17,2	4,8	4,7	4,9	6,5	3,2	3,9	17,1	7,2	0,7
3° trim.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
4° trim.	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 set.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
ott.	20,3	0,0	25,9	4,9	4,7	4,7	6,3	3,6	1,7	14,0	10,4	-1,3
nov.	21,2	0,4	27,0	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,3	-1,3
dic.	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2021 gen.	22,9	-0,1	29,4	5,1	4,4	4,5	6,2	3,3	3,7	-2,6	11,9	3,0
feb ⁶⁾	23,9	0,5	30,5	5,1	4,4	4,5	6,3	3,2	3,6	-2,5	10,7	3,8

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⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
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	4.475,7	4.577,8	967,4	878,0	2.630,3	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2020 1° trim.	4.605,0	4.706,2	1.003,2	917,4	2.684,5	5.965,4	6.254,1	714,9	4.565,8	684,7
2° trim.	4.718,4	4.829,8	957,8	993,4	2.767,2	5.995,4	6.276,5	701,0	4.603,8	690,6
3° trim.	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,1	6.066,1	6.334,1	702,4	4.667,6	696,1
4° trim.	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2020 set.	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,1	6.066,1	6.334,1	702,4	4.667,6	696,1
ott.	4.738,4	4.845,5	916,4	1.011,3	2.810,7	6.092,6	6.359,5	704,4	4.690,3	697,9
nov.	4.735,9	4.842,3	911,8	1.004,9	2.819,3	6.106,6	6.376,2	701,7	4.708,6	696,4
dic.	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2021 gen.	4.720,4	4.836,3	888,4	1.006,1	2.826,0	6.135,5	6.402,4	696,7	4.745,3	693,5
feb ⁶⁾	4.729,8	4.846,9	893,1	1.002,1	2.834,6	6.153,2	6.420,9	698,1	4.761,3	693,8
Transazioni										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,9	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	40,9	168,6	-9,2
2020	288,8	325,2	-54,0	139,1	203,7	209,1	194,7	-11,9	210,7	10,3
2020 1° trim.	135,7	137,9	33,2	44,0	58,5	40,5	38,3	-3,7	45,0	-0,8
2° trim.	120,7	131,0	-39,1	80,4	79,4	35,8	29,1	-12,2	39,2	8,8
3° trim.	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,1	1,3
4° trim.	3,5	22,4	-25,5	-1,2	30,2	60,7	67,6	-1,8	61,4	1,1
2020 set.	-11,7	-5,4	-12,9	0,8	0,4	29,9	22,1	-0,5	30,1	0,2
ott.	7,7	2,2	-13,2	-2,9	23,8	26,7	26,4	2,3	22,7	1,7
nov.	2,1	7,3	-2,7	-5,2	10,0	15,1	17,7	-3,7	19,3	-0,6
dic.	-6,2	12,9	-9,6	6,9	-3,5	18,9	23,6	-0,4	19,4	-0,1
2021 gen.	-2,2	-3,1	-10,4	-6,0	14,2	16,3	13,7	-2,7	20,2	-1,2
feb ⁶⁾	10,7	12,9	5,4	-3,6	8,9	19,1	20,3	2,0	16,2	0,9
Variazioni percentuali										
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
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 1° trim.	5,0	5,6	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2° trim.	6,5	7,2	-1,2	16,1	6,2	3,2	3,1	0,3	4,1	0,4
3° trim.	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
4° trim.	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 set.	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
ott.	6,3	6,9	-5,2	16,3	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
nov.	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3
dic.	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2021 gen.	6,2	6,9	-6,0	14,9	7,7	3,3	3,0	-2,6	4,5	1,3
feb ⁶⁾	6,3	7,1	-4,7	13,9	7,8	3,2	3,0	-2,8	4,5	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		Operazioni pronte contro termine con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
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	364,2	7.058,9	1.946,1	50,1	2.156,5	2.906,2	1.455,7	452,3	178,9	187,2
2020	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	524,4	130,1	139,2
2020 1° trim.	409,5	7.036,5	1.937,1	47,2	2.119,9	2.932,3	1.562,5	515,4	183,7	196,5
2° trim.	673,3	7.042,9	1.934,5	44,1	2.080,4	2.983,8	1.562,5	528,7	159,2	174,3
3° trim.	806,2	7.039,7	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,7	1.574,2	499,6	139,9	147,3
4° trim.	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	524,4	130,1	139,2
2020 set.	806,2	7.039,7	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,7	1.574,2	499,6	139,9	147,3
ott.	864,3	7.038,0	1.933,5	42,7	2.036,5	3.025,3	1.578,9	527,3	148,7	154,3
nov.	753,6	6.973,2	1.938,1	42,4	2.012,4	2.980,3	1.469,4	460,4	148,2	147,1
dic.	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	524,4	130,1	139,2
2021 gen.	678,5	6.925,3	1.911,6	42,0	1.970,4	3.001,2	1.473,9	433,2	147,4	146,7
feb ⁶⁾	684,9	6.878,6	1.905,2	41,5	1.971,7	2.960,2	1.448,2	403,5	145,4	145,7
Transazioni										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,8	-5,2	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-34,3	-15,8	-8,0	-99,3	88,8	-28,6	140,8	-48,8	-48,0
2020 1° trim.	45,6	-45,4	-6,8	-2,9	-47,5	11,8	67,6	9,0	4,7	9,3
2° trim.	264,0	-0,3	-0,7	-3,1	-13,9	17,5	-28,9	58,0	-24,5	-22,2
3° trim.	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,1	9,0	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
4° trim.	-57,1	0,6	-5,1	-0,9	-44,0	50,6	-94,6	84,9	-9,8	-8,1
2020 set.	-13,5	10,9	-6,0	-0,1	19,6	-2,6	23,0	1,3	-30,5	-30,3
ott.	58,2	-11,7	0,1	-0,3	-24,3	12,9	1,6	25,8	8,8	7,1
nov.	-110,7	-0,8	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-55,0	-36,9	-0,5	-7,3
dic.	-4,7	13,1	-18,6	-0,4	-5,9	38,0	-41,2	96,1	-18,1	-7,9
2021 gen.	-70,6	-38,1	-5,4	-0,1	-30,6	-2,0	22,2	-100,2	17,3	7,5
feb ⁶⁾	6,4	3,2	-6,5	-0,5	-1,9	12,1	10,4	-40,3	-2,0	-1,0
Variazioni percentuali										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 1° trim.	11,7	0,3	-0,1	-11,1	-2,6	2,9	-	-	-0,3	0,6
2° trim.	81,0	-0,4	-1,3	-19,6	-3,3	2,6	-	-	-10,5	-8,8
3° trim.	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
4° trim.	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 set.	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
ott.	108,5	-0,5	-0,7	-17,5	-3,6	2,2	-	-	-32,8	-34,6
nov.	85,3	-0,7	-0,1	-17,1	-4,3	1,8	-	-	-30,0	-34,6
dic.	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 gen.	65,0	-0,9	-1,0	-14,0	-6,1	3,0	-	-	-13,9	-19,5
feb ⁶⁾	52,7	-0,9	-1,0	-13,9	-6,0	3,1	-	-	-18,3	-23,8

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 4° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 1° trim.	-1,1	.	.	.	.	0,5
2° trim.	-3,8	.	.	.	.	-2,2
3° trim.	-5,0	.	.	.	.	-3,4

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 4° trim.	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,0	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	47,7	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
2° trim.	46,8	46,3	13,0	12,9	15,4	0,5	50,5	46,6	10,4	5,7	1,6	24,1	4,0
3° trim.	46,8	46,3	13,0	12,9	15,5	0,5	51,8	47,7	10,6	5,8	1,6	24,8	4,2

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 4° trim.	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 1° trim.	86,2	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	95,0	3,2	14,3	77,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,3	3,2	14,1	80,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 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	0,4	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
2° trim.	8,9	2,2	3,4	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,3	0,6	3,3	7,4
3° trim.	11,5	3,4	3,2	3,3	2,9	0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,2	4,9	8,5

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	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
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
2020	15,0	13,7	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2019 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.	12,9	11,5	4,3	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
2° trim.	15,4	14,0	5,0	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
3° trim.	15,9	14,5	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
2020 ott.	15,7	14,3	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8
nov.	15,4	14,0	3,9	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
dic.	15,0	13,7	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 gen.	15,3	14,0	5,0	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,7
feb.	15,4	14,0	5,2	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,6
mar.	15,6	14,2	5,4	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,3	0,0	0,5

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 4° trim.	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2020 1° trim.	-2,6	1,1	-0,9	0,1	1,1	-3,4	-3,7	-2,3	2,1	
2° trim.	-6,0	-1,4	-2,9	-1,9	-1,8	-6,9	-5,9	-4,8	-2,2	
3° trim.	-7,0	-2,9	-3,5	-3,6	-4,6	-8,1	-6,1	-6,7	-4,4	
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 4° trim.	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2020 1° trim.	103,4	61,0	8,9	58,9	180,7	99,0	101,3	137,6	96,2	
2° trim.	114,1	67,4	18,5	62,7	191,4	110,2	114,0	149,3	113,3	
3° trim.	113,2	70,0	18,5	62,0	199,9	114,1	116,5	154,2	119,5	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2016	0,2	0,2	1,9	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 4° trim.	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2020 1° trim.	-0,7	-0,2	1,3	-1,5	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,2
2° trim.	-1,8	-2,4	-2,2	-5,1	-1,6	-3,4	-1,9	-4,8	-3,5	-3,3
3° trim.	-3,4	-4,3	-3,6	-8,0	-3,1	-5,5	-4,0	-5,4	-4,7	-4,5
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 4° trim.	36,9	35,9	22,0	42,4	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2020 1° trim.	37,1	33,0	22,2	43,9	49,5	73,1	119,5	69,0	49,7	64,3
2° trim.	42,9	41,4	23,9	51,0	55,2	82,5	126,0	78,3	60,3	68,6
3° trim.	44,6	45,9	26,1	53,7	55,2	79,1	130,8	78,5	60,8	66,9

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 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 21 aprile 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-21-003-IT-N (online)