



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 4 / 2021



# Indice

<b>Andamenti economici e monetari</b>	<b>2</b>
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	9
2 Andamenti finanziari	19
3 Attività economica	25
4 Prezzi e costi	32
5 Moneta e credito	39
6 Andamenti della finanza pubblica	48
<b>Riquadri</b>	<b>53</b>
1 Andamenti del conto corrente dell'area dell'euro durante la pandemia	53
2 L'impatto delle misure di sostegno di bilancio sul fabbisogno di liquidità delle imprese durante la pandemia	60
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 gennaio al 27 aprile 2021	66
4 L'impatto della crisi legata al COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro per gli uomini e per le donne	73
5 Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro durante la pandemia di coronavirus	81
6 La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro	85
7 Le implicazioni per le politiche di bilancio nell'area dell'euro dei programmi di stabilità per il 2021	90
<b>Articolo</b>	<b>95</b>
1 La globalizzazione e le sue implicazioni per l'inflazione nelle economie avanzate	95
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Dopo la contrazione nel primo trimestre dell'anno, l'economia dell'area dell'euro sta gradualmente ripartendo con il migliorare della situazione connessa alla pandemia di coronavirus (COVID-19) e i significativi progressi delle campagne di vaccinazione.** I dati più recenti segnalano un rimbalzo dell'attività nel settore dei servizi e il perdurante dinamismo nella produzione manifatturiera. Ci si attende che l'attività economica acceleri nella seconda metà di quest'anno di pari passo con le ulteriori revocche delle misure di contenimento. L'incremento della spesa per consumi, la vigorosa domanda mondiale e l'orientamento accomodante della politica monetaria e di bilancio forniranno un contributo determinante alla ripresa. Allo stesso tempo permangono incertezze, in un contesto in cui le prospettive economiche a breve termine continuano a dipendere dall'andamento della pandemia e dalla reazione dell'economia in seguito alle riaperture. L'inflazione è aumentata negli ultimi mesi, principalmente a causa di effetti base, fattori transitori e un incremento dei prezzi dell'energia. Dovrebbe salire ulteriormente nella seconda metà dell'anno, per poi scendere al venir meno dei fattori temporanei. Le ultime proiezioni degli esperti indicano un aumento graduale delle spinte inflazionistiche di fondo su tutto l'orizzonte di riferimento, benché le pressioni rimangano contenute in un contesto di capacità produttiva inutilizzata ancora significativa, che si ridurrà solo gradualmente nell'arco temporale di proiezione. Ci si attende che l'inflazione complessiva si mantenga al di sotto del livello perseguito dal Consiglio direttivo nell'orizzonte delle proiezioni.

**Mantenere condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia rimane essenziale per ridurre l'incertezza e rafforzare la fiducia, sostenendo così l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine.** Le condizioni di finanziamento per le imprese e le famiglie sono rimaste sostanzialmente stabili dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di marzo. Tuttavia i tassi di interesse di mercato sono aumentati ulteriormente. Pur riflettendo in parte le migliori prospettive economiche, un rialzo durevole dei tassi di mercato potrebbe tradursi in un inasprimento delle condizioni di finanziamento generali che interessano l'intera economia. Tale inasprimento sarebbe prematuro e rappresenterebbe un rischio per la ripresa economica in atto e le prospettive di inflazione. In tale contesto e sulla base di una valutazione congiunta delle condizioni di finanziamento e delle prospettive di inflazione, il Consiglio direttivo ha deciso di confermare l'orientamento molto accomodante della sua politica monetaria.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 10 giugno 2021

**Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema suggeriscono che la ripresa dell'attività economica mondiale è continuata al volgere dell'anno nonostante l'intensificarsi della pandemia,**

**con le economie emergenti che sono divenute l'epicentro dei nuovi contagi a livello mondiale.** Mentre nel quarto trimestre del 2020 l'attività si è rivelata lievemente più robusta rispetto a quanto previsto nelle precedenti proiezioni, al principio del 2021 l'economia mondiale mostrava condizioni di maggiore debolezza, in un contesto caratterizzato dalla recrudescenza dei contagi e dall'inasprirsi delle misure di contenimento. Le indagini recenti indicano un netto slancio dell'attività a livello mondiale, sebbene si stiano evidenziando sempre più segnali di divergenza tra le economie avanzate e quelle emergenti, nonché tra il settore manifatturiero e quello dei servizi. L'ampio stimolo di bilancio approvato dall'amministrazione Biden dovrebbe rafforzare la ripresa negli Stati Uniti, con alcune ricadute positive a livello mondiale. A fronte di tale scenario, le prospettive di crescita per l'economia mondiale si sono modificate solo marginalmente rispetto alle proiezioni precedenti. La crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 6,2 per cento quest'anno, per poi rallentare al 4,2 e al 3,7 per cento, rispettivamente, nel 2022 e nel 2023. Tuttavia, la domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo rispetto alle proiezioni precedenti e dovrebbe crescere dell'8,6 per cento quest'anno e del 5,2 e 3,4 per cento, rispettivamente, nel 2022 e nel 2023. Ciò riflette soprattutto il rafforzamento della domanda proveniente dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, i principali partner commerciali dell'area dell'euro. I prezzi all'esportazione dei paesi concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per l'anno in corso a fronte del rincaro delle materie prime e dell'aumento della domanda. I rischi per lo scenario di base delle proiezioni a livello mondiale sono connessi principalmente con l'andamento futuro della pandemia. Gli altri rischi per le prospettive mondiali riguardanti l'attività sono ritenuti sostanzialmente bilanciati, mentre quelli per l'inflazione sono orientati al rialzo.

**Le condizioni finanziarie nell'area dell'euro hanno continuato a inasprirsi lievemente dopo l'ultima riunione del Consiglio direttivo, in un contesto di maggiore propensione al rischio.** Nel periodo in esame (dall'11 marzo al 9 giugno 2021), i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i relativi differenziali rispetto al tasso OIS (Overnight Index Swap) hanno registrato un moderato aumento, soprattutto in un contesto di prospettive economiche più positive alla luce dei progressi compiuti nelle campagne vaccinali in tutta l'area dell'euro e del costante sostegno fornito dalle politiche adottate. La curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) è aumentata marginalmente sulle scadenze a medio e lungo termine, mentre il segmento a breve della curva è rimasto sostanzialmente invariato, indicando l'assenza di aspettative di una variazione imminente dei tassi di riferimento nel brevissimo termine. Anche i corsi azionari sono aumentati, sospinti da una combinazione di tassi di sconto relativamente bassi e una forte ripresa delle aspettative di crescita degli utili societari. Di riflesso alle quotazioni azionarie, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a ridursi, collocandosi su livelli osservati per l'ultima volta prima di marzo 2020. Sui mercati valutari, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è lievemente rafforzato.

**Nel primo trimestre dell'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro si è ridotto ulteriormente, dello 0,3 per cento, collocandosi su un livello del 5,1 per cento inferiore rispetto a quello del quarto trimestre del 2019, prima della pandemia.**

Le indagini presso le imprese e i consumatori e gli indicatori ad alta frequenza segnalano un sensibile miglioramento dell'attività nel secondo trimestre di quest'anno. Le indagini presso le imprese indicano una forte ripresa del settore dei servizi a fronte del calo del numero dei contagi; ciò consentirà una graduale normalizzazione delle attività che comportano un contatto fisico ravvicinato. La produzione manifatturiera rimane robusta, sostenuta da una solida domanda mondiale, anche se strozzature dal lato dell'offerta potrebbero incidere negativamente sull'attività industriale nel breve periodo. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori stanno migliorando, facendo presagire un forte recupero dei consumi privati nel prossimo periodo. Gli investimenti delle imprese evidenziano capacità di tenuta, malgrado il deterioramento dei bilanci societari e le prospettive economiche ancora incerte. In prospettiva, ci si attende che la crescita continui a registrare un netto miglioramento nella seconda metà del 2021, via via che i progressi nelle campagne di vaccinazione consentono di allentare ulteriormente le misure di contenimento. Nel medio termine la ripresa dell'economia nell'area dell'euro dovrebbe essere favorita dalla più vigorosa domanda mondiale e interna, nonché dal continuo sostegno delle politiche monetaria e di bilancio.

**Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di giugno 2021 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro.**

Le proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 4,6 per cento nel 2021, al 4,7 nel 2022 e al 2,1 nel 2023. Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'attività economica sono state riviste al rialzo per il 2021 e il 2022, mentre restano invariate per il 2023.

**Nel complesso, i rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro sono sostanzialmente bilanciati.**

Da un lato, una ripresa ancora più forte potrebbe fondarsi sulle prospettive più favorevoli per la domanda mondiale e su una riduzione del risparmio delle famiglie più rapida del previsto dopo la revoca delle restrizioni sociali e legate ai viaggi. Dall'altro lato, la pandemia in corso, con il diffondersi delle varianti del virus, e le sue implicazioni per le condizioni economiche e finanziarie continuano a rappresentare una fonte di rischi al ribasso.

**Secondo i dati preliminari dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi è salita dall'1,3 per cento di marzo all'1,6 per cento ad aprile e al 2,0 per cento a maggio.**

Tale andamento è riconducibile principalmente al notevole incremento delle quotazioni dell'energia, di riflesso ai forti effetti base al rialzo e agli aumenti sul mese precedente nonché, in misura minore, al lieve incremento dell'inflazione dei beni industriali non energetici. È probabile che l'inflazione complessiva aumenti ancora verso l'autunno, soprattutto per effetto del termine della riduzione temporanea dell'IVA in Germania. Ci si attende che l'inflazione diminuisca nuovamente all'inizio del prossimo anno, con il venir meno dei fattori transitori e il calo dei prezzi dell'energia a livello mondiale. Le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero aumentare in certa misura quest'anno, a seguito dei vincoli temporanei dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda interna. Tuttavia, le pressioni sui prezzi rimarranno probabilmente contenute nel complesso, riflettendo in parte le moderate spinte salariali, in un contesto di capacità produttiva inutilizzata ancora significativa, nonché l'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 di fondo 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 modesti, sebbene gli indicatori delle attese di inflazione basate sui mercati abbiano continuato ad aumentare.

**Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di giugno 2021 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, che indica un tasso annuo di inflazione dell'1,9 per cento nel 2021, dell'1,5 per cento nel 2022 e dell'1,4 per cento nel 2023.** Rispetto all'esercizio condotto a marzo 2021 dagli esperti della BCE, le prospettive di inflazione sono state corrette al rialzo per il 2021 e il 2022, in ampia misura per effetto di fattori temporanei e dei più elevati prezzi dei beni energetici. Restano invariate per il 2023, poiché l'aumento dell'inflazione di fondo è ampiamente compensato da un calo atteso delle quotazioni dell'energia. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari dovrebbe passare dall'1,1 per cento del 2021 all'1,3 per cento nel 2022 e all'1,4 per cento nel 2023, rivista al rialzo su tutto l'orizzonte di riferimento rispetto all'esercizio di marzo 2021.

**Ad aprile 2021 la creazione di moneta nell'area dell'euro ha subito una moderazione, mostrando alcuni primi segnali di normalizzazione dopo la massiccia espansione monetaria collegata alla crisi del coronavirus.**

Ad aprile 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si è ridotta al 9,2 per cento, dal 10,0 per cento di marzo e dal 12,3 per cento di febbraio. La decelerazione di marzo e aprile è stata in parte dovuta ai forti effetti base negativi dell'esclusione dalle statistiche sulla crescita annua dei cospicui afflussi registrati nella fase iniziale della crisi pandemica. Ha inoltre inciso la flessione delle dinamiche monetarie a più breve termine, derivante principalmente dai più deboli andamenti dei depositi di famiglie e imprese ad aprile e dal minore fabbisogno di liquidità a fronte del miglioramento della situazione sanitaria. Gli acquisti di attività in corso da parte dell'Eurosistema continuano a essere la principale fonte di creazione di moneta. Seppure anch'esso in decelerazione, l'aggregato monetario ristretto (M1) ha ancora fornito il contributo principale alla crescita dell'aggregato monetario ampio. Il suo significativo contributo è in linea con la preferenza, tuttora maggiore, per la liquidità nel settore detentore di moneta e il basso costo opportunità di detenere gli strumenti più liquidi.

**Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è sceso al 3,2 per cento ad aprile, dal 3,6 per cento di marzo e dal 4,5 per cento di febbraio.**

Tale diminuzione ha avuto luogo in un contesto caratterizzato dalle dinamiche contrapposte dei prestiti alle società non finanziarie e dei prestiti alle famiglie. Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è sceso al 3,2 per cento, dal 5,3 per cento di marzo e dal 7,0 per cento di febbraio. Tale contrazione riflette i forti effetti base negativi e l'anticipazione di parte dell'erogazione del credito a marzo rispetto al mese successivo. Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è salito al 3,8 per cento, dopo il 3,3 per cento di marzo e il 3,0 per cento di febbraio, sostenuto da solidi flussi mensili e da

effetti base positivi. Nel complesso, le misure del Consiglio direttivo, unitamente ai provvedimenti adottati dai governi nazionali e dalle altre istituzioni europee, restano essenziali per sostenere le condizioni del credito bancario e l'accesso al finanziamento, in particolare per i soggetti maggiormente colpiti dalla pandemia.

**A seguito del drastico rallentamento economico causato dalla pandemia di coronavirus e della vigorosa reazione delle politiche di bilancio, nell'area dell'euro il disavanzo delle amministrazioni pubbliche è fortemente aumentato, attestandosi al 7,3 per cento del PIL nel 2020, dallo 0,6 per cento del 2019.**

Quest'anno, a fronte delle nuove ondate di pandemia che hanno colpito i paesi dell'area dell'euro, molti provvedimenti di emergenza sono stati prorogati e sono state varate ulteriori misure di sostegno alla ripresa. Di conseguenza, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021 prevedono un miglioramento solo marginale del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro, al -7,1 per cento del PIL nel 2021. Tuttavia, con l'attenuarsi della pandemia e il consolidarsi della ripresa economica, ci si attende che il rapporto tra disavanzo pubblico e PIL scenda più rapidamente, al 3,4 per cento nel 2022 e al 2,6 per cento al termine dell'orizzonte di proiezione, del 2023. Il debito dell'area dell'euro dovrebbe toccare un massimo appena inferiore al 100 per cento del PIL nel 2021 e scendere a circa il 95 per cento del PIL nel 2023, ossia superiore di circa 11 punti percentuali rispetto al periodo precedente la crisi del coronavirus.

Nondimeno, un orientamento ambizioso e coordinato delle politiche di bilancio resta cruciale, poiché il ritiro prematuro delle misure di sostegno rischierebbe di indebolire la ripresa e amplificare gli effetti negativi di più lungo periodo. Le politiche di bilancio nazionali dovrebbero pertanto continuare a fornire sostegno essenziale e tempestivo alle imprese e alle famiglie maggiormente esposte alla pandemia in corso e alle misure di contenimento associate. Allo stesso tempo, gli interventi di bilancio dovrebbero rimanere temporanei e anticiclici, assicurando altresì che siano sufficientemente mirati da rimediare efficacemente alle vulnerabilità e di sostenere una rapida ripresa dell'economia dell'area dell'euro. Come misura complementare agli interventi di bilancio nazionali, ci si attende che lo strumento Next Generation EU svolga un ruolo chiave, contribuendo a una ripresa più rapida, solida e uniforme. Esso dovrebbe aumentare la capacità di tenuta economica e il potenziale di crescita degli Stati membri dell'UE, soprattutto se le risorse saranno destinate a una spesa pubblica produttiva e saranno accompagnate da politiche strutturali volte a migliorare la produttività. Secondo le proiezioni macroeconomiche di giugno, tra il 2021 e il 2023 la combinazione di sovvenzioni e prestiti connessi con Next Generation EU dovrebbe fornire uno stimolo aggiuntivo pari a circa lo 0,5 per cento del PIL all'anno.

## Decisioni di politica monetaria

Il 10 giugno 2021 Il Consiglio direttivo ha deciso di riconfermare l'orientamento molto accomodante della politica monetaria al fine di preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori dell'economia, presupposto per una ripresa economica durevole e per la salvaguardia della stabilità dei prezzi.

1. Il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Si prevede che essi permangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo, ma inferiore, al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione e tale convergenza non si sarà coerentemente riflessa nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.
2. Il Consiglio direttivo continuerà a condurre gli acquisti netti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), con una dotazione finanziaria totale di 1.850 miliardi di euro, almeno sino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché il Consiglio stesso non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus. Sulla base di una valutazione congiunta delle condizioni di finanziamento e delle prospettive di inflazione, il Consiglio direttivo si attende che nel prossimo trimestre gli acquisti netti nell'ambito del PEPP continuino a essere condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi dell'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 diversi paesi continuerà a sostenere l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Se sarà possibile garantire condizioni di finanziamento favorevoli mediante flussi di acquisti di attività che, nell'orizzonte degli acquisti netti del PEPP, non esauriscano la dotazione, quest'ultima non dovrà necessariamente essere utilizzata per intero. 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. Inoltre, il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno fino alla fine del 2023. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento della politica monetaria.
3. Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) proseguiranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che gli acquisti mensili netti nell'ambito del PAA proseguiranno finché necessario a rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e termineranno poco prima che il Consiglio stesso comincerà a innalzare detti tassi. Inoltre, il Consiglio intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
4. Infine, il Consiglio direttivo continuerà a fornire abbondante liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento. La liquidità ottenuta tramite la terza serie di

operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) svolge un ruolo cruciale nel sostenere il credito bancario alle imprese e alle famiglie.

Il Consiglio direttivo continuerà inoltre a seguire l'andamento del tasso di cambio in relazione alle sue possibili implicazioni per le prospettive di inflazione a medio termine. Il Consiglio direttivo resta pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente all'obiettivo perseguito, in linea con il suo impegno alla simmetria.

## Contesto esterno

*Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema indicano che la ripresa dell'attività economica mondiale è proseguita al volgere dell'anno. Mentre nel quarto trimestre del 2020 l'attività si è rivelata lievemente più robusta rispetto a quanto previsto nelle precedenti proiezioni, all'avvio del 2021 l'economia mondiale ha mostrato condizioni di maggiore debolezza, in un contesto caratterizzato dalla recrudescenza dei contagi e dall'inasprimento delle misure di contenimento. Le indagini recenti indicano un forte slancio dell'attività mondiale, sebbene si stiano sempre più accentuando alcuni segnali di divergenza tra le economie avanzate e quelle emergenti, nonché tra il settore manifatturiero e quello dei servizi. L'ampio stimolo di bilancio approvato dall'amministrazione Biden dovrebbe rafforzare la ripresa negli Stati Uniti, con alcune ricadute positive a livello mondiale. A fronte di tale scenario, le prospettive di crescita per l'economia mondiale sono pressoché invariate rispetto alle proiezioni precedenti. Nel 2021 il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 6,2 per cento, per poi rallentare al 4,2 per cento nel 2022 e al 3,7 per cento nel 2023. La domanda estera dell'area dell'euro, tuttavia, è stata rivista al rialzo rispetto all'esercizio precedente: le proiezioni indicano un aumento dell'8,6 per cento quest'anno, del 5,2 per cento nel 2022 e del 3,4 per cento nel 2023. Ciò riflette principalmente il rafforzamento della domanda proveniente dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, i principali partner commerciali dell'area dell'euro. I prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per l'anno in corso a fronte del rincaro delle materie prime e di un aumento della domanda. I rischi per lo scenario di base a livello mondiale sono per lo più legati al futuro corso della pandemia. Gli altri rischi per le prospettive mondiali inerenti l'attività sono ritenuti sostanzialmente bilanciati, mentre quelli per l'inflazione sono orientati al rialzo.*

### Attività economica e commercio a livello mondiale

**Al volgere dell'anno la ripresa dell'attività economica mondiale è proseguita nonostante l'intensificarsi della pandemia.** Nel quarto trimestre del 2020 la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) è aumentata del 2,6 per cento sul periodo precedente, ossia in misura superiore a quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2021. All'inizio dell'anno, tuttavia, l'economia mondiale ha mostrato condizioni di maggiore debolezza allorché la recrudescenza dei contagi ha indotto i governi a inasprire le misure di contenimento. Di conseguenza, si stima che nel primo trimestre del 2021 la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) abbia subito un marcato rallentamento, scendendo allo 0,7 per cento sul periodo precedente. Tale andamento riflette una crescita più lenta sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Nel contempo, l'attività nelle economie avanzate ha mostrato una tenuta superiore alle previsioni formulate nel precedente esercizio, poiché famiglie e imprese si sono adeguate più facilmente ai provvedimenti di chiusura (lockdown) e sono state attuate ulteriori misure di stimolo. Per contro, il rallentamento nelle economie emergenti si è rivelato più pronunciato.

**La pandemia si è intensificata nelle economie emergenti, mentre nelle economie avanzate la situazione è migliorata sensibilmente con le campagne di vaccinazione.** All'inizio dell'anno la situazione si è deteriorata anche in Europa, mentre il rapido ritmo delle vaccinazioni nel Regno Unito e negli Stati Uniti ha contribuito a contenere il numero complessivo di nuovi contagi nelle economie avanzate. Nelle economie emergenti la situazione sanitaria si conferma precaria e permane il principale fattore alla base degli andamenti economici nei diversi paesi.

**Nella congiuntura attuale i risultati delle indagini indicano un forte slancio dell'attività mondiale, in presenza di più evidenti segnali di divergenza tra i vari paesi e settori.** A maggio il PMI mondiale composito relativo al prodotto è salito a 58,8, ben al di sopra della sua media di lungo periodo, nonché al di fuori dell'intervallo interquartile storico. Sebbene il forte slancio sia generalmente riscontrabile sia nel comparto manifatturiero sia in quello dei servizi, negli ultimi tempi sono divenute più evidenti alcune differenze tra paesi e settori. In primo luogo, lo slancio espansivo nelle economie avanzate è robusto e di recente ha evidenziato un ulteriore rafforzamento; al contrario, nelle economie emergenti, il miglioramento dell'attività prosegue a un ritmo più lento (cfr. il pannello superiore del grafico 1). In secondo luogo, con la revoca delle restrizioni, il ritmo dell'espansione economica si è notevolmente intensificato nel settore dei servizi. Tale rapida espansione andrebbe inoltre considerata nel contesto della ripresa da bassi livelli di partenza, soprattutto nei servizi a elevata intensità di contatti. Per contro, la produzione manifatturiera, che al culmine della pandemia ha mostrato una maggiore capacità di tenuta, continua a crescere a un ritmo più lento, ancorché vivace, a fronte di condizioni avverse determinate dai vincoli dal lato dell'offerta (cfr. il pannello inferiore del grafico 1).

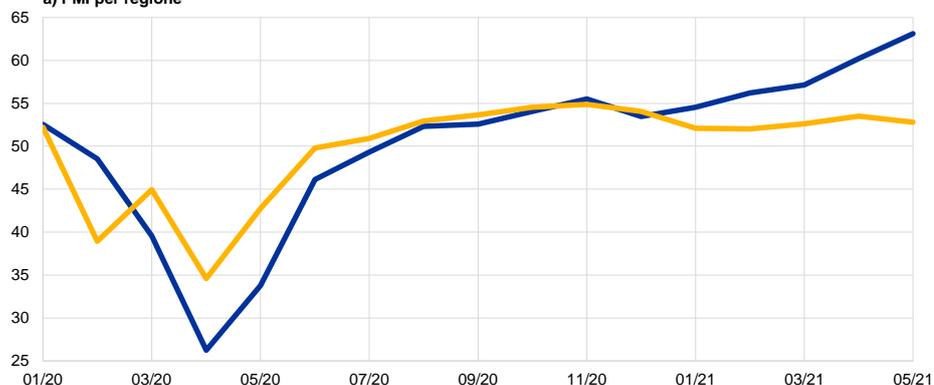
## Grafico 1

### PMI mondiale relativo al prodotto per regioni e settori (esclusa l'area dell'euro)

(indici di diffusione)

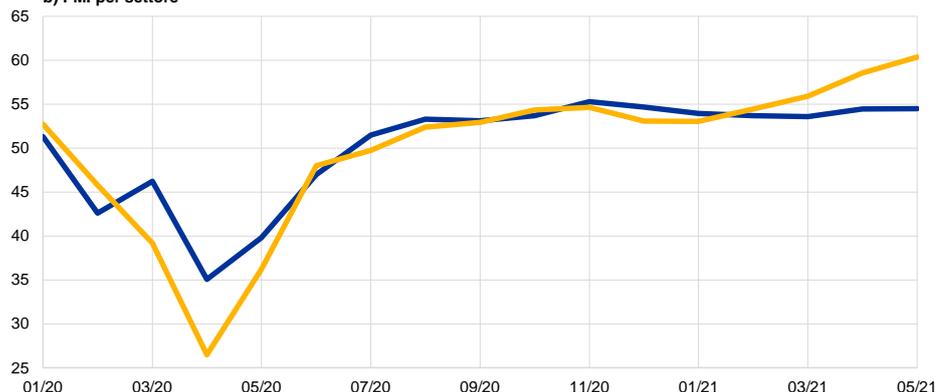
■ Economie avanzate esclusa l'area dell'euro  
■ Economie emergenti

#### a) PMI per regione



■ Settore manifatturiero  
■ Servizi

#### b) PMI per settore



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2021.

### La ripresa mondiale è stata sostenuta da condizioni finanziarie molto

**accomodanti.** Sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti le condizioni finanziarie si confermano favorevoli, in quanto l'aumento dei rendimenti obbligazionari è stato compensato dall'incremento dei corsi azionari e dalla riduzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie.

### Le prospettive a breve termine per l'economia mondiale continuano a essere influenzate dal possibile corso della pandemia.

Nelle economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro, la rapida progressione delle campagne vaccinali promette possibilità di contenimento della pandemia e di graduale riapertura e successiva celere ripresa delle economie. Ciò contrasta con la situazione pandemica in alcune grandi economie emergenti, dove si prevede che l'attività economica si sia ulteriormente indebolita nonostante le restrizioni agli spostamenti finora attuate dalle autorità siano relativamente limitate.

**Alcune ricadute positive sull'economia mondiale dovrebbero provenire dall'ampio stimolo di bilancio approvato dall'amministrazione Biden, che rafforzerà la ripresa negli Stati Uniti.**

Il piano di salvataggio americano (American Rescue Plan, ARP), le cui misure ammontano complessivamente a 1.900 miliardi di dollari (8,9 per cento del PIL), include il rinnovo dei sussidi di disoccupazione, ulteriori erogazioni una tantum alle famiglie e un aumento della spesa a livello sia locale sia statale per il finanziamento della sanità e dell'istruzione pubbliche. Secondo le proiezioni, le ulteriori erogazioni dirette eseguite dalla promulgazione dell'ARP a metà marzo stimoleranno i consumi privati nei prossimi trimestri, producendo ricadute positive su altri paesi tramite i legami commerciali. Nel frattempo l'amministrazione Biden ha annunciato due nuovi piani di bilancio a medio termine, uno per l'occupazione (American Jobs Plan) e uno a sostegno delle famiglie (American Families Plan). Il primo propone una serie di investimenti in infrastrutture da finanziare in parte con maggiori imposte sui redditi delle imprese, mentre il secondo è incentrato sulla spesa sociale e sui crediti d'imposta ed è quasi interamente finanziato da maggiori imposte sul reddito delle persone fisiche. Si stima che, nel complesso, i due piani avranno un impatto più limitato rispetto all'ARP sull'attività economica per via della loro attuazione decennale e del fatto che entrambi saranno finanziati mediante imposte più elevate.

**Le prospettive di crescita per l'economia mondiale sono pressoché invariate rispetto alle proiezioni precedenti.** Nel 2021 il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 6,2 per cento, per poi rallentare al 4,2 per cento nel 2022 e al 3,7 per cento nel 2023. Rispetto al precedente esercizio, è stato rivisto al ribasso di 0,3 punti percentuali per il 2021, al rialzo di 0,3 punti percentuali per il 2022 e permane invariato per il 2023. Tale andamento riflette un'interazione di fattori, tra i quali un peggioramento della pandemia nelle economie avanzate all'inizio di quest'anno e nelle economie emergenti più di recente, l'impatto macroeconomico dell'ampio stimolo di bilancio negli Stati Uniti e il miglioramento delle prospettive nelle altre economie avanzate a seguito della rapida diffusione dei vaccini. Per quanto concerne le economie emergenti, in India le prospettive a breve termine sono notevolmente peggiorate a causa del deterioramento delle condizioni epidemiologiche. Gli indicatori economici e relativi alla mobilità, tuttavia, suggeriscono che le ripercussioni dell'attuale ondata potrebbero non avere la medesima gravità di quelle osservate nella scorsa primavera.

**Negli Stati Uniti l'attività economica dovrebbe segnare un'espansione grazie alle vigorose misure di sostegno e alla graduale riapertura dell'economia.**

Dopo la solida crescita del 6,4 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno registrata nel primo trimestre del 2021, nel secondo trimestre l'attività dovrebbe segnare un'ulteriore espansione nel contesto di una robusta spesa per consumi, sorretta dall'erogazione diretta alle famiglie di sostegni pubblici al reddito. Al tempo stesso, nel mercato del lavoro il tasso di posti vacanti si è collocato su livelli elevati, mentre il tasso di disoccupazione è rimasto relativamente sostenuto. Ciò suggerisce che gli squilibri tra la domanda e l'offerta di competenze sul mercato del lavoro e la carenza di addetti nei settori dei servizi ad alta intensità di contatti potrebbero creare alcune difficoltà alla riapertura delle attività economiche. Le indagini sull'occupazione indicano che ad aprile la crescita delle retribuzioni orarie ha segnato un'accelerazione

e il numero di ore lavorate per settimana ha raggiunto un massimo storico, in particolare nei comparti con un elevato numero di posti vacanti, come i servizi di ristorazione. Ad aprile, l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è salita al 4,2 per cento. Sebbene l'aumento dell'inflazione complessiva sia stato principalmente determinato da un forte incremento sui dodici mesi della componente energetica, anche l'inflazione di fondo ha registrato un'espansione significativa, dal momento che con il riavvio delle attività economiche i settori fortemente colpiti dalla pandemia hanno attuato notevoli rincari, come nel caso dei voli e degli alloggi. Le interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali hanno gravato sulla produzione automobilistica negli Stati Uniti ed è probabile che ad aprile abbiano contribuito all'aumento dei prezzi delle autovetture usate.

### **Nel Regno Unito la spesa di bilancio e la proroga delle principali misure adottate in risposta alla pandemia dovrebbero fornire sostegno all'economia.**

Nel primo trimestre del 2021, mentre era in vigore un rigido lockdown, il PIL in termini reali ha subito una contrazione dell'1,5 per cento. Tale calo relativamente contenuto suggerisce che imprese e famiglie si sono ben adattate alle restrizioni imposte dal governo. Ciò nonostante, i consumi privati hanno fornito un contributo negativo, così come la significativa inversione delle scorte accumulate alla fine dello scorso anno in risposta ai timori di una Brexit senza accordo. Verso la fine del primo trimestre, tuttavia, con l'avanzare della campagna di vaccinazione e il graduale allentamento delle restrizioni alla mobilità, l'attività economica ha iniziato a segnare una ripresa. Le indagini presso le imprese, il clima di fiducia dei consumatori e gli indicatori relativi alla mobilità segnalano tutti un forte recupero nel secondo trimestre. Ad aprile l'inflazione al consumo sui dodici mesi è aumentata all'1,5 per cento, dallo 0,7 per cento del mese precedente, mentre l'inflazione di fondo è salita all'1,3 per cento dall'1,1 per cento di marzo. L'aumento dell'inflazione è stato principalmente spinto dai prezzi dei beni energetici, poiché il recente rialzo dei corsi petroliferi ha iniziato a trasmettersi ai prezzi dell'energia per le famiglie, contribuendo al rincaro dei trasporti. In prospettiva, nei prossimi mesi l'inflazione complessiva dovrebbe continuare a salire verso l'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Bank of England, soprattutto a causa degli effetti base derivanti dalle deboli pressioni sui prezzi nella primavera del 2020 e dell'impatto dei recenti rincari dei beni energetici.

### **In Cina l'attività economica dovrebbe continuare a crescere a un ritmo costante nell'orizzonte temporale di proiezione.**

A maggio i dati delle indagini hanno indicato una dinamica espansiva costante, dopo risultati inferiori alle attese nella produzione industriale e nell'incremento delle vendite al dettaglio registrati nel mese precedente, mentre ad aprile la crescita delle esportazioni è stata robusta e sta diventando più generalizzata sulla scorta di un rafforzamento della domanda mondiale. Anche le politiche espansive hanno continuato a sostenere la ripresa, sebbene il loro orientamento stia gradualmente diventando più equilibrato. In futuro, la principale determinante dell'attività economica dovrebbe passare dagli investimenti ai consumi privati al consolidarsi delle prospettive per occupazione e redditi. A maggio l'inflazione complessiva al consumo misurata sui dodici mesi ha subito un lieve aumento, passando all'1,3 per cento dallo 0,9 per cento del mese precedente. L'inflazione al consumo rimane complessivamente contenuta. Se da un lato i prezzi dei beni energetici sono aumentati sensibilmente, dall'altro la ripresa dell'offerta di carne di

maiale, dopo l'insorgere della febbre suina africana lo scorso anno, mantiene l'inflazione dei beni alimentari su livelli modesti. L'inflazione alla produzione sui dodici mesi, nel contempo, a maggio è salita al 9,0 per cento.

**In Giappone la ripresa dovrebbe riprendere con maggiore vigore nel prosieguo dell'anno, per procedere successivamente a un ritmo moderato.** Il rafforzamento della domanda interna a seguito di un allentamento delle misure di contenimento, nonché il perdurante sostegno di bilancio e il recupero della domanda estera dovrebbero sostenere una graduale ma costante ripresa. Il PIL in termini reali è diminuito dell'1,3 per cento nel primo trimestre del 2021, poiché il secondo stato di emergenza, attuato tra l'inizio di gennaio e la metà di marzo, ha gravato sui consumi privati e sugli investimenti delle imprese. È probabile che il terzo stato di emergenza, annunciato alla fine di aprile, e i limitati progressi nella somministrazione dei vaccini rimandino una ripresa più solida alla seconda metà di quest'anno. Ad aprile l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC si è collocata a -0,4 per cento, in quanto l'impatto dei rincari dei beni energetici è stato più che compensato da un brusco calo delle tariffe di telefonia mobile. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC dovrebbe gradualmente aumentare nell'orizzonte temporale di proiezione, pur rimanendo al di sotto dell'obiettivo fissato dalla Banca del Giappone.

**Negli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale la ripresa ha subito un significativo rallentamento al volgere dell'anno.** Essa dovrebbe segnare un'ulteriore decelerazione nel breve periodo, poiché il peggioramento delle condizioni pandemiche continua a gravare sull'attività. Con l'allentamento delle misure di chiusura e l'aumento delle vaccinazioni, l'attività dovrebbe progressivamente riacquistare slancio, grazie al sostegno di politiche di bilancio e monetarie accomodanti.

**Nei grandi paesi esportatori di materie prime l'attività economica segna una ripresa al rafforzarsi della domanda mondiale.** In Russia, dopo una recessione relativamente modesta lo scorso anno, si stima che l'attività economica sia lievemente aumentata nel primo trimestre. In prospettiva, il rafforzamento della domanda mondiale di petrolio, insieme alla ripresa dei consumi e degli investimenti, dovrebbe sostenere l'attività nell'orizzonte temporale di proiezione. In Brasile l'attività ha continuato a registrare una ripresa nel primo trimestre, collocandosi in prossimità dei livelli precedenti la pandemia nonostante la recrudescenza dei contagi. In futuro la crescita della domanda estera e dei consumi privati dovrebbe trainare la ripresa. Per contro, la politica monetaria ha subito un recente irrigidimento, mentre il margine per interventi di bilancio continua a essere limitato.

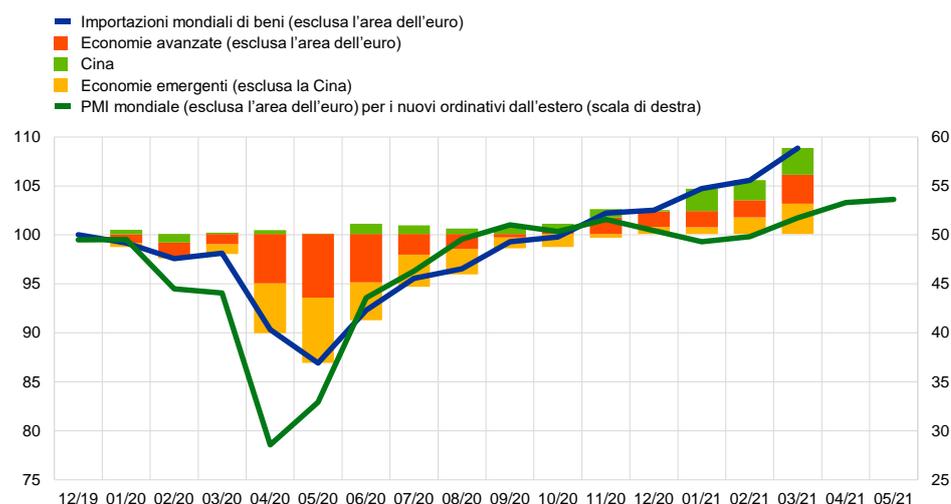
**In Turchia la domanda interna è in rallentamento, nel contesto di una graduale revoca delle misure di stimolo del credito.** Inoltre, l'accresciuta incertezza sul piano delle politiche e il peggioramento del clima di fiducia sui mercati continuano a gravare sulle prospettive economiche a breve termine. Nel primo trimestre del 2021 l'impatto del minore assorbimento interno sull'attività economica è stato compensato da una dinamica più vivace delle esportazioni. In prospettiva, posto che il recente cambio di direzione delle politiche economiche verso la stabilità macroeconomica sia duraturo, è probabile che la crescita del PIL in termini reali rimanga moderata ma sia più equilibrata.

**La ripresa dell'interscambio mondiale prosegue ininterrotta al rafforzarsi della domanda interna nelle economie avanzate e in Cina.** Dopo la vigorosa ripresa delle importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) alla fine del 2020, in tempi più recenti lo slancio espansivo ha segnato un certo rallentamento. La ripresa è trainata soprattutto da un miglioramento dell'assorbimento interno nelle principali economie avanzate e in Cina, nonostante un certo incremento della volatilità registrato intorno al periodo delle vacanze del Capodanno lunare (cfr. il grafico 2). Sebbene il commercio internazionale di servizi stia acquisendo vigore, la sua risalita dal minimo toccato alla fine della primavera del 2020 rimane graduale, dato il permanere in vigore di misure di contenimento e restrizioni ai viaggi. Nel breve periodo la ripresa dell'interscambio dovrebbe procedere ininterrotta. A maggio l'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero ha segnato un ulteriore incremento, mantenendosi ben al di sopra della sua media di lungo periodo e suggerendo un aumento dell'accelerazione del commercio mondiale nel breve periodo. Per la ripresa di quest'ultimo, tuttavia, le interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali continuano a determinare condizioni sfavorevoli. Gli indicatori ad alta frequenza delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento, come gli indici PMI relativi agli arretrati di lavoro, sono saliti ai livelli più elevati mai registrati dalla crisi finanziaria mondiale, mentre il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori ha segnato un incremento, collocandosi attualmente su livelli prossimi al massimo storico toccato al culmine della pandemia. Inoltre, gli elevati livelli degli indici PMI relativi al rapporto tra nuovi ordinativi e scorte e agli arretrati di lavoro segnalano che la produzione fatica a soddisfare la robusta e crescente domanda, soprattutto nei settori tecnologico e automobilistico.

## Grafico 2

### Importazioni di beni e nuovi ordinativi dall'estero a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro)

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2021 per i dati relativi al PMI e a marzo 2021 per le importazioni mondiali di beni.

### Il miglioramento delle prospettive per i principali partner commerciali dell'area dell'euro ha determinato il rafforzamento della domanda estera dell'area.

La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe aumentare dell'8,6 per cento nel 2021 e del 5,2 e 3,4 per cento rispettivamente nel 2022 e nel 2023, con una revisione al rialzo per tutti e tre gli anni rispetto a quanto indicato nelle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso marzo dagli esperti della BCE. Ciò riflette principalmente la domanda superiore al previsto di Stati Uniti e Regno Unito, nonostante i risultati inferiori alle attese nel primo trimestre. Nel complesso, i risultati più positivi registrati all'inizio dell'anno e il miglioramento delle prospettive per alcuni dei principali partner commerciali dell'area dell'euro determinano l'ulteriore riduzione dello scostamento della traiettoria del commercio mondiale dagli andamenti precedenti la pandemia. Anche le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) sono state riviste al rialzo nell'orizzonte temporale di proiezione e dovrebbero aumentare del 10,8 per cento nel 2021, prima di rallentare al 4,9 per cento nel 2022 e al 3,7 per cento nel 2023.

**I rischi per lo scenario di base delle proiezioni relative alla crescita mondiale sono ritenuti sostanzialmente bilanciati, mentre quelli per l'inflazione mondiale sono orientati verso l'alto.** In linea con i precedenti esercizi di proiezione, per le prospettive mondiali sono utilizzati due scenari alternativi allo scopo di illustrare l'incertezza che circonda il futuro corso della pandemia. Tali scenari riflettono l'interazione tra l'andamento della pandemia e il corrispondente profilo delle misure di contenimento<sup>1</sup>. Altri rischi per le prospettive mondiali riguardanti l'attività sono connessi a un riassorbimento più rapido del previsto dell'eccesso di risparmio accumulato nelle economie avanzate durante la pandemia. Ciò potrebbe determinare un rafforzamento dei consumi privati in tali economie e, quindi, dell'attività e dell'inflazione. Le prospettive di una ripresa più vigorosa e rapida nelle economie avanzate potrebbero modificare le aspettative degli operatori di mercato circa l'andamento futuro della politica monetaria a livello mondiale e accrescere il rischio di una ridefinizione dei prezzi sui mercati finanziari internazionali. Di norma tale tipo di rideterminazione dei prezzi grava maggiormente sulle economie emergenti, in particolare su quelle con fondamentali deboli; accentuerebbe i rischi associati a elevati livelli di indebitamento nelle economie avanzate ed emergenti. Se le interruzioni delle catene mondiali di approvvigionamento si protrarranno più a lungo di quanto attualmente ipotizzato, potrebbero verificarsi maggiori pressioni inflazionistiche e condizioni sfavorevoli per la ripresa dell'attività e del commercio su scala internazionale.

## Andamenti dei prezzi a livello mondiale

**I prezzi delle materie prime a livello mondiale sono ulteriormente aumentati dalle proiezioni precedenti.** Il rialzo dei prezzi già iniziato la scorsa estate si è temporaneamente arrestato a marzo, in presenza di una volatilità del clima di fiducia sui mercati a fronte dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. Ciò ha determinato una lieve correzione dei corsi petroliferi, mentre i prezzi di beni alimentari e metalli sono rimasti sostanzialmente stabili. Da allora, tuttavia, i prezzi hanno segnato un

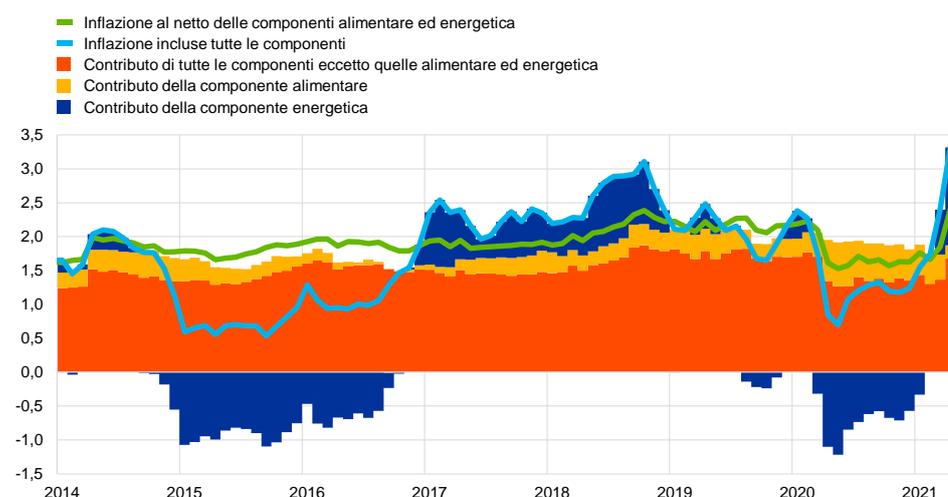
<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 5 "Scenari alternativi per le prospettive economiche dell'area dell'euro" nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021*.

rialzo poiché le politiche accomodanti, unite alle campagne vaccinali in corso e all'attesa revoca delle misure di contenimento, hanno determinato un miglioramento delle prospettive per la domanda di materie prime. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, entro la fine del 2021 la domanda mondiale di petrolio dovrebbe recuperare gran parte del volume perduto durante la pandemia. In tale contesto, l'OPEC+ ha gradualmente rivisto al rialzo i propri obiettivi di produzione, inclusa la progressiva revoca dei tagli unilaterali alla produzione da parte dell'Arabia Saudita. Complessivamente le quotazioni mondiali del petrolio sono influenzate dall'effetto congiunto di un rafforzamento della domanda e di un graduale aumento dell'offerta, nonché sostenute da una maggiore propensione al rischio a livello mondiale.

**L'inflazione al consumo su scala mondiale dovrebbe aumentare a fronte dei rincari delle materie prime e della ripresa della domanda.** È tuttavia probabile che il previsto aumento sia transitorio, dati il livello di capacità produttiva inutilizzata nell'economia mondiale e il grado di ancoraggio delle aspettative di inflazione. Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 3,3 per cento ad aprile dal 2,4 per cento di marzo (cfr. il grafico 3). Ad aprile i prezzi dei beni energetici sono sensibilmente aumentati, mentre l'inflazione dei beni alimentari è ulteriormente diminuita. L'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo al netto delle componenti alimentare ed energetica è salita al 2,4 per cento ad aprile dall'1,8 per cento del mese precedente. L'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è aumentata in tutte le economie avanzate, ma è rimasta in territorio negativo in Giappone. Quanto alle principali economie emergenti non appartenenti all'OCSE, in Cina l'inflazione complessiva sui dodici mesi è tornata più saldamente in territorio positivo dopo due trimestri in cui è risultata prossima allo zero.

**Grafico 3**  
Inflazione al consumo nei paesi dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021.

**L'aumento dell'inflazione osservato nell'anno in corso e le attese di un suo successivo graduale rallentamento si riflettono anche nelle proiezioni relative ai prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro.** I prezzi all'esportazione (in valuta nazionale) dei concorrenti dell'area dell'euro dovrebbero aumentare significativamente nel corso dell'anno. Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli esperti della BCE, i prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per il 2021 a fronte del rincaro delle materie prime e del rafforzamento della domanda. In una prospettiva di più lungo periodo, i prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono sostanzialmente comparabili alle proiezioni precedenti.

## 2 Andamenti finanziari

*Mentre la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) è lievemente aumentata per le scadenze a medio e lungo termine, il segmento a breve della curva è rimasto in larga misura invariato, a indicare l'assenza di aspettative di una variazione imminente del tasso di riferimento nel brevissimo termine. Nel periodo in esame (dall'11 marzo al 9 giugno 2021), i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno registrato un modesto aumento, soprattutto in un contesto di migliorate prospettive economiche alla luce dei progressi compiuti nelle campagne vaccinali in tutta l'area e del costante sostegno fornito dalle politiche economiche. Il più recente ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto al tasso OIS (overnight index swap) tra le diverse giurisdizioni può in parte essere legato alle ipotesi riguardanti un'iniziale riduzione del ritmo di acquisto nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP). Anche i corsi azionari sono aumentati, sostenuti da una forte ripresa delle aspettative di crescita degli utili societari, mentre i tassi di sconto si sono mantenuti relativamente bassi. Di riflesso alle quotazioni azionarie, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a ridursi, collocandosi su livelli osservati per l'ultima volta prima di marzo 2020. Sui mercati valutari, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è lievemente rafforzato.*

**Nel periodo in esame il tasso Eonia e il tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -48 e -57 punti base<sup>2</sup>.** La liquidità in eccesso è aumentata di circa 516 miliardi di euro, fino a circa 4.207 miliardi, riflettendo principalmente gli acquisti di attività nell'ambito del PEPP e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché il ricorso all'operazione OMRLT-III.7 per 330,5 miliardi di euro. Tali immissioni di liquidità sono state parzialmente compensate dagli andamenti dei fattori autonomi e dalla scadenza delle operazioni OMRLT-II.

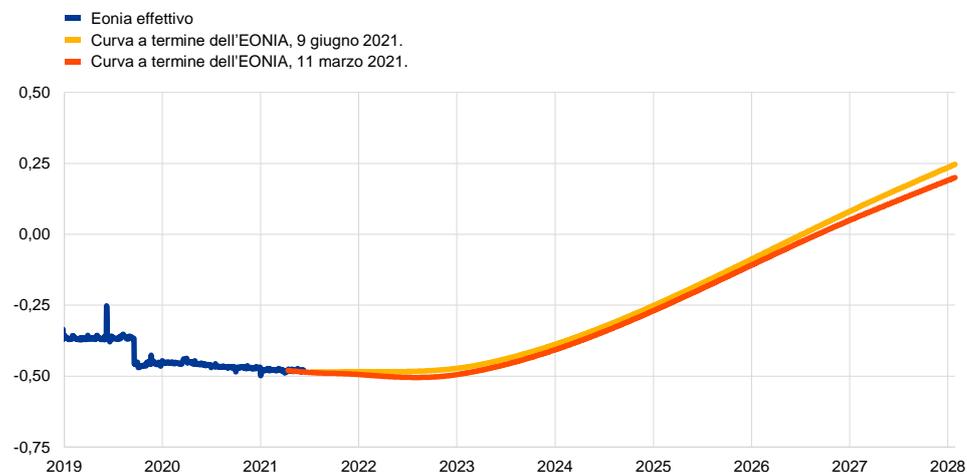
**Mentre la curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso l'alto sulle scadenze a medio e lungo termine nel periodo in esame, il segmento a breve della curva è rimasto sostanzialmente invariato e continua a non indicare aspettative di un'imminente variazione del tasso d'interesse sui depositi presso la banca centrale (cfr. il grafico 4).** Il segmento a breve della curva a termine dell'Eonia è attualmente quasi completamente piatto, a indicare che gli operatori dei mercati finanziari non stanno prezzando un'imminente riduzione o innalzamento dei tassi. Il tasso Eonia a pronti a 10 anni è aumentato di 6,2 punti base.

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

## Grafico 4

### Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



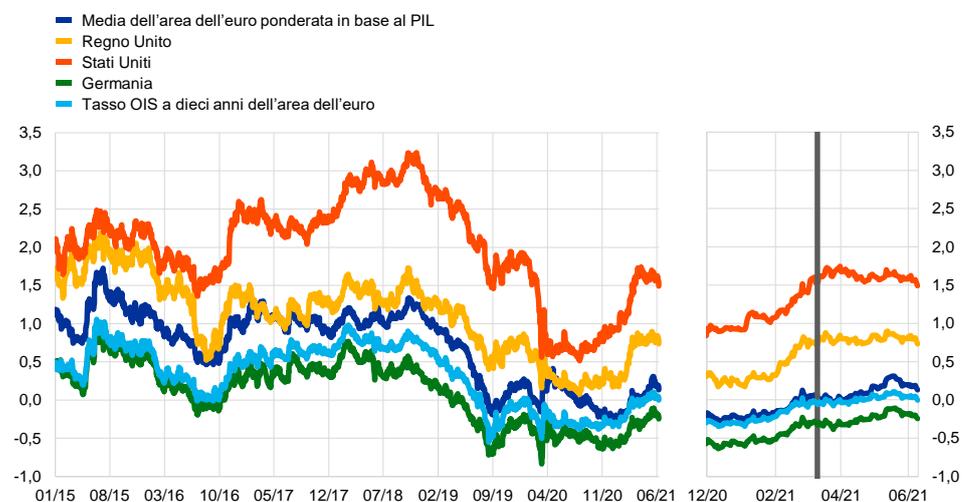
Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

**I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono lievemente aumentati nel periodo in esame (cfr. il grafico 5).** I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono aumentati in particolare quando i premi a termine sono divenuti meno negativi. Il miglioramento della situazione sanitaria e il corrispondente miglioramento della valutazione delle prospettive economiche da parte degli operatori hanno contribuito a tale andamento. In particolare, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di 14 punti base, raggiungendo lo 0,13 per cento. Allo stesso tempo, i rendimenti dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono lievemente diminuiti, collocandosi rispettivamente all'1,49 e allo 0,73 per cento.

## Grafico 5

### Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 marzo 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 9 giugno 2021.

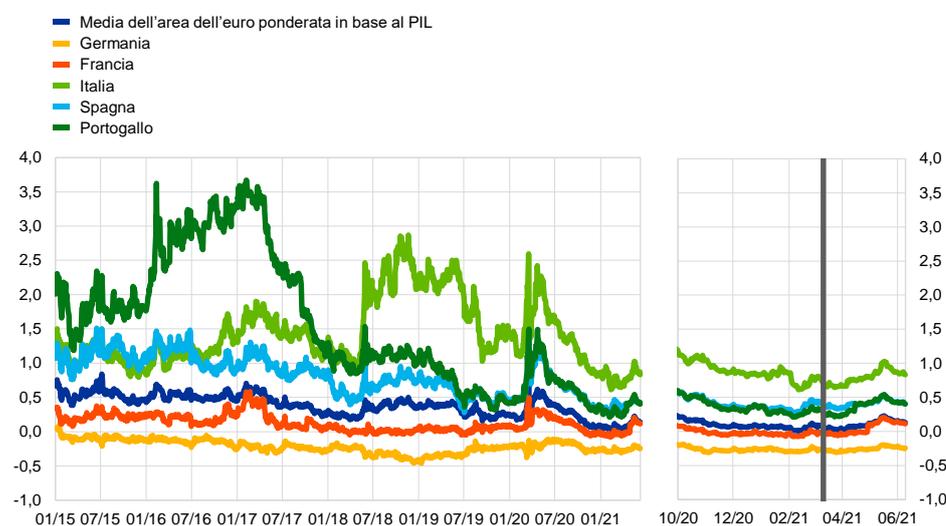
### I differenziali a lungo termine fra i titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi OIS sono aumentati moderatamente (cfr. il grafico 6).

Sebbene l'ampliamento dei differenziali di rendimento nel periodo in esame possa essere in parte attribuito a un aumento dei premi per il rischio di credito, le più recenti oscillazioni potrebbero essere ugualmente connesse alle ipotesi riguardanti l'aggiustamento del ritmo degli acquisti nell'ambito del PEPP nonché alla significativa offerta di titoli di Stato. Nel complesso, l'aumento dei differenziali sui titoli sovrani è stato generalizzato tra i vari paesi, con un incremento dei differenziali a dieci anni in Italia, Portogallo e Francia di 16, 15 e 15 punti base, che li colloca rispettivamente allo 0,83, 0,40 e 0,11 per cento. Nello stesso periodo, i differenziali a dieci anni tedeschi e spagnoli sono aumentati di 3 e 4 punti base arrivando, rispettivamente, al -0,25 e allo 0,41 per cento.

#### Grafico 6

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 marzo 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 9 giugno 2021.

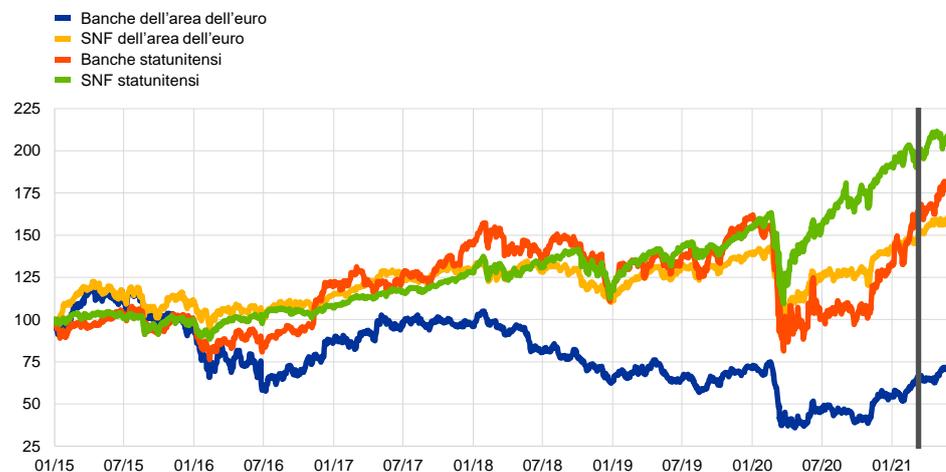
### I corsi azionari sono aumentati su entrambe le sponde dell'Atlantico, raggiungendo massimi storici negli Stati Uniti, sulla scia delle maggiori aspettative di crescita degli utili e dei tassi di sconto rimasti su livelli relativamente bassi (cfr. il grafico 7).

Nell'area dell'euro i corsi azionari sono aumentati in un contesto di tassi di sconto persistentemente bassi e, in particolare, di una forte ripresa delle aspettative di crescita degli utili societari. Tuttavia, i mercati azionari continuano a indicare una ripresa disomogenea tra settori e paesi. Nel contempo, non vi sono segnali evidenti di sopravvalutazione o assunzione di rischi eccessivi. Nel complesso, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono aumentate rispettivamente del 7,9 e 5,4 per cento, mentre quelle delle banche dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono aumentate dell'11 e dell'8,6 per cento.

## Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

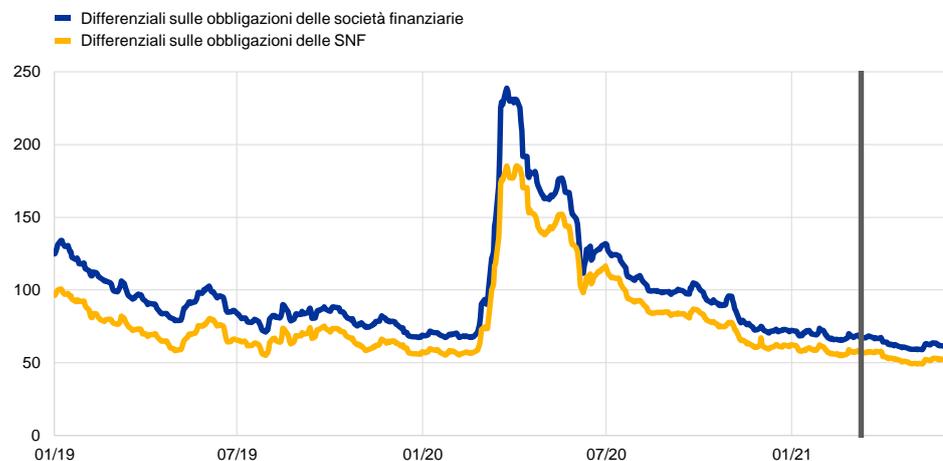
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 marzo 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 9 giugno 2021.

**I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato leggermente a ridursi, fino ai livelli osservati per l'ultima volta prima di marzo 2020 (cfr. il grafico 8).** Di riflesso all'aumento dei corsi azionari, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire. Nel periodo in esame, i differenziali dei rendimenti delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e quelli dei rendimenti obbligazionari del settore finanziario (rispetto al tasso privo di rischio) si sono ridotti rispettivamente di 8 e 9 punti base, attestandosi sui livelli antecedenti la pandemia. Le ragioni del perdurante calo sono probabilmente legate all'ulteriore miglioramento delle prospettive macroeconomiche, unite al sostegno senza precedenti delle politiche e alla valutazione relativamente positiva delle agenzie di rating circa i rischi di credito a breve termine. Ciò nonostante, permangono aree di vulnerabilità e l'attuale livello dei differenziali sembra dipendere dal sostegno continuativo fornito dalle politiche economiche.

## Grafico 8

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

(punti base)



Fonti: Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

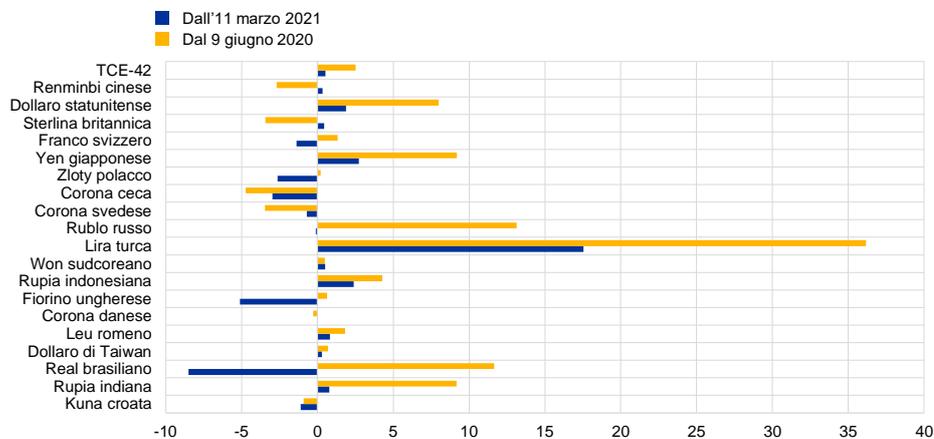
Note: i differenziali sono calcolati come la differenza fra i tassi asset swap rispetto al tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (con almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment-grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (11 marzo 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 9 giugno 2021.

**Riguardo ai mercati dei cambi, l'euro si è lievemente apprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 9), in un contesto di migliorate prospettive economiche per l'area dell'euro.** 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 rafforzato dello 0,5 per cento. L'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (dell'1,9 per cento), riflettendo il miglioramento delle prospettive per l'economia dell'area dell'euro, a seguito dell'aumento del ritmo delle vaccinazioni, associato alla debolezza del dollaro, in calo dalla fine di marzo insieme ai rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi. L'euro si è apprezzato anche rispetto allo yen giapponese (del 2,7 per cento), alla sterlina britannica (dello 0,4 per cento) e al renminbi cinese (dello 0,3 per cento). L'euro si è notevolmente apprezzato (del 17,5 per cento) nei confronti della lira turca, che ha registrato una debolezza generalizzata, mentre si è notevolmente deprezzato (dell'8,5 per cento) rispetto al real brasiliano, che si è sostanzialmente rafforzato sulla scia del rialzo dei prezzi delle materie prime. L'euro si è inoltre deprezzato rispetto al franco svizzero (dell'1,4 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 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 9 giugno 2021.

### 3 Attività economica

*Il PIL è diminuito ulteriormente dello 0,3 per cento nel primo trimestre del 2021, attestandosi su un livello inferiore del 5,1 per cento rispetto a quello, precedente la pandemia, del quarto trimestre del 2019. La domanda interna ha contribuito negativamente alla crescita nel primo trimestre del 2021, mentre l'interscambio netto ha fornito un modesto contributo positivo. La variazione delle scorte ha avuto un forte impatto positivo sulla crescita. Le indagini presso le imprese e i consumatori e gli indicatori ad alta frequenza segnalano un sensibile miglioramento dell'attività nel secondo trimestre di quest'anno. La produzione manifatturiera rimane robusta, sostenuta da una solida domanda mondiale, anche se vincoli dal lato dell'offerta potrebbero incidere negativamente sull'attività industriale nel breve periodo. Al tempo stesso, le indagini presso le imprese indicano una forte ripresa del settore dei servizi a fronte del calo del numero dei contagi; ciò consentirà una graduale normalizzazione delle attività che comportano un contatto fisico ravvicinato. Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori stanno migliorando, facendo prevedere un forte recupero dei consumi privati nel prossimo periodo. Gli investimenti delle imprese evidenziano capacità di tenuta, malgrado il deterioramento dei bilanci societari e le prospettive economiche ancora incerte. Ci si attende che la crescita continui a registrare un netto miglioramento nella seconda metà del 2021, a seguito dei progressi delle campagne di vaccinazione che dovrebbero consentire di allentare ulteriormente le misure di contenimento. Nel medio termine, la ripresa dell'economia nell'area dell'euro dovrebbe essere favorita dalla più vigorosa domanda mondiale e interna, nonché dal continuo sostegno delle politiche monetaria e di bilancio.*

*Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di giugno 2021 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro. Le proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 4,6 per cento nel 2021, al 4,7 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento nel 2023. Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'attività economica sono state riviste al rialzo per il 2021 e il 2022, mentre restano invariate per il 2023.*

*Nel complesso, i rischi per le prospettive di crescita nell'area sono ritenuti sostanzialmente bilanciati. Da un lato, una ripresa ancora più forte potrebbe fondarsi sulle prospettive più favorevoli per la domanda mondiale e su una riduzione del risparmio delle famiglie più rapida del previsto dopo la revoca delle restrizioni sociali e di spostamento. Dall'altro lato, la pandemia in corso, con il diffondersi delle varianti del virus, e le sue implicazioni per le condizioni economiche e finanziarie continuano a rappresentare una fonte di rischi al ribasso.*

#### **Dopo una nuova contrazione del prodotto nel primo trimestre del 2021, l'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe recuperare nel secondo trimestre.**

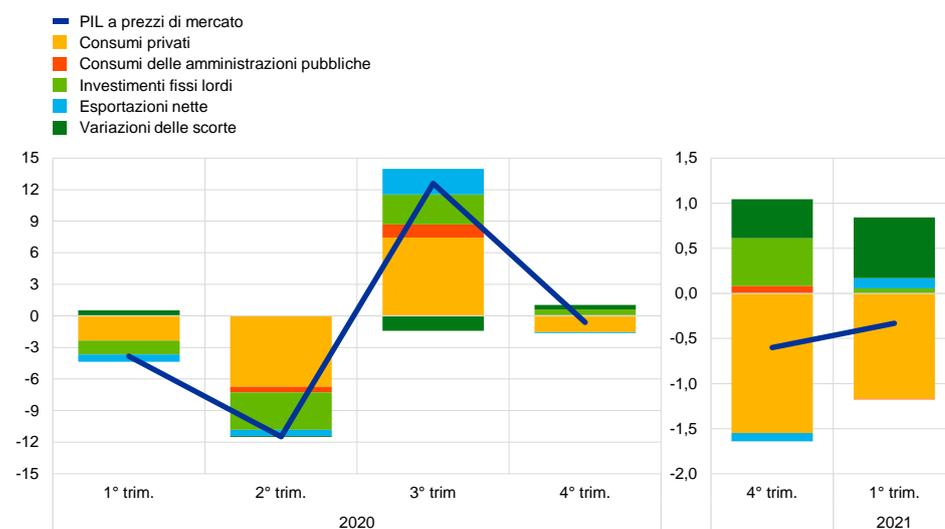
Nel primo trimestre del 2021 il PIL in termini reali è diminuito ulteriormente dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo un calo dello 0,6 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno (cfr. il grafico 10). Il calo è stato lievemente inferiore rispetto alla contrazione dello 0,4 per cento prevista nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2021 formulate dagli esperti della BCE. Il calo

del prodotto nel primo trimestre è riconducibile alla domanda interna, in particolare ai consumi privati, mentre le variazioni delle scorte hanno avuto un forte impatto positivo, con un ulteriore modesto contributo positivo dell'interscambio netto. Dal lato della produzione, gli andamenti del primo trimestre hanno continuato a variare significativamente in base ai settori. Mentre il valore aggiunto nel settore dei servizi ha subito un ulteriore calo, la produzione nel settore industriale (escluse le costruzioni) è nuovamente aumentata.

### Grafico 10

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

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



Fonte: Eurostat.

#### Il mercato del lavoro dell'area dell'euro continua a beneficiare di un sostegno significativo fornito dalle politiche volte a mitigare l'impatto della pandemia.

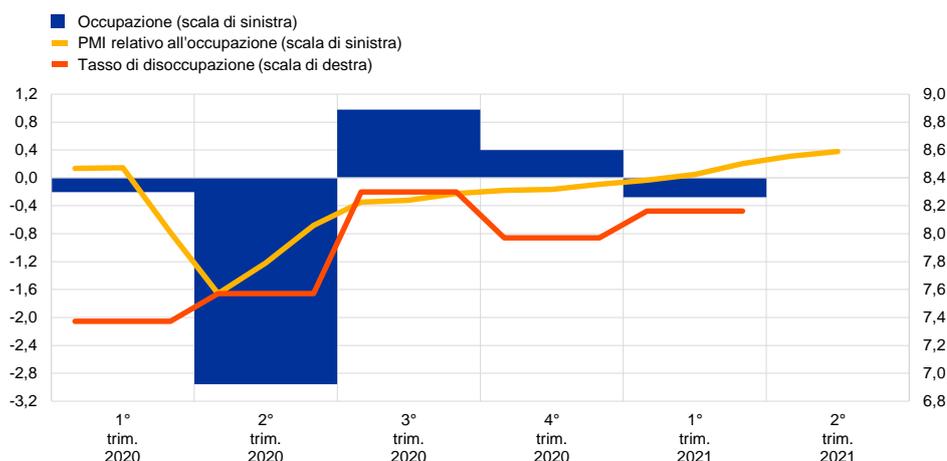
Secondo la stima rapida preliminare, nel primo trimestre del 2021 l'occupazione è diminuita dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, dopo un aumento dello 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2020 (cfr. il grafico 11). Di conseguenza, il tasso di disoccupazione in tale trimestre si è innalzato all'8,2 per cento, dall'8,0 per cento del trimestre precedente. Nel primo trimestre del 2021 l'occupazione era inferiore del 2,2 per cento rispetto al livello registrato nel quarto trimestre del 2019, prima dell'insorgere della pandemia. Le ore lavorate continuano a svolgere un ruolo importante negli aggiustamenti dei mercati del lavoro dell'area dell'euro e nella risposta delle politiche alle sfide poste dalla pandemia. Nel quarto trimestre del 2020, ultima osservazione disponibile, il totale delle ore lavorate è diminuito dell'1,5 per cento sul trimestre precedente, dopo un aumento del 14,7 per cento nel terzo trimestre, rimanendo inferiore del 6,4 per cento rispetto al livello osservato alla fine del 2019. Nel contempo, il tasso di disoccupazione è sceso all'8,0 per cento ad aprile 2021, dall'8,1 per cento del mese precedente e al di sotto dell'8,7 per cento del picco della crisi legata alla pandemia, registrato ad agosto 2020. Tuttavia, il tasso di disoccupazione supera il livello precedente la crisi, pari al 7,3 per cento, registrato a febbraio 2020. Secondo le stime, a marzo 2021 i destinatari delle misure di integrazione salariale rappresentavano circa il 6 per cento della forza lavoro,

una percentuale in calo rispetto a quasi il 20 per cento di aprile 2020. Tuttavia, il numero di lavoratori interessati da tali misure è aumentato a partire da ottobre 2020, a seguito di nuove misure di contenimento in alcuni paesi. In prospettiva, il numero considerevole di lavoratori che beneficiano ancora delle misure di integrazione salariale comporta rischi al rialzo per il tasso di disoccupazione.

### Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice PMI relativo all'occupazione è riportato su base mensile; occupazione e disoccupazione sono riportate su base trimestrale. Il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021 per l'occupazione, a maggio 2021 per l'indice PMI e ad aprile 2021 per il tasso di disoccupazione.

#### Nonostante il miglioramento degli indicatori a breve termine del mercato del lavoro, le aspettative di disoccupazione delle famiglie si mantengono elevate.

A maggio 2021 il PMI composito relativo all'occupazione per l'area dell'euro ha continuato ulteriormente a crescere in territorio positivo. L'indicatore mostra un aumento dell'occupazione da febbraio di quest'anno. Più di recente, sono migliorate le aspettative delle famiglie circa le future condizioni di disoccupazione. Pur essendo in calo da marzo 2021, le aspettative di disoccupazione rimangono significativamente al di sopra dei livelli precedenti la pandemia.

#### Dopo un calo dei consumi privati nel primo trimestre, i consumatori sono divenuti gradualmente più ottimisti, sebbene la loro situazione finanziaria rimanga fragile.

Dopo la debolezza del primo trimestre, quando i consumi privati sono diminuiti del 2,3 per cento, la spesa per consumi dovrebbe recuperare nel corso del secondo, sebbene ciò non sia ancora pienamente evidente in molteplici indicatori pubblicati all'inizio del trimestre. Ad aprile 2021 il volume del commercio al dettaglio si è ridotto del 3,1 per cento sul mese precedente, pur collocandosi su un livello superiore dello 0,3 per cento rispetto alla media del primo trimestre.

Le immatricolazioni di autovetture sono diminuite lievemente ad aprile (dello 0,4 per cento rispetto al mese precedente), collocandosi su un livello inferiore di oltre il 20 per cento rispetto a febbraio 2020. Fra gli sviluppi positivi, il clima di fiducia dei consumatori è tornato al livello precedente la pandemia a maggio (-5,1 a fronte di -8,1 ad aprile e di -10,8 a marzo). Gli ultimi incrementi sono in larga misura

riconducibili al miglioramento delle aspettative delle famiglie circa la situazione economica generale, mentre la valutazione che queste esprimono riguardo la propria attuale situazione finanziaria rimane ancora ben al di sotto dei livelli precedenti la crisi. Con la ripresa dell'economia, i redditi da lavoro dovrebbero sostenere sempre più il reddito delle famiglie, riducendone la dipendenza dalle politiche di bilancio. Ad aprile anche i consumatori hanno iniziato a detenere minori risparmi nei depositi bancari, in linea con una graduale ripresa dei consumi privati (cfr. anche la sezione 5). L'indagine della Commissione europea presso i consumatori indica che la spesa per consumi continuerà ad aumentare nei prossimi dodici mesi, pur non mostrando segnali di esuberanza.

**Gli investimenti delle imprese (diverse dalle costruzioni) sono lievemente diminuiti nel primo trimestre del 2021, ma ci si attende una forte ripresa nel secondo trimestre e nel resto dell'anno.** Le strozzature lungo la filiera produttiva e l'inasprimento delle misure di contenimento in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno contribuito nel primo trimestre dell'anno a una contrazione dello 0,4 per cento degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sul trimestre precedente, dopo un elevato tasso di crescita nell'ultimo trimestre del 2020. Il calo registrato nel primo trimestre riflette una forte riduzione degli investimenti in autoveicoli e una marcata inversione rispetto ai forti investimenti in prodotti di proprietà intellettuale registrati nell'ultimo trimestre del 2020, che hanno più che compensato la forte crescita degli investimenti in altri macchinari. Nel secondo trimestre del 2021, gli indicatori di breve periodo segnalano un rafforzamento pronunciato e generalizzato nei vari paesi. In particolare, i risultati delle indagini di maggio mostrano un forte aumento della fiducia nel settore dei beni di investimento, riflettendo una domanda robusta e il vigore degli ordini dall'estero a seguito delle aspettative di produzione ai massimi storici ad aprile. Dal lato dell'offerta, all'inizio del secondo trimestre anche il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore dei beni di investimento era ben superiore al livello precedente la pandemia ed è stato registrato un netto aumento dei vincoli alla produzione derivanti dalla carenza di attrezzature. Nel complesso dell'anno i dati delle indagini avvalorano l'ipotesi di una crescita più vigorosa, in prospettiva, degli investimenti delle imprese. L'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE<sup>3</sup>), condotta a marzo e aprile 2021, indica una stabilizzazione delle decisioni di investimento fisso delle imprese nonostante l'incertezza ancora elevata e l'indebolimento dei bilanci societari<sup>4</sup>. L'indagine semestrale della Commissione europea sugli investimenti condotta ad aprile 2021 prevede una crescita degli investimenti industriali pari al 7 per cento nel 2021 (circa il doppio del tasso atteso nell'indagine di novembre 2020), soprattutto a fini di estensione e sostituzione della produzione, piuttosto che di una sua razionalizzazione.

**Nel primo trimestre del 2021 gli investimenti in edilizia residenziale sono aumentati ulteriormente e la loro tendenza nel complesso positiva dovrebbe proseguire nel prossimo futuro.** Nel primo trimestre gli investimenti nell'edilizia residenziale sono aumentati dello 0,5 per cento sul trimestre precedente, portandosi

<sup>3</sup> Cfr. [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#), BCE, 1° giugno 2021.

<sup>4</sup> Cfr. inoltre la sezione "[Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#)" nella *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2021.

al di sotto del livello precedente la crisi, nell'ultimo trimestre del 2019, dell'1,2 per cento. In prospettiva, ci si attende che gli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro continuino a evidenziare una tendenza positiva, anche se il vigore dell'andamento al rialzo nel breve periodo sarà probabilmente limitato da vincoli dal lato dell'offerta. Dal lato della domanda, i dati dell'indagine della Commissione europea mostrano che le intenzioni a breve termine dei consumatori di acquistare o costruire un'abitazione hanno raggiunto il livello più elevato dall'inizio del 2003, mentre la loro intenzione di ristrutturare l'abitazione ha raggiunto il livello più elevato mai registrato. Dal lato dell'offerta, il clima di fiducia nel comparto delle costruzioni ha continuato a migliorare ad aprile e maggio. Il forte aumento delle valutazioni delle imprese circa il livello complessivo degli ordini indica una forte domanda di abitazioni. Al tempo stesso, tuttavia, si sono intensificati i timori dal lato dell'offerta. Secondo i dati dell'indagine della Commissione europea, nei primi due mesi del secondo trimestre, le imprese di costruzione hanno dovuto far fronte a limiti di produzione storicamente elevati a causa della scarsità di materiali e della carenza di manodopera. I vincoli dal lato dell'offerta si riflettono anche nelle indagini presso i responsabili degli acquisti per il settore delle costruzioni, che indicano un marcato aumento medio dei tempi di consegna dei fornitori ad aprile e maggio rispetto al primo trimestre del 2021. Inoltre le aspettative delle imprese per il prossimo anno sono lievemente peggiorate, pur rimanendo in territorio espansivo.

**La crescita dell'interscambio nell'area dell'euro è diminuita nel primo trimestre del 2021 e si è tradotta in un contributo lievemente positivo dell'interscambio netto al PIL.** Dopo i sostenuti tassi di crescita registrati nella seconda metà del 2020, la ripresa delle esportazioni dell'area dell'euro ha subito un rallentamento nel primo trimestre del 2021 (+1,0 per cento sul trimestre precedente). Le dinamiche legate alla Brexit, insieme ai vincoli legati ai trasporti marittimi e agli input, hanno esercitato un effetto frenante. I dati sull'interscambio di beni in termini nominali rivelano che il commercio con il Regno Unito ha recuperato solo in parte il calo di gennaio 2021 legato alla Brexit, che ha particolarmente colpito le importazioni nominali attestatesi, a marzo 2021, al 75 per cento del loro livello di dicembre 2020. Per quanto riguarda le altre destinazioni, la Cina ha fornito un contributo positivo alla crescita dei volumi delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro. Da una prospettiva settoriale, è evidente un rallentamento in tutte le categorie ad eccezione dei beni di investimento. I lunghi tempi di consegna e l'aumento delle tariffe di trasporto, insieme alla carenza di input intermedi (come prodotti chimici, legname, materie plastiche, metalli e semiconduttori), hanno gravato sulla crescita delle esportazioni dei prodotti manifatturieri dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 6). Tuttavia, gli indicatori prospettici basati sugli ordini segnalano un forte slancio futuro delle esportazioni di beni. L'interscambio di servizi mostra alcuni segnali di miglioramento con la prossima stagione estiva e le aspettative di un allentamento delle restrizioni alla mobilità che sosterranno le esportazioni di servizi di viaggio. Le importazioni sono cresciute sostanzialmente allo stesso ritmo delle esportazioni nel primo trimestre del 2021 (+0,9 per cento sul trimestre precedente) e dovrebbero essere sostenute dalla ripresa della domanda interna nei prossimi trimestri.

**Le informazioni più recenti indicano un notevole miglioramento dell'attività nell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2021.** I dati delle indagini sono

migliorati, in linea con una rinnovata e robusta crescita nel secondo trimestre del 2021. Il recente rafforzamento è stato generalizzato sia nei vari settori sia tra paesi. Il PMI composito relativo al prodotto, salito da 48,1 nel quarto trimestre del 2020 a 49,9 nel primo trimestre del 2021, di recente è aumentato ulteriormente, collocandosi in media a 55,4 ad aprile e maggio. Tale miglioramento riflette gli andamenti sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, che ora producono risultati delle indagini coerenti con la crescita. I progressi delle campagne vaccinali sembrano aver ulteriormente stimolato la fiducia, soprattutto nei servizi. Il clima di fiducia è migliorato in tutti i sottosettori dei servizi, pur rimanendo significativamente al di sotto dei livelli precedenti la pandemia nelle attività a elevata intensità di contatti. Il miglioramento del clima di fiducia è un segnale positivo per la ripresa attesa dei servizi, ma il divario molto ampio rispetto ai livelli precedenti la crisi dell'attività nei sottosettori che comportano un'elevata intensità di contatti suggerisce che questi continuano a risentire di un ampio margine di capacità inutilizzata.

**La pandemia di COVID-19 in atto ha indebolito la crescita negli ultimi mesi, ma la ripresa è imminente e si prevede un forte recupero a partire dalla seconda metà del 2021.** Nonostante la proroga delle rigide misure di contenimento per gran parte della prima metà del 2021, gli effetti di apprendimento, la capacità di tenuta del prodotto manifatturiero e della domanda estera, nonché il sostegno della politica monetaria e di bilancio, hanno contenuto le perdite di prodotto in misura maggiore rispetto alla prima ondata della pandemia, malgrado le strozzature dal lato dell'offerta che ostacolano la produzione in alcuni settori. Nel breve periodo, un'accelerazione delle campagne vaccinali e il concomitante calo dei tassi di contagio dovrebbero consentire una revoca più rapida del previsto delle misure di contenimento dai livelli più rigorosi della prima metà del 2021. Ciò trova riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021, che indicano una crescita su base annua del PIL in termini reali del 4,6 per cento nel 2021, del 4,7 per cento nel 2022 e del 2,1 per cento nel 2023 (cfr. il grafico 12). Secondo le proiezioni, l'attività dell'area dell'euro dovrebbe tornare a crescere nel secondo trimestre del 2021 e, sospinta da una netta ripresa dei consumi privati e da una riduzione delle attuali interruzioni delle catene di approvvigionamento, mostrerebbe una forte ripresa nella seconda metà dell'anno, consentendo al PIL in termini reali di superare il suo livello precedente la crisi a partire dal primo trimestre del 2022<sup>5</sup>.

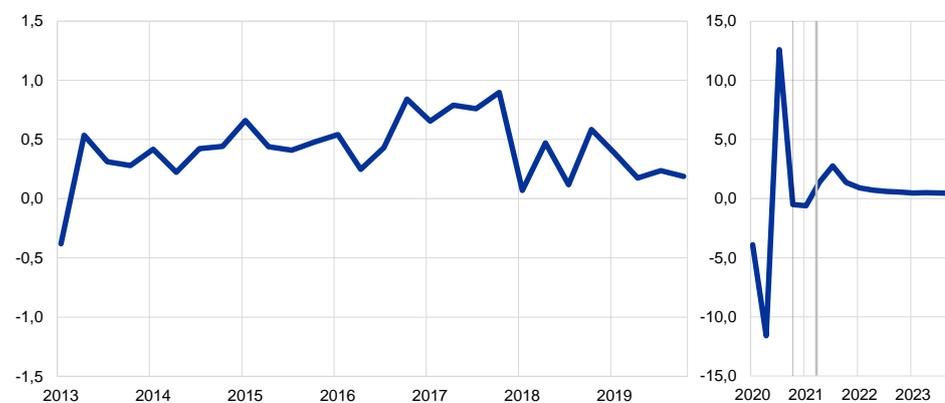
---

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 4 dell'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021*, pubblicato il 10 giugno 2021 sul sito Internet della BCE.

## Grafico 12

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021](#), pubblicato il 10 giugno 2021 sul sito Internet della BCE.

Note: data la volatilità senza precedenti del PIL in termini reali nel corso del 2020, nel grafico viene utilizzata una scala diversa a partire dall'inizio dell'anno. La linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Il grafico non mostra gli intervalli di confidenza delle proiezioni poiché, nelle attuali circostanze, il consueto metodo di calcolo (basato sugli errori storici di previsione) non fornirebbe un'indicazione affidabile dell'incertezza senza precedenti che caratterizza le attuali proiezioni.

## 4 Prezzi e costi

*Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in maggio 2021 l'inflazione sui dodici mesi dell'area dell'euro è salita al 2,0 per cento, dall'1,3 in marzo e 1,6 in aprile.*

*Tale aumento è dovuto principalmente al notevole incremento dei prezzi dell'energia, che riflette i considerevoli effetti base al rialzo e gli aumenti sul mese precedente, nonché, in misura minore, al lieve incremento dell'inflazione dei beni industriali non energetici. È probabile che l'inflazione complessiva aumenti ancora verso l'autunno, soprattutto per effetto del venir meno della riduzione temporanea dell'IVA in Germania. L'inflazione dovrebbe diminuire nuovamente all'inizio del prossimo anno, con lo svanire dell'impatto dei fattori transitori e la moderazione dei prezzi dell'energia a livello mondiale. Le pressioni all'origine sui prezzi dovrebbero aumentare in certa misura quest'anno, per effetto dei vincoli temporanei dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda interna. Tuttavia, ci si attende che le pressioni sui prezzi rimangano complessivamente contenute, riflettendo in parte spinte salariali moderate, in un contesto di capacità produttiva inutilizzata significativa, nonché gli effetti del recente apprezzamento dei tassi 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 di fondo nel medio termine. Le indagini e gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati rimangono su livelli modesti, sebbene abbiano continuato ad aumentare.*

*Queste valutazioni si riflettono sostanzialmente nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di giugno 2021 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, che indicano un tasso di inflazione misurata sullo IAPC sui dodici mesi dell'1,9 per cento nel 2021, dell'1,5 nel 2022 e dell'1,4 nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto in marzo 2021 dagli esperti della BCE, le prospettive di inflazione sono state corrette al rialzo per il 2021 e il 2022, soprattutto per effetto di fattori temporanei e dei più elevati prezzi dei beni energetici. Restano invariate per il 2023, quando l'aumento previsto dell'inflazione di fondo sarebbe ampiamente compensato dal calo atteso delle quotazioni dell'energia. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe mantenersi all'1,1 per cento nel 2021, all'1,3 nel 2022 e all'1,4 nel 2023, con revisioni al rialzo per tutti gli orizzonti di proiezione rispetto all'esercizio condotto in marzo 2021.*

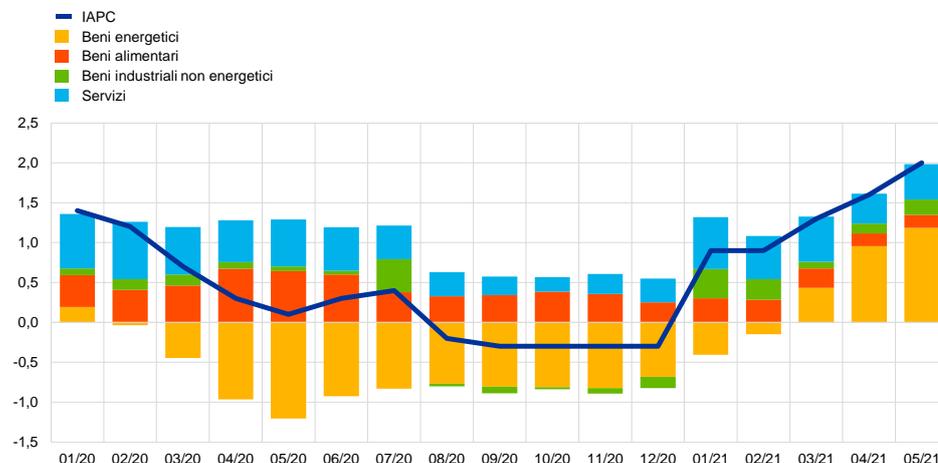
**Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in maggio l'inflazione armonizzata al consumo sui dodici mesi è ulteriormente aumentata.** La variazione dei prezzi è salita al 2 per cento, dall'1,6 di aprile e l'1,3 di marzo, soprattutto in seguito all'ulteriore rafforzamento della componente energetica (cfr. il grafico 13). Circa la metà dell'aumento totale registrato per l'inflazione complessiva tra dicembre 2020 e maggio 2021 è riconducibile agli effetti base al rialzo connessi alle forti diminuzioni osservate nei prezzi del petrolio e dell'energia nella primavera del 2020<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Per ulteriori informazioni sull'impatto degli effetti base sulla componente energetica dell'inflazione, cfr. il riquadro [Recente dinamica della componente energetica dell'inflazione: il ruolo degli effetti base e delle imposte](#) nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

### Grafico 13

#### Inflazione complessiva e sue componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2021 (stima preliminare).

#### Gli andamenti dell'inflazione complessiva negli ultimi mesi sono dovuti anche all'effetto di altri fattori temporanei.

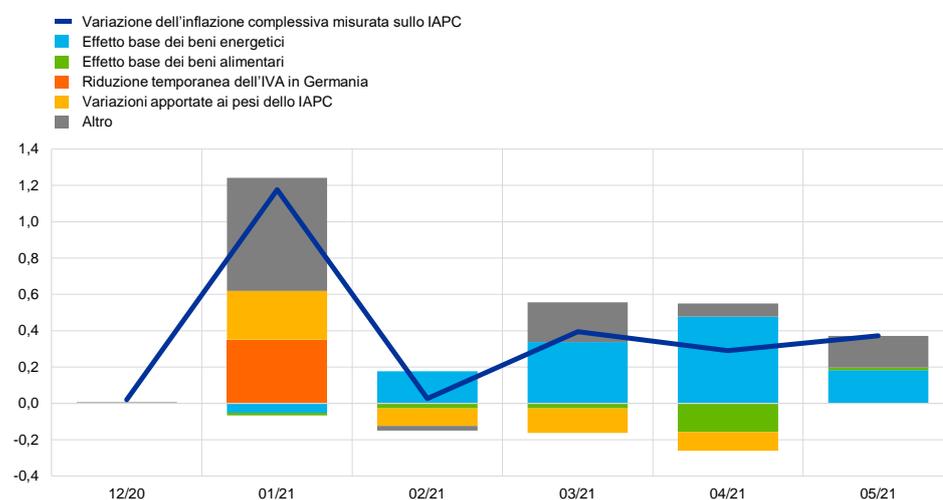
Ad esempio, le variazioni apportate all'inizio dell'anno in corso ai pesi dello IAPC hanno determinato forti aumenti dell'inflazione in gennaio, ma questo effetto si è in parte attenuato nei mesi successivi (il mese di aprile è stato l'ultimo in cui è stato possibile effettuare tale calcolo)<sup>7</sup>. Analogamente, l'aumento temporaneo dei prezzi dei beni alimentari non trasformati osservato in aprile 2020 ha comportato un effetto base al ribasso nello stesso periodo dell'anno successivo, che ha in parte compensato la pressione al rialzo causata dagli effetti base connessi all'energia (cfr. il grafico 14). Negli ultimi mesi anche gli effetti di calendario hanno avuto ripercussioni sui tassi di inflazione. Ad esempio in maggio l'inflazione dei servizi ha raggiunto l'1,1 per cento, dallo 0,9 del mese precedente, in parte perché tale periodo è stato caratterizzato da festività pasquali e di altro tipo. Nel contempo, le differenze nei calendari dei saldi stagionali hanno avuto un forte impatto al rialzo sull'inflazione dei beni industriali non energetici (non energy industrial goods, NEIG) in gennaio e in febbraio. Tale effetto si è tuttavia ridimensionato in seguito e il valore osservato in maggio, pari a 0,7 per cento e lievemente superiore alla media di lungo periodo dello 0,6 per cento, rappresenterebbe un'indicazione migliore della misura in cui negli ultimi mesi sono aumentati i costi degli input lungo la catena di approvvigionamento.

<sup>7</sup> La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha determinato considerevoli variazioni nei modelli di spesa delle famiglie nel 2020. Tali variazioni sono considerate nei pesi dello IAPC per il 2021 e quindi si rifletteranno anche sull'inflazione misurata su tale indice nel corso del 2021. Per un'analisi della complessità di questo effetto, cfr. il riquadro *Pesi dello IAPC per il 2021 e relative implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

## Grafico 14

### Contributi degli effetti base e di altri fattori temporanei alle variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC

(variazioni e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni della BCE.

Note: il contributo fornito dalla riduzione temporanea dell'IVA in Germania si basa su stime fornite nel numero di novembre 2020 del *Monthly Report* della Deutsche Bundesbank. Non è possibile calcolare il contributo fornito dalle variazioni apportate ai pesi dello IAPC relativo al mese di maggio 2021, perché i dati non sono ancora disponibili. Di conseguenza esso è ricompreso nella voce "Altro". Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2021 (basate sulla stima preliminare).

**Le imputazioni dei prezzi inducono il perdurare dell'incertezza in merito ai segnali sulle pressioni di fondo sui prezzi.** Sulla base dei dati preliminari forniti dall'Eurostat, le quote di imputazione sono diminuite solo moderatamente tra gennaio e maggio, dal 13 al 10 per cento per lo IAPC e dal 18 al 13 per cento per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Ciò è riconducibile principalmente alla quota di imputazione relativa ai servizi, che da novembre dello scorso anno si è mantenuta piuttosto stabile intorno a un quinto, per effetto delle ampie quote relative ai servizi ricreativi e di viaggio. Per contro, la quota di imputazione delle voci relative ai beni industriali non energetici è diminuita considerevolmente, dal 17 per cento in gennaio ad appena il 6 in maggio. Comunque, considerando il maggior peso attribuito ai servizi, tali andamenti continuano ad alimentare un elevato grado di incertezza in merito ai segnali sulle pressioni di fondo sui prezzi.

### **Le misure relative all'inflazione di fondo non forniscono segnali generalizzati di una crescita sostenuta delle pressioni inflazionistiche (cfr. il grafico 15).**

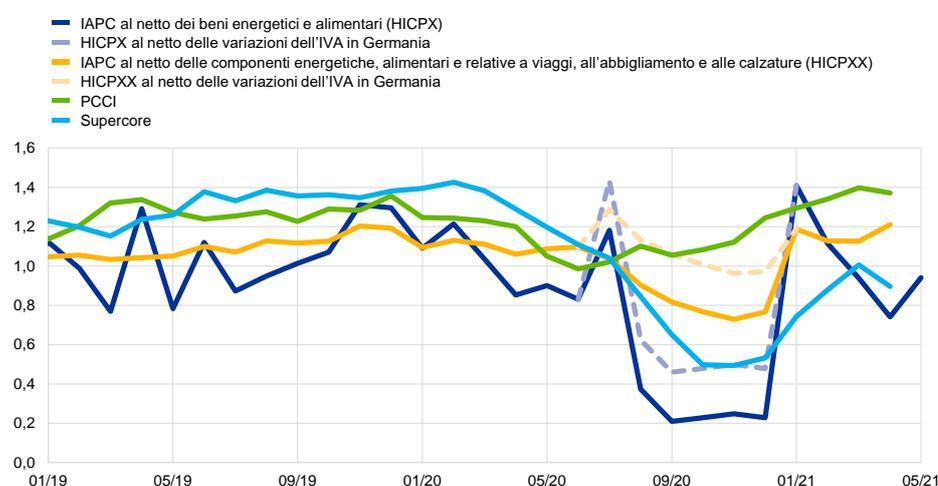
Dopo essere aumentata notevolmente in gennaio, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (HICPX) è diminuita considerevolmente, allo 0,9 per cento in marzo e allo 0,7 in aprile, prima di risalire allo 0,9 per cento in maggio. Gli andamenti osservati nei primi mesi del 2021 erano riconducibili per lo più alla dinamica delle componenti relative all'abbigliamento, alle calzature e ai servizi di viaggio (che includono pacchetti vacanze, servizi di alloggio e trasporto aereo di passeggeri)<sup>8</sup>. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate

<sup>8</sup> Per dettagli sulla possibilità che esistano andamenti comuni nelle componenti legate ai viaggi in seguito ai provvedimenti di chiusura (lockdown) per contenere il COVID-19, cfr. il riquadro *Prezzi delle componenti relative ai viaggi durante la pandemia di COVID-19: potenziali analogie tra paesi e voci* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

all'abbigliamento e ai viaggi (HICPXX) ha mostrato una maggiore stabilità rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX), mantenendosi all'1,2 per cento in aprile (ultimi dati disponibili). Per quanto concerne le altre misure dell'inflazione complessiva, l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) in aprile era pari all'1,4 per cento circa, sostanzialmente invariato rispetto a marzo, mentre nello stesso periodo la misura Supercore è lievemente diminuita (dall'1,0 per cento).

### Grafico 15 Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2021 per l'indicatore HICPX (stima preliminare) e ad aprile 2021 per le restanti voci.

### Le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica hanno continuato ad aumentare in misura considerevole, sebbene finora ciò si sia verificato soprattutto ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi.

A tale riguardo, l'inflazione alla produzione dei beni intermedi è cresciuta ulteriormente: in aprile ha raggiunto il 6,9 per cento, registrando un aumento di 2,5 punti percentuali rispetto a marzo e di 4,4 punti percentuali rispetto a febbraio. Analogamente, l'inflazione all'importazione dei beni intermedi è aumentata sensibilmente, raggiungendo in aprile il 7,1 per cento, dal 4,6 di marzo e l'1,5 di febbraio. Tali andamenti riflettono probabilmente le pressioni al rialzo esercitate dai costi di trasporto, dalle strozzature dal lato dell'offerta e dall'elevata inflazione delle materie prime. Esse sono meno evidenti negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, dimostrando che, come già avvenuto in passato, tali effetti si attenuano sostanzialmente lungo la catena. Tuttavia, l'inflazione alla produzione per i beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è aumentata e si è portata al di sopra della sua media di lungo periodo, pari allo 0,6 per cento, raggiungendo lo 0,9 per cento in marzo e l'1,0 per cento in aprile. L'impatto che i prezzi alla produzione sul mercato interno stanno avendo sull'inflazione dei beni al consumo è in parte contenuto dai tassi di crescita sui dodici mesi negativi dei prezzi all'importazione per i beni al consumo non alimentari (diminuiti da -0,5 per cento in marzo a -0,8 per cento

in aprile), che restano moderati per effetto del recente apprezzamento del tasso di cambio<sup>9</sup>.

**La crescita dei salari contrattuali si è indebolita notevolmente nel primo trimestre del 2021 (cfr. il grafico 16).**

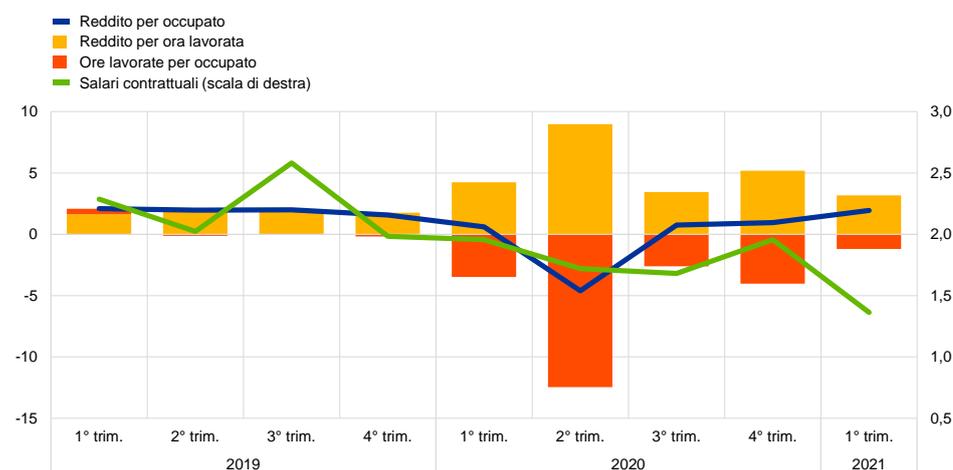
La crescita dell'1,4 per cento sul periodo corrispondente osservata in tale trimestre rappresenta una sostanziale moderazione rispetto ai tassi registrati nel quarto trimestre del 2020 (2,0 per cento) e nell'intero 2020 (1,8 per cento). Come previsto, le ripercussioni del COVID-19 sui salari contrattuali si sono rese evidenti solo alla scadenza degli accordi retributivi conclusi prima della diffusione della pandemia, con i nuovi accordi posticipati o sottoscritti a tassi retributivi inferiori<sup>10</sup>. Date le possibili problematiche relative alla copertura e alla tempistica, la crescita delle retribuzioni contrattuali nel primo trimestre potrebbe non essere necessariamente indicativa della crescita effettiva delle retribuzioni.

Gli indicatori dell'andamento effettivo dei salari, come il reddito per occupato (compensation per employee, CPE) o il reddito per ora lavorata (compensation per hour, CPH), continuano a risentire fortemente delle misure di integrazione salariale e dei licenziamenti temporanei, che hanno un impatto sulla retribuzione e sulle ore lavorate e tendono a far diminuire il CPE e far aumentare il CPH. Nel primo trimestre del 2021 la differenza tra i tassi di crescita di questi due indicatori è diminuita, pur rimanendo significativa. Mentre la crescita sui dodici mesi del reddito per occupato è salita all'1,9 per cento nel primo trimestre di quest'anno, dall'1,0 per cento del quarto trimestre del 2020, nello stesso periodo la crescita annua del reddito per ora lavorata è scesa dal 5,2 al 3,2 per cento.

**Grafico 16**

**Contributi forniti dalle componenti del reddito per occupato**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

<sup>9</sup> Per una panoramica stilizzata della catena di formazione dei prezzi per i beni industriali non energetici contenuti nello IAPC, cfr. il riquadro [Le pressioni inflazionistiche alla luce dei recenti andamenti dei prezzi alla produzione](#) nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

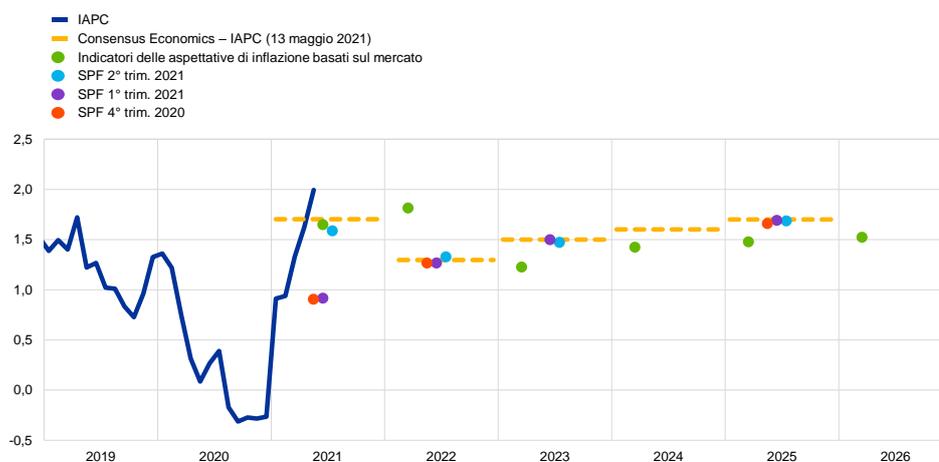
<sup>10</sup> Per un'analisi dettagliata dell'indicatore dei salari contrattuali, inclusi i dettagli sugli andamenti recenti e sul ruolo svolto dall'indicatore nel valutare e prevedere la dinamica salariale nell'attuale congiuntura, cfr. il riquadro [Una valutazione delle dinamiche salariali durante la pandemia di COVID-19: il possibile contributo dei dati sulle retribuzioni contrattuali](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

**Le misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati hanno continuato ad aumentare.** Le misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati, sia a più breve sia a più lungo termine, continuano a mostrare una tendenza al rialzo, in un contesto caratterizzato dal miglioramento della propensione al rischio e dalle attese di una ripresa della spesa per consumi finora repressa, nonché dalle azioni di stimolo fiscale adottate in tutto il mondo. Si stima che i premi al rischio relativi all'inflazione a lungo termine siano notevolmente aumentati negli ultimi mesi, rappresentando così la maggior parte dell'incremento complessivo della compensazione dell'inflazione a lungo termine. I miglioramenti delle attese sono stati più marcati sugli orizzonti più brevi, determinando un appiattimento della curva a termine dell'inflazione (cfr. il grafico 17). Il tasso swap a termine indicizzato all'inflazione maggiormente rilevante, ovvero quello a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte di 5 anni, il 9 giugno era pari all'1,56 per cento, in rialzo dall'1,52 del 20 aprile. Per quanto riguarda le misure derivate dalle indagini, secondo la [Survey of Professional Forecasters](#) condotta dalla BCE e Consensus Economics, in media l'inflazione attesa a più lungo termine (per l'anno 2025) è rimasta invariata all'1,7 per cento in aprile.

## Grafico 17

### Indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (SPF) 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 della compensazione dell'inflazione ricavati dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 9 giugno 2021.

**Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione aumenti considerevolmente nel corso del 2021, per poi diminuire nuovamente agli inizi del 2022 e rimanere sostanzialmente stabile fino alla fine del 2023.** L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si collocherebbe in media all'1,9 per cento nel 2021, toccando un massimo del 2,6 per cento nel quarto trimestre, per poi stabilizzarsi su una media dell'1,5 e dell'1,4 per cento nel 2022 e nel 2023 rispettivamente. La forte crescita prevista per il 2021 riflette le pressioni al rialzo derivanti da una serie di fattori temporanei, fra cui il venir meno del taglio dell'aliquota IVA in Germania, il forte recupero della componente energetica dell'inflazione (dovuto a effetti base al rialzo) e l'aumento dei costi degli

input dovuto ai vincoli dal lato dell'offerta. Dopo il venir meno dell'impatto di tali effetti temporanei, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile nel 2022 e nel 2023. La ripresa economica prospettata e la riduzione della capacità produttiva inutilizzata dovrebbero determinare un graduale aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, che dovrebbe salire all'1,4 per cento nel 2023 dall'1,1 per cento del 2021. Nel contempo, anche l'inflazione misurata sullo IAPC relativa ai beni alimentari dovrebbe aumentare lievemente nell'orizzonte temporale di proiezione. Tuttavia, le pressioni al rialzo che queste due componenti esercitano sull'inflazione complessiva dovrebbero essere sostanzialmente compensate nel 2022 e nel 2023 dai cali previsti per l'inflazione dei beni energetici, dato l'andamento discendente della curva dei contratti future sulle quotazioni del petrolio.

### Grafico 18

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021*, pubblicato il 10 giugno 2021 sul sito Internet della BCE.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021 (dati reali) e al quarto trimestre del 2023 (proiezioni). I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 26 maggio 2021 (e al 18 maggio 2021 per le ipotesi).

## 5 Moneta e credito

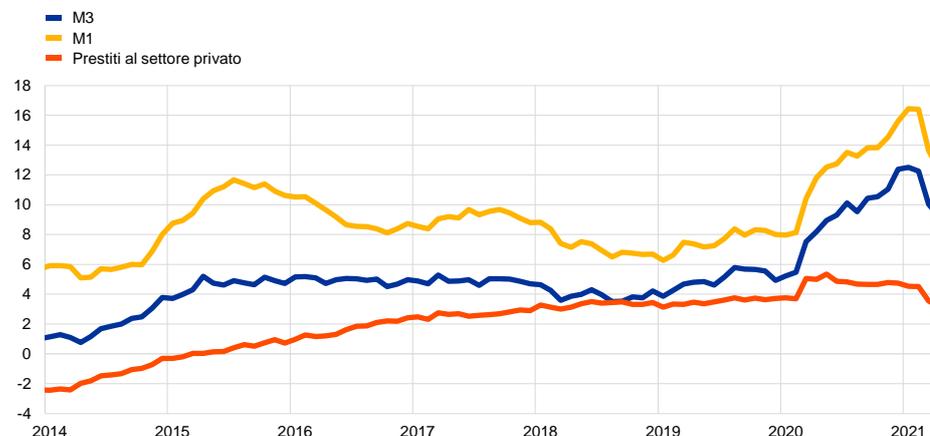
*La creazione di moneta nell'area dell'euro ad aprile 2021 si è attenuata, mostrando alcuni primi segnali di normalizzazione dopo il periodo di significativa espansione monetaria associato alla crisi provocata dal coronavirus (COVID-19). Il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta, con gli acquisti dell'Eurosistema che hanno fornito il maggiore contributo. Mentre le misure consistenti e tempestive attuate dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza, hanno continuato a sostenere il flusso di credito verso l'economia dell'area dell'euro, la crescita dei prestiti al settore privato si è attenuata ed è tornata ai livelli antecedenti la pandemia, trainata dai prestiti alle imprese. I volumi complessivi del finanziamento esterno delle imprese hanno segnato un recupero nel primo trimestre del 2021. Contemporaneamente il costo complessivo di tale finanziamento è lievemente aumentato nei primi quattro mesi dell'anno, soprattutto per effetto dell'aumento del costo del capitale di rischio, in un contesto caratterizzato anche da un lieve aumento del costo del debito raccolto sul mercato e del credito bancario.*

**Ad aprile 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso ad aprile al 9,2 per cento, dal 10,0 di marzo (cfr. il grafico 19), grazie ad un afflusso mensile relativamente modesto e al rallentamento della crescita dei depositi a vista. Il calo della crescita di M3 riflette, oltre all'effetto base marcatamente negativo, dovuto all'esclusione dei cospicui afflussi registrati nella fase iniziale della pandemia dai dati sulla crescita annua, gli incrementi più contenuti registrati nei depositi detenuti dalle famiglie e i deflussi nei depositi delle imprese. Tale minore accumulo di depositi da parte delle famiglie coincide con un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e supporta le attese di un aumento della spesa per consumi. Sebbene gli andamenti di più breve periodo dell'aggregato monetario ampio abbiano segnato un'ulteriore moderazione, il ritmo di creazione della moneta è rimasto sostenuto, sulla scia del sostegno fornito dalla politica monetaria e dalle politiche prudenziali e di bilancio. Sotto il profilo delle componenti, la crescita di M3 è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è sceso al 12,3 per cento ad aprile, dal 13,6 per cento di marzo, soprattutto per effetto dell'andamento dei depositi detenuti da imprese e famiglie. Altri depositi a breve termine e strumenti negoziabili hanno continuato a fornire 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 rendimento.

## Grafico 19

### M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE

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

**La crescita dei depositi a vista ha continuato a ridursi.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è sceso al 12,7 per cento ad aprile, dal 14,2 per cento di marzo, trainato principalmente dalle disponibilità di imprese e famiglie. In aprile la dinamica dei depositi delle imprese è stata diversa da un paese all'altro, riflettendo le differenze sia nel fabbisogno di liquidità delle imprese sia nelle misure di sostegno fornite dai governi nazionali. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle banconote in circolazione è rimasto sostanzialmente stabile al 9,8 per cento. Nel complesso, i detentori di moneta hanno fortemente privilegiato i depositi a vista durante la pandemia per motivazioni di tipo precauzionale e per via del livello molto contenuto dei tassi di interesse, che riduce il costo-opportunità di detenere tali strumenti.

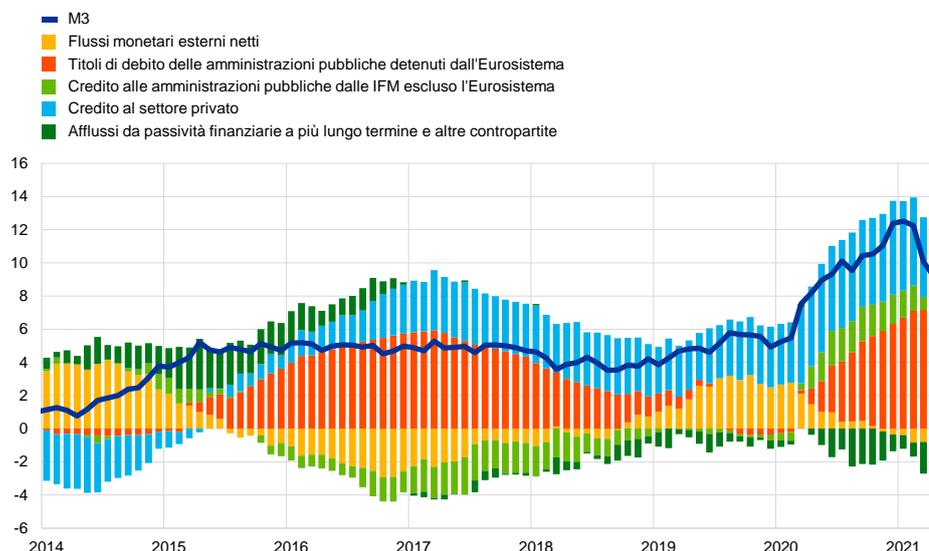
**La creazione di moneta ha continuato a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema.** Ad aprile gli acquisti netti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 20). Un ulteriore contributo alla crescita di M3 è stato fornito dal credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi). Il credito erogato dal settore bancario al settore pubblico ha cessato di fornire un contributo positivo alla creazione di moneta, per effetto delle cessioni di titoli delle amministrazioni pubbliche e della riduzione dell'emissione di titoli di Stato (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi). I flussi monetari esterni netti hanno seguito a esercitare un lieve effetto frenante sulla creazione di moneta (cfr. l'area gialla degli istogrammi). Analogamente, anche le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno continuato a incidere negativamente sulla crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi), a causa dell'andamento delle altre contropartite, mentre le favorevoli condizioni per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), che hanno

continuato a sostenere la sostituzione del finanziamento bancario, hanno apportato un contributo modesto alla crescita di M3.

## Grafico 20

### M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE

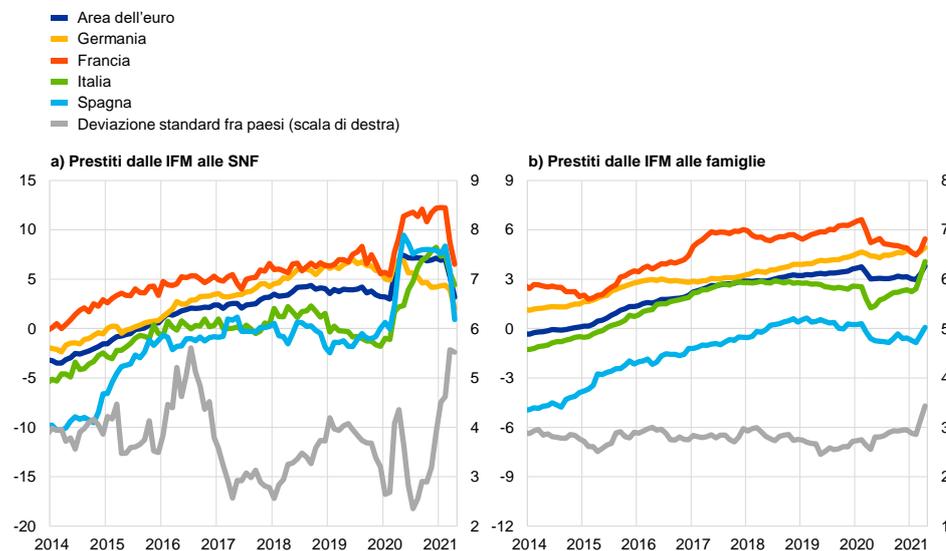
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021.

**Ad aprile l'espansione dei prestiti al settore privato è diminuita, tornando sui livelli più contenuti registrati prima della pandemia.** Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato è sceso al 3,2 per cento, dal 3,6 per cento di marzo (cfr. il grafico 19). Tale andamento è principalmente riconducibile alla flessione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese, che è sceso al 3,2 per cento ad aprile, dal 5,3 per cento di marzo, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie è aumentata ad aprile al 3,8 per cento, dopo essersi attestata intorno al 3,0 per cento a partire da giugno 2020 (cfr. il grafico 21). La moderazione del credito alle imprese in aprile andrebbe interpretata alla luce di vari andamenti. Potrebbe rispecchiare una riduzione del fabbisogno di liquidità, in quanto i settori più colpiti dalla pandemia mostrano segnali di ripresa. Fra le altre cause figura l'ampio flusso di prestiti osservato a marzo 2021, in parte riconducibile all'anticipazione di operazioni da parte di alcune banche nel tentativo di superare i criteri di valutazione OMRLT dell'andamento dei prestiti erogati al fine di beneficiare di condizioni favorevoli. Il ricorso delle imprese a prestiti a più lungo termine, legato al COVID-19, ha continuato ad aumentare a scapito dei prestiti a più breve termine.

## Grafico 21

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazione standard)



Fonte: BCE

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La dispersione fra paesi è calcolata in base ai valori minimo e massimo su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021.

#### Il totale dei prestiti alle famiglie ha segnato un rialzo in aprile (cfr. il grafico 21).

Tale andamento è principalmente dovuto ai prestiti per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di crescita (5,4 per cento) è stato il più elevato a partire dalla crisi finanziaria globale. Allo stesso tempo, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al consumo è tornato in territorio positivo, riflettendo un miglioramento della fiducia dei consumatori e nelle possibilità di spesa e portandosi allo 0,3 per cento in aprile, da -1,7 per cento di marzo. Tuttavia, sembra che le famiglie abbiano incrementato le loro spese principalmente attingendo ai depositi accumulati lo scorso anno. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi degli altri prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile ad aprile, all'1,5 per cento. La dinamica di tale categoria di prestiti, spiegata principalmente dai prestiti alle piccole imprese (imprese individuali e società di persone), è rimasta modesta nonostante alcuni lievi miglioramenti registrati negli ultimi mesi. Sebbene i governi abbiano aiutato le piccole imprese a soddisfare il loro fabbisogno di finanziamenti, queste ultime sono state particolarmente colpite dal rallentamento dell'attività economica.

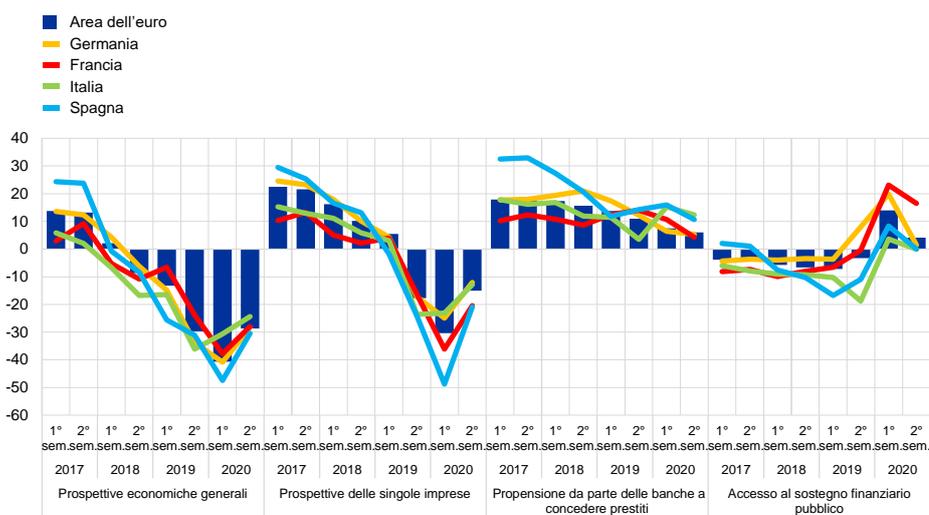
**Il rallentamento complessivo della crescita dei prestiti alle imprese cela una certa eterogeneità.** Secondo l'[indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro](#) (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) condotta dalla BCE, che ha riguardato il periodo che va da ottobre 2020 a marzo 2021, un numero inferiore di piccole e medie imprese (PMI) ha segnalato un miglioramento della disponibilità di prestiti in tale periodo. Il 3 per cento netto delle PMI dell'area dell'euro intervistate ha segnalato un miglioramento della disponibilità di prestiti bancari (in calo rispetto al 6 per cento dell'indagine precedente). Le microimprese sono state le più pessimiste nel valutare la situazione e in effetti, per la prima volta dalla metà del 2015, hanno segnalato un calo della disponibilità di prestiti bancari,

mentre le risposte delle imprese più grandi suggerivano che tale disponibilità fosse tornata ai livelli precedenti alla diffusione del COVID-19. Nel contempo, una percentuale netta più esigua di PMI ha ritenuto che le prospettive economiche generali influissero negativamente sulla loro capacità di accesso ai finanziamenti (cfr. il grafico 22). Tale percentuale netta è comparabile ai livelli osservati poco prima dell'inizio della pandemia e potrebbe riflettere gli effetti positivi delle misure accomodanti in essere. Una percentuale netta lievemente inferiore di PMI ha segnalato allo stesso tempo un miglioramento della disponibilità di prestiti bancari. Analogamente, una percentuale netta più esigua di PMI ha segnalato un miglioramento dell'accesso al sostegno finanziario pubblico, probabilmente di riflesso al declino, verso la fine del 2020, nell'uso delle garanzie. Nel rispondere alla domanda specifica sui programmi di sostegno pubblico introdotti in risposta alla pandemia, la maggior parte delle PMI intervistate ha confermato di avervi avuto accesso negli ultimi dodici mesi e di aver beneficiato di tali programmi per adempiere ai propri obblighi immediati e a breve termine (cfr. anche il riquadro 2 in questo numero del Bollettino).

## Grafico 22

Evoluzione dei fattori che influenzano la disponibilità di fondi esterni per le PMI dell'area dell'euro

(nei sei mesi precedenti; percentuali nette di intervistati)



Fonte: BCE

Note: il grafico fa riferimento alla seguente domanda nell'indagine SAFE: "Con riferimento a ciascuno dei seguenti fattori, direbbe che negli ultimi sei mesi si è verificato un miglioramento, non è stata rilevata una variazione o si è verificato un peggioramento?". Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di intervistati che segnalano un miglioramento riguardo al fattore considerato e la percentuale di quanti segnalano un peggioramento. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine dalla 17<sup>a</sup> (aprile-settembre 2017) alla 24<sup>a</sup> (ottobre 2020-marzo 2021).

### Le banche hanno continuato a beneficiare di condizioni di finanziamento favorevoli, mentre l'aumento del rischio di credito grava sulla loro capacità di intermediazione.

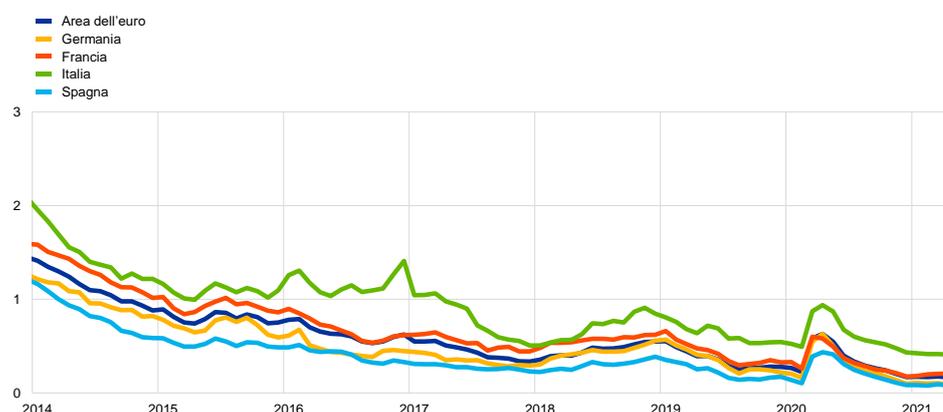
Nonostante un incremento dei rendimenti delle obbligazioni bancarie registrato a partire dall'inizio del 2021, il costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro si mantiene al di sotto del livello antecedente la pandemia, grazie alle ingenti misure di sostegno della politica monetaria e al perdurare del supporto offerto dai governi e dalle autorità di regolamentazione (cfr. il grafico 23). Il PAA e il PEPP della BCE hanno esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti e le banche hanno parzialmente sostituito i

finanziamenti di mercato con OMRLT a condizioni molto favorevoli. Entrambi i fattori hanno contribuito a migliorare anche le condizioni di mercato per le obbligazioni bancarie. Inoltre, i prezzi delle obbligazioni bancarie garantite sono stati sostenuti direttamente dal terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (third covered bond purchase programme, CBPP3) della BCE. Nel contempo, i tassi sui depositi delle banche dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati al minimo storico ad aprile 2021, contribuendo in tal modo a creare condizioni favorevoli per il finanziamento del debito in un contesto di efficace trasmissione dei tassi negativi. Sin dall'inizio della crisi legata alla pandemia, le banche dell'area dell'euro hanno applicato in misura sempre maggiore tassi di interesse negativi ai depositi delle società non finanziarie. Allo stesso tempo, la capacità delle banche di applicare un tasso negativo dipende dal loro potere di mercato, e i tassi sui depositi al dettaglio hanno mostrato la tendenza a rimanere pari o superiori a zero, il che comprime i margini netti di interesse delle banche. Anche se le banche hanno continuato ad aumentare la loro capacità di assorbimento delle perdite nel quarto trimestre del 2020 aumentando la propria capitalizzazione, l'aumento del rischio di credito e la bassa redditività delle banche potrebbero ridurre la loro capacità di offrire credito. Come emerge dall'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) di aprile 2021, nel primo trimestre di quest'anno le banche hanno nuovamente inasprito i propri criteri di concessione dei prestiti (seppure solo a favore delle imprese e in misura più contenuta rispetto ai due trimestri precedenti), riflettendo un'accresciuta percezione del rischio e una diminuzione della propensione a tollerarlo, dovute alla pandemia.

### Grafico 23

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

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



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021.

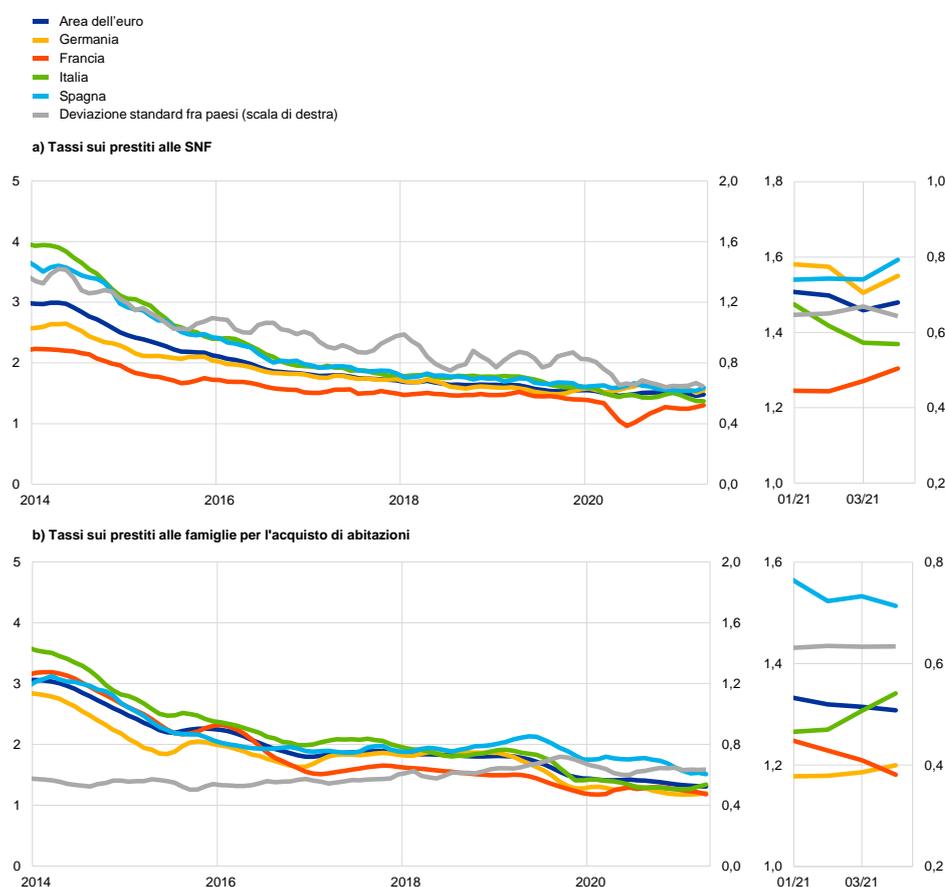
**I tassi sui finanziamenti bancari per i prestiti alle SNF sono saliti, ma restano su livelli contenuti.** Ad aprile 2021 il tasso composito sui prestiti bancari per i prestiti alle SNF è aumentato di 17 punti base, collocandosi all'1,56 per cento, mentre quello sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato al minimo storico pari all'1,31 per cento (cfr. il grafico 24). Tali andamenti riflettono il perdurare dell'impatto delle misure che sono state implementate dalla BCE, dalle autorità

di vigilanza bancaria e dai governi per sostenere le condizioni di offerta del credito, soprattutto verso le imprese maggiormente colpite dalla pandemia. 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 alle ripercussioni economiche di lungo periodo della pandemia, e il conseguente impatto sul merito di credito dei prenditori e sui bilanci delle banche, rimane elevata. Tutte le misure di sostegno esistenti restano indispensabili per evitare che tale incertezza acceleri un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, amplificando gli effetti della pandemia sulla congiuntura economica.

## Grafico 24

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

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



Fonte: BCE

Note: tali indicatori per il costo totale della provvista bancaria sono calcolati aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021.

**Il volume complessivo del finanziamento esterno delle imprese è lievemente aumentato nel primo trimestre del 2021.** La crescita dei finanziamenti esterni sui dodici mesi si è collocata al 4,5 per cento a marzo 2021, con un'inversione della tendenza al ribasso delle dinamiche del finanziamento a breve termine visibile dalla fine della scorsa estate. Tali flussi sono dovuti principalmente al ricorso al credito bancario e, in misura inferiore, all'emissione netta di azioni quotate (cfr. il pannello a) del grafico 25). Le imprese hanno ridotto il ricorso al finanziamento sul mercato,

mentre i flussi di finanziamento esterno hanno continuato a beneficiare delle condizioni favorevoli. Le motivazioni sottostanti al ricorso al credito bancario variano a seconda dei settori: i comparti orientati alle esportazioni hanno probabilmente beneficiato del miglioramento delle condizioni mondiali e l'attività nel settore delle costruzioni è stata vivace in alcuni paesi, mentre altri settori più esposti alle ripercussioni della pandemia hanno richiesto livelli di liquidità più elevati.

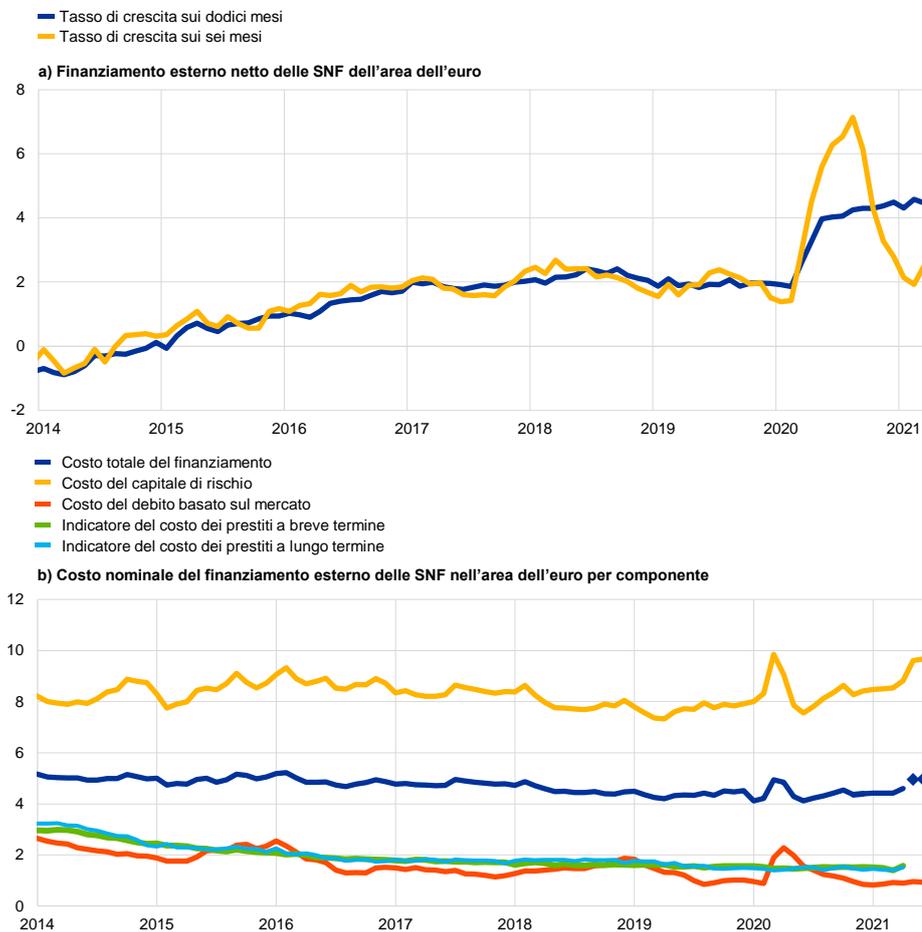
**Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, è rimasto contenuto, pur aumentando lievemente.**

Tale livello si collocava al 4,6 per cento alla fine di aprile (cfr. il pannello b) del grafico 25), livello che risultava inferiore di circa 30 punti base rispetto al picco di marzo 2020 e di 50 punti base superiore al minimo storico di giugno 2020. Il lieve aumento osservato nel costo complessivo del finanziamento nei primi quattro mesi del 2021 è connesso al più elevato costo del capitale di rischio, che riflette gli incrementi sia dei tassi privi di rischio sia del premio per il rischio azionario. Nel contempo, l'ulteriore riduzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie ha compensato gli aumenti registrati nei tassi privi di rischio, così che il costo del debito emesso sul mercato è rimasto nel complesso praticamente invariato. Anche il costo del finanziamento bancario, soprattutto a lungo termine, è aumentato lievemente. Tra la fine di aprile e il 9 giugno 2021, si stima che il costo complessivo del finanziamento sia aumentato all'incirca di altri 35 punti base, prevalentemente a causa di un aumento del costo del capitale di rischio. Tale andamento è riconducibile a un lieve incremento nel premio per il rischio azionario, a seguito di un rialzo eccezionalmente marcato delle aspettative sugli utili societari a lungo termine (dimostrato anche dalle indagini condotte presso le imprese), mentre i tassi di sconto sono rimasti nel complesso su livelli contenuti. Con un tale aumento delle aspettative sugli utili e un livello ancora ridotto dei tassi di sconto, i modelli indicherebbero normalmente un aumento atteso dei corsi azionari lievemente superiore a quello osservato, che quindi si riflette automaticamente in un premio per il rischio lievemente più elevato. Nello stesso periodo, il costo del debito emesso sul mercato è aumentato solo marginalmente, con tassi privi di rischio più elevati quasi interamente compensati dall'ulteriore calo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, sia per emittenti di qualità più elevata (investment grade) sia per emittenti a elevato rendimento (high-yield grade).

## Grafico 25

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

(variazioni percentuali: pannello a); valori percentuali in ragione d'anno: pannello b))



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

Note: nel pannello a) il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti erogati dalle IFM, emissione netta di titoli di debito, emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Nel pannello b) il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Gli indicatori a rombo blu si riferiscono ad una previsione a brevissimo termine per maggio e giugno 2021 per il costo complessivo del finanziamento, nell'ipotesi che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati sui livelli di aprile 2021. Le ultime osservazioni per il pannello a) si riferiscono a marzo 2021. Per il pannello b), le ultime osservazioni si riferiscono al 9 giugno 2021 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 4 giugno 2021 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e ad aprile 2021 per il costo dei prestiti (dati mensili).

*A seguito del drastico rallentamento economico registrato durante la pandemia di coronavirus (COVID-19) e della vigorosa reazione delle politiche di bilancio, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro è salito notevolmente, raggiungendo il 7,3 per cento del PIL nel 2020, dallo 0,6 per cento del 2019. Quest'anno, a fronte delle nuove ondate di pandemia che hanno colpito i paesi dell'area dell'euro, molti provvedimenti di emergenza sono stati prorogati e ulteriori misure di sostegno alla ripresa sono state poste in essere. Pertanto, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021 indicano un miglioramento solo marginale del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro, che per il 2021 è previsto al -7,1 per cento. Tuttavia, con l'affievolirsi dell'emergenza pandemica e il consolidarsi della ripresa economica, ci si attende che il disavanzo pubblico scenda con maggiore rapidità, collocandosi al 3,4 per cento del PIL nel 2022 e al 2,6 per cento alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2023. Il debito nell'area dell'euro dovrebbe raggiungere un picco appena inferiore al 100 per cento del PIL nel 2021 e scendere a circa 95 per cento del PIL nel 2023, superiore di circa 11 punti percentuali a quello del periodo precedente la crisi pandemica. Nondimeno, un orientamento delle politiche di bilancio ambizioso e coordinato resta cruciale, poiché il ritiro prematuro delle misure di sostegno rischierebbe di indebolire la ripresa e amplificare gli effetti negativi di più lungo periodo. Le politiche di bilancio nazionali dovrebbero pertanto continuare a fornire sostegno essenziale e tempestivo alle imprese e alle famiglie maggiormente esposte alla pandemia e alle connesse misure di contenimento. Allo stesso tempo, gli interventi di bilancio dovrebbero rimanere temporanei e anticiclici, assicurando altresì che siano sufficientemente mirati per rimediare efficacemente alle vulnerabilità e sostenere una rapida ripresa dell'economia dell'area dell'euro. Come strumento complementare alle misure di bilancio adottate dai singoli paesi, ci si attende che il pacchetto Next Generation EU (NGEU) svolga un ruolo chiave, contribuendo a una ripresa più rapida, solida e uniforme e incrementando la capacità di tenuta economica e il potenziale di crescita delle economie dell'UE. Ciò sarà tanto più possibile quanto più i fondi finanzieranno una spesa pubblica produttiva e saranno accompagnati da politiche strutturali tese a migliorare la produttività. Secondo le proiezioni macroeconomiche di giugno, tra il 2021 e il 2023 le sovvenzioni e i prestiti legati all'NGEU dovrebbero fornire uno stimolo aggiuntivo pari allo 0,5 per cento circa del PIL all'anno.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, nel 2021 il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro dovrebbe migliorare solo marginalmente, per poi migliorare marcatamente a partire dal 2022<sup>11</sup>.** Nell'area dell'euro il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL è salito dallo 0,6 per cento del 2019 al 7,3 per cento<sup>12</sup> nel 2020, il valore più elevato dall'introduzione dell'euro. Dovrebbe diminuire solo

<sup>11</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021](#) pubblicate sul sito internet della BCE il 10 giugno 2021.

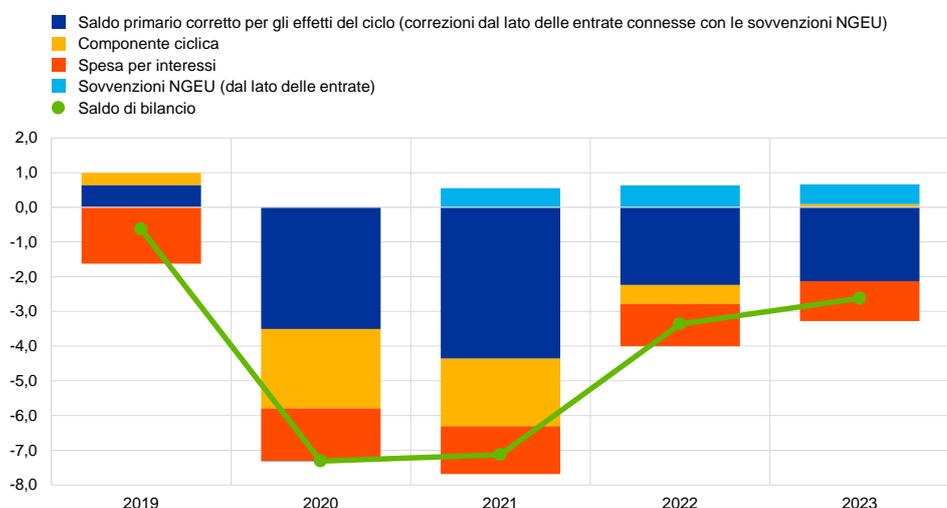
<sup>12</sup> Il saldo di bilancio dell'area dell'euro per il 2020 è stato aggiornato rispetto ai dati diffusi dall'Eurostat il 22 aprile 2021 (prima notifica al -7,2 per cento del PIL) a seguito di un aggiornamento delle informazioni riguardanti la Germania.

marginalmente nel 2021, collocandosi al 7,1 per cento, per poi scendere in misura più marcata fino al 3,4 per cento nel 2022 e al 2,6 per cento nel 2023 (cfr. il grafico 26). L'aumento del disavanzo registrato nel 2020 è stato in ampia misura attribuibile a un deterioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo connesso alle misure di sostegno economico adottate in risposta alla pandemia, che ammontavano a circa il 4 per cento del PIL. Le misure di sostegno legate alla crisi pandemica e finalizzate alla ripresa dovrebbero ora aumentare fino a raggiungere circa il 4½ per cento del PIL nel 2021. Ciò rispecchia il fatto che i governi hanno prolungato le misure di emergenza, ampliandone gradualmente la portata e/o adottandone di nuove al fine di sostenere la ripresa, comprese le misure da finanziare tramite l'NGEU. L'aumento del disavanzo registrato l'anno scorso è derivato in parte anche da un'ampia componente ciclica avversa, che nel 2021 dovrebbe iniziare ad affievolirsi, seppur in misura solo marginale. A partire dal 2022 le proiezioni segnalano un miglioramento più marcato del saldo di bilancio, trainato da un più elevato saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, dato che un'ampia parte delle misure di emergenza (non finanziate attraverso l'NGEU) verrà meno. Inoltre, a partire dal 2022 il contributo fornito dal ciclo economico dovrebbe aumentare rapidamente. In misura minore, ma nell'intero orizzonte di proiezione, il miglioramento del saldo di bilancio sarà anche favorito da una minore spesa per interessi.

## Grafico 26

### Saldo di bilancio e sue componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2021.  
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

**Le proiezioni per l'area dell'euro includono sovvenzioni NGEU per circa lo 0,6 per cento del PIL in ciascun anno dell'orizzonte di proiezione; insieme a una limitata quantità di prestiti, esse dovrebbero stimolare l'economia per lo 0,5 per cento del PIL all'anno.** Le sovvenzioni NGEU considerate nelle proiezioni ammontano a circa l'1¾ per cento del PIL nel periodo 2021-2023. Insieme a prestiti, che ammontano a circa lo 0,3 per cento del PIL, si ipotizza che l'NGEU finanzi una quota della spesa prossima all'1,9 per cento del PIL, di cui poco

più dell'1,5 per cento corrisponderebbe a ulteriori misure di stimolo, mentre il resto sarebbe impiegato per finanziare piani già esistenti.

**L'orientamento delle politiche di bilancio in termini aggregati è stato fortemente espansivo nel 2020 e dovrebbe continuare a rimanere espansivo nel 2021<sup>13</sup>.**

Nel 2022, con l'affievolirsi del sostegno di bilancio dovuto al venir meno dell'emergenza pandemica e delle relative misure temporanee di sostegno, l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe subire una restrizione rispetto ai livelli molto elevati registrati in precedenza. Per il 2023 le proiezioni indicano un orientamento delle politiche di bilancio sostanzialmente neutrale<sup>14</sup>. Nonostante ciò, il sostegno di bilancio alla ripresa rimane elevato nell'intero orizzonte di proiezione, come si evince dal saldo primario, che complessivamente continuerebbe a essere fortemente negativo e registrerebbe un graduale miglioramento, dal -5,8 per cento del PIL nel 2021 al -1,5 per cento del PIL nel 2023.

**Oltre al sostegno di bilancio a favore delle proprie economie, i paesi dell'area dell'euro hanno messo a disposizione consistenti dotazioni di garanzie sui prestiti per sostenere le posizioni di liquidità delle imprese.**

Complessivamente, tali dotazioni ammontano a circa il 19 per cento del PIL per l'area dell'euro nel 2021, ma gli importi e i tassi di utilizzo differiscono notevolmente tra i vari paesi. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi e qualsiasi escussione costituirà pertanto ulteriore spesa che andrà ad aumentare il debito pubblico.

**Le proiezioni indicano un saldo di bilancio per il 2021 notevolmente più contenuto nell'esercizio condotto dagli esperti della BCE a marzo 2021 e anche le prospettive per il 2022 e il 2023 sono state riviste lievemente al ribasso.**

In particolare, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al ribasso di 1 punto percentuale per il 2021 e rispettivamente di 0,2 e 0,3 punti percentuali per i due anni seguenti. Tali revisioni si devono principalmente alle più consistenti misure di bilancio discrezionali adottate in risposta alla pandemia, in particolare nel 2021, che sono solo in parte compensate da un maggiore contributo fornito dal ciclo economico. La spesa per interessi prevista rimane sostanzialmente invariata rispetto a marzo.

**Nel 2020 il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro nel suo complesso è aumentato nettamente e nel 2021 dovrebbe raggiungere un punto di massimo, collocandosi appena al di sotto del 100 per cento, per poi scendere gradualmente a circa il 95 per cento nel 2023.** L'incremento del rapporto fra debito

<sup>13</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni NGEU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo viene corretto per escludere tali entrate. Si noti, inoltre, che le proiezioni di bilancio per l'area dell'euro discusse in questa sezione non includono né il disavanzo, né il debito sovranazionali europei connessi con i trasferimenti NGEU. Per ulteriori dettagli sul concetto di orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

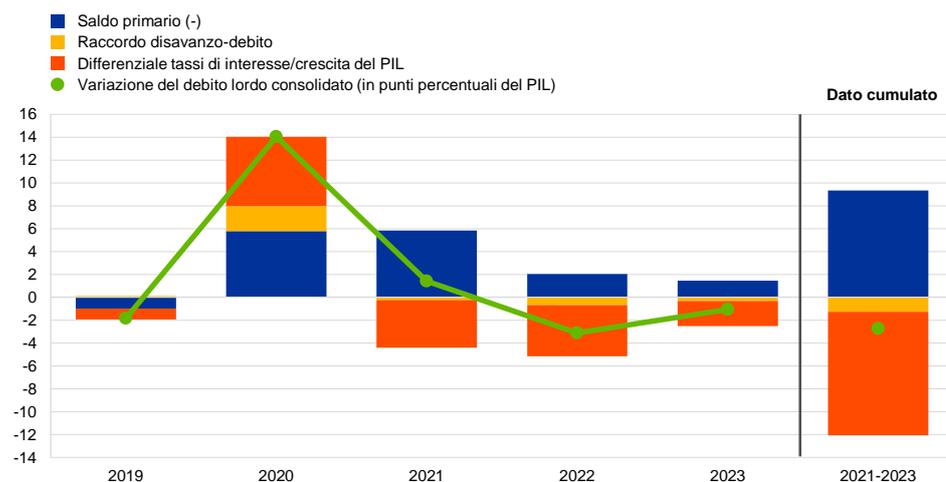
<sup>14</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio indicato per il 2020 è pari a -4,2 punti percentuali del PIL mentre, secondo le proiezioni, nel 2021, nel 2022 e nel 2023 sarà pari rispettivamente a -1, +2,1 e +0,1 punti percentuali del PIL, dopo le correzioni dal lato delle entrate connesse con le sovvenzioni dell'NGEU.

pubblico e PIL nel 2020, pari a 14 punti percentuali, riflette sia un elevato disavanzo primario sia un differenziale fra onere medio del debito e tasso di crescita molto sfavorevole, oltre a un considerevole raccordo disavanzo-debito dovuto, fra gli altri fattori, al sostegno di liquidità fornito in risposta alla pandemia. Nel 2021 il disavanzo primario, ancora elevato, sarà compensato solo in parte da un rilevante contributo alla riduzione del debito legato al differenziale fra onere medio e crescita. Nel 2022 e 2023, tuttavia, il rapporto debito pubblico/PIL inizierà a ridursi; disavanzi primari più contenuti saranno più che compensati dal differenziale negativo tra onere medio del debito e tassi di crescita del PIL nominale e, in misura minore, da raccordi disavanzo-debito negativi (cfr. il grafico 27). Di conseguenza, alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2023, il rapporto debito/PIL dovrebbe collocarsi all'incirca 11 punti percentuali al di sopra del suo livello pre-crisi. Va tuttavia osservato che l'impatto negativo della crisi dovuta al coronavirus sulla dinamica del debito si è rivelato lievemente inferiore rispetto a quanto ci si attendeva, in linea generale, nelle fasi iniziali della crisi.

### Grafico 27

#### Determinanti della variazione del debito pubblico nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2021.  
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

**Le politiche di bilancio nazionali dovrebbero continuare a fornire sostegno essenziale e tempestivo alle imprese e alle famiglie maggiormente esposte alla pandemia in atto e alle misure di contenimento associate.** Un ritiro prematuro del sostegno rischierebbe di indebolire la ripresa e amplificare gli effetti negativi di più lungo periodo. Allo stesso tempo, gli interventi di bilancio dovrebbero rimanere temporanei e anticiclici, oltre che sufficientemente mirati per rimediare efficacemente alle vulnerabilità e sostenere una rapida ripresa dell'economia dell'area dell'euro. La sostenibilità di bilancio sarà favorita dalla ripresa economica attesa e, altro fattore importante, anche dalle condizioni di finanziamento, che dovrebbero continuare a rimanere positive. Rimane tuttavia fondamentale che gli Stati membri, una volta che l'attività economica avrà evidenziato una ripresa sufficiente, riducano gradualmente i propri squilibri di bilancio. Questo processo può essere amplificato da una svolta risoluta verso una composizione dei bilanci pubblici a favore della crescita e da riforme

strutturali che incrementino il potenziale di crescita delle economie dell'area dell'euro, come evidenziato anche nelle raccomandazioni per le politiche di bilancio pubblicate dalla Commissione il 2 giugno (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro "Le implicazioni per le politiche di bilancio nell'area dell'euro dei programmi di stabilità per il 2021" in questo numero del Bollettino). Il Dispositivo per la ripresa e la resilienza dell'NGEU può fornire un sostegno importante da questo punto di vista, non da ultimo nella misura in cui sarà in grado di accelerare la transizione ecologica e quella digitale.

# Riquadri

## 1 Andamenti del conto corrente dell'area dell'euro durante la pandemia

a cura di Michael Fidora, Fausto Pastoris e Martin Schmitz

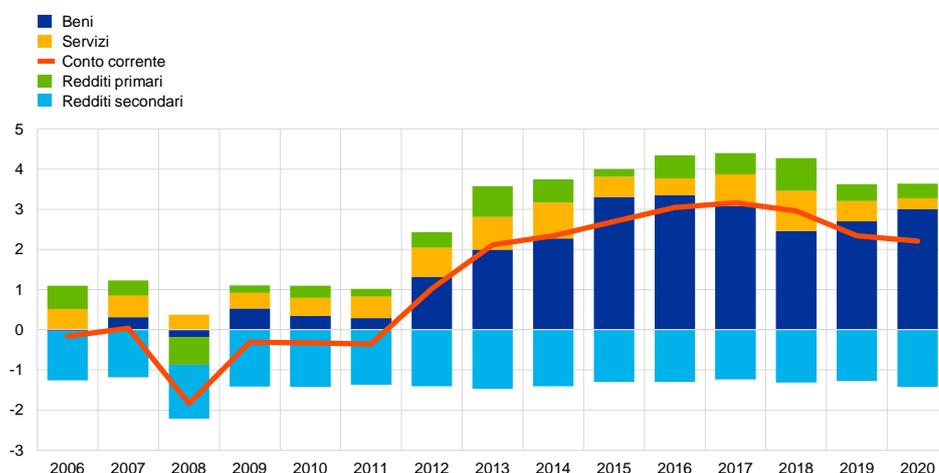
**In un contesto di elevata volatilità dell'attività economica e del commercio internazionale, dovuta alla pandemia di coronavirus (COVID-19), nel 2020 l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro si è ridotto solo lievemente rispetto al 2019, passando dal 2,3 al 2,2 per cento del PIL (cfr. il pannello a) del grafico A).** Tuttavia, la modesta diminuzione dell'avanzo di conto corrente in rapporto al PIL cela un notevole calo del suo valore, da 280 miliardi di euro nel 2019 a 250 miliardi nel 2020, causato dalla brusca diminuzione del PIL nominale registrata in tale periodo. Inoltre, si sono verificati pronunciati cambiamenti nella composizione dell'interscambio e nella scomposizione geografica di detto avanzo, nonché nelle sottostanti transazioni lorde con l'estero (crediti e debiti). Il presente riquadro esamina i principali andamenti del conto corrente dell'area dell'euro nel 2020, con un'attenzione particolare a come la pandemia ha influenzato le sue varie componenti.

## Grafico A

### Andamenti del conto corrente dell'area dell'euro

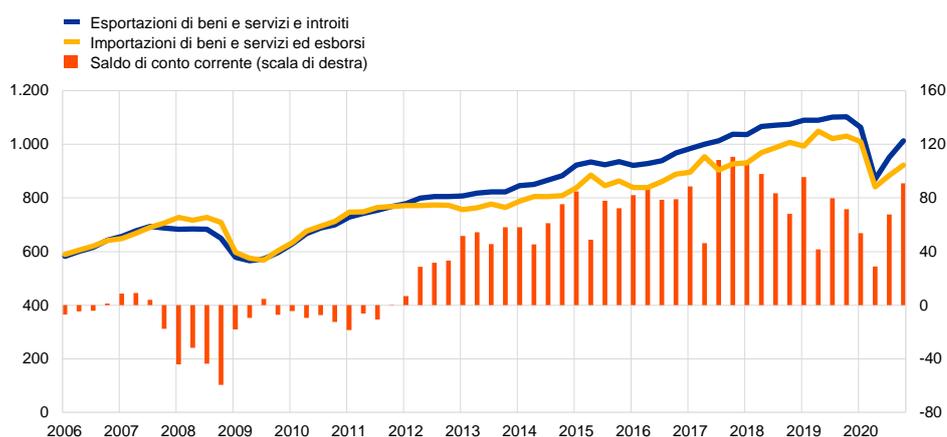
#### a) Saldo di conto corrente dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



#### b) Transazioni trimestrali del conto corrente dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative)



Fonti: BCE ed Eurostat.

**Le operazioni con l'estero nel conto corrente dell'area dell'euro hanno subito una brusca contrazione nella prima metà del 2020 in seguito all'insorgere della pandemia e all'introduzione di misure volte a contenerne la diffusione (cfr. il pannello b) del grafico A).** In termini nominali l'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro nel primo semestre del 2020 è stato inferiore di 55 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo del 2019<sup>1</sup>. Ciò è riconducibile a un brusco calo dei flussi creditizi lordi, ossia delle esportazioni di beni e servizi e degli introiti provenienti dall'estero, che ha più che compensato la contrazione dei flussi di debito lordi, vale a dire le importazioni di beni e servizi e i pagamenti di redditi a non residenti nell'area dell'euro. Con la ripresa della domanda estera nella seconda metà dell'anno e il recupero delle esportazioni dell'area, più forte rispetto a quello delle importazioni, nel secondo semestre del 2020 l'avanzo del conto corrente è stato superiore

<sup>1</sup> I dati sugli andamenti infra-annuali sono presentati come dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

di 7 miliardi di euro rispetto al periodo corrispondente del 2019<sup>2</sup>. Nel complesso, in termini nominali, nel 2020 l'avanzo delle partite correnti è risultato inferiore di oltre il 10 per cento rispetto al 2019.

**L'avanzo nello scambio di beni è salito al 3,0 per cento del PIL nel 2020, in quanto il calo delle esportazioni dell'area è stato compensato da una diminuzione ancora più marcata delle importazioni.** Nel 2020 l'avanzo del saldo dei beni è aumentato di 17 miliardi di euro (ossia 0,3 punti percentuali in termini di PIL). Tale andamento cela un calo significativo del valore delle esportazioni di beni, pari a 216 miliardi di euro (0,8 punti percentuali in termini di PIL), che è stato più che compensato da una diminuzione più marcata delle importazioni, pari a 234 miliardi di euro (1,1 punti percentuali in termini di PIL). Le statistiche sul commercio di beni mostrano una considerevole riduzione del disavanzo dell'area dell'euro nel comparto energetico, riconducibile sia all'andamento favorevole dei prezzi dell'energia sia alla riduzione dei volumi importati dovuta al calo dell'attività economica. D'altro canto, l'avanzo dei beni manufatti dell'area dell'euro è diminuito significativamente a causa delle interruzioni delle catene globali del valore, che si sono riflesse anche in una marcata riduzione del disavanzo dei beni intermedi dell'area<sup>3</sup>.

**Le ripercussioni economiche della pandemia sono evidenti soprattutto nei saldi commerciali relativi ai servizi, in cui le restrizioni agli spostamenti hanno determinato una netta riduzione dell'avanzo dell'area dell'euro sui servizi di viaggio (cfr. il grafico B).** Nel 2020 l'avanzo relativo all'interscambio di servizi è diminuito di 29 miliardi di euro (corrispondenti a 0,2 punti percentuali in termini di PIL). Tale diminuzione è riconducibile soprattutto ai più contenuti avanzi nei servizi di viaggio (in calo dallo 0,3 per cento del PIL nel 2019 allo 0,1 per cento nel 2020) e nei servizi di trasporto (in calo dallo 0,2 allo 0,1 per cento del PIL). Per quanto riguarda i servizi di viaggio, ciò ha rispecchiato un crollo delle esportazioni (di circa il 65 per cento in termini nominali rispetto al 2019) dovuto alle restrizioni agli spostamenti introdotte per contenere la pandemia<sup>4</sup>. D'altro canto, l'avanzo relativo ai servizi di telecomunicazione, informatici e d'informazione è aumentato (dallo 0,8 allo 0,9 per cento del PIL), sospinto dall'aumento delle esportazioni. Le ampie variazioni del disavanzo relativo alle spese per l'utilizzo della proprietà intellettuale (in aumento di 0,2 punti percentuali in termini di PIL) e di quello relativo ai servizi di ricerca e sviluppo (in diminuzione di 0,4 punti percentuali in termini di PIL) hanno riflesso una

---

<sup>2</sup> Mentre il saldo commerciale è migliorato nel secondo semestre dell'anno, il saldo dei redditi ha registrato un ulteriore peggioramento. La contrazione del saldo dei redditi dell'area dell'euro nel 2020 è riconducibile a un peggioramento del disavanzo dei redditi secondari e a un calo dell'avanzo dei redditi da capitale. Il saldo dei redditi da capitale riflette gli utili dell'area dell'euro sulle attività nette sull'estero. L'andamento delle attività nette sull'estero dell'area dell'euro (la posizione patrimoniale netta sull'estero) negli ultimi anni è stato determinato non solo dal saldo di conto corrente ma anche dal canale di valutazione (ossia le oscillazioni delle valutazioni di attività e passività sull'estero dovute a variazioni dei tassi di cambio e dei prezzi di altre attività). Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro *I fattori alla base del recente miglioramento nella posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro* nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Cfr. anche il riquadro *Il grande crollo degli scambi commerciali nel 2020 e il ruolo di amplificazione delle catene globali del valore* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

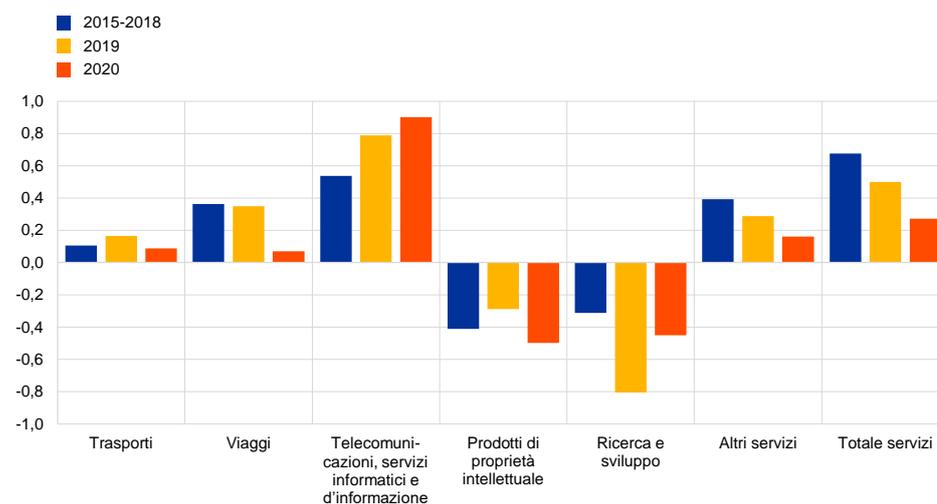
<sup>4</sup> Cfr. anche il riquadro *Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus (COVID-19)* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

pronunciata volatilità delle importazioni dell'area dell'euro relative a tali servizi negli ultimi anni, legata alle attività delle grandi imprese multinazionali<sup>5</sup>.

### Grafico B

Andamenti dei saldi relativi all'interscambio di servizi dell'area dell'euro per principale tipo di servizio

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Nota: "Altri servizi" comprende le categorie di interscambio di servizi non riportate in altre parti del presente grafico.

**I dati sulle controparti geografiche del conto corrente dell'area dell'euro mostrano che nel 2020 l'area ha registrato un calo dei suoi maggiori avanzi bilaterali (cfr. il pannello a) del grafico C).** Come negli anni recenti, nel 2020

i maggiori avanzi bilaterali dell'area dell'euro si sono registrati nei confronti del Regno Unito, degli Stati Uniti e della Svizzera (rispettivamente 1,3, 0,7 e 0,5 per cento del PIL). Anche il gruppo degli "Altri paesi", inclusi i principali produttori di petrolio, ha contribuito positivamente al surplus dell'area (con un avanzo di circa l'1,6 per cento del PIL); l'area dell'euro ha invece registrato un disavanzo di conto corrente nei confronti della Cina (0,6 per cento del PIL) e dei "Centri offshore" (0,7 per cento del PIL).

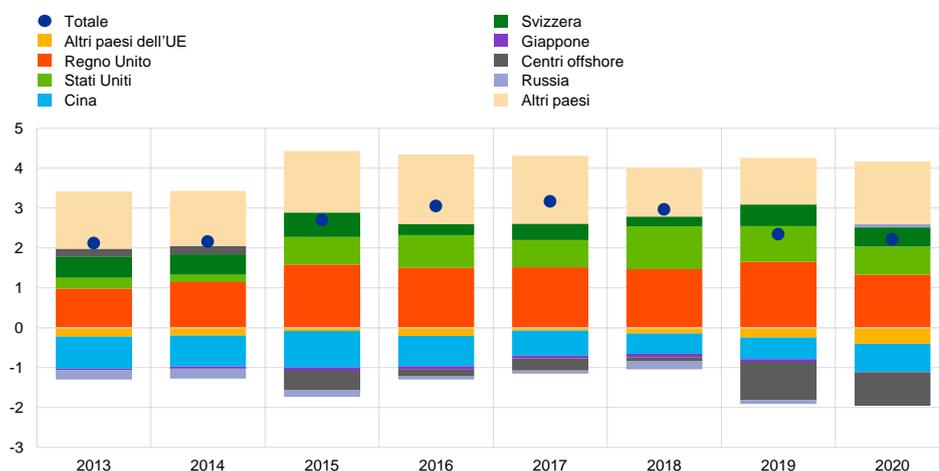
<sup>5</sup> Per ulteriori informazioni sull'impatto delle operazioni delle multinazionali sui conti con l'estero dell'area dell'euro, cfr. l'articolo *Le imprese multinazionali, i centri finanziari e le loro ripercussioni per gli squilibri esterni: una prospettiva dal punto di vista dell'area dell'euro* nel numero 2/2020 di questo Bollettino; cfr. anche l'intervento "Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic", tenuto da Lane, P.R., allo *European Statistical Forum* (virtuale) il 26 aprile 2021.

## Grafico C

### Scomposizione geografica del conto corrente dell'area dell'euro

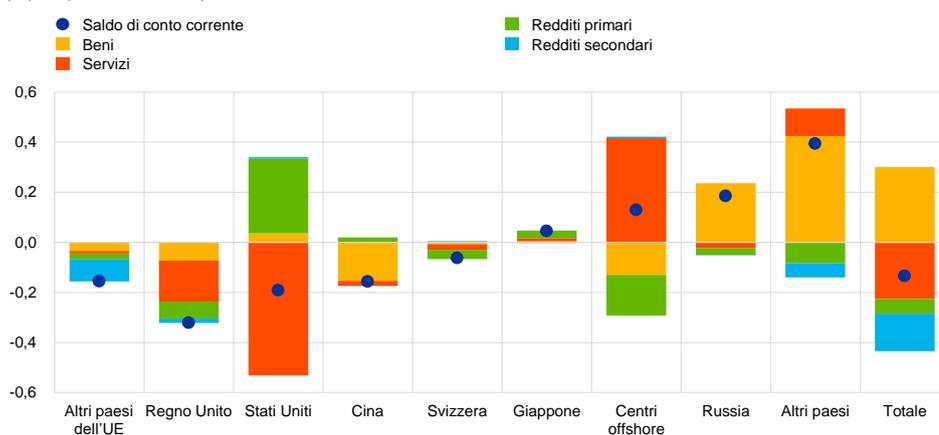
#### a) Conto corrente dell'area dell'euro per principale controparte geografica

(in percentuale del PIL)



#### b) Variazione dei saldi bilaterali di conto corrente dell'area dell'euro tra il 2020 e il 2019

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: la voce "Altri paesi dell'UE" comprende i paesi membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e le istituzioni e gli organi dell'UE che, a fini statistici, sono considerati esterni all'area, come ad esempio la Commissione europea e la Banca europea per gli investimenti. La voce "Centri offshore" comprende i paesi e le giurisdizioni al di fuori dell'UE che forniscono servizi finanziari ai non residenti in misura non proporzionata alle dimensioni della loro economia nazionale, inclusi ad esempio la Regione amministrativa speciale di Hong Kong e le Isole Cayman. La voce "Altri paesi" comprende tutti i paesi e gruppi di paesi non riportati nel grafico, nonché le transazioni non allocate.

**Le variazioni più pronunciate nella scomposizione geografica del saldo di conto corrente dell'area dell'euro nel 2020 sono state il calo degli avanzi nei confronti del Regno Unito e degli Stati Uniti e il crescente avanzo nei confronti del gruppo degli "Altri paesi" (cfr. il pannello b) del grafico C).** La riduzione degli avanzi nei confronti del Regno Unito e degli Stati Uniti è stata determinata principalmente dai servizi. Nel caso del Regno Unito ciò è stato riconducibile soprattutto a un significativo calo delle esportazioni di servizi di viaggio dell'area dell'euro nel contesto delle restrizioni agli spostamenti dovute alla pandemia, mentre per gli Stati Uniti tale riduzione ha riflesso anche un marcato aumento dei pagamenti per l'uso della proprietà intellettuale, connesso alle operazioni delle imprese

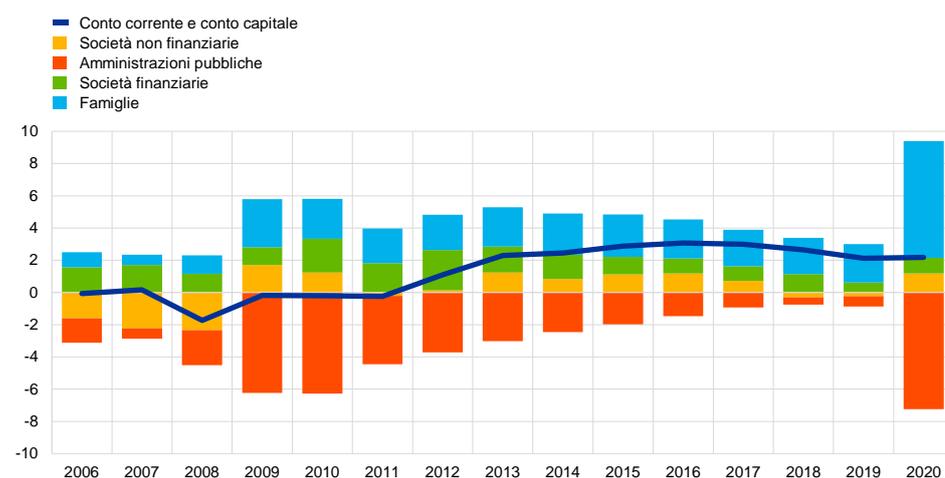
multinazionali<sup>6</sup>. L'avanzo nell'interscambio di beni nei confronti del gruppo degli "Altri paesi" è aumentato notevolmente a causa del citato calo delle importazioni di beni energetici, che è stato inoltre la determinante del passaggio da un disavanzo bilaterale a un avanzo di conto corrente nei confronti della Russia. Nel 2020 è ulteriormente salito il disavanzo nell'interscambio di beni nei confronti della Cina, riflettendo in parte l'aumento delle importazioni di forniture mediche collegato alla pandemia.

**Dal punto di vista del risparmio e degli investimenti, nel 2020 la stabilità dei prestiti netti dell'area dell'euro verso il resto del mondo ha celato incrementi senza precedenti dell'accREDITAMENTO netto del settore delle famiglie e dell'indebitamento netto del settore delle amministrazioni pubbliche (cfr. il grafico D).** La necessità di contenere le ripercussioni della pandemia sull'economia ha bruscamente interrotto la costante riduzione dell'indebitamento netto del settore delle amministrazioni pubbliche osservata negli ultimi anni, con un aumento dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro al 7,3 per cento del PIL nel 2020. Tuttavia, ciò è stato quasi interamente compensato da un forte incremento dell'accREDITAMENTO netto delle famiglie dell'area dell'euro (al 7,3 per cento del PIL), riconducibile sia al risparmio a fini precauzionali che al risparmio forzato<sup>7</sup>. Poiché anche l'accREDITAMENTO netto del settore delle società non finanziarie e di quello delle società finanziarie è aumentato nel 2020, sebbene in misura più contenuta, i prestiti netti dell'area dell'euro al resto del mondo sono rimasti complessivamente stabili a circa il 2,2 per cento del PIL.

### Grafico D

AccREDITAMENTO/indebitamento netto per settore dell'area dell'euro e saldo del conto corrente e del conto capitale

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: la scomposizione per settore dell'accREDITAMENTO/indebitamento netto dell'area dell'euro riflette i bilanci interni dell'area per settore tratti dai dati dei conti del settore non finanziario. Il conto corrente e il conto capitale dell'area dell'euro riflettono l'accREDITAMENTO/indebitamento netto dell'area nei confronti del resto del mondo così come riportato nei dati di bilancia dei pagamenti. Possono sussistere lievi discrepanze tra i due indicatori a causa di differenze tra le fonti di dati.

<sup>6</sup> Tali operazioni si riflettono anche in un'analoga riduzione del disavanzo nell'interscambio di servizi dell'area dell'euro rispetto ai centri offshore.

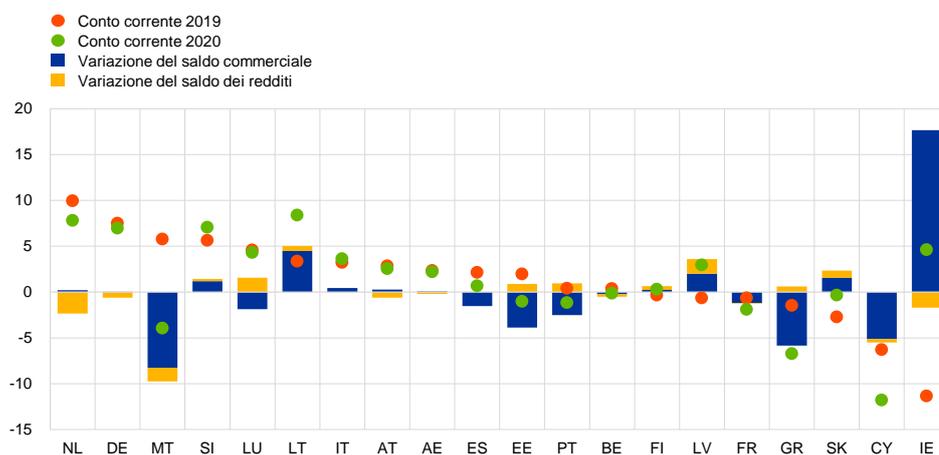
<sup>7</sup> Cfr. anche il riquadro *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

**Nel 2020 i saldi di conto corrente dei paesi dell'area dell'euro hanno evidenziato andamenti eterogenei; i paesi fortemente dipendenti dal turismo hanno registrato un forte peggioramento dei saldi commerciali (cfr. il grafico E).** Tali movimenti repentini, legati principalmente al pronunciato calo delle esportazioni di servizi di viaggio, hanno determinato un considerevole deterioramento del saldo di conto corrente della Spagna (dal 2,1 allo 0,7 per cento del PIL), del Portogallo (dallo 0,4 al -1,2 per cento del PIL) e della Grecia (dal -1,5 al -6,7 per cento del PIL). Anche Malta e Cipro hanno registrato un netto peggioramento dei saldi di conto corrente, dovuto principalmente al calo delle esportazioni nette dei servizi di viaggio e di altri servizi. Al contempo, l'Irlanda ha registrato un forte miglioramento del saldo di conto corrente, dovuto a variazioni dell'interscambio di servizi (e, in misura minore, di beni), riflettendo principalmente le attività delle grandi imprese multinazionali<sup>8</sup>.

### Grafico E

Variazioni dei conti correnti nei paesi dell'area dell'euro tra il 2020 e il 2019

(in percentuale del PIL; punti percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il saldo commerciale incorpora i saldi di beni e servizi. Il saldo dei redditi incorpora il saldo dei redditi primari e di quelli secondari. "AE" sta per "area dell'euro".

<sup>8</sup> L'eccezionale miglioramento del saldo dei servizi in Irlanda nel 2020 è stato determinato da un forte calo delle importazioni di servizi di ricerca e sviluppo, in un contesto caratterizzato da una pronunciata volatilità dei conti con l'estero del paese, dovuta al considerevole impatto delle operazioni delle multinazionali.

## L'impatto delle misure di sostegno di bilancio sul fabbisogno di liquidità delle imprese durante la pandemia

a cura di Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando ed Elena Sofia Gabbani

**I governi europei hanno reagito alla pandemia di coronavirus (COVID-19) introducendo ingenti pacchetti di bilancio volti a sostenere famiglie, lavoratori e imprese.** A circa un anno dall'introduzione delle misure di sostegno, l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE) ha raccolto informazioni sulla maniera in cui l'utilizzo di tali pacchetti ha contribuito, durante questo periodo, al fabbisogno di liquidità delle imprese nel breve e nel medio termine<sup>1</sup>. Le misure di bilancio pubblico sono ricomprese in tre categorie principali: a) sostegni ai salari<sup>2</sup>; b) sgravi e moratorie fiscali e c) altre forme di sostegno<sup>3</sup>. Il presente riquadro fornisce una sintesi dei risultati dell'indagine, raggruppandoli per i singoli paesi in quattro settori distinti (industria, costruzioni, commercio all'ingrosso e al dettaglio e altri servizi alle imprese)<sup>4</sup>.

**Due terzi delle imprese intervistate hanno fatto ricorso ad almeno una misura di sostegno pubblico introdotta in risposta alla pandemia.** Nell'area dell'euro circa il 55 per cento delle grandi imprese e il 48 per cento delle PMI intervistate hanno utilizzato i sostegni pubblici per ridurre la spesa per retribuzioni; circa il 28 per cento delle grandi imprese e il 25 per cento delle PMI hanno beneficiato di sgravi e moratorie fiscali e circa il 24 per cento delle grandi imprese e il 32 per cento delle PMI hanno fatto ricorso ad altri programmi di sostegno pubblico (cfr. il pannello a) del grafico A).

<sup>1</sup> L'indagine SAFE semestrale è stata condotta tra l'8 marzo e il 22 aprile 2021. Alle imprese dell'area dell'euro è stato chiesto di riferire in merito ai cambiamenti nella propria situazione finanziaria, nonché al fabbisogno e alla disponibilità di finanziamenti esterni nel periodo compreso tra ottobre 2020 e marzo 2021. Il campione totale era costituito da 11.007 imprese, delle quali 10.054 PMI (pari al 91 per cento). Tutti i dati del presente riquadro sono ponderati per categoria dimensionale, attività economica e paese al fine di riflettere la struttura economica del sottostante gruppo di imprese. Cfr. il [rapporto sull'indagine SAFE](#).

<sup>2</sup> Per sostegni ai salari si intendono i sussidi pubblici erogati nella forma di sovvenzioni per il pagamento dei salari dei dipendenti che hanno subito una temporanea riduzione, totale o parziale, dell'orario di lavoro; si tratta dei cosiddetti regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo.

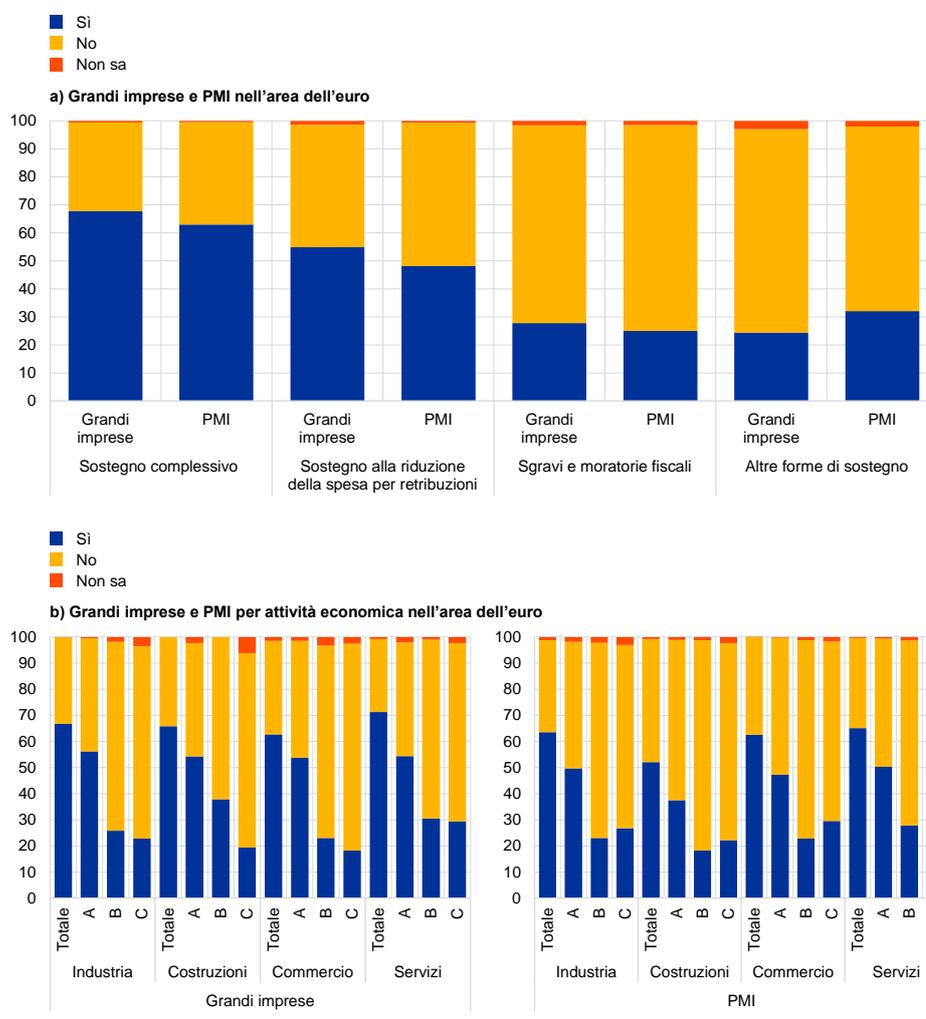
<sup>3</sup> Sebbene non specificato nel questionario, tale terza categoria potrebbe includere diversi programmi legati al sostegno pubblico, come le garanzie sui prestiti bancari non utilizzate per la spesa salariale, gli aiuti finanziari diretti, i fondi per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione. Per maggiori dettagli sulle domande ad hoc introdotte nell'indagine SAFE, cfr. anche il riquadro ["Government support policies during the COVID-19 period"](#) nel rapporto sull'indagine SAFE.

<sup>4</sup> Il presente riquadro integra le relative valutazioni dei programmi pubblici. [Albertazzi et al.](#) valutano il modo in cui gli annunciati sistemi di garanzie pubbliche sui prestiti possano incidere sull'entità delle perdite cui le banche potrebbero essere esposte. [Falagiarda et al.](#) esaminano le caratteristiche di tali sistemi e la loro adozione nei maggiori paesi dell'area dell'euro. [Anderson et al.](#) forniscono una sintesi delle misure di sostegno al credito nelle cinque maggiori economie europee. Uno [studio dell'OCSE](#) del 2021 presenta una sintesi delle misure di sostegno strutturale e alla liquidità a livello mondiale. Cfr. Albertazzi, U., Bijsterbosch, M., Grodzicki, M., Metzler, J. e Ponte Marques, A., "Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2020; Falagiarda, M., Prapiestis, A. e Rancoita, E., *Le garanzie pubbliche sui prestiti e il credito bancario nel periodo del COVID-19* nel numero 6/2020 di questo Bollettino; Anderson, J., Papadia, F. e Véron, N., "COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies", *Working Paper*, 03/2021, Bruegel, 2021; e *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"*, OCSE, aprile 2021.

## Grafico A

Percentuale di imprese dell'area dell'euro che hanno ricevuto sostegno di bilancio pubblico in risposta alla pandemia: scomposizione per dimensione e settore

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

Nota: le lettere "A", "B" e "C" indicano, rispettivamente, i sostegni pubblici ai salari, il sostegno pubblico fornito sotto forma di sgravi e moratorie fiscali e gli altri programmi di sostegno pubblico; per "Totale" si intende il complesso delle misure (ossia la fruizione di almeno una tipologia di sostegno).

### Tra i vari settori, il sostegno pubblico alle PMI è stato maggiore per le imprese dell'industria e dei servizi rispetto a quelle delle costruzioni. Nei settori

gravemente colpiti dalle misure di distanziamento sociale, come quello ricettivo, dei viaggi, dell'intrattenimento e dei servizi culturali, operano generalmente piccole e medie imprese (PMI) fino a 249 dipendenti, ossia le aziende più rappresentate nell'indagine SAFE. Per tali attività le PMI hanno ricevuto aiuti nella forma di altri programmi di sostegno pubblico in misura relativamente maggiore rispetto alle grandi imprese, riflettendo in parte il fatto che le politiche dei singoli paesi sono state prevalentemente orientate a supportare le imprese più piccole. Il sostegno pubblico alle PMI è stato relativamente maggiore nell'industria e nei servizi rispetto alle costruzioni, soprattutto sotto forma di sostegni ai salari. Le grandi imprese, invece, hanno beneficiato del sostegno pubblico per ridurre la spesa per retribuzioni in tutti

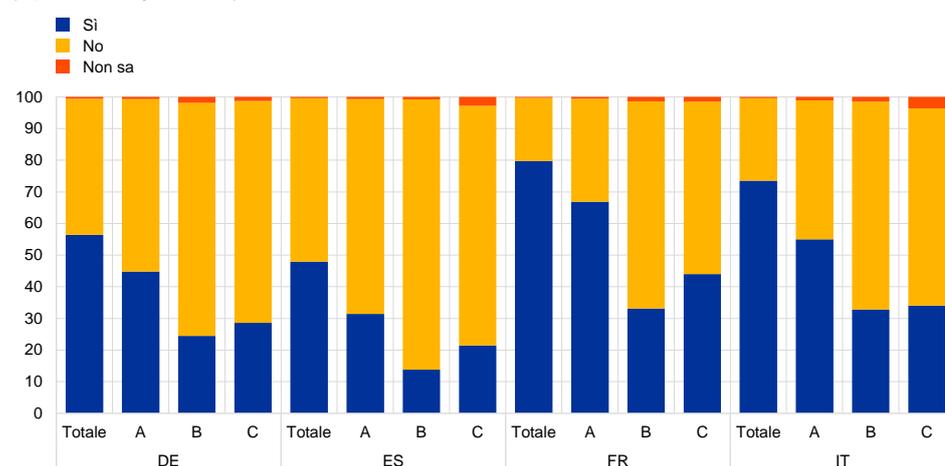
i settori (cfr. il pannello b) del grafico A). Circa la metà delle PMI intervistate che operano nei comparti dell'industria, del commercio all'ingrosso e al dettaglio (contrassegnati nei grafici dalla dicitura "Commercio") e degli altri servizi alle imprese (dicitura "Servizi") e il 37 per cento delle PMI attive nel settore delle costruzioni hanno ricevuto sostegni pubblici per finanziare la spesa per retribuzioni; tali quote scendono, rispettivamente, a circa il 25 e il 18 per cento nel caso di sostegni sotto forma di sgravi e moratorie fiscali. La divergenza tra settori è più ampia se si considerano gli aiuti erogati nella forma di altri programmi di sostegno pubblico (cfr. il pannello b) del grafico A).

**Il sostegno pubblico è variato da paese a paese.** La percentuale di PMI che hanno fatto ricorso al sostegno di bilancio in Spagna e in Germania è stata inferiore, in termini relativi, rispetto alla corrispondente quota di PMI di Francia e Italia, indipendentemente dalla tipologia di sostegno (cfr. il grafico B). In particolare, circa due terzi delle imprese francesi hanno utilizzato sostegni pubblici alla liquidità per ridurre la spesa per retribuzioni, mentre solo un terzo delle imprese spagnole ha dichiarato di aver fruito di tale misura. Quanto al sostegno fornito sotto forma di sgravi e moratorie fiscali, un terzo delle imprese italiane ha dichiarato di averne beneficiato, mentre in Spagna tale quota scende al 14 per cento. Il 44 per cento delle imprese francesi intervistate ha fatto ricorso anche ad altri programmi di sostegno pubblico, mentre il corrispondente dato relativo alle imprese spagnole è pari a circa il 21 per cento.

### Grafico B

Percentuale di PMI che hanno utilizzato il sostegno di bilancio pubblico in risposta alla pandemia: scomposizione per paese

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

Nota: le lettere "A", "B" e "C" indicano, rispettivamente, i sostegni pubblici ai salari, il sostegno pubblico fornito sotto forma di sgravi e moratorie fiscali e gli altri programmi di sostegno pubblico; per "Totale" si intende il complesso delle misure (ossia la fruizione di almeno una tipologia di sostegno).

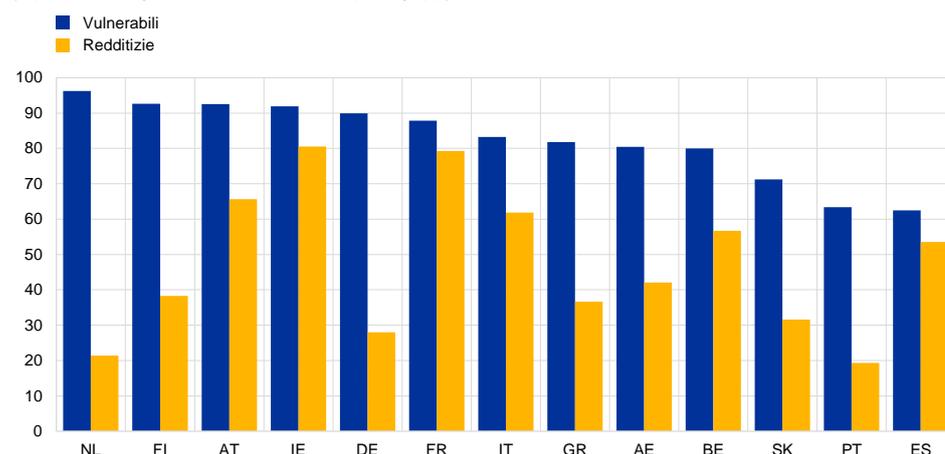
**Un'analisi basata sulle risposte a livello di impresa suggerisce che quelle più colpite dalla pandemia hanno fatto maggiore ricorso al sostegno di bilancio.** In relazione alla situazione finanziaria delle singole imprese, si distinguono le imprese "vulnerabili", ossia quelle che nell'ultima edizione dell'indagine (ottobre 2020 - marzo

2021) hanno segnalato un calo del fatturato e degli utili e un aumento della spesa per interessi e della leva finanziaria rispetto ai sei mesi precedenti, e le imprese “redditizie”, che nello stesso periodo hanno segnalato un aumento del fatturato e degli utili e una diminuzione della spesa per interessi e della leva finanziaria<sup>5</sup>. Il grafico C mostra la quota, nei rispettivi gruppi, delle imprese che hanno utilizzato almeno un tipo di sostegno di bilancio in tutti i paesi dell’area dell’euro. Entrambe le quote sono molto elevate in Irlanda e in Francia e più ridotte in Portogallo. A livello dell’area dell’euro, in media, l’80 per cento delle imprese più vulnerabili e circa il 40 per cento di quelle più redditizie, all’interno del rispettivo gruppo per ciascun caso, hanno fatto ricorso al sostegno di bilancio durante la pandemia. Rispetto alle evidenze storiche, una quota relativamente ampia di imprese vulnerabili era stata classificata come non vulnerabile prima della pandemia. Ciò suggerisce che vi è stato maggiore sostegno di bilancio per le imprese più colpite che hanno dovuto far fronte a immediate esigenze di liquidità.

### Grafico C

#### Percentuale di imprese vulnerabili e redditizie che hanno utilizzato il sostegno di bilancio pubblico

(in percentuale degli intervistati all’interno dei rispettivi gruppi)



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull’accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

Nota: sono definite vulnerabili le imprese che, rispetto alla precedente edizione dell’indagine SAFE (aprile - settembre 2020), nell’attuale edizione (ottobre 2020 - marzo 2021) hanno riferito una contemporanea riduzione del fatturato e degli utili, un aumento della spesa per interessi e un incremento o nessuna variazione del rapporto tra debito e attività totali; sono definite redditizie le imprese che nell’attuale edizione dell’indagine SAFE, rispetto alla precedente, hanno riferito un contemporaneo aumento del fatturato e degli utili, una riduzione o l’assenza della spesa per interessi e una diminuzione o un valore nullo del rapporto tra debito e attività totali.

#### La maggior parte delle imprese ha utilizzato il sostegno pubblico di cui ha beneficiato per adempiere ai propri obblighi immediati e a breve termine.

Alle imprese che hanno fatto ricorso al sostegno pubblico è stato chiesto di valutare l’importanza che le diverse misure hanno avuto nel ridurre il fabbisogno di liquidità (dove per liquidità si intende la quantità di denaro contante necessaria a far fronte agli obblighi immediati e a breve termine dell’impresa). Nel complesso, tali programmi di sostegno hanno svolto un ruolo importante nell’attenuazione del rischio di liquidità, pur con alcune differenze tra settori e tipologie di sostegno pubblico. Tra le imprese che hanno percepito sostegni pubblici per la riduzione della spesa per retribuzioni, in

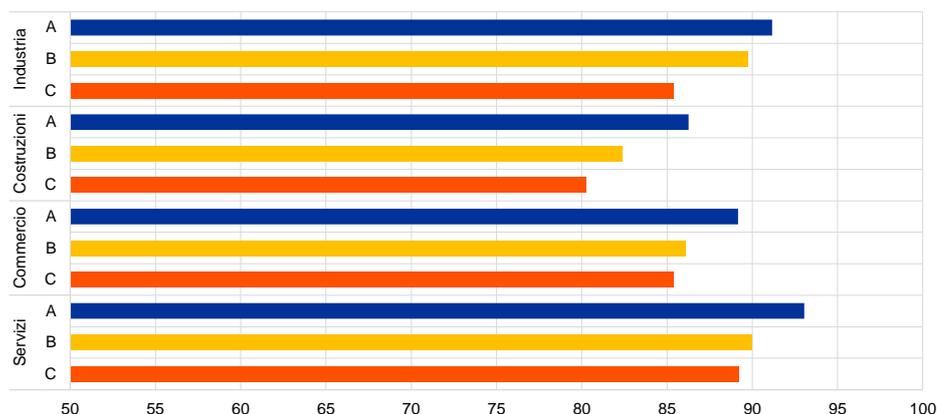
<sup>5</sup> Per l’andamento nel tempo delle imprese vulnerabili e redditizie prima della pandemia, cfr. l’indagine sull’accesso delle imprese al finanziamento nell’area dell’euro (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE), ottobre 2017 - marzo 2018, BCE.

media circa il 90 per cento delle PMI dell'area dell'euro ha ritenuto tali misure importanti nell'aiuto fornito all'adempimento degli obblighi a breve termine; le percentuali più elevate sono state segnalate dalle imprese del settore dei servizi (cfr. il grafico D). Analogamente, gli sgravi e le moratorie fiscali sono stati considerati rilevanti, in media, dall'87 per cento delle PMI e le percentuali più elevate si sono registrate nei comparti dell'industria e dei servizi. Gli altri programmi di sostegno, infine, sono stati considerati importanti da oltre due terzi delle PMI, in particolare nel settore dei servizi. Tra i vari paesi, tra le imprese appartenenti alla percentuale relativamente bassa di PMI tedesche che hanno beneficiato del sostegno di bilancio (cfr. il grafico B), la maggior parte ha dichiarato di aver fatto ampio ricorso a tutti i tipi di programmi di sostegno pubblico per accrescere la propria liquidità. Le PMI italiane hanno ritenuto più importanti i sostegni alla spesa per retribuzioni, gli sgravi e le moratorie fiscali, mentre le PMI francesi hanno indicato percentuali più elevate per le altre tipologie di sostegno e per i programmi di sostegno ai salari.

### Grafico D

Importanza delle misure di sostegno pubblico per tipologia secondo le PMI dell'area dell'euro che hanno fatto ricorso al sostegno per adempiere agli obblighi a breve termine

(in percentuale degli intervistati che hanno risposto "molto importante" o "moderatamente importante")



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

Nota: le lettere "A", "B" e "C" indicano, rispettivamente, i sostegni pubblici ai salari, il sostegno pubblico fornito sotto forma di sgravi e moratorie fiscali e gli altri programmi di sostegno pubblico.

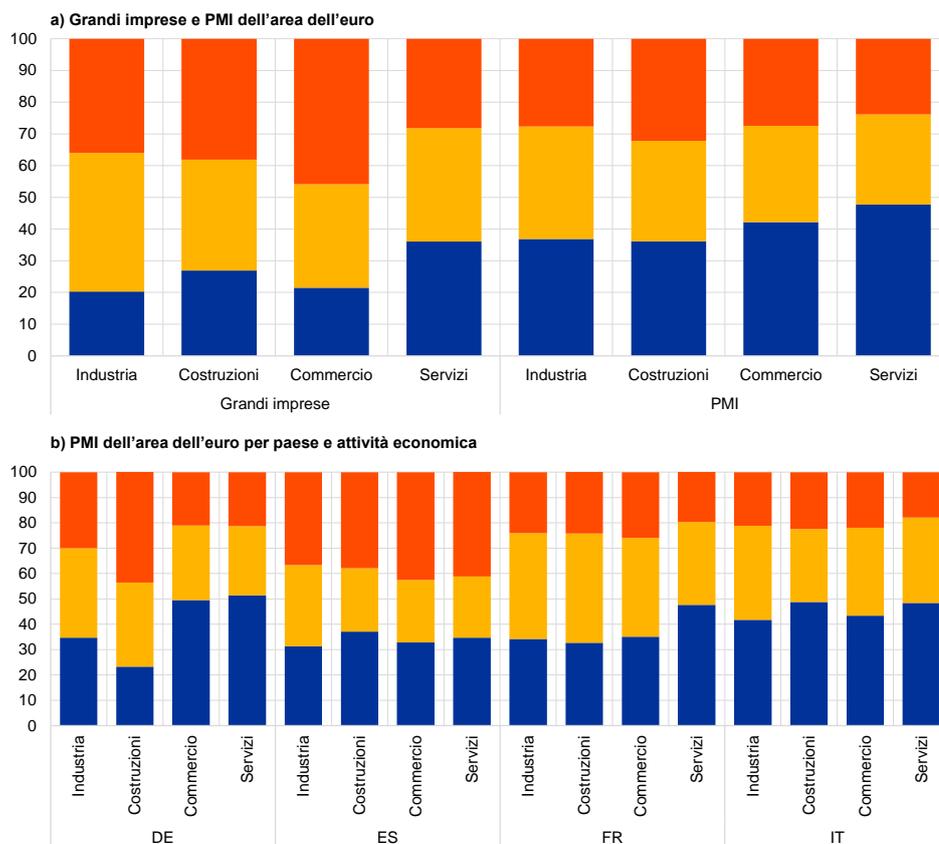
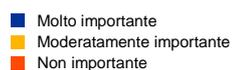
**Oltre due terzi delle imprese che hanno fatto ricorso a misure di sostegno pubblico hanno indicato che le misure attualmente in vigore o previste in risposta alla pandemia agevolerebbero l'adempimento dei loro obblighi debitori nei prossimi due anni.** Alle imprese è stato chiesto di valutare se le misure di sostegno connesse alla pandemia, attualmente in vigore o per cui è prevista una prossima introduzione da parte dei governi, siano sufficienti a ridurre il rischio di fallimento delle stesse imprese nei prossimi due anni (ossia la probabilità che l'impresa non sia in grado di adempiere ai propri obblighi debitori a medio e lungo termine). Il 74 per cento delle PMI e il 65 per cento delle grandi imprese che hanno ricevuto sostegni pubblici hanno risposto che le misure ridurranno il loro fabbisogno di liquidità nel medio termine (cfr. il pannello a) del grafico E). In particolare, le imprese

che erogano altri servizi alle aziende hanno dichiarato che tali programmi contribuiranno a ridurre il loro rischio di fallimento nei prossimi due anni. Le imprese di tutti i paesi hanno ritenuto che le misure pubbliche di sostegno alla liquidità siano essenziali per mitigare il rischio di fallimento.

## Grafico E

Importanza delle misure di sostegno pubblico secondo le imprese dell'area dell'euro che hanno utilizzato il sostegno per adempiere agli obblighi a più lungo termine

(in percentuale degli intervistati)



Fonte: indagine condotta dalla BCE e dalla Commissione europea sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

**Nel complesso le misure di sostegno di bilancio adottate dai governi sono state efficaci nel ridurre il fabbisogno di liquidità delle imprese dopo l'insorgere della pandemia.** Circa due terzi delle grandi imprese e delle PMI intervistate hanno fatto ricorso alle misure di sostegno pubblico. La maggior parte delle imprese ha utilizzato tali programmi per adempiere ai propri obblighi immediati e a breve termine, in particolare per ridurre la spesa per retribuzioni e gli oneri tributari. Le imprese hanno inoltre segnalato che le misure legate alla pandemia, attualmente in vigore o programmate dai governi, agevoleranno l'adempimento dei loro obblighi debitori nei prossimi due anni.

### 3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 27 gennaio al 27 aprile 2021

a cura di Guido Della Valle e Nikolaus Solonar

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità nell'area dell'euro durante il primo e secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2021. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato il periodo dal 27 gennaio al 27 aprile (il "periodo di riferimento").

Il livello di liquidità di banca centrale nel sistema bancario ha continuato a crescere nel periodo di riferimento. Ciò è riconducibile, in larga misura, agli acquisti netti di attività condotti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), nonché al regolamento della settima operazione nella terza serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (ORMLT-III). L'11 marzo il Consiglio direttivo ha annunciato di attendersi che nel secondo trimestre gli acquisti nell'ambito del PEPP siano condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi di quest'anno. Nel periodo di riferimento i fattori autonomi netti di liquidità si sono mantenuti su livelli sostanzialmente simili a quelli osservati durante il periodo di riferimento precedente, cioè dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021.

#### Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, si è collocato in media a 2.030,6 miliardi di euro, con un aumento marginale di 4,4 miliardi.** Tale modesto incremento rispetto al periodo di riferimento precedente è ascrivibile agli effetti combinati di un lieve aumento, pari a 2,2 miliardi di euro, dei fattori autonomi netti, che si sono attestati a 1.883,7 miliardi, e a una crescita di 2,2 miliardi delle riserve obbligatorie minime, che si sono collocate a 146,9 miliardi (cfr. la sezione della Tavola A dal titolo "Altre informazioni basate sulla liquidità").

**L'aumento dei fattori autonomi netti è stato principalmente dovuto ai maggiori depositi delle amministrazioni pubbliche, che nel periodo di riferimento sono saliti di 29,6 miliardi di euro (pari al 5 per cento), fino a raggiungere 618,3 miliardi.** Tale incremento inverte parzialmente la diminuzione osservata nell'ultimo trimestre del 2020, rispetto al massimo storico registrato nel 2020, quando le amministrazioni pubbliche hanno accresciuto la propria emissione di titoli per finanziarie la risposta politica alla crisi causata dal coronavirus (COVID-19) e aumentato i saldi detenuti a fini precauzionali per fare fronte all'incertezza. Nel complesso, nonostante l'aumento, i depositi delle amministrazioni pubbliche continuano a essere inferiori al massimo storico, pari a 729,8 miliardi di euro, registrato nel sesto periodo di mantenimento del 2020, benché ancora significativamente superiori alla media storica di 246,8 miliardi relativa allo stesso

periodo degli anni precedenti (dal 27 gennaio al 27 aprile del 2020, 2019 e 2018). Tale aumento dei depositi delle amministrazioni pubbliche è stato in parte compensato dalla diminuzione, pari a 24,5 miliardi di euro, di altri fattori autonomi, fino a 891,1 miliardi di euro. Le banconote in circolazione hanno registrato un'espansione di 23,4 miliardi di euro, attestandosi a 1.440,0 miliardi. In totale, i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 28,4 miliardi di euro, collocandosi a 2.949,4 miliardi. Tale aumento è stato parzialmente compensato da un incremento, pari a 26,2 miliardi di euro, dei fattori autonomi di immissione di liquidità, che si sono attestati a 1.066,0 miliardi, a causa degli effetti combinati di un aumento di 56,5 miliardi delle attività nette denominate in euro e di una diminuzione delle attività nette sull'estero pari a 30,3 miliardi. La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi appena illustrati e delle relative variazioni.

**Tavola A**  
Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

**Passività**

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 27 gennaio al 16 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 17 marzo al 27 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>2.949,4</b>	<b>(+28,4)</b>	<b>2.930,2</b>	<b>(+54,4)</b>	<b>2.971,8</b>	<b>(+41,5)</b>	<b>2.921,0</b>	<b>(-77,4)</b>
Banconote in circolazione	1.440,0	(+23,4)	1.433,4	(+4,0)	1.447,7	(+14,3)	1.416,7	(+31,8)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)	588,7	(-141,1)
Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)	915,7	(+32,0)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>3.132,3</b>	<b>(+282,0)</b>	<b>3.011,2</b>	<b>(+127,4)</b>	<b>3.273,6</b>	<b>(+262,4)</b>	<b>2.850,3</b>	<b>(+287,6)</b>
di cui eccedenze che beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli <sup>2)</sup>	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)	859,2	(+12,0)
di cui eccedenze che non beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli <sup>2)</sup>	2.268,4	(+277,2)	2.139,9	(+118,9)	2.396,9	(+257,1)	1.991,2	(+269,9)
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>3)</sup></b>	<b>146,9</b>	<b>(+2,2)</b>	<b>146,5</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>147,5</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>144,8</b>	<b>(+1,8)</b>
<b>Soglia di esenzione<sup>3)</sup></b>	<b>881,6</b>	<b>(+13,0)</b>	<b>878,8</b>	<b>(+5,8)</b>	<b>884,8</b>	<b>(+5,9)</b>	<b>868,5</b>	<b>(+10,9)</b>
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	<b>634,2</b>	<b>(+73,0)</b>	<b>598,0</b>	<b>(+11,1)</b>	<b>676,4</b>	<b>(+78,4)</b>	<b>561,2</b>	<b>(+125,8)</b>
<b>Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento di liquidità</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fonte: BCE.

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

1) Calcolati come somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.

2) Spiegazioni sulle eccedenze che beneficiano o non beneficiano dell'esenzione sono disponibili sul sito Internet della BCE.

3) Dati per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e quindi non dovrebbero essere inclusi nel calcolo delle passività totali.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 27 gennaio al 16 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 17 marzo al 27 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>1.066,0</b>	<b>(+26,2)</b>	<b>1.068,3</b>	<b>(+81,6)</b>	<b>1.063,3</b>	<b>(-4,9)</b>	<b>1.039,8</b>	<b>(-57,2)</b>
Attività nette sull'estero	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Attività nette denominate in euro	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>5.797,2</b>	<b>(+359,5)</b>	<b>5.617,9</b>	<b>(+112,1)</b>	<b>6.006,3</b>	<b>(+388,4)</b>	<b>5.437,7</b>	<b>(+395,1)</b>
Operazioni di mercato aperto	5.797,2	(+359,5)	5.617,9	(+112,1)	6.006,3	(+388,4)	5.437,7	(+395,1)
<b>Operazioni d'asta</b>	<b>1.913,8</b>	<b>(+139,9)</b>	<b>1.792,8</b>	<b>(-0,1)</b>	<b>2.054,9</b>	<b>(+262,1)</b>	<b>1.773,9</b>	<b>(+125,9)</b>
ORP	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
ORLT a tre mesi	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
OMRLT-II	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
OMRLT-III	1.876,5	(+152,3)	1.749,4	(-0,0)	2.024,8	(+275,4)	1.724,2	(+141,5)
ORLTEP	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
<b>Portafogli definitivi</b>	<b>3.883,4</b>	<b>(+219,6)</b>	<b>3.825,1</b>	<b>(+112,2)</b>	<b>3.951,4</b>	<b>(+126,3)</b>	<b>3.663,8</b>	<b>(+269,2)</b>
Primo programma di acquisto di obbligazioni garantite	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Secondo programma di acquisto di obbligazioni garantite	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.374,3	(+37,2)	2.366,1	(+20,9)	2.383,9	(+17,8)	2.337,1	(+53,9)
Programma di acquisto di attività del settore societario	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 27 gennaio al 16 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 17 marzo al 27 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup>	2.030,6	(+4,4)	2.008,7	(-26,4)	2.056,3	(+47,7)	2.026,3	(-18,2)
Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>	1.883,7	(+2,2)	1.862,2	(-27,3)	1.908,9	(+46,7)	1.881,5	(-20,1)
Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>	3.766,5	(+355,1)	3.609,3	(+138,5)	3.950,0	(+340,7)	3.411,4	(+413,4)

Fonte: BCE.

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

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

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività.

In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

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

## Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 27 gennaio al 16 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 17 marzo al 27 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
Eonia <sup>1)</sup>	-0,480	(-0,005)	-0,478	(-0,001)	-0,481	(-0,003)	-0,475	(-0,006)
€STR	-0,565	(-0,005)	-0,563	(-0,001)	-0,567	(-0,003)	-0,560	(-0,006)

Fonte: BCE.

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

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

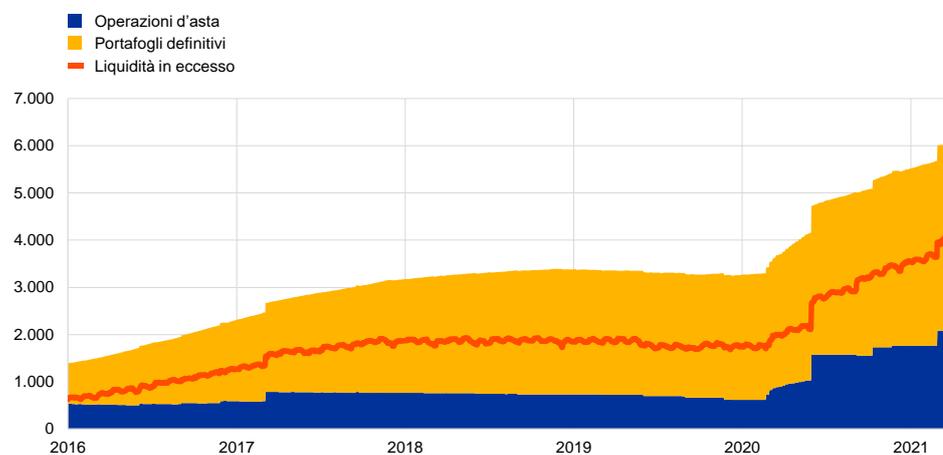
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 359,5 miliardi di euro e ha raggiunto, in media, i 5.797,2 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A).** Il 61 per cento circa di tale aumento è riconducibile agli acquisti netti attualmente in corso nell'ambito dei programmi di acquisto di attività, soprattutto del PEPP, mentre il restante 39 per cento deriva da operazioni di credito, in primo luogo dall'aggiudicazione della settimana OMRLT-III a marzo 2021.

## Grafico A

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

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 27 aprile 2021.

**Nel periodo di riferimento l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è aumentato di 139,9 miliardi di euro.** Ciò è in gran parte riconducibile al regolamento della settimana OMRLT-III il 24 marzo, che ha determinato l'immissione di 330,5 miliardi di euro. Tale iniezione è stata in parte compensata dalla scadenza finale della serie di OMRLT-II, per cui sono stati rimborsati 9,7 miliardi. Grazie alla prima delle quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP), annunciata a dicembre 2020 e regolata il 25 marzo 2021, sono stati aggiunti altri 0,8 miliardi di liquidità. Le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi continuano a svolgere un ruolo marginale, con il ricorso a entrambe le operazioni regolari di rifinanziamento che, rispetto al periodo di riferimento precedente, in media è sceso di 0,4 miliardi di euro, attestandosi al nuovo minimo storico pari a 0,9 miliardi di euro.

**Allo stesso tempo, i portafogli definitivi sono aumentati di 219,6 miliardi di euro, collocandosi a 3.883,4 miliardi, grazie agli acquisti netti nell'ambito del PAA e del PEPP.** L'ammontare medio delle attività detenute nell'ambito del PEPP ha registrato un aumento di 170,9 miliardi di euro rispetto alla media del periodo di riferimento precedente, raggiungendo 898,8 miliardi. Fra tutti i programmi di acquisto di attività, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo di gran lunga maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), che hanno determinato aumenti delle consistenze medie detenute pari, rispettivamente, a 37,2 miliardi di euro (fino a 2.374,3 miliardi) e a 13,5 miliardi di euro (fino a 263,4 miliardi).

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è aumentata di 355,1 miliardi di euro, raggiungendo un nuovo massimo storico, pari a 3.766,5 miliardi (cfr. il grafico A).** La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità erogata e il fabbisogno di liquidità. I depositi in conto corrente delle banche eccedenti le riserve obbligatorie minime sono aumentati di 282,0 miliardi di euro, raggiungendo i 3.132,3 miliardi, mentre l'ammontare medio del ricorso ai depositi presso la banca centrale è aumentato di 73 miliardi di euro, fino a 634,2 miliardi.

**L'ammontare delle eccedenze che beneficiano dell'esenzione dal tasso negativo sui depositi concessa nel sistema a due livelli<sup>1</sup> è aumentato di 14,9 miliardi, raggiungendo 874,1 miliardi, mentre le eccedenze che non beneficiano di tale esenzione hanno registrato un incremento di 277,2 miliardi, fino a 2.268,4 miliardi.** Le maggiori eccedenze che beneficiano dell'esenzione sono per lo più ascrivibili a un aumento della soglia di esenzione pari a 13 miliardi, fino a 881,6 miliardi, che è essa stessa funzione delle riserve obbligatorie minime e del loro aumento nel periodo di riferimento. Le maggiori eccedenze che non beneficiano dell'esenzione derivano dal generale aumento della liquidità in eccesso, guidato dagli acquisti netti di attività e del più elevato ricorso alle operazioni di credito. Il valore aggregato del tasso d'impiego della soglia di esenzione, cioè il rapporto tra le riserve che beneficiano dell'esenzione e l'esenzione massima, è aumentato lievemente, dal 98,9 al 99,1 per cento. Un tasso d'impiego costantemente elevato mostra che la liquidità in eccesso continua a essere generalizzata, con la grande maggioranza delle banche che detiene riserve ben al di sopra del minimo obbligatorio. Tale tasso è rimasto al di sopra del 98 per cento dal terzo periodo di mantenimento del 2020. In questo periodo di riferimento le riserve in eccesso che beneficiano dell'esenzione sono state pari al 23,3 per cento della liquidità in eccesso complessiva, rispetto al 25,2 per cento del periodo di riferimento precedente.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nell'attuale periodo di riferimento il valore medio dell'€STR è lievemente diminuito rispetto al periodo di riferimento precedente.** Esso si è collocato in media a -56,5 punti base, sostanzialmente invariato rispetto alla media di -56,0 punti base del periodo di riferimento precedente, perché la quantità di liquidità in eccesso rende l'€STR relativamente anelastico a variazioni di liquidità, per quanto notevoli. È importante notare che a partire da ottobre 2019 l'Eonia viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Si è pertanto mosso, e continuerà a muoversi, in parallelo con l'€STR. I tassi di riferimento della BCE (quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principale e alle

<sup>1</sup> Spiegazioni sul sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve eccedenti sono disponibili sul [sito Internet](#) della BCE.

operazioni di rifinanziamento marginale) sono stati mantenuti invariati durante il periodo di riferimento.

## L'impatto della crisi legata al COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro per gli uomini e per le donne

a cura di Vasco Botelho e Pedro Neves

**Secondo i dati disponibili fino al quarto trimestre del 2020 nell'area dell'euro la crisi legata al coronavirus (COVID-19) ha determinato una contrazione delle forze di lavoro, un calo dell'occupazione e un aumento della disoccupazione, con andamenti differenti nel corso del tempo fra uomini e donne<sup>1</sup>.** Fra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020 l'occupazione nell'area dell'euro è diminuita di circa 3,1 milioni di lavoratori (cfr. il grafico A). Di questi, si stima che circa 1,9 milioni siano uomini e circa 1,2 milioni donne. Ciò corrisponde a un calo totale dell'occupazione pari al 2,2 per cento per gli uomini e all'1,5 per cento per le donne nell'arco di tempo considerato<sup>2</sup>. Nello stesso periodo la disoccupazione è aumentata di 0,9 milioni di unità, con 495.000 uomini e 388.000 donne che hanno perso il lavoro. Complessivamente, tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020 si è registrato un aumento pari all'8,0 per cento della disoccupazione maschile e al 6,6 per cento di quella femminile. L'incremento percentuale della disoccupazione in tale periodo ha raggiunto un picco nel terzo trimestre del 2020, toccando il 10,5 per cento per gli uomini e il 12,8 per cento per le donne. Successivamente, nel quarto trimestre del 2020, il numero di donne disoccupate è diminuito in misura maggiore rispetto agli uomini. Per nessuno dei due generi il forte calo dell'occupazione è stato accompagnato da un corrispondente incremento della disoccupazione: tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre 2020 sono divenuti inattivi 2,2 milioni di lavoratori, 1,4 milioni dei quali erano uomini e 0,8 milioni donne. Mentre la partecipazione femminile alle forze di lavoro è stata più colpita durante la prima ondata della pandemia, ossia fino al secondo trimestre del 2020, essa ha segnato una ripresa più rapida nella seconda metà dell'anno.

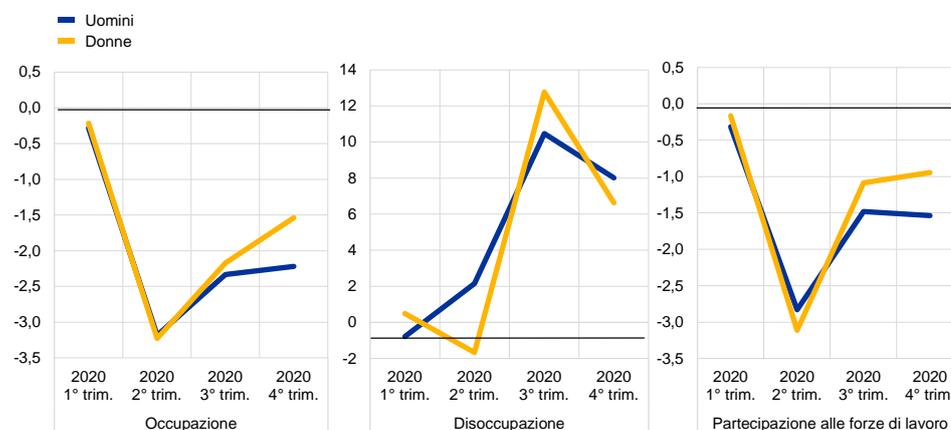
<sup>1</sup> Gli aggregati relativi all'occupazione e al totale delle ore lavorate sono basati sui dati di contabilità nazionale dell'Eurostat, mentre le informazioni concernenti disoccupazione e composizione di genere dell'occupazione e delle ore lavorate sono ricavati dall'indagine trimestrale dell'Eurostat sulle forze di lavoro dell'UE. Gli effetti specifici di genere sull'occupazione e sulle ore lavorate sono esaminati a livello settoriale e aggregato mettendo in relazione l'indagine sulle forze di lavoro e i dati di contabilità nazionale. Ciò presuppone implicitamente che la distribuzione di genere nell'area dell'euro calcolata utilizzando i dati dell'indagine sulle forze di lavoro sia sostanzialmente valida anche per i dati di contabilità nazionale. Ai fini del presente riquadro, i concetti di "ore abitualmente lavorate" e "ore contrattualmente lavorate" sono utilizzati in modo intercambiabile.

<sup>2</sup> Dal quarto trimestre del 2019 fino al terzo trimestre del 2020 il calo dell'occupazione per uomini e donne è stato sostanzialmente pari al 2,3 per cento circa per i primi e al 2,2 per cento per le seconde in termini cumulati.

## Grafico A

Variazioni dell'occupazione, della disoccupazione e della partecipazione alle forze di lavoro maschili e femminili nell'area dell'euro durante la crisi legata al COVID-19

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, indagine sulle forze di lavoro dell'UE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la variazione percentuale nel numero di lavoratori occupati e disoccupati per genere tra il quarto trimestre del 2019 e ciascun trimestre del 2020. La variazione della partecipazione alle forze di lavoro è calcolata coerentemente. Le forze di lavoro sono calcolate come somma dei lavoratori occupati e disoccupati.

**Il tasso di disoccupazione femminile è più elevato di quello maschile, ma vi sono incertezze riguardo all'entità del divario tra il tasso di disoccupazione femminile e quello maschile (cfr. il grafico B).** Il tasso di disoccupazione femminile è più elevato di quello maschile; nel quarto trimestre del 2020 si collocava infatti all'8,3 per cento, a fronte del 7,7 per cento registrato per gli uomini. Questo andamento non rappresenta una novità: nel quarto trimestre del 2019, prima dell'insorgere della crisi legata al COVID-19, il tasso di disoccupazione era pari al 7,7 per cento presso le donne e al 7,1 per cento presso gli uomini. Il divario del tasso di disoccupazione tra uomini e donne si è pertanto attestato a 0,6 punti percentuali nel quarto trimestre del 2019 ed a 0,5 punti percentuali nel quarto trimestre del 2020<sup>3</sup>. È diminuito nel secondo trimestre del 2020 prima di tornare a crescere nel terzo trimestre. Da questo punto in poi, tuttavia, vi è incertezza sul suo andamento. L'incertezza deriva dall'uso dei diversi indicatori statistici impiegati nell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (in particolare, l'uso di serie temporali mensili rispetto a quelle trimestrali) e dalla riclassificazione statistica dei lavoratori interessati da misure di integrazione salariale in atto<sup>4</sup>. Secondo l'Eurostat, le serie temporali trimestrali sono più solide di quelle mensili, sebbene queste ultime siano più puntuali. In base alle serie temporali mensili, il divario tra disoccupazione femminile e maschile è rimasto sostanzialmente invariato nel quarto trimestre del 2020, con il dato relativo alle donne che ha fatto registrare un valore superiore di 1 punto percentuale a quello rilevato per gli uomini. Per contro, le serie

<sup>3</sup> Più precisamente, nel quarto trimestre del 2020 il divario tra uomini e donne, dal punto di vista della disoccupazione, è stato pari a 0,53 punti percentuali, dal momento che il calcolo con arrotondamento a due decimali ha restituito un valore pari all'8,25 per cento per le donne a fronte del 7,72 per cento relativo agli uomini.

<sup>4</sup> La crisi del COVID-19 ha indotto ampie variazioni della partecipazione alle forze di lavoro, le quali non sono pienamente rappresentate dagli indicatori del mercato del lavoro mensili che incorporano la differenza di genere. Tali indicatori vengono quindi rivisti a posteriori. L'incertezza sull'entità del divario fra il tasso di disoccupazione femminile e quello maschile derivante dalla frequenza di rilevazione dei dati è un problema temporaneo, che dovrebbe trovare soluzione nel prossimo futuro grazie all'impiego della metodologia integrata sulle statistiche sociali europee.

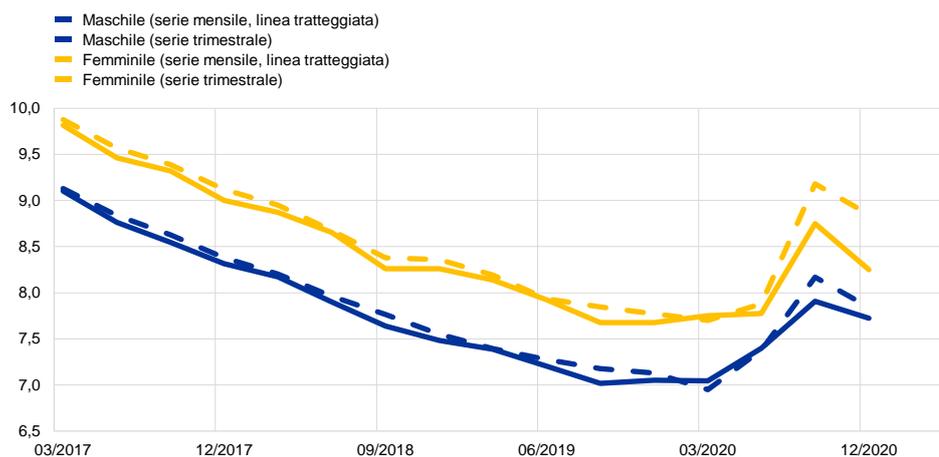
temporali trimestrali indicano che il divario si è ridotto nel quarto trimestre del 2020, attribuendo al tasso di disoccupazione femminile un valore di 0,5 punti percentuali superiore a quello maschile.

## Grafico B

Divario fra tasso di disoccupazione femminile e maschile: statistiche trimestrali e mensili a confronto

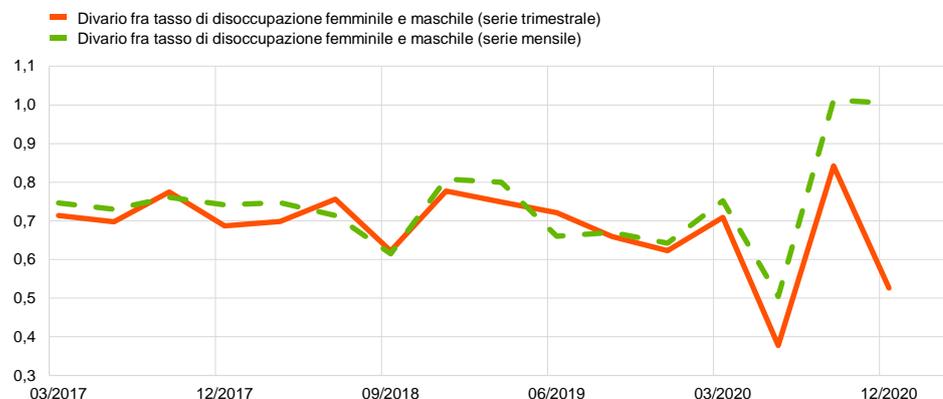
### a) Tasso di disoccupazione

(valori percentuali)



### b) Divario fra tasso di disoccupazione femminile e maschile

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, indagine sulle forze di lavoro dell'UE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le diverse frequenze temporali di rilevazione dei dati restituiscono impressioni differenti del divario in termini di tasso di disoccupazione tra donne e uomini. L'accresciuta volatilità del mercato del lavoro durante la pandemia, attribuibile alla quantità di persone sottratte alle forze di lavoro e all'uso estensivo delle misure di integrazione salariale, può incidere su tali divari. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2021 per le serie temporali mensili e al quarto trimestre del 2020 per quelle trimestrali.

**Dalle evidenze preliminari emerge che sia gli uomini sia le donne hanno beneficiato in misura considerevole dell'ampio ricorso alle misure di integrazione salariale.** Il numero di lavoratori che indicano il licenziamento temporaneo come motivo di assenza dal lavoro nel corso di una determinata settimana è sostanzialmente simile tra i generi, con la quota femminile che nel quarto trimestre del 2020 rappresenta il 49,4 per cento dei lavoratori licenziati negli Stati membri dell'UE. Questo indicatore può essere considerato un'approssimazione del numero di lavoratori interessati da misure di integrazione salariale con sospensione

totale della prestazione lavorativa<sup>5</sup>. Il diffuso ricorso a misure di integrazione salariale ha ampiamente sostenuto l'occupazione e tutelato i posti di lavoro durante la pandemia. Il numero di licenziamenti temporanei ha raggiunto un valore massimo del 38,9 per cento sul totale delle assenze dal lavoro nel secondo trimestre del 2020, per poi stabilizzarsi al 14,1 per cento nel quarto trimestre<sup>6</sup>. Inoltre, la quota femminile dei lavoratori interessati dai licenziamenti temporanei è cresciuta da una media del 34,7 per cento tra il 2006 e il 2019 al 45,7 per cento nel primo trimestre del 2020, per poi aumentare ulteriormente e collocarsi al 49,4 per cento nel quarto trimestre del 2020<sup>7</sup>.

**L'analisi del totale delle ore lavorate può fornire informazioni sui diversi fattori che hanno influenzato gli andamenti del mercato del lavoro in base al genere durante la crisi legata al COVID-19.** Il totale delle ore lavorate è diminuito del 6,4 per cento fra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020. Il contributo degli uomini a tale contrazione è stato di 4,4 punti percentuali mentre le donne hanno fornito un apporto di 2,0 punti percentuali. Per gli uomini, il calo dell'occupazione ha contribuito per 1,3 punti percentuali alla diminuzione del totale delle ore lavorate, mentre i restanti 3,1 punti percentuali sono ascrivibili alla diminuzione delle ore lavorate in media. Per le donne questi fattori hanno fornito un contributo rispettivamente pari a 0,6 e 1,4 punti percentuali. Questo rilevante calo delle ore lavorate in media, distinto per genere, può essere ulteriormente analizzato scomponendo le variazioni in ragione delle ore settimanali abitualmente lavorate (interpretabili come ore contrattuali) e delle ore effettivamente lavorate<sup>8</sup>. Il divario tra le ore effettivamente lavorate e quelle contrattuali può quindi fornire informazioni aggiuntive sui fattori specifici alla base del calo delle ore complessivamente lavorate da parte di uomini e donne durante la pandemia di COVID-19.

**Il calo della media delle ore contrattuali lavorate giustifica un terzo della diminuzione registrata nella media delle ore lavorate per gli uomini, mentre per le donne le ore contrattuali lavorate sono rimaste sostanzialmente invariate (cfr. il grafico C).** Il calo delle ore contrattuali lavorate dagli uomini contribuisce di 1,2 punti percentuali alla riduzione del totale delle ore lavorate tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020, mentre le ore contrattuali lavorate dalle donne sono

<sup>5</sup> Cfr. Gómez, A.L. e Montero, J.M., "Impact of lockdown on the euro area labour market in 2020 H1", *Economic Bulletin*, n. 4, Banco de España, 2020. Per una valutazione approfondita dell'impatto e del diffuso ricorso alle misure di integrazione salariale, 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.

<sup>6</sup> Con la crisi del COVID-19, il numero di licenziamenti temporanei è cresciuto notevolmente nell'UE, mentre tra il 2006 e il 2019 soltanto il 2,7 per cento, in media, del numero complessivo delle assenze dal lavoro era dovuto a tale causa.

<sup>7</sup> In Germania l'agenzia federale per l'impiego fornisce una scomposizione per genere del numero di lavoratori interessati dai regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro ("Kurzarbeit"). Tali dati, disponibili fino a ottobre 2020, confermano che sia gli uomini sia le donne hanno tratto ampio sostegno dalle misure di integrazione salariale attuate nel paese. Suggestiscono anche, tuttavia, che la probabilità di essere sottoposti a regime di "Kurzarbeit" è maggiore presso gli uomini rispetto alle donne, con la quota di lavoratrici interessate da tale misura che, dopo aver raggiunto un picco del 46,1 per cento a marzo 2020, è progressivamente scesa al 37,4 per cento a ottobre 2020. È quindi possibile riscontrare una certa eterogeneità a livello di singolo paese scomponendo per genere l'impatto delle misure di integrazione salariale.

<sup>8</sup> Le ore effettivamente lavorate includono: a) le ore di lavoro definite da contratto e b) lo straordinario retribuito e non retribuito e le ore lavorate nell'ambito di ulteriori rapporti di lavoro. Le ore effettivamente lavorate non includono il tempo non lavorato a causa, tra l'altro, di festività, congedi annuali retribuiti, malattia, infortuni e disabilità temporanea, congedo per maternità, congedo parentale, istruzione o formazione, ridotta attività dell'impresa per motivi economici o tecnici, scioperi o controversie sindacali, condizioni meteorologiche avverse e congedo compensativo.

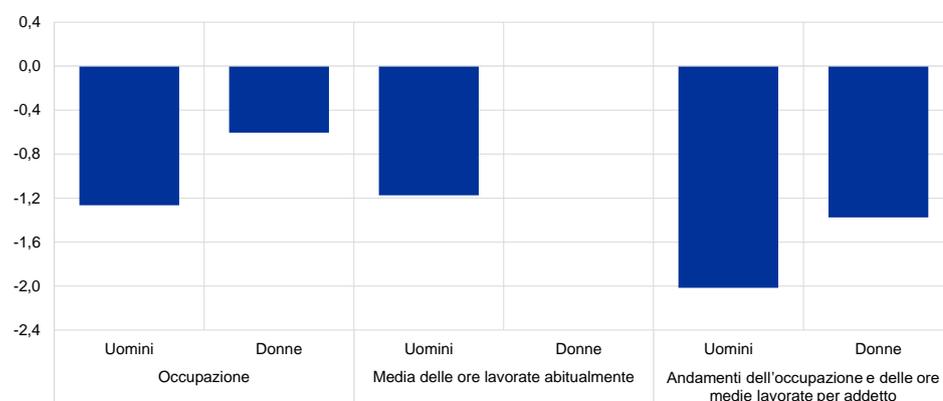
rimaste sostanzialmente invariate nello stesso periodo<sup>9</sup>. Le variazioni nell'ammontare delle ore contrattuali sono causate principalmente da effetti di composizione, diversi a seconda del genere. I dati preliminari tratti dall'indagine trimestrale sulle forze di lavoro dell'UE indicano che, rispetto agli uomini, per le donne si registra un calo più marcato dell'occupazione a tempo parziale e del numero di impieghi a tempo indeterminato. Per contro, tra gli uomini si è registrato un calo più significativo del numero di lavoratori a tempo pieno e con impieghi temporanei, nonché un più consistente aumento dei lavoratori a tempo parziale sottoccupati. La sostanziale assenza di variazioni nelle ore abitualmente lavorate dalle donne è legata a effetti di composizione, quale ad esempio la riduzione dell'occupazione a tempo parziale, che ha interessato le donne in misura maggiore rispetto agli uomini<sup>10</sup>. I lavoratori a tempo parziale lavorano meno ore rispetto alle loro controparti a tempo pieno, il che ha indotto un effetto di composizione che fa aumentare il numero di ore contrattuali lavorate. Per contro, il calo delle ore abitualmente lavorate dagli uomini è stato determinato da una riduzione relativamente più marcata del numero di lavoratori a tempo pieno e da un aumento del numero di lavoratori a tempo parziale sottoccupati<sup>11</sup>.

### Grafico C

Contributi alla variazione del totale delle ore lavorate dati dall'occupazione, dalle ore lavorate abitualmente e dalle ore effettivamente lavorate

(punti percentuali)

■ Contributi al tasso di crescita delle ore totali lavorate tra il 4° trimestre del 2019 e il 4° trimestre del 2020



Fonti: Eurostat, indagine sulle forze di lavoro dell'UE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i contributi dati dall'occupazione, dalle ore lavorate abitualmente e dal divario tra le ore effettivamente lavorate e quelle lavorate abitualmente fanno riferimento al periodo tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020.

- <sup>9</sup> Fra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020 la media delle ore lavorate abitualmente dalle donne è rimasta invariata a 32,9 ore a settimana.
- <sup>10</sup> Durante la crisi legata al COVID-19 il calo dell'occupazione a tempo parziale distinto per genere corrisponde sostanzialmente alla composizione per genere dell'occupazione a tempo parziale nel quarto trimestre del 2019.
- <sup>11</sup> Sebbene in misura significativamente inferiore, anche il calo del lavoro autonomo maschile ha contribuito al calo delle ore contrattuali lavorate. I lavoratori autonomi rappresentano circa il 14 per cento dell'occupazione totale e il 18,5 per cento del totale delle ore lavorate. Da ciò si evince che gli autonomi lavorano, in media, più ore rispetto ai lavoratori dipendenti. Essi rappresentano circa il 17 per cento dell'occupazione totale maschile e circa il 10 per cento di quella femminile. Nonostante la quota di lavoro autonomo rispetto al totale sia esigua, sia per le donne che per gli uomini, le perdite di posti di lavoro da parte di lavoratori autonomi di genere maschile può avere un impatto significativo sul calo delle ore contrattuali lavorate, in quanto a) i lavoratori autonomi, in media, accumulano una quantità maggiore di ore lavorate rispetto ai lavoratori dipendenti e b) i lavoratori autonomi di genere maschile, in media, accumulano una quantità maggiore di ore lavorate rispetto alle lavoratrici autonome, rendendo l'effetto di composizione più spiccato per gli uomini. Per maggiori dettagli, cfr. Eurostat, "Hours of work – annual statistics", maggio 2020.

**Il divario tra le ore effettivamente e abitualmente lavorate contribuisce in maniera sproporzionata al calo del totale delle ore lavorate sia per le donne che per gli uomini, e dà alcuni elementi utili per interpretare le decisioni relative all'offerta di lavoro prese a livello di nucleo familiare.** Il divario tra le ore effettivamente e abitualmente lavorate spiega circa due terzi del calo delle ore lavorate in media dagli uomini e l'intero calo delle ore lavorate in media dalle donne fra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020. Le variazioni nel divario tra le ore effettivamente lavorate e quelle lavorate abitualmente da parte degli uomini hanno contribuito per 2,0 punti percentuali al calo delle ore totali lavorate, mentre le variazioni nel divario fra le ore effettive e quelle abitualmente lavorate dalle donne hanno contribuito per 1,4 punti percentuali<sup>12</sup>. Le misure di integrazione salariale hanno incentivato la tesaurizzazione del lavoro e consentito flessibilità grazie all'adeguamento delle ore lavorate, che a sua volta ha prodotto un più ampio divario tra le ore effettive lavorate e le ore contrattuali, sia per gli uomini che per le donne<sup>13</sup>. Ciò suggerisce che la sproporzione nelle riduzioni delle ore effettive lavorate in media sia in parte riconducibile anche a riduzioni parziali ad hoc dell'orario di lavoro dei soggetti occupati, che può avere un impatto maggiore sulle donne che sugli uomini<sup>14</sup>. Questo dato può anche fornire alcuni elementi utili a interpretare le decisioni relative all'offerta di lavoro prese a livello di nucleo familiare, elementi che sono stati esaminati in maggiore dettaglio da Fuchs-Schündeln et al.<sup>15</sup>, i quali mostrano che in Europa l'aumento della necessità di provvedere di persona alla cura dei bambini a seguito della chiusura delle scuole e della necessità di forme di assistenza collegate alla pandemia di COVID-19 potrebbe interessare fino al 35 per cento della forza lavoro (e fino al 12 per cento delle ore abitualmente lavorate).

**Il calo del totale delle ore lavorate è stato messo in relazione con andamenti settoriali eterogenei tra i generi (cfr. il grafico D)<sup>16</sup>.** Quando si guarda alle variazioni nel totale delle ore lavorate si evince che tra il quarto trimestre del 2019 e il

<sup>12</sup> Tali contributi in punti percentuali tengono conto di effetti base specifici di genere, ossia del fatto che alle donne fa capo circa il 40 per cento delle ore lavorate in totale nell'area dell'euro. Come controllo di robustezza, lo stesso esercizio è stato condotto una seconda volta utilizzando un approccio bottom-up che collega il tasso di incremento dell'occupazione e le ore lavorate incrociando i dati dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE e i dati di contabilità nazionale a livello settoriale. È interessante notare che le differenze tra il contributo fornito dall'occupazione e quello fornito dal numero di ore lavorate in media fra uomini e donne sono inferiori se si applicano questi calcoli alternativi. Nel caso di specie, i contributi al calo delle ore totali lavorate distinti per genere risultano come segue: a) per quanto riguarda l'occupazione, -1,0 punti percentuali per gli uomini e -0,9 punti percentuali per le donne; b) per quanto riguarda le ore medie lavorate, -2,7 punti percentuali per gli uomini e -1,9 punti percentuali per le donne. Ciò a sua volta influirebbe sul contributo dato, in termini quantitativi, dalle variazioni nel divario tra le ore effettivamente lavorate e quelle lavorate abitualmente nei due generi, che risulterebbe più esiguo per gli uomini e più significativo per le donne. Pertanto, gli effetti di composizione settoriale potrebbero essere incorporati per qualificare meglio l'impatto differenziale distinto per genere che la crisi legata al COVID-19 ha avuto sul mercato del lavoro.

<sup>13</sup> La tesaurizzazione del lavoro corrisponde alla parte del fattore lavoro che non viene pienamente utilizzata da un'impresa durante il suo processo produttivo a un dato momento. Potenzialmente può aiutare le aziende a evitare i costi legati all'assunzione e alla formazione di nuovi dipendenti una volta che le condizioni economiche sono migliorate, al termine di una fase recessiva.

<sup>14</sup> Il contributo dato dal divario tra il numero medio di ore effettivamente lavorate e di ore contrattuali lavorate dagli uomini al calo del totale delle ore lavorate è influenzato anche dal più forte incremento nel numero di uomini a tempo parziale sottoccupati tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020.

<sup>15</sup> Fuchs-Schündeln, N., Kuhn, M. e Tertilt, M., "The short-run macro implications of school and child-care closures", *IZA Discussion Paper Series*, n. 13353, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, giugno 2020.

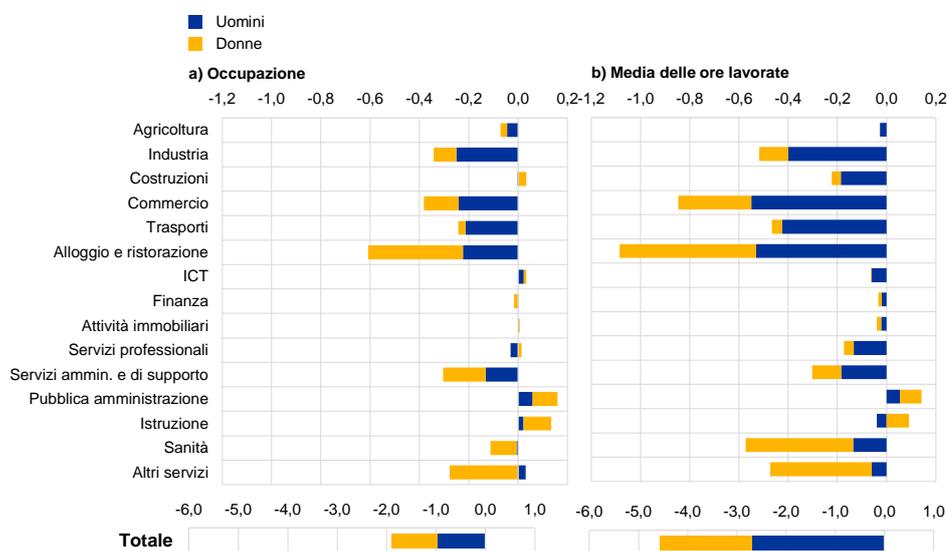
<sup>16</sup> Gli effetti settoriali e di genere derivanti dalla crisi legata al COVID-19 sull'occupazione e sulla media delle ore lavorate illustrati nel grafico D sono elaborati utilizzando l'approccio bottom-up descritto in precedenza.

quarto trimestre del 2020 tanto gli uomini quanto le donne hanno risentito in misura significativa della pandemia, nei vari settori. Gli effetti della pandemia sono stati relativamente più marcati per gli uomini nei settori del commercio, dei trasporti e dei servizi professionali, se si fa un raffronto con la quota di ore complessivamente lavorate dagli uomini in ciascun settore nel quarto trimestre del 2019. Per contro, i contributi al calo del totale delle ore lavorate sono stati più elevati per le donne, in termini relativi, nei servizi di alloggio e ristorazione, nei servizi amministrativi e di supporto e nel settore dei servizi ricreativi e dei servizi alla persona. In gran parte dei settori tale flessione è stata determinata da un calo dell'occupazione e da un calo del numero medio di ore. La perdita di posti di lavoro tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020 si è concentrata principalmente nei settori del commercio all'ingrosso e al dettaglio e in quello dei trasporti per quanto riguarda gli uomini e nei settori dei servizi ricreativi e dei servizi alla persona per quanto riguarda le donne. Di contro, gli incrementi occupazionali nella pubblica amministrazione sono stati sbilanciati a favore delle lavoratrici. Gran parte della riduzione delle ore complessivamente lavorate è attribuibile al calo delle ore lavorate per occupato, la cui distribuzione (tra settori e per genere del lavoratore) ha riprodotto le dinamiche che hanno riguardato il numero di occupati.

### Grafico D

Contributi settoriali alla crescita dell'occupazione e della media delle ore lavorate per genere

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, indagine sulle forze di lavoro dell'UE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i contributi settoriali all'occupazione e alla media delle ore lavorate fanno riferimento al periodo tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2020. Sono elaborati utilizzando l'approccio bottom-up descritto in precedenza, che associa la composizione settoriale e per genere che si evince dall'indagine sulle forze di lavoro dell'UE alla composizione settoriale per occupazione e ore lavorate che risulta dai dati di contabilità nazionale. La voce "altri servizi" comprende i settori dei servizi ricreativi e dei servizi alla persona.

**In sintesi, il presente riquadro documenta l'impatto della crisi del COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro sulla base dei dati disponibili fino al quarto trimestre del 2020, mettendo in evidenza il fatto che sia gli uomini sia le donne sono stati colpiti in maniera significativa.** Sono stati più gli uomini che le donne a perdere il lavoro e diventare inattivi durante la crisi legata al COVID-19,

mentre le misure di integrazione salariale sembrano aver sostanzialmente tutelato l'occupazione e giovato in misura significativa ai lavoratori di entrambi i generi. Il calo della media delle ore lavorate è stato lievemente più marcato per gli uomini che per le donne. Tuttavia, i fattori alla base di tale calo hanno messo in luce differenze a seconda del genere. Il calo delle ore medie lavorate dagli uomini è stato in parte determinato da una riduzione delle ore contrattuali, mentre riduzioni ad hoc delle ore lavorate, che accrescono il divario tra le ore effettivamente lavorate e le ore contrattuali, hanno contribuito al calo delle ore medie lavorate presso entrambi i generi. Tali andamenti possono essere attribuiti all'impatto asimmetrico a livello settoriale della crisi legata al COVID-19<sup>17</sup>. Gli effetti documentati nel presente riquadro si riferiscono unicamente all'impatto aggregato sull'occupazione, sulla disoccupazione, sulla partecipazione alle forze di lavoro e sulle ore lavorate nei due generi, e non tengono conto della perdita in termini di benessere subita dal lavoratore quando un altro componente del proprio nucleo familiare perde il posto di lavoro. Inoltre, Bluedorn et al.<sup>18</sup> sostengono che entità e persistenza di una risposta differenziale, per quanto riguarda l'occupazione femminile durante la crisi legata al COVID-19, variano significativamente da un paese all'altro e che nell'occupazione le differenze di genere in linea di massima si rivelano di breve durata.

---

<sup>17</sup> Per approfondimenti, cfr. il riquadro [Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro](#) nel numero 5/2020 di questo Bollettino, che offre un'anticipazione sull'eterogeneità settoriale della crisi del COVID-19 nel mercato del lavoro da una prospettiva di analisi di dati ad alta frequenza. Per un'analisi approfondita dell'impatto del COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro, incluso il ricorso diffuso alle misure di integrazione salariale, 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.

<sup>18</sup> Bluedorn, J., Caselli, F., Hansen, N.-J. e Mendes Tavares, M., "Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'", *IMF Working Paper Series*, n. 2021/095, marzo 2021.

## 5 Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro durante la pandemia di coronavirus

a cura di Moreno Roma

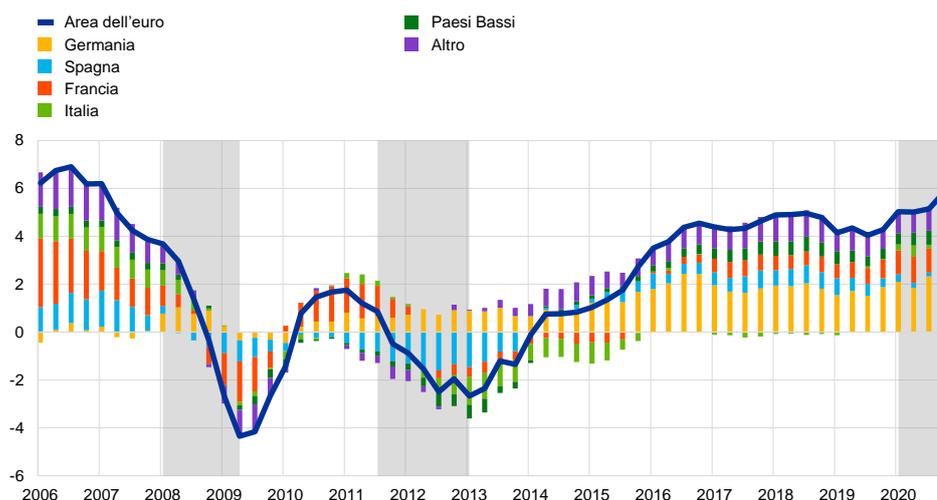
**L'andamento aggregato dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro si è mantenuto robusto durante la pandemia di coronavirus (COVID-19).** La crescita annuale sul periodo corrispondente dei prezzi delle abitazioni è aumentata dal 4,3 per cento alla fine del 2019 al 5,8 per cento nell'ultimo trimestre del 2020: il tasso di crescita più elevato dalla metà del 2007. Il presente riquadro esamina gli andamenti recenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e il loro rapporto con le condizioni macroeconomiche considerando diversi punti di vista (paesi, tipologie di abitazioni e ubicazione).

**La pandemia è diversa dalle crisi precedenti.** La crisi finanziaria mondiale del 2008, che ha avuto origine nel mercato degli immobili residenziali statunitense, e la crisi del debito sovrano iniziata nel 2010 hanno avuto conseguenze negative per le condizioni di finanziamento in diversi paesi dell'area dell'euro. In entrambi i casi, i prezzi delle abitazioni nell'area sono diminuiti con relativa rapidità (cfr. le aree ombreggiate del grafico A). La crisi legata al COVID-19 ha colpito le famiglie in un momento in cui il reddito e l'occupazione erano relativamente solidi e, mentre la crescita ha subito una contrazione brusca, i prezzi delle abitazioni hanno mostrato capacità di tenuta e sono persino aumentati dall'inizio della pandemia.

### Grafico A

Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e contributi per paese

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



Fonti: BCE, elaborazioni degli autori ed Eurostat. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2020.  
Nota: le aree ombreggiate rappresentano i periodi di recessione nell'area dell'euro.

**Una prima prospettiva dalla quale valutare l'andamento aggregato dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è l'analisi dei contributi dei singoli paesi.**

La capacità di tenuta osservata nei prezzi delle abitazioni nel 2020 è stata

generalizzata e tutti i grandi paesi dell'area dell'euro hanno contribuito positivamente all'aumento sui dodici mesi dei prezzi delle abitazioni nell'area. La Germania, la Francia e i Paesi Bassi hanno contribuito per circa il 73 per cento all'aumento totale nell'ultimo trimestre del 2020 (cfr. il grafico A); tale percentuale è superiore al loro peso nell'indice complessivo dei prezzi delle abitazioni. Nel caso della Germania, il contributo positivo ai prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è iniziato a metà 2010, anche per effetto di un certo recupero dopo un periodo di andamento moderato di tali prezzi.

**La capacità di tenuta dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro riflette una combinazione di fattori.**

In primo luogo, l'impatto negativo dello shock legato al COVID-19 è associato a un calo brusco dei volumi delle operazioni immobiliari nel secondo trimestre del 2020, dovuto alle misure di chiusura<sup>1</sup>. Tale dinamica è proseguita in una certa misura nel terzo trimestre del 2020 e, in generale, ha comportato un aggiustamento delle quantità piuttosto che dei prezzi. In secondo luogo, le moratorie sui rimborsi dei prestiti e gli interventi di integrazione salariale hanno attenuato, in qualche misura, la diminuzione del reddito delle famiglie e un aumento della disoccupazione. In terzo luogo, i mutui per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a crescere nel 2020 e le condizioni di finanziamento sono rimaste favorevoli, con il tasso composito sui mutui per l'acquisto di abitazioni al minimo storico dell'1,3 per cento alla fine del 2020. Inoltre, un periodo di risparmio forzato associato alla pandemia potrebbe aver allentato i vincoli di liquidità per alcune famiglie, soprattutto nei paesi con ampi requisiti sugli anticipi di pagamento. Infine, a fronte di una considerevole incertezza economica e di un contesto di bassi rendimenti, gli investitori privati e istituzionali hanno contribuito alla domanda di abitazioni per motivi di investimento.

**Un secondo punto di vista dal quale valutare gli andamenti aggregati dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro è distinguere i prezzi delle nuove abitazioni da quelli delle abitazioni esistenti.**

In un mercato immobiliare vigoroso, ci si attenderebbe che i prezzi delle abitazioni esistenti aumentino più di quelli dei nuovi edifici dal momento che la domanda potrebbe essere in parte reindirizzata verso lo stock esistente per compensare la scarsa offerta di nuove abitazioni. I prezzi degli immobili esistenti sono stati, infatti, particolarmente dinamici nel periodo della pandemia e, dato il loro considerevole peso negli indici dei prezzi delle abitazioni, hanno contribuito in misura significativa ai rincari (cfr. il grafico B)<sup>2</sup>. Secondo i dati Eurostat, nel corso del 2020 i prezzi delle abitazioni esistenti nell'area dell'euro sono aumentati di 0,8 punti percentuali in più, su base annua, rispetto a quelli delle nuove abitazioni.

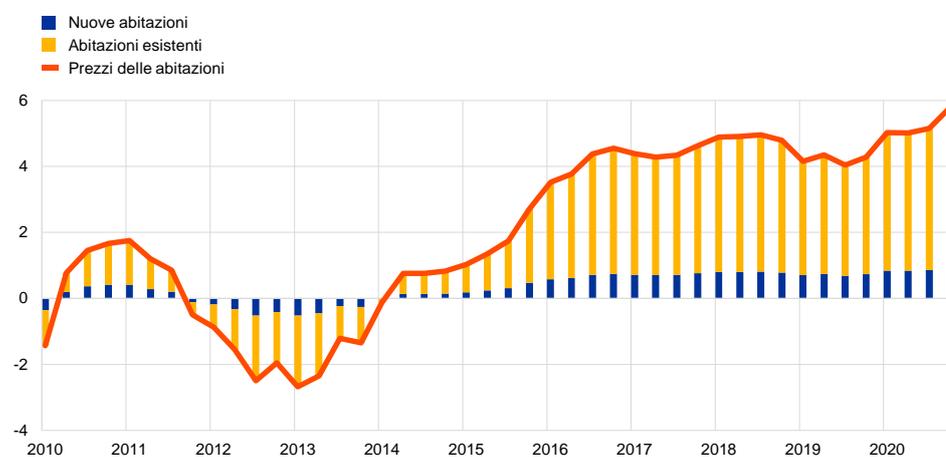
<sup>1</sup> La disponibilità dei dati sulle transazioni immobiliari è limitata ad alcuni paesi dell'area dell'euro (Eurostat e fonti nazionali) e non comprende l'aggregato per l'area. Tuttavia i dati disponibili indicano, in generale, cali marcati del tasso di variazione sui dodici mesi delle transazioni nel secondo trimestre del 2020 (da flessioni superiori al 40 per cento in Spagna e Irlanda a un aumento prossimo al 7 per cento nei Paesi Bassi), seguiti da una graduale normalizzazione nel terzo trimestre del 2020.

<sup>2</sup> Il peso delle abitazioni esistenti, nell'indice dell'area dell'euro, è pari a circa l'83 per cento.

## Grafico B

### Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e contributi per tipologia di abitazione

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



Fonti: BCE, elaborazioni degli autori ed Eurostat. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2020.

Note: i pesi delle abitazioni nuove ed esistenti dell'area dell'euro consistono in una media ponderata dei pesi dei paesi basati su quelli del PIL. Per la Grecia, i pesi delle abitazioni nuove ed esistenti sono stati approssimati utilizzando la media dell'area dell'euro esclusa la Grecia. I prezzi delle abitazioni dell'area dell'euro si riferiscono all'indicatore dei prezzi degli immobili residenziali elaborato dalla BCE.

Gli andamenti sono stati molto diversi nei vari paesi dell'area dell'euro, ma in quelli caratterizzati da una forte dinamica dei prezzi delle abitazioni (ovvero Germania, Francia e Austria) sono stati generalmente osservati maggiori rincari degli immobili esistenti. Ciò potrebbe indicare che la contrazione degli investimenti nell'edilizia residenziale dell'area dell'euro osservata nel 2020 (superiore al 5 per cento su base annua) potrebbe aver pesato sull'offerta di nuovi edifici, esercitando così ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi delle abitazioni esistenti. La riduzione delle concessioni edilizie osservata nel corso del 2020 potrebbe prolungare tale fenomeno, continuando così a sostenere i prezzi delle abitazioni.

### L'andamento aggregato dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro può essere valutato secondo una terza prospettiva, confrontando gli andamenti nelle capitali con quelli nel resto del paese<sup>3</sup>.

I diversi andamenti dei prezzi delle abitazioni a livello regionale potrebbero essere determinati da fondamentali, quali le differenze in termini di reddito, occupazione, dinamica demografica e servizi a livello regionale, ma potrebbero anche indicare l'esuberanza dei prezzi delle abitazioni in alcune aree<sup>4</sup>. La recente capacità di tenuta del mercato immobiliare sembra generalizzata e non limitata alle capitali (cfr. il grafico C). Secondo le stime della BCE, nel corso del 2020, i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro in alcune capitali sono aumentati di 0,7 punti percentuali in meno, su base annua, rispetto all'aggregato dell'area. Ciò potrebbe riflettere un certo naturale rallentamento della dinamica dei

<sup>3</sup> I prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro possono essere scomposti negli andamenti di alcune capitali dell'area e messi a confronto con quelli di un aggregato di sintesi dell'area dell'euro. Tale aggregato comprende i paesi dell'area per i quali sono disponibili i prezzi delle abitazioni nelle capitali e rappresenta circa il 95 per cento dell'area dell'euro (cfr. le note al grafico C). Gli andamenti dei prezzi, ufficiali e a livello di sintesi, delle abitazioni dell'area dell'euro nel periodo considerato sono sostanzialmente paragonabili.

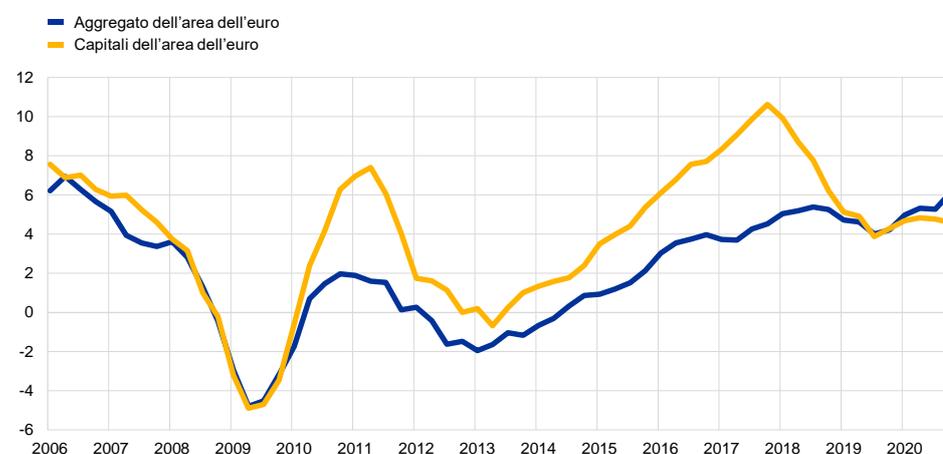
<sup>4</sup> Per un'analisi, cfr. il riquadro "Residential real estate prices in capital cities: a review of trends", *Financial Stability Review*, maggio, BCE, 2017.

prezzi, considerati i forti rincari delle abitazioni nelle capitali osservati negli anni precedenti, e il fatto che gli elevati livelli raggiunti dai prezzi in alcune giurisdizioni hanno innescato alcune ricadute sugli stessi o spostamenti della domanda verso aree al di fuori delle capitali. L'aumento dei prezzi delle abitazioni osservato al di fuori delle capitali potrebbe inoltre riflettere un cambiamento delle preferenze associato a maggiori possibilità di lavorare dall'abitazione. Se e in quale misura tale mobilità verso ubicazioni meno centrali sia permanente dovrà essere confermato da ulteriori evidenze al termine della pandemia.

### Grafico C

#### Prezzi degli immobili residenziali per un aggregato di sintesi e per alcune capitali dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, elaborazioni degli autori, Eurostat e fonti nazionali. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2020.

Note: la serie aggregata di sintesi dell'area dell'euro è una media ponderata basata sui valori del PIL per il 2019. L'aggregato comprende Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Slovenia e Finlandia. L'aggregato per il quarto trimestre del 2020 non comprende Belgio e Slovenia.

**Nel complesso, una valutazione dei recenti andamenti dei prezzi delle abitazioni secondo diversi punti di vista, indica una crescita solida e generalizzata nelle diverse giurisdizioni, tipologie di abitazioni e ubicazioni.** L'andamento dei prezzi delle abitazioni continua a dipendere in larga misura dalla dinamica della ripresa economica in un contesto caratterizzato, da un lato, da condizioni di finanziamento favorevoli e, dall'altro, da incertezze legate alla pandemia.

## La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro

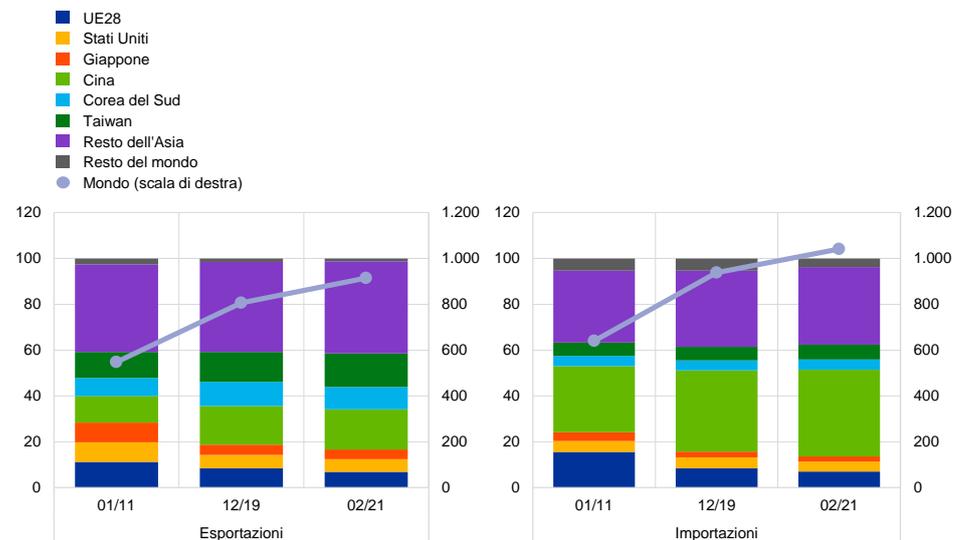
a cura di Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis e Máté Tóth

**Di recente, l'industria dei semiconduttori ha registrato una forte impennata della domanda.** Negli ultimi dieci anni i proventi delle vendite di semiconduttori sono quasi raddoppiati a livello mondiale e in questo comparto le economie asiatiche hanno consolidato la loro posizione dominante sul mercato (cfr. il grafico A). Per quanto riguarda le importazioni di semiconduttori, sembra si stia assistendo a una crescita della quota della Cina, rispetto a quella dell'UE e degli Stati Uniti. Sebbene nel secondo trimestre del 2020, all'inizio della pandemia di COVID-19, le vendite di semiconduttori all'industria automobilistica siano crollate in tutto il mondo, tale calo è stato più che compensato dalla forte domanda di computer e apparecchiature elettroniche dovuta al passaggio al lavoro da remoto e alla didattica a distanza. Con l'affermarsi della ripresa a livello mondiale, la produzione di semiconduttori non è stata sufficiente a soddisfare l'aumento della domanda da parte del settore automobilistico. Inoltre, vari eventi avversi, quali incendi e siccità che hanno colpito grandi impianti manifatturieri, hanno aggravato la carenza di offerta mondiale di semiconduttori.

### Grafico A

#### Commercio mondiale di semiconduttori per regione

(scala di sinistra: quota percentuale; scala di destra: miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

Note: parti di semiconduttori in base ai codici 8541 e 8542 del Sistema armonizzato (Harmonised System, HS). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021.

**Pur registrando una ripresa della domanda, i produttori di beni manifatturieri dell'area dell'euro hanno incontrato difficoltà a ottenere semiconduttori.**

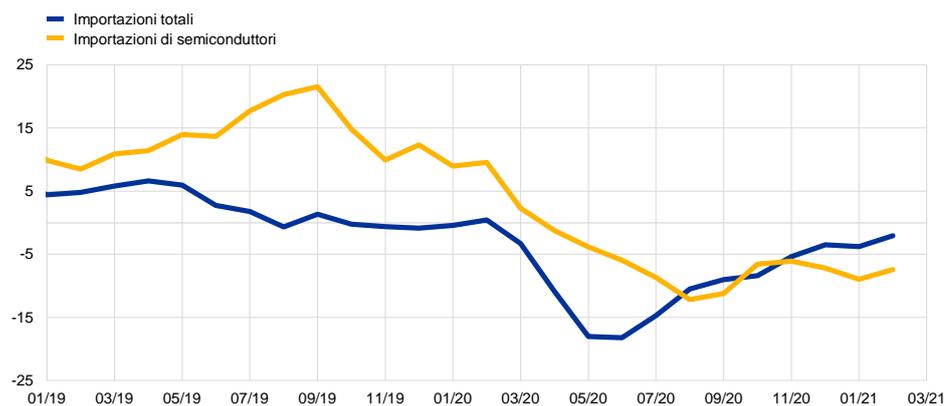
Poiché nel frattempo l'offerta era stata reindirizzata altrove, dopo l'inizio della

pandemia le importazioni di semiconduttori dell'area sono diminuite notevolmente, pur avendo mostrato una maggiore tenuta rispetto alle importazioni totali. Tuttavia, i loro tassi di crescita sono stati inferiori a quelli delle importazioni totali durante la fase di ripresa (cfr. il grafico B). Sebbene la quota di produzione di input del settore informatico ed elettronico non sia significativa, questo comparto è un fornitore a monte di estrema importanza e, pertanto, è probabile che qualsiasi interruzione si propaghi a molti altri settori dell'economia. Insieme alla scarsità di altri input (ad esempio prodotti chimici, materie plastiche, metalli e legname) e alle interruzioni del trasporto marittimo, la carenza di chip ha avuto gravi ripercussioni sui tempi di consegna dei fornitori. Ciò ha determinato un aumento senza precedenti del rapporto fra il PMI relativo ai nuovi ordinativi e il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori<sup>1</sup> per i produttori dell'area dell'euro, in particolare nei settori che utilizzano i semiconduttori per la produzione, come l'industria delle automobili e delle relative parti, nonché delle apparecchiature tecnologiche (cfr. il grafico C).

### Grafico B

#### Importazioni di semiconduttori dell'area dell'euro

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



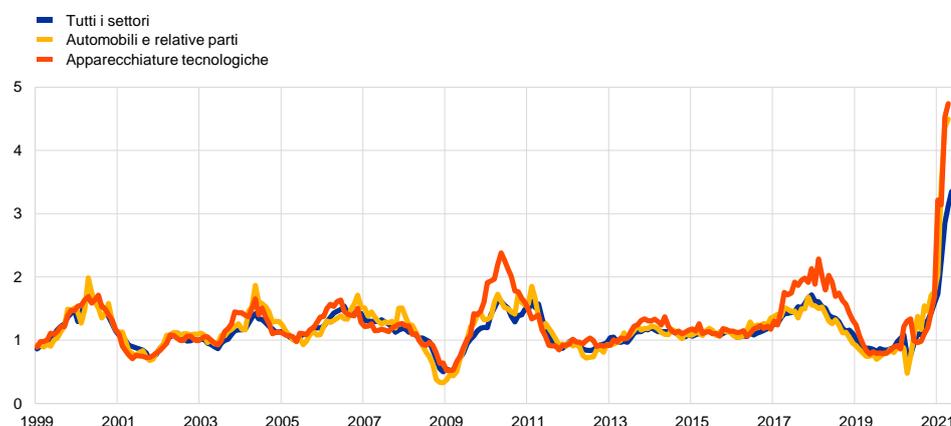
Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021.

<sup>1</sup> Si noti che un aumento (decremento) dell'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori indica tempi di consegna più brevi (più lunghi).

## Grafico C

### Tempi di consegna dei fornitori dell'area dell'euro

(rapporto tra il PMI relativo ai nuovi ordinativi e il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021 per il PMI dei singoli settori e a maggio 2021 per il dato aggregato.

**I risultati di indagini recenti segnalano gravi strozzature in alcuni comparti chiave dell'industria manifatturiera, in particolare in Germania.** Secondo l'ultima indagine trimestrale della Commissione europea presso le imprese, il 23 per cento delle imprese manifatturiere dell'area dell'euro ha segnalato la mancanza di materiali e/o attrezzature come un fattore chiave di limitazione della produzione (cfr. il grafico D), che attualmente si colloca ben al di sopra della media storica (circa il 6 per cento). Il grafico D mostra che gli effetti di queste strozzature nella produzione di semiconduttori sono più evidenti nei settori con una quota più elevata di input di apparecchiature elettroniche, come quello informatico ed elettronico, delle apparecchiature elettriche e automobilistico. In un confronto tra paesi, tale carenza è chiaramente evidente per le imprese tedesche.

## Grafico D

### Carenza di materiali e/o attrezzature come fattore di limitazione della produzione

(percentuale di intervistati per settore)

	Area dell'euro	Germania	Francia	Italia	Spagna	Paesi Bassi
Manifattura	23	42	6	7	14	20
Computer/elettronica	34	70	-1	14	19	11
Apparecchiature elettriche	36	56	23	12	32	37
Veicoli a motore/rimorchi	35	58	2	7	50	35

Fonte: indagine della Commissione europea presso le imprese di aprile 2021.

Nota: le serie storiche delle risposte all'indagine sono destagionalizzate, il che potrebbe giustificare valori negativi in alcuni settori.

### Anche questo disallineamento tra produzione e ordinativi in alcuni dei principali settori manifatturieri segnala strozzature dal lato dell'offerta.

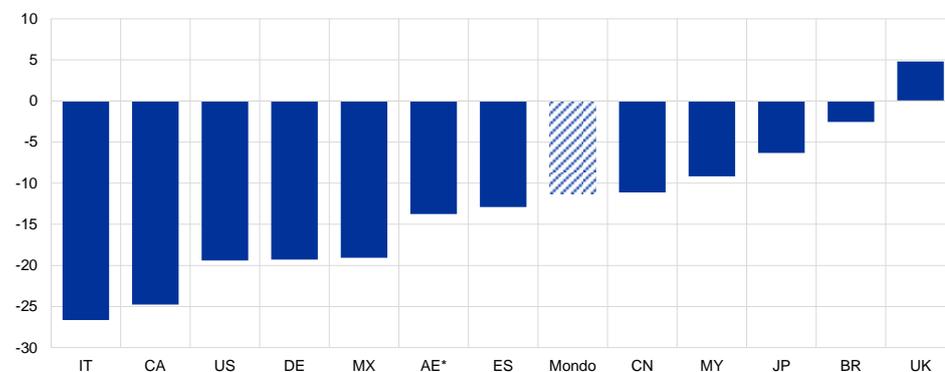
Finora l'industria automobilistica sembra risentire soprattutto della carenza di chip. Nel primo trimestre del 2021 la produzione mondiale di veicoli per il trasporto di passeggeri è diminuita di quasi 1,3 milioni di unità, con un calo dell'11,3 per cento

rispetto all'ultimo trimestre del 2020 e un calo di circa il 2,8 per cento rispetto al livello di produzione del 2019 (cfr. il grafico E). La produzione di veicoli a motore nell'area dell'euro è diminuita per quattro mesi consecutivi fino a marzo 2021, collocandosi su un livello inferiore del 18,2 per cento a quello di novembre 2020. In Germania l'aumento mensile dei ritardi negli ordinativi nel settore manifatturiero ha superato costantemente la crescita della produzione tra gennaio e marzo 2021, in particolare nei settori automobilistico, informatico ed elettronico. Ciò è confermato dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie<sup>2</sup>. Le società intervistate 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.

## Grafico E

### Produzione mondiale di veicoli a motore

(produzione di autoveicoli per il trasporto di passeggeri, variazione tra il 1° trimestre 2021 e il 4° trimestre 2020)



Fonti: Haver, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i paesi sono stati selezionati sulla base della disponibilità dei dati e il loro dato aggregato mondiale copre il 70 per cento della produzione mondiale di veicoli a motore. Serie destagionalizzate. \*I dati della voce AE si riferiscono ai dati della produzione industriale dell'area dell'euro, codice 29.1 della classificazione NACE2.

### Finora vi sono evidenze molto limitate degli effetti delle carenze di semiconduttori sull'andamento dei prezzi lungo la catena di formazione.

Gli effetti al rialzo dei prezzi potrebbero derivare, ad esempio, dalla scarsità dell'offerta di beni, dalla maggiore discrezionalità nel determinare i prezzi ai diversi livelli della catena di approvvigionamento o dal tentativo delle imprese di trasferire i costi derivanti dal sottoutilizzo forzato della produzione. Nell'area dell'euro l'inflazione alla produzione sia per i componenti elettronici sia per i circuiti stampati, per i quali i semiconduttori sono fondamentali, si mantiene negativa (cfr. il grafico F). Agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione al consumo dei computer e dei veicoli a motore (le due componenti principali dei beni di consumo elettronici) rivela un certo aumento per i veicoli a motore<sup>3</sup>, mentre i prezzi dei computer hanno di fatto ripreso a scendere. Va tuttavia notato che gli effetti al rialzo sui prezzi derivanti dalla carenza di semiconduttori potrebbero mostrarsi lungo la catena di formazione dei prezzi, ma solo con notevole ritardo.

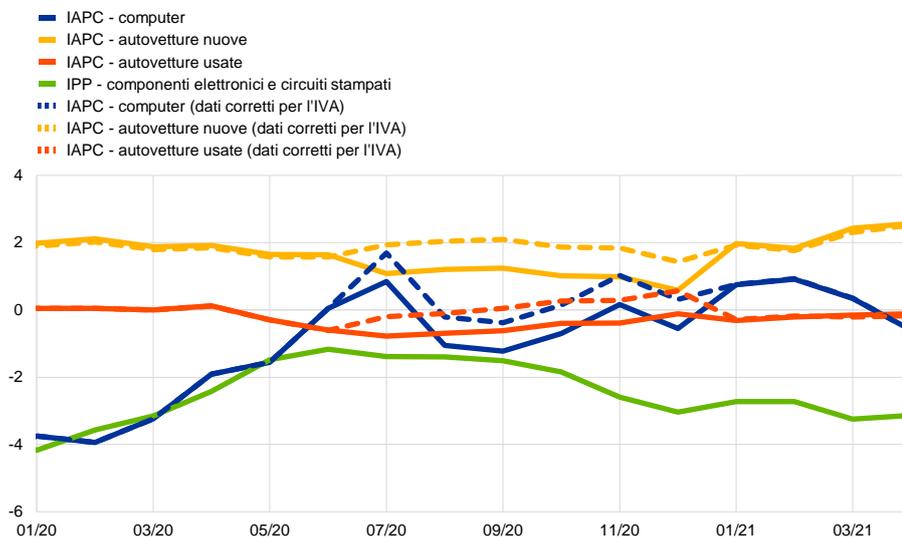
<sup>2</sup> Cfr. il riquadro [Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Mentre negli Stati Uniti i prezzi delle autovetture usate, in particolare, sono aumentati marcatamente durante la pandemia, in parte a causa del recente rallentamento della produzione di nuove autovetture dovuto alla carenza di semiconduttori, nell'area dell'euro non hanno evidenziato una spiccata dinamica al rialzo.

## Grafico F

### Prezzi alla produzione e al consumo di prodotti che necessitano di semiconduttori

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le linee tratteggiate mostrano le serie a imposte costanti (ipotizzando una piena trasmissione delle variazioni alle imposte indirette, tra cui la riduzione temporanea dell'IVA in Germania). Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021.

#### Nel breve periodo ci si attende che la carenza di semiconduttori continui.

Mentre le principali imprese manifatturiere di chip a livello mondiale prevedono di ampliare la capacità produttiva e di incrementare la spesa in conto capitale quasi del 74 per cento, per lo più entro la fine del 2021, costruire nuovi stabilimenti risulta essere un processo talmente complesso e lungo da far sì che gli andamenti sfavorevoli del settore probabilmente persistano per tutto l'anno in corso.

## Le implicazioni per le politiche di bilancio nell'area dell'euro dei programmi di stabilità per il 2021

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

### **I programmi di stabilità per il periodo 2021-2024 forniscono per la prima volta informazioni esaustive sui piani di bilancio a medio termine elaborati dai paesi dell'area dell'euro in risposta alla pandemia di coronavirus (COVID-19).**

Lo scorso anno, data la novità della grave crisi sanitaria e l'estrema incertezza a essa associata, i governi dell'area dell'euro si sono perlopiù astenuti dal presentare programmi di bilancio dettagliati. I programmi aggiornati, presentati alla fine di aprile 2021, sono stati predisposti dai governi tenendo conto del fatto che la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita (PSC) sarebbe rimasta attiva almeno fino alla fine del 2021, consentendo loro di discostarsi dai requisiti di aggiustamento del PSC<sup>1</sup>. Inoltre, i programmi dovevano riflettere le raccomandazioni specifiche per paese adottate dal Consiglio europeo il 20 luglio 2020 per il periodo 2020-2021. Tali raccomandazioni non includevano requisiti numerici di aggiustamento dei conti pubblici, auspicando piuttosto politiche volte a conseguire posizioni di bilancio prudenti nel medio termine e ad assicurare la sostenibilità del debito “quando le condizioni economiche lo consentano”. Per il breve termine, si raccomandava che i paesi provvedessero ad “attuare tutte le misure necessarie per affrontare efficacemente la pandemia, sostenere l'economia e la successiva ripresa”. Infine, i programmi sono un primo riflesso dei piani per la ripresa e la resilienza che gli Stati membri hanno dovuto presentare entro il 30 aprile delineando le riforme e i progetti che intendono attuare utilizzando i fondi messi a disposizione tramite lo strumento Next Generation EU (NGEU). Partendo da queste premesse, il presente riquadro passa in rassegna i piani di bilancio a medio termine dei paesi dell'area dell'euro per l'uscita dall'attuale crisi e segnala le sfide ancora da affrontare che emergono dalle raccomandazioni in termini di politiche di bilancio formulate dalla Commissione europea lo scorso 2 giugno nell'ambito del pacchetto di primavera 2021 del Semestre europeo.

**I programmi di stabilità per il 2021 delineano le proiezioni della politica di bilancio degli Stati membri in un momento in cui quest'ultima svolge un ruolo cruciale nella risposta alla pandemia.** Nelle prime fasi della crisi la politica di bilancio era tesa a rendere disponibili le risorse necessarie al sistema sanitario e alla tutela delle imprese e dei lavoratori dei settori colpiti<sup>2</sup>. Con la campagna vaccinale in corso e le misure di chiusura che gradualmente vengono meno, la politica

<sup>1</sup> La clausola di salvaguardia generale è stata attivata a marzo 2020 ed estesa fino al 2021 nel settembre del 2020. La clausola consente agli Stati membri di discostarsi dai requisiti di aggiustamento del PSC in alcune circostanze specifiche, come ad esempio periodi di grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'Unione nel suo insieme. Per ulteriori dettagli, cfr. la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca europea per gli investimenti – [Strategia annuale per la crescita sostenibile 2021](#), COM(2020) 575 final.

<sup>2</sup> Cfr. l'articolo [La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

di bilancio sta passando da misure di emergenza temporanee e mirate a misure volte a sostenere la ripresa. In questo contesto gli investimenti pubblici, integrati dallo strumento NGEU e accompagnati da adeguate politiche strutturali, hanno un ruolo fondamentale da svolgere.

**Secondo i programmi di stabilità, nell'orizzonte di previsione gli squilibri di bilancio dovrebbero gradualmente diminuire rispetto agli elevati livelli raggiunti in precedenza.**

A livello di area dell'euro, tra il 2019 e il 2020 il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL è salito dallo 0,6 al 7,2 per cento e dovrebbe aumentare ulteriormente nel 2021, raggiungendo l'8,7 per cento (cfr. il grafico A); per quanto riguarda i singoli paesi i disavanzi pubblici attesi per il 2021 vanno dal 2 al 12 per cento del PIL. Sebbene si preveda che il disavanzo pubblico nell'area dell'euro rimanga al di sopra dei livelli precedenti la crisi (di 1,5 punti percentuali) sino alla fine dell'orizzonte di previsione (ossia il 2024), si dovrebbe registrare una minore dispersione fra le posizioni dei vari paesi. Alcuni paesi non prevedono di ridurre il proprio disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento del PIL entro l'orizzonte di previsione (cfr. il grafico B), in particolare alcuni dei paesi con un rapporto debito/PIL elevato (in particolare, Italia, Spagna, Belgio e Francia); altri paesi (fra cui Grecia, Cipro e Portogallo, paesi che sono stati soggetti a programmi specifici) prevedono disavanzi di bilancio relativamente più contenuti. Dai programmi di stabilità si prevede che nel 2021 il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro sia superiore al 103 per cento, con un incremento di circa 17 punti percentuali rispetto ai livelli pre-crisi del 2019. Nel 2022 ci si attende che tale rapporto inizi a diminuire lievemente, soprattutto a causa della prevista revoca delle misure di sostegno e dell'elevata crescita nominale, mentre nel 2024 dovrebbe rimanere intorno al 100 per cento. Inoltre, ulteriore debito comunitario legato all'NGEU, ancorché contenuto, inizierà ad accumularsi a partire dal 2021, per un'incidenza stimata pari a circa l'1 per cento del PIL nel periodo 2021-2022<sup>3</sup>. Va osservato che la traiettoria dei conti pubblici descritta nei programmi di stabilità nazionali differisce dalle previsioni sulle finanze pubbliche delineate nelle proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise) formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2021, di cui alla sezione 6 di questo numero del Bollettino, che tengono conto unicamente delle misure approvate dai parlamenti nazionali o già definite nel dettaglio dai governi e che verosimilmente supereranno l'iter legislativo.

---

<sup>3</sup> Cfr. la seconda pagina delle [previsioni economiche della primavera 2021](#) elaborate dalla Commissione europea, in cui si afferma che, nell'orizzonte di previsione 2021-2022, si prevede che la spesa complessiva dell'UE finanziata da sovvenzioni del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) ammonti a 140 miliardi di euro, cifra appena al di sotto dell'1 per cento del PIL del 2019. L'impatto economico complessivamente generato dall'RRF nell'orizzonte di previsione dovrebbe collocarsi intorno all'1,2 per cento del PIL dell'UE del 2019 in termini reali.

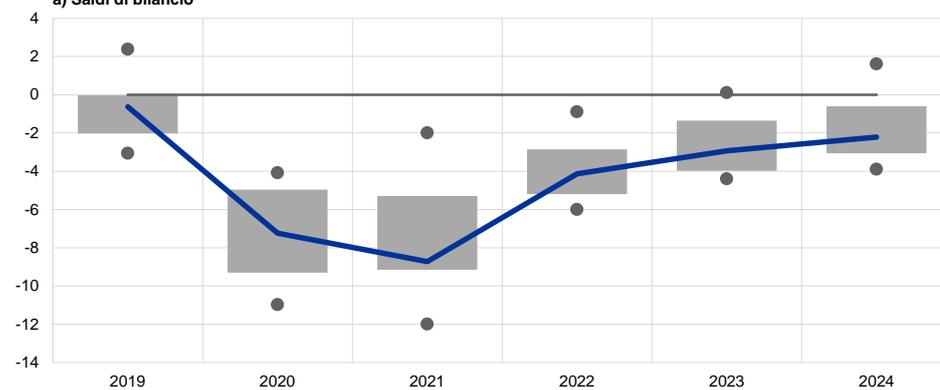
## Grafico A

Proiezioni dei saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche e del rapporto debito/PIL sulla base dei programmi di stabilità per il 2021

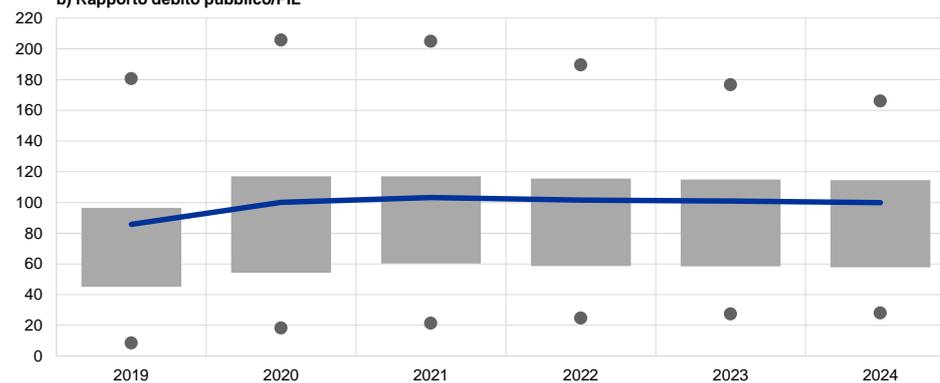
(in percentuale del PIL)

- Intervallo interquartile
- Area dell'euro
- Minimo/massimo

a) Saldi di bilancio



b) Rapporto debito pubblico/PIL



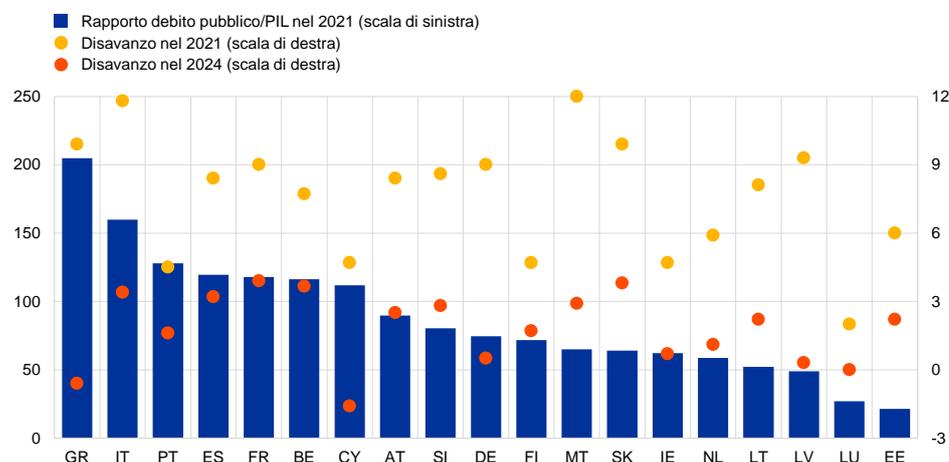
Fonti: Commissione europea (database AMECO per il 2019-2020) e, per il periodo 2021-24, elaborazioni degli autori basate sui programmi di stabilità per il 2021.

Nota: i dati aggregati per l'area dell'euro si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

## Grafico B

### Proiezioni del rapporto debito pubblico/PIL e del disavanzo delle amministrazioni pubbliche sulla base dei programmi di stabilità per il 2021

(in percentuale del PIL)



Fonte: programmi di stabilità per il 2021.

### A differenza di quanto accaduto nel caso della grande crisi finanziaria, ci si attende che la ripresa dalla pandemia di COVID-19 sia sostenuta dall'espansione degli investimenti pubblici.

Stando ai programmi di stabilità per il 2021, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro prevede di accrescere le risorse destinate agli investimenti pubblici che, secondo la letteratura economica, sono una categoria di spesa pubblica particolarmente favorevole alla crescita<sup>4</sup>. La quota degli investimenti pubblici sul PIL dovrebbe aumentare rispetto al livello pre-crisi, passando dal 2,8 per cento del 2019 al 3,3 per cento del 2023. Si nota una marcata differenza rispetto agli anni successivi alla grande crisi finanziaria, quando molti paesi dell'area dell'euro si orientarono verso misure di risanamento dei conti incentrate in larga parte sulla riduzione degli investimenti pubblici.

In particolare, nell'area dell'euro nel periodo 2009-2013 la quota della spesa per gli investimenti fissi lordi delle amministrazioni pubbliche sul totale della spesa pubblica è scesa dal 3,7 al 2,9 per cento del PIL, con alcune delle riduzioni più consistenti registrate in quei paesi la cui necessità di risanamento è più marcata. L'aumento degli investimenti previsto per gli anni a venire farà capo in larga misura all'NGEU, in particolare al Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF), che offre ai paesi dell'area dell'euro un'opportunità ideale per sostenere la ripresa con politiche che aumentano il potenziale di crescita delle economie interessate<sup>5</sup>.

**Le raccomandazioni specifiche per paese proposte dalla Commissione europea nell'ambito del pacchetto di primavera 2021 del Semestre europeo prevedono che la clausola di salvaguardia generale del PSC rimanga attiva anche nel 2022, ed esprimono l'auspicio che le politiche di bilancio degli Stati membri siano di qualità elevata e vengano differenziate maggiormente.** La clausola

<sup>4</sup> Per una panoramica sul tema, cfr. l'articolo *La composizione delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* nel numero 5/2017 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 6 in questo numero del Bollettino.

di salvaguardia generale del PSC “continuerà ad essere applicata nel 2022 per essere probabilmente disattivata a partire dal 2023”. Mentre le raccomandazioni specifiche per paese diffuse nel 2020 erano omogenee fra i vari paesi, quelle pubblicate nella primavera del 2021 raccomandano, per quanto riguarda le politiche di bilancio per il 2022, di “tenere conto dello stato della ripresa, della sostenibilità di bilancio e della necessità di ridurre le divergenze economiche, sociali e territoriali”. Ai paesi con debiti contenuti si raccomanda di perseguire un orientamento della politica di bilancio (specificamente misurato) che sostenga la ripresa<sup>6</sup>, compreso l’impulso fornito dall’RRF, mentre ai paesi con livelli di debito elevati si raccomanda di “utilizzare il dispositivo per la ripresa e la resilienza per finanziare nuovi investimenti a sostegno della ripresa [...], perseguendo nel contempo una politica di bilancio prudente”. Quest’ultima raccomandazione riguarda Belgio, Francia, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo. Si raccomanda inoltre che tutti gli Stati membri preservino gli investimenti finanziati tramite risorse nazionali, mentre “nel contempo, la crescita della spesa corrente finanziata a livello nazionale dovrebbe essere tenuta sotto controllo e limitata nel caso degli Stati membri con debiti elevati”. Nell’ambito della raccomandazione che sottolinea l’importanza della qualità delle misure di bilancio per assicurare una ripresa sostenibile e inclusiva vi è anche l’invito a incrementare gli investimenti, in particolare quelli volti a favorire le transizioni verde e digitale, per stimolare il potenziale di crescita. Infine, nel valutare la conformità degli Stati membri ai criteri del disavanzo e del debito, la Commissione europea valuta che 23 Stati membri non soddisfano il criterio del disavanzo e 13 Stati membri quello del debito. Nondimeno, la Commissione ritiene che “tenuto conto dell’elevata incertezza, della risposta concordata in materia di politica di bilancio alla crisi COVID-19 e delle raccomandazioni del Consiglio del 20 luglio 2020” allo stato attuale non sia opportuno prendere una decisione sull’eventuale assoggettamento degli Stati membri alla procedura per i disavanzi eccessivi.

**Sui programmi di bilancio a medio termine delineati nei programmi di stabilità per il 2021 aleggia un elevato grado di incertezza.** Tale incertezza riguarda non solo, fra gli altri fattori, l’evoluzione della pandemia di COVID-19, ma anche i cambiamenti, potenzialmente profondi, che il Dispositivo potrebbe determinare nell’area dell’euro. È quindi importante, per l’area dell’euro nel suo complesso, che per il momento le politiche di bilancio continuino a fornire sostegno, rafforzando nel contempo la sostenibilità delle finanze pubbliche attraverso misure sufficientemente mirate e politiche che gradualmente vengono differenziate su base nazionale.

---

<sup>6</sup> Per determinare l’orientamento delle politiche di bilancio, anziché utilizzare le misure consuete, come quelle di cui alla sezione 6 di questo numero del Bollettino, la Commissione europea utilizza la variazione della spesa primaria (al netto delle entrate dovute a misure discrezionali e delle misure temporanee di emergenza connesse con la crisi) comprensiva della spesa finanziata tramite sovvenzioni nell’ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza e di altri fondi dell’UE. Ciò tiene conto, tra le altre cose, del fatto che, pur non incidendo sul disavanzo, le sovvenzioni nell’ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza stimolano i sistemi economici.

# Articolo

## 1 La globalizzazione e le sue implicazioni per l'inflazione nelle economie avanzate

a cura di Maria Grazia Attinasi e Mirco Balatti

### 1 Introduzione

**Secondo la teoria della globalizzazione dell'inflazione, i fattori che influenzano le dinamiche di quest'ultima stanno acquisendo sempre più una portata mondiale.** Negli ultimi anni gli economisti hanno iniziato a riesaminare la capacità predittiva dei modelli standard dell'inflazione (ad esempio la curva di Phillips) e a considerare sempre più i fattori internazionali, compresa la globalizzazione, come possibile spiegazione della minore sensibilità dell'inflazione alle determinanti interne (la cosiddetta ipotesi di globalizzazione dell'inflazione)<sup>1</sup>. Pertanto, oltre alle misure nazionali dei margini di capacità produttiva inutilizzata, i modelli standard dell'inflazione dovrebbero tener conto del ruolo dei fattori globali, al di là dei loro effetti sui prezzi all'importazione.

**L'interesse per le determinanti globali dell'inflazione deriva dal comovimento osservato tra i tassi di inflazione nelle economie avanzate (EA), nel contesto della crescente internazionalizzazione dei mercati di beni, servizi e capitali.**

L'inflazione media delle EA è scesa da circa il 10 per cento negli anni '70 a tassi inferiori al 2 per cento dal 2014 in poi. Tuttavia, il ritmo della globalizzazione ha registrato una notevole accelerazione dall'inizio degli anni '90 (cfr. il grafico 1), con profonde implicazioni per la struttura dell'economia mondiale. Sebbene il ruolo dei fattori esterni (ad esempio i prezzi delle materie prime) sull'andamento dell'inflazione sia stato ampiamente documentato, si potrebbe anche sostenere che la globalizzazione, accrescendo l'interconnessione tra le economie mondiali, comporti la propagazione ad altri paesi degli shock verificatisi in una determinata economia, influenzando in tal modo i risultati macroeconomici interni. A tale proposito i ricercatori hanno considerato l'eventualità che la globalizzazione possa influenzare l'inflazione in maniera più strutturale, piuttosto che causare solo variazioni temporanee del livello dell'inflazione stessa<sup>2</sup>. In particolare, la globalizzazione potrebbe modificare la struttura dell'economia mondiale e quindi alterare il processo di formazione dell'inflazione, incidendo così sulla sua componente più persistente nelle economie avanzate.

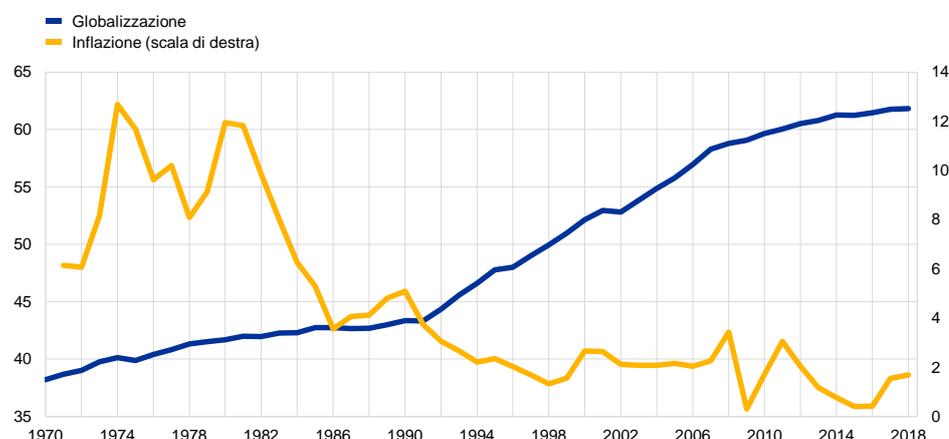
<sup>1</sup> Cfr. Auer, R., Borio, C e Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, n. 602, Banca dei regolamenti internazionali, gennaio 2017.

<sup>2</sup> Cfr. Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", *BIS Working Papers*, n. 791, Banca dei regolamenti internazionali, giugno 2019.

## Grafico 1

### Tassi di inflazione mediana nelle economie avanzate e indice di globalizzazione KOF

(scala di sinistra: indice; scala di destra: variazioni percentuali annuali)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, KOF Swiss Economic Institute e fonti nazionali.  
Nota: inflazione mediana di 22 paesi dell'OCSE e indice di globalizzazione KOF.

### **Il presente articolo esamina gli andamenti recenti dell'inflazione nelle economie avanzate e i canali attraverso cui la globalizzazione può alimentare la componente più persistente dell'inflazione.**

La questione è rilevante dal punto di vista della politica monetaria. Se l'impatto della globalizzazione sull'inflazione risultasse solo transitorio, allora l'autorità monetaria dovrebbe "guardare oltre" tale fenomeno. Se, invece, la globalizzazione comportasse un cambiamento nelle modalità di fissazione di prezzi e salari, essa alimenterebbe la componente più persistente dell'inflazione, con implicazioni dirette per la conduzione della politica monetaria. Il presente articolo tratta in particolare gli andamenti dell'inflazione a medio termine, misurati come media "smussata" dell'inflazione di fondo, al fine di escludere le componenti più volatili (quali i prezzi del petrolio e dei beni alimentari), che è definita come la componente più persistente dell'inflazione. L'articolo rileva che tre elementi della globalizzazione sembrano essere legati a una minore inflazione persistente: integrazione commerciale, globalizzazione dei flussi informativi e partecipazione alle catene globali del valore. Tuttavia, le stime disponibili indicano che tali effetti sono modesti sotto il profilo economico e l'articolo conclude che la globalizzazione non sembra essere una determinante chiave della sincronizzazione e del calo dei tassi di inflazione osservati nelle EA. In prospettiva, un'inversione (o un ulteriore rallentamento) delle tendenze alla globalizzazione potrebbe fornire una spinta solo limitata all'andamento dell'inflazione.

## 2 L'inflazione nelle economie avanzate: andamenti storici e determinanti comuni

### **Gli shock ciclici possono causare deviazioni temporanee dell'inflazione rispetto all'obiettivo fissato dalla banca centrale.**

Nel perseguire il mandato della stabilità dei prezzi, le banche centrali si pongono come obiettivo un tasso d'inflazione contenuto e stabile nel medio e lungo termine. Ciò si traduce nel fissare un obiettivo

quantitativo in termini di tasso di variazione sui dodici mesi del livello dei prezzi, che di solito corrisponde al 2 per cento<sup>3</sup>. Dato che l'inflazione guarda a un ampio paniere di beni e servizi, le oscillazioni delle componenti più volatili, come i prezzi delle materie prime e dei beni alimentari, esercitano su di essa un effetto temporaneo. Di solito l'autorità monetaria guarda oltre tali variazioni a breve termine<sup>4</sup>, basandosi invece sulle misure dell'inflazione di fondo per ottenere un'indicazione più precisa delle pressioni inflazionistiche a medio termine<sup>5</sup>.

**L'andamento dell'inflazione può inoltre essere influenzato da forze strutturali che riflettono, ad esempio, variazioni della struttura dell'economia derivanti da fattori interni o esterni (ad esempio, l'aumento dell'integrazione commerciale).**

Essendo caratterizzate da gradualità e persistenza, tali variazioni potrebbero alimentare la componente più persistente dell'inflazione, così da interferire potenzialmente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi a medio termine. Le banche centrali tenderebbero quindi a intervenire per isolare l'andamento dell'inflazione da questo tipo di shock. Tuttavia, poiché negli ultimi anni i tassi d'interesse si sono approssimati al limite inferiore in molti paesi, una considerazione fondamentale, che esula dalla trattazione del presente articolo, è se sia diminuito il margine di manovra di cui dispone la politica monetaria per neutralizzare l'influenza persistente delle forze strutturali sull'inflazione.

**Nel corso dell'ultimo mezzo secolo, si è evidenziato un crescente comovimento dei tassi medi di inflazione delle economie avanzate, a fronte di un calo della volatilità.** Dall'inizio degli anni '70 e fino alla metà degli anni '80, i tassi di inflazione in svariate EA sono saliti a livelli superiori al 10 per cento (cfr. il grafico 2), a eccezione della Germania e della Svizzera<sup>6</sup>. I tassi di inflazione hanno cominciato a scendere e a stabilizzarsi su livelli più bassi alla fine degli anni '80, quando diverse banche centrali hanno adottato un orientamento di politica monetaria più aggressivo. Dai primi anni '90 sia l'inflazione complessiva che la sua componente più persistente hanno cominciato a diminuire gradualmente, accompagnate da una riduzione della

<sup>3</sup> Il Consiglio direttivo della BCE ha adottato una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi in base alla quale mira a mantenere tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2 per cento nel medio termine. Il tasso di inflazione è misurato come la variazione, sul periodo corrispondente dell'anno precedente, dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il Federal Open Market Committee (FOMC) ritiene che un tasso di inflazione del 2 per cento a più lungo termine, così come misurato dalla variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali, sia il più coerente con il mandato della Federal Reserve di mantenere la stabilità dei prezzi.

<sup>4</sup> Tuttavia, le oscillazioni dei corsi petroliferi e delle materie prime possono avere un impatto più duraturo sull'inflazione e diventare quindi un elemento rilevante per la politica monetaria qualora alimentino l'inflazione di fondo nel medio periodo. A tale proposito occorre sempre condurre un'attenta analisi dei fattori all'origine delle dinamiche dei prezzi delle materie prime, al fine di valutare le implicazioni per la stabilità dei prezzi nel medio termine e di stabilire l'adeguata risposta della politica monetaria. Cfr. anche l'articolo *I corsi delle materie prime e il loro ruolo nella valutazione della crescita e dell'inflazione dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2013 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>5</sup> Le misure dell'inflazione di fondo mirano a eliminare il "rumore" e a rilevare la componente persistente (non osservabile) dell'inflazione. Cfr. l'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero 4/2018 di questo Bollettino. L'articolo esamina tre categorie di misure dell'inflazione di fondo: a) misure di esclusione permanente, che eliminano definitivamente alcune componenti volatili (ad esempio i prezzi del petrolio) con scarsa rilevanza per l'inflazione a medio termine in quanto meno persistenti; b) misure di esclusione temporanea, che si basano su medie troncate o mediane ponderate dell'inflazione e c) misure di esclusione basate sulla frequenza, che hanno lo scopo di filtrare la componente transitoria di tutte le sottocategorie dello IAPC e di mantenere solo le componenti persistenti. La misura dell'inflazione persistente utilizzata in questo articolo è un ibrido fra le categorie a) e c).

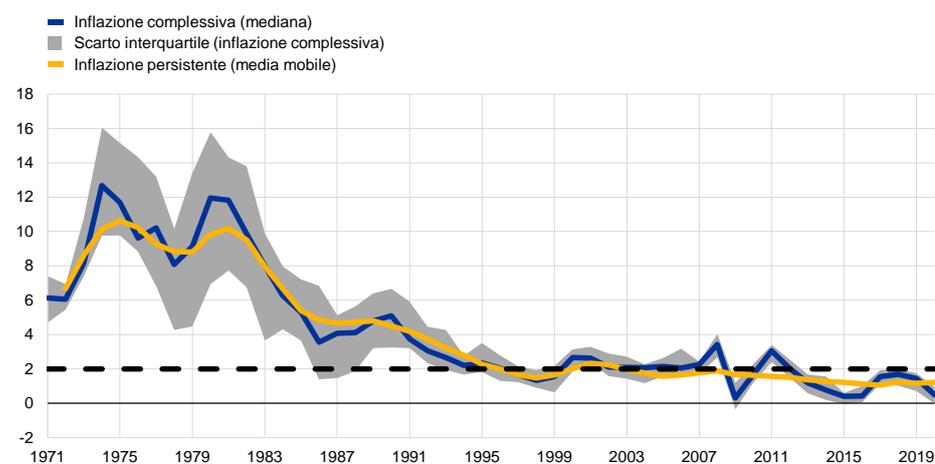
<sup>6</sup> Cfr. l'articolo *La "Grande Inflazione": insegnamenti per la politica monetaria* nel numero di maggio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

dispersione tra le economie avanzate (cfr. il grafico 2). Nel decennio successivo alla crisi finanziaria mondiale i tassi di inflazione hanno registrato la tendenza a un ulteriore ribasso, unitamente a un netto calo della volatilità. Durante tale periodo, caratterizzato da bassi tassi di inflazione e di interesse, economisti e autorità responsabili delle politiche economiche hanno dovuto affrontare l'enigma dell'"inflazione mancante".

## Grafico 2

### Inflazione complessiva e inflazione persistente nelle economie avanzate

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico rappresenta dati relativi a un gruppo di 22 paesi dell'OCSE. L'inflazione persistente è calcolata come media mobile centrata a tre anni della mediana dell'inflazione di fondo. L'ultima osservazione si riferisce al 2020.

### La crescente sincronizzazione dei tassi di inflazione tra i vari paesi riflette l'influenza di fattori comuni, come ampiamente documentato in letteratura.

Ciccarelli e Mojon<sup>7</sup> evidenziano il forte comovimento dei tassi di inflazione nei paesi dell'OCSE e mostrano che l'inflazione a livello mondiale spiega circa il 70 per cento della varianza tra paesi. In coerenza con questi risultati, gli autori trovano che includere l'inflazione mondiale migliori le previsioni dell'inflazione interna. Analogamente, Mumtaz e Surico<sup>8</sup> rilevano che il fattore globale è stato più rilevante fino alla metà degli anni '70, mentre la sua importanza è diminuita in seguito<sup>9</sup>.

**I comovimenti internazionali dell'inflazione possono essere spiegati da fattori quali shock comuni, l'evoluzione del regime di politica monetaria e i cambiamenti strutturali.** Questi fattori influenzano l'andamento dell'inflazione in modi diversi, con implicazioni differenti dal punto di vista della politica monetaria.

<sup>7</sup> Cfr. Ciccarelli, M. e Mojon, B., "Global Inflation", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n. 3, agosto 2010, pagg. 524-535, in cui gli autori elaborano tre misure alternative dell'inflazione a livello mondiale: una media dei tassi di inflazione tra paesi, l'inflazione aggregata nei paesi dell'OCSE e una misura basata sull'analisi statica dei fattori.

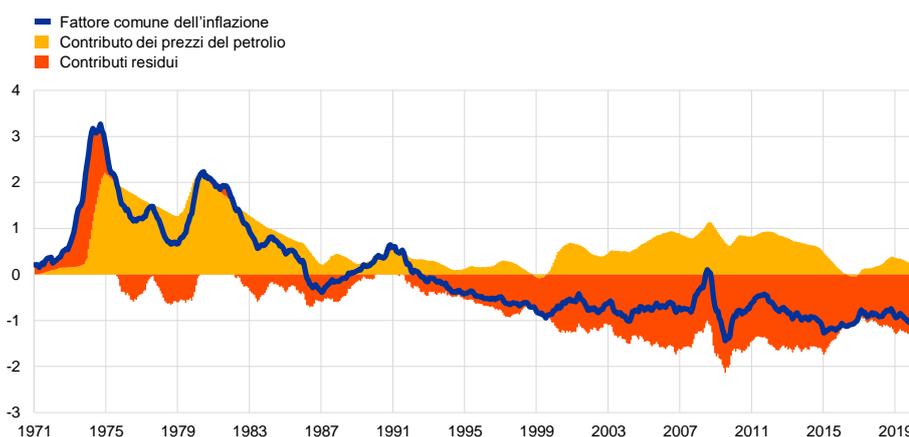
<sup>8</sup> Cfr. Mumtaz, H. e Surico, P., "Evolving International Inflation Dynamics: World and Country-specific Factors", *Journal of the European Economic Association*, vol. 10, n. 4, agosto 2012, pagg. 716-734.

<sup>9</sup> In una prospettiva storica più ampia, Gerlach e Stuart analizzano i dati dalla seconda metà dell'Ottocento sostenendo che l'effetto dell'inflazione internazionale sui prezzi interni, escluso il periodo della "Grande Inflazione", è rimasto notevolmente stabile nel tempo. Cfr. Gerlach, S. e Stuart, R., "International Co-Movements of Inflation, 1851-1913", *CEPR Discussion Paper*, n. DP15914, marzo 2021.

In primo luogo, gli shock comuni, di cui sono un esempio tipico le fluttuazioni dei prezzi del petrolio e delle materie prime non petrolifere, rappresentano una fonte globale di volatilità dell'inflazione. Come sostenuto da Lane<sup>10</sup>, dal momento che le banche centrali tendono a stabilizzare l'inflazione a medio termine senza isolarla completamente dall'impatto di tali shock (in gran parte temporanei), questi ultimi potrebbero dar conto dei forti comovimenti nella deviazione dei tassi di inflazione nazionali dal loro obiettivo a medio termine. Il grafico 3 illustra l'evoluzione del fattore comune stimato (non osservato) per l'inflazione di vari paesi e il contributo stimato dei prezzi del petrolio dall'inizio degli anni '70. Il grafico mostra che le fluttuazioni dei prezzi del petrolio hanno svolto un ruolo significativo al fine di spiegare il comovimento internazionale dell'inflazione durante gli anni '70, ma dalla fine degli anni '80 la loro importanza ha cominciato a diminuire, indicando così che sono entrati in gioco anche altri fattori<sup>11</sup>.

**Grafico 3**  
Inflazione mondiale e materie prime

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



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il fattore comune è al netto della media. Il campione di stima va da gennaio 1971 a dicembre 2019. La linea blu riflette il fattore comune a media zero dell'inflazione globale, ricavato replicando il metodo delle componenti principali utilizzato da Ciccarelli e Mojon (op. cit.) su un campione di 34 economie avanzate ed emergenti. Le aree gialle riflettono il contributo dei prezzi del petrolio come definito in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", intervento tenuto il 24 settembre 2015 alla *Philip Gamble Memorial Lecture*, University of Massachusetts, Amherst, Massachusetts. I coefficienti sono stimati mediante una regressione lineare del fattore comune sui prezzi del petrolio. Le aree rosse rappresentano i contributi residui.

In secondo luogo, il passaggio a regimi monetari basati su obiettivi di inflazione ha svolto un ruolo importante nella convergenza degli andamenti dell'inflazione verso livelli bassi e stabili nelle economie avanzate. I primi anni novanta hanno segnato un cambiamento nella conduzione della politica monetaria da parte di diverse

<sup>10</sup> Cfr. Lane, P. R., "International inflation co-movements", intervento tenuto in occasione della conferenza *Inflation: Drivers and Dynamics 2020 Online Conference*, Federal Reserve Bank of Cleveland/Banca centrale europea, 22 maggio 2020.

<sup>11</sup> Il ridimensionamento del contributo dei prezzi del petrolio alla componente comune dell'inflazione viene confermato anche quando la relazione è stimata a partire dai primi anni '90, oppure quando vengono inclusi i prezzi dei beni alimentari o quando vengono considerate variazioni su base mensile. Lane, ibid., sottolinea che la trasmissione delle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime all'inflazione interna non è, tuttavia, né automatica né uniforme tra i vari paesi. In un regime di politica monetaria indipendente, e quindi di tassi di cambio flessibili, non esiste una relazione deterministica tra i movimenti dei prezzi relativi internazionali e i tassi di inflazione. Ad esempio, nonostante il prezzo del petrolio sia quotato a livello mondiale in dollari USA, l'andamento delle variazioni del tasso di cambio tra dollaro statunitense ed euro ha fatto sì che il prezzo del petrolio in euro sia stato molto meno volatile rispetto al prezzo del petrolio in dollari.

banche centrali delle EA verso un regime basato su obiettivi di inflazione, volto a contenere i tassi di inflazione persistentemente elevati e ad ancorare le aspettative di inflazione (cfr. la tavola 1)<sup>12</sup>. Il perseguimento di un'inflazione bassa e stabile ha beneficiato di un maggior livello di indipendenza delle banche centrali man mano che si è affermato il consenso circa la riduzione delle pressioni politiche sulla conduzione della politica monetaria<sup>13</sup>. Il successo, protrattosi fino al 2007, delle politiche di contenimento dell'inflazione basate sugli obiettivi di inflazione ha superato la prova della crisi finanziaria mondiale<sup>14</sup>: i tassi d'inflazione sono rimasti contenuti e i tassi d'interesse si sono approssimati al limite inferiore effettivo (cfr. il grafico 4), limitando così il margine di manovra di cui disponeva la politica monetaria per riportare l'inflazione all'obiettivo prefissato.

## Tavola 1

### Regimi di politica monetaria nelle economie avanzate

Paese	Banca centrale	Obiettivo del regime di politica monetaria	Anno di definizione dell'obiettivo di inflazione	Livello/intervallo dell'obiettivo	Indice dei prezzi di riferimento	Esportazione di materie prime
<b>Australia</b>	Reserve Bank of Australia	Inflazione	1996	2-3	IPC	Sì
<b>Canada</b>	Bank of Canada	Inflazione	1991	2 (1-3)	IPC	Sì
<b>Svizzera</b>	Banca nazionale svizzera	Altro	1999	0-2	IPC	
<b>Area dell'euro</b>	Banca centrale europea	Stabilità dei prezzi	1998	Inferiore, ma prossimo, al 2 per cento	IAPC	
<b>Regno Unito</b>	Bank of England	Inflazione	1992	2 (1-3)	IPC	
<b>Giappone</b>	Banca del Giappone	Inflazione	2013	2	IPC	
<b>Corea del Sud</b>	Banca centrale coreana	Inflazione	1998	2	IPC	
<b>Norvegia</b>	Norges Bank	Inflazione	2001	2	IPC	Sì
<b>Nuova Zelanda</b>	Reserve Bank of New Zealand	Inflazione	1989	2 (1-3)	IPC	Sì
<b>Svezia</b>	Sveriges Riksbank	Inflazione	1993	2	IPC	
<b>Stati Uniti</b>	Federal Reserve System	Altro	2012	2	SCP	

Fonti: Balatti, M., "Inflation volatility in small and large advanced open economies", *Working Paper Series*, n. 2448, BCE, 2020 e *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*, Fondo monetario internazionale, agosto 2020.

Note: la tavola, adattata a partire da quelle presenti in Balatti e FMI, fa riferimento a 11 economie avanzate con obiettivi espliciti di inflazione o stabilità dei prezzi. IPC sta per indice dei prezzi al consumo, IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo e SCP sta per indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali.

<sup>12</sup> Durante questo periodo molte autorità monetarie hanno adottato, in modo esplicito o implicito, regimi basati su obiettivi di inflazione, secondo una tendenza che è stata definita la "globalizzazione delle banche centrali". Cfr. Arrigoni, S., Beck, R., Ca' Zorzi, M. e Stracca, L., "Globalisation: What's at stake for central banks", VoxEU, febbraio 2020.

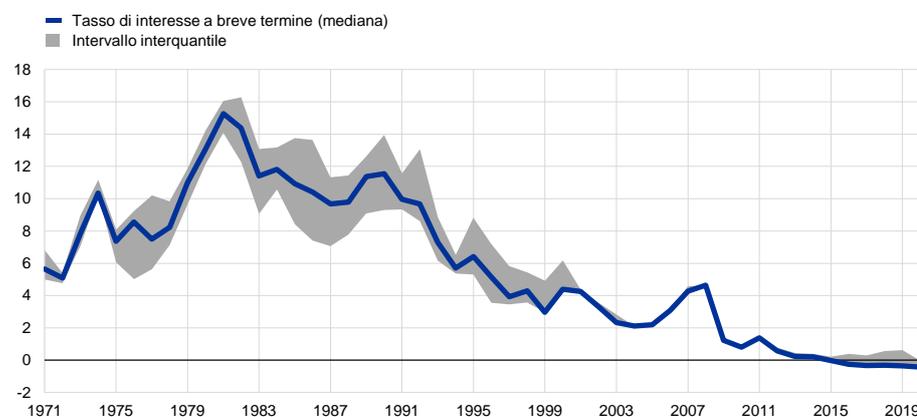
<sup>13</sup> In tale contesto, l'adozione di obiettivi di inflazione espliciti ha permesso alle banche centrali di rendersi responsabili per il proprio operato e ha limitato la discrezionalità della politica monetaria, controbilanciando così la flessibilità derivante dalla maggiore indipendenza. Cfr. Dall'Orto Mas, R. et al., "The case for central bank independence", *Occasional Paper Series*, n. 248, BCE, 2020.

<sup>14</sup> Cfr. Rogoff, K., "Globalization and global disinflation", *Economic Review*, vol. 88, quarto trimestre 2003, pagg. 45-78; Williams, J.C., "Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges", Federal Reserve Bank of San Francisco, ottobre 2014.

## Grafico 4

### Tassi di interesse nelle economie avanzate

(valori percentuali)



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico riporta dati relativi a un gruppo di 22 paesi dell'OCSE. Si impiegano i tassi di interesse per i contratti con scadenza a tre mesi per approssimare i tassi a breve a termine. Nel periodo successivo alla creazione dell'area dell'euro l'intervallo interquartile dei tassi di interesse è condizionato meccanicamente dal fatto che alcuni paesi all'interno del campione hanno una politica monetaria comune.

### **In terzo luogo, variazioni strutturali dell'economia possono influenzare gli andamenti dell'inflazione alimentandone la componente più persistente.**

La struttura dell'economia è importante per il profilo dell'inflazione perché determina le dinamiche di formazione dei prezzi e delle retribuzioni. Le variazioni strutturali dell'economia si suddividono sostanzialmente in due categorie principali<sup>15</sup>. La prima racchiude cambiamenti su scala nazionale, che però influenzano le diverse economie in modi simili, dando così luogo ad andamenti inflazionistici comuni tra vari paesi. Un esempio di questo tipo di cambiamenti strutturali è rappresentato da quelli demografici, che possono influenzare l'inflazione attraverso molti canali<sup>16</sup>. La seconda categoria comprende le variazioni su scala internazionale, che accrescono l'interdipendenza tra le varie economie mondiali: l'esempio più degno di nota è senza dubbio la globalizzazione economica e finanziaria diffusasi a partire dagli anni novanta.

**L'influenza della globalizzazione sull'andamento dell'inflazione è stata ampiamente dibattuta sia dalle autorità competenti per l'adozione delle politiche economiche sia nel mondo accademico.** In un modello standard basato

<sup>15</sup> Cfr. Lane, op. cit.

<sup>16</sup> Cfr. Lis, E., Nickel, C. e Papetti, A., "Demographics and inflation in the euro area: a two-sector new Keynesian perspective", *Working Paper Series*, n. 2382, BCE, marzo 2020. L'invecchiamento della popolazione può avere effetti sull'inflazione riducendo la partecipazione alle forze di lavoro e la produttività, ma anche contribuendo alla tendenza al ribasso del tasso di interesse di equilibrio. Un esame esaustivo dei canali di trasmissione delle variazioni strutturali dell'economia nazionale esula tuttavia dall'ambito di studio del presente articolo.

sulla curva di Phillips<sup>17</sup>, le forze esogene (ad esempio domanda estera e prezzi esteri) si ripercuotono sull'inflazione attraverso pressioni sulla capacità produttiva inutilizzata interna e/o i prezzi all'importazione di beni finali o intermedi. Inoltre, poiché l'integrazione commerciale influenza soprattutto il prezzo relativo dei beni commerciabili rispetto a quello dei beni non commerciabili, si ritiene che l'impatto sui tassi di inflazione medi sia limitato nel medio periodo. Le tesi a sostegno di un ruolo più diretto dei fattori esteri nello spiegare le oscillazioni inflazionistiche<sup>18</sup> si stanno rafforzando e ciò rende necessario integrare i modelli della curva di Phillips con indicatori della capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale. Nel contempo si è riconosciuto in misura crescente il ruolo che la globalizzazione riveste nella trasformazione dell'economia mondiale. L'integrazione economica internazionale nelle sue varie dimensioni (ad esempio lavoro, commercio di prodotti finali e intermedi) potrebbe rappresentare un shock positivo persistente dal lato dell'offerta, con sostenute pressioni disinflazionistiche e uno spostamento verso il basso della curva di Phillips. L'integrazione potrebbe tuttavia anche influenzare la struttura di mercato, aumentando la concorrenza in molti mercati e generando variazioni strutturali che potrebbero influenzare il processo inflazionistico, con un possibile appiattimento della curva di Phillips<sup>19</sup>.

### 3 Globalizzazione: principali caratteristiche e canali di trasmissione all'inflazione

**La globalizzazione, in ragione della sua natura pluridimensionale, ha lasciato un'impronta determinante sull'economia mondiale.** Per quanto avesse evidenziato una tendenza crescente già negli anni settanta, la globalizzazione ha acquisito slancio negli anni novanta, con l'inizio di una fase di "iperglobalizzazione"<sup>20</sup>, che ha condotto alla progressiva riduzione degli ostacoli (transfrontalieri) ai flussi di persone, capitali, beni, servizi, informazioni e conoscenze. Essa ha poi attraversato una fase di stallo dopo la grande crisi finanziaria, a causa di un rallentamento dell'integrazione economica. Tale rallentamento ha rispecchiato effetti di composizione derivanti dalla sempre maggiore importanza delle economie emergenti

<sup>17</sup> Le dinamiche inflazionistiche sono tipicamente modellate in base alla curva di Phillips, formulata come un rapporto inverso nel breve e medio periodo tra il tasso di inflazione e la posizione ciclica dell'economia interna. Nelle fasi di espansione economica, una diminuzione della capacità produttiva inutilizzata (ad esempio bassa disoccupazione) esercita, mediante un aumento delle retribuzioni e via via che queste vengono traslate dalle imprese ai consumatori, una pressione al rialzo sui prezzi. Le stime empiriche della curva di Phillips impiegano indicatori della capacità produttiva inutilizzata nel mercato del lavoro e controllano, tra le altre variabili, per il ruolo delle aspettative di inflazione, dei corsi petroliferi e del tasso di cambio. Considerate le buone proprietà empiriche che la caratterizzano, la curva di Phillips è diventata il modello di riferimento utilizzato in molte banche centrali per analizzare e prevedere gli andamenti dell'inflazione, sia di fondo sia complessiva.

<sup>18</sup> Cfr. Borio, C. e Filardo, A., "Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, Banca dei regolamenti internazionali, maggio 2007. Per un'analisi più recente con un focus sulle determinanti internazionali e nazionali dell'inflazione, cfr. Auer, Borio e Filardo, op. cit.. Cfr. la sezione 4 del presente articolo per un'analisi più approfondita.

<sup>19</sup> Cfr. l'intervento "Inflation in a globalised world", tenuto da Carney, M., in occasione dell'Economic Symposium organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City a Jackson Hole, nel Wyoming, il 29 agosto 2015; e il discorso "[De]Globalisation and inflation", pronunciato da Carney, M. alla Michel Camdessus Central Banking Lecture, organizzata dal Fondo monetario internazionale a settembre 2017.

<sup>20</sup> Cfr. Rodrik, D., *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, WW Norton, 2011.

(emerging market economies, EME) nell'attività economica mondiale, per via della loro minore intensità commerciale, da una moderazione nell'espansione delle catene globali del valore (CGV) e da un minore sostegno da parte del credito al commercio<sup>21</sup>.

**L'integrazione commerciale e la crescente frammentazione della produzione nelle catene di approvvigionamento integrate verticalmente sono state caratteristiche fondamentali della globalizzazione.** L'intensità degli scambi internazionali, misurata come la quota di importazioni di beni e servizi a livello mondiale in rapporto al PIL, è aumentata dal 30 per cento nel 1980 a più del 50 per cento nel 2008, per poi stabilizzarsi intorno a tale livello. L'integrazione commerciale è stata stimolata dagli sforzi di liberalizzazione degli scambi (gli accordi di libero scambio a livello bilaterale e multilaterale), che hanno determinato un calo senza precedenti dei dazi medi (cfr. il pannello a) del grafico 5), oltre a una riduzione delle imposte e a un alleggerimento della regolamentazione. Nel contempo, lo sviluppo delle tecnologie dell'informazione e dei trasporti e la diminuzione delle barriere commerciali hanno consentito la frammentazione dei processi produttivi lungo le catene di approvvigionamento collocate nei vari paesi. L'integrazione di tali catene ha determinato un forte aumento degli scambi di beni intermedi, utilizzati come fattori di produzione. Dal 1995 al 2007, l'interscambio legato alle CGV è aumentato da circa il 25 al 40 per cento delle esportazioni mondiali, per poi stabilizzarsi dopo la grande crisi finanziaria (cfr. la linea rossa nel pannello b) del grafico 5)<sup>22</sup>. L'aumento della partecipazione alle CGV è strettamente correlato alla crescente integrazione delle economie emergenti nei processi produttivi mondiali, in particolare alla crescita senza precedenti della Cina, la cui quota sul PIL mondiale è aumentata dal 5 per cento circa nel 1993 al 19 nel 2019.

---

<sup>21</sup> Cfr. IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, settembre 2016.

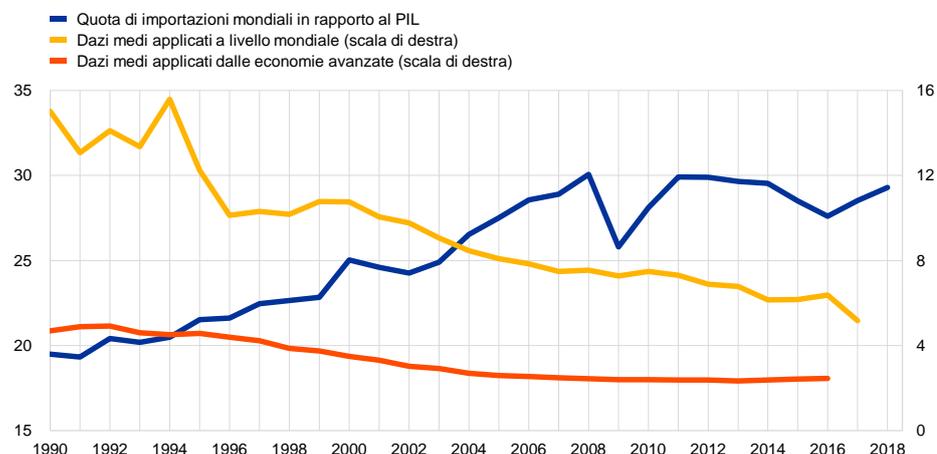
<sup>22</sup> Il commercio legato alle CGV è misurato come la proporzione di beni intermedi scambiati nelle esportazioni mondiali totali che attraversano almeno due frontiere nazionali (cfr. Borin, A. e Mancini, M., "Follow the value added: tracking bilateral relations in global value chains", MPRA Paper, n. 82692, University Library of Munich, novembre 2017).

## Grafico 5

### Globalizzazione commerciale

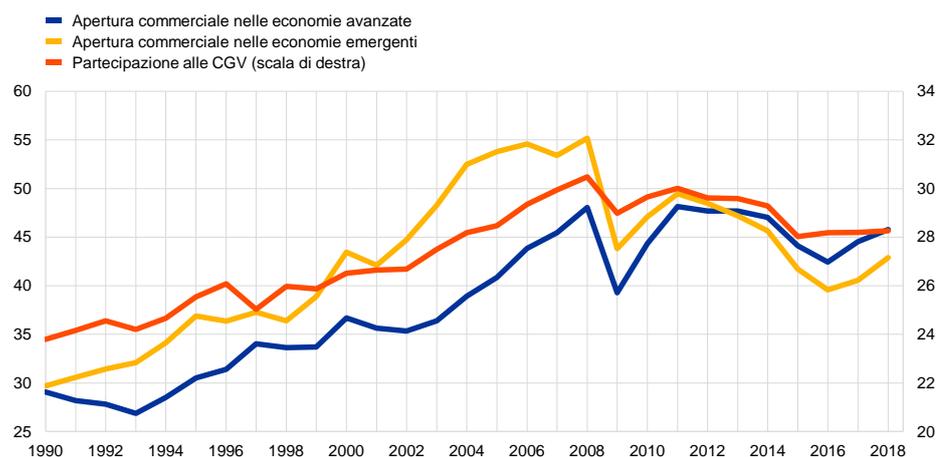
#### a) Intensità degli scambi e aliquote dei dazi

(scala di sinistra: in percentuale; scala di destra: valori percentuali)



#### b) Apertura commerciale e partecipazione alle catene globali del valore

(in percentuale)



Fonti: OCSE, TIVA, FMI, Banca mondiale (World Development Indicators) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: importazioni nominali in percentuale del PIL. Il dazio medio applicato corrisponde alla media non ponderata dei tassi effettivamente applicati a tutti i prodotti soggetti a dazi, calcolata in termini percentuali per tutti i beni scambiati. L'apertura commerciale è calcolata come somma delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi in percentuale del PIL. La partecipazione alle CGV è data dalla quota di scambi legati alle CGV rispetto alle esportazioni lorde. Gli scambi legati alle CGV sono definiti come il valore aggiunto che ha attraversato almeno due frontiere nazionali (Borin e Mancini, op. cit.). I dati relativi al periodo dal 2016 al 2018 si basano su stime della BCE.

**La globalizzazione commerciale potrebbe avere effetti sull'inflazione delle economie avanzate influenzando il meccanismo di determinazione dei prezzi e delle retribuzioni.** L'aumento dell'integrazione commerciale e una maggiore partecipazione dei produttori a basso costo ai processi produttivi mondiali hanno un effetto disinflazionistico diretto, che agisce attraverso una riduzione sia dell'inflazione

importata<sup>23</sup>, sia dei margini di ricarico medi delle imprese nazionali, a fronte di una maggiore concorrenza dall'estero<sup>24</sup>. Di conseguenza le imprese meno produttive potrebbero uscire dal mercato, riducendo ulteriormente le pressioni sui costi<sup>25</sup>. Anche la partecipazione alle catene globali del valore può contribuire a determinare effetti disinflazionistici ed è associata a una maggiore sincronizzazione dell'inflazione tra le economie avanzate<sup>26</sup>. Secondo Andrews et al.<sup>27</sup> per le economie avanzate l'aumento della partecipazione alle CGV ha determinato una diminuzione dell'inflazione rilevata dall'indice dei prezzi alla produzione (IPP) di 0,15 punti percentuali in media. La partecipazione alle CGV contribuisce a ridurre l'inflazione esercitando pressioni al ribasso sul costo del lavoro per unità di prodotto (attraverso un aumento della produttività e una diminuzione della crescita retributiva) nel paese d'importazione, soprattutto quando le catene di approvvigionamento comprendano anche paesi con bassi livelli salariali.

**La globalizzazione ha anche comportato effetti pervasivi sui mercati del lavoro, erodendo il potere contrattuale dei lavoratori nelle economie avanzate e ridimensionando ulteriormente i costi di produzione.** Da un lato, la maggiore integrazione commerciale ha consentito uno spostamento geografico dei centri di produzione verso le grandi economie emergenti caratterizzate da un'ampia disponibilità di manodopera a basso costo nella manifattura. Esempi degni di nota in questo ambito sono la reintegrazione, dopo il 1990, dei paesi dell'Europa centrale, orientale e sudorientale nell'economia di mercato e l'ingresso, agli inizi degli anni 2000, della Cina nell'economia mondiale; queste circostanze hanno determinato un aumento senza precedenti dell'offerta di lavoro a livello mondiale. Molti lavoratori si sono trasferiti dalle aree rurali a quelle urbane all'interno di uno stesso paese. In Cina, ad esempio, la tendenza di tale tipo di migrazione è strettamente legata all'integrazione commerciale e ha permesso alla capacità di esportazione di espandersi per decenni senza un concomitante aumento dei costi di produzione<sup>28</sup>. D'altro canto, la globalizzazione, facilitando i flussi migratori internazionali verso le economie avanzate, ha influenzato il rapporto tra disoccupazione e modalità di determinazione delle retribuzioni nel paese ospitante. In presenza di un forte aumento dei flussi migratori in ingresso, elasticità dell'offerta di manodopera eterogenee tra

<sup>23</sup> Tale effetto disinflazionistico diretto è generalmente catturato dai prezzi all'importazione e può diventare duraturo solo nella misura in cui i prezzi esteri sono sistematicamente inferiori a quelli interni. Per la Francia, Carluccio et al. dimostrano che il differenziale tra i prezzi all'esportazione (che costituiscono una proxy del livello dei prezzi dei beni prodotti internamente) e quelli all'importazione dei paesi a basso reddito (ad esempio la Cina e i paesi che hanno aderito all'UE nel 2004 o successivamente) era elevato nel periodo compreso tra il 1994 e il 2014 ed è diminuito solo in misura lieve nel corso del tempo. Cfr. Carluccio, J., Gautier, E. e Guilloux-Nefussi, S., "Dissecting the Impact of Imports from Low-Wage Countries on French Consumer Prices", *Banque de France Working Papers*, n. 672, aprile 2018.

<sup>24</sup> Melitz, M. e Ottaviano, G., "Market size, Trade, and Productivity", *Review of Economic Studies*, vol. 75, numero 1, 2008, pagg. 295-316.

<sup>25</sup> Guerrieri, L., Gust, C. e López-Salido, J.D., "International competition and inflation: a New Keynesian perspective", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n. 4, 2010, pagg. 247-80; Amiti, M., Itskhoki, O. e Konings, J., "International Shocks, Variable Markups and Domestic Prices", *Review of Economic Studies*, vol. 86(6), novembre 2019, pagg. 2356-2402.

<sup>26</sup> Cfr. de Soyres, F. e Franco, S., "Inflation Dynamics and Global Value Chains", *Policy Research Working Paper*, n. 9090, Banca mondiale, 2019.

<sup>27</sup> Andrews, D., Gal, P. e Witheridge, W., "A genie in a bottle? Globalisation, Competition and Inflation?", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1462, 2018.

<sup>28</sup> Per un'analisi approfondita del ruolo della Cina negli andamenti dell'inflazione nelle economie avanzate, cfr. Gern, K.-J. et al., "Higher inflation in China: Risks for Inflation and Output in Advanced Economies", *Kiel Policy Briefs*, n. 36, Kiel Institute for the World Economy, ottobre 2011.

lavoratori autoctoni e immigrati determinano una riduzione del costo marginale del lavoro ed esercitano una pressione al ribasso sull'inflazione<sup>29</sup>.

**La globalizzazione delle informazioni e la digitalizzazione rappresentano altre due dimensioni dell'integrazione mondiale che sono cresciute nelle economie avanzate a partire dal 1990.** I progressi tecnologici degli ultimi decenni hanno condotto a un brusco aumento del flusso delle informazioni e delle comunicazioni nelle economie avanzate. Benché siano molto difficili da misurare, il KOF Swiss Economic Institute elabora degli appositi indicatori che hanno ad oggetto tali flussi<sup>30</sup>. La componente de jure del KOF Informational Globalisation Index<sup>31</sup> misura la capacità di condividere informazioni tra paesi, sulla base dell'accesso a Internet e della libertà di stampa. Se tale indicatore è in crescita dal 1970, la componente de facto del KOF Informational Globalization Index, misurata in termini di larghezza di banda Internet utilizzata, brevetti internazionali ed esportazioni di tecnologia, è aumentata in maniera sorprendente dopo la grande crisi finanziaria. Negli anni più recenti entrambi gli indicatori si sono stabilizzati.

**L'integrazione indotta dalla digitalizzazione ha mutato a livello mondiale la modalità di determinazione dei prezzi della grande distribuzione.** L'avvento delle tecnologie che consentono di fissare i prezzi in base ad algoritmi, facilmente trasferibili tra paesi e imprese, e la trasparenza garantita da Internet hanno ampliato gli orizzonti geografici dei consumatori e rafforzato le tendenze alla globalizzazione grazie ai minori costi di ricerca a carico dei consumatori e all'aumentata efficienza e produttività di cui beneficiano i produttori. Il maggiore grado di competitività tra le imprese aumenta la correlazione geografica tra le variazioni dei prezzi e tende a ridurre gli aumenti<sup>32</sup>. Le imprese appartenenti ad alcuni settori aggiornano i prezzi più frequentemente rispetto ai decenni precedenti, benché non sia ancora chiaro in quale misura l'adozione di politiche di determinazione dei prezzi dinamiche influenzi la flessibilità dei prezzi di riferimento, e quindi la pendenza della curva di Phillips. Nel caso degli Stati Uniti ci sono evidenze a favore di una maggiore omogeneità tra i prezzi dei beni applicati dalle imprese appartenenti al settore della distribuzione, il che sembra indicare maggiori complementarità strategiche nella modalità di determinazione dei prezzi (cioè un'elevata sensibilità ai prezzi fissati dai concorrenti)<sup>33</sup>. Per contro, le prime evidenze relative ad alcuni paesi dell'area dell'euro suggeriscono che vi sia una minore uniformità dei prezzi rispetto agli Stati Uniti.

**L'ascesa di imprese "superstar", molte delle quali operanti nel settore tecnologico, ha un impatto ambiguo sulla determinazione dei prezzi.** Le imprese "superstar", caratterizzate da una notevole produttività, hanno accresciuto rapidamente la propria quota di mercato, consentendo alle imprese con prodotti di

<sup>29</sup> Cfr. Bentolila, S., Dolado, J.J. e Jimeno, J.F., "Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain", *European Economic Review*, vol. 52, n. 8, 2008, pagg. 1398-1423.

<sup>30</sup> Cfr. Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N. e Sturm, J.-E., "The KOF Globalisation Index – revisited", *The Review of International Organizations*, vol. 14(3), 2019, pagg. 543-574.

<sup>31</sup> Cfr. Dreher, A., "Does Globalization Affect Growth? Evidence from a new Index of Globalization", *Applied Economics*, vol. 38(10), 2006, pagg. 1091-1110.

<sup>32</sup> Cfr. Cavallo, A., "Scraped Data and Sticky Prices", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 100, n. 1, 2018, pagg. 105-119.

<sup>33</sup> Cfr. Belz, S., Wessel, D. e Yellen, J., "What's (Not) Up With Inflation?", The Brookings Institution, gennaio 2020.

qualità superiore, costi marginali inferiori o maggiore capacità di innovazione di percepire guadagni sproporzionati rispetto alle epoche precedenti<sup>34</sup>. Tale tendenza probabilmente ha influenzato l'andamento dei prezzi nel corso del tempo, ma resta ambigua la direzione di tale impatto. Da un lato, tali imprese possono sfruttare la maggiore produttività per ridurre i prezzi e massimizzare la propria quota di mercato. Nella misura in cui ciò si traducesse in un livello crescente di concorrenza, i margini e i prezzi risulterebbero ulteriormente ridotti, con un conseguente appiattimento dell'inflazione di fondo. Dall'altro lato, se con la globalizzazione le vendite diventassero appannaggio delle imprese più produttive di ogni settore, aumenterebbe il grado di concentrazione del mercato dei prodotti e diminuirebbe quindi la concorrenza. A seconda del grado di contendibilità del singolo mercato di riferimento, il potere di mercato monopolistico e oligopolistico consentirebbe alle imprese di accrescere i propri margini, con un conseguente impatto sulla determinazione dei prezzi.

#### 4 L'impatto della globalizzazione sull'inflazione nelle economie avanzate

**Le evidenze empiriche relative alla maniera in cui la capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale influenza la risposta dell'inflazione alle condizioni cicliche interne non sono univoche.** I primi studi sugli effetti disinflazionistici della globalizzazione si sono principalmente concentrati sulle misure della capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale. Secondo Borio e Filardo<sup>35</sup>, l'inclusione della capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale (ossia una media ponderata degli output gap internazionali) nelle tradizionali equazioni sul tasso di inflazione di riferimento accresce in misura considerevole il potere esplicativo di queste ultime, facendo così luce sulle fluttuazioni cicliche dell'inflazione nelle diverse economie avanzate. Lodge e Mikolajun<sup>36</sup> integrano la curva di Phillips relativa a un panel di economie avanzate con misure della capacità produttiva inutilizzata e dell'inflazione a livello mondiale riscontrando deboli evidenze circa il fatto che la prima determini l'inflazione interna<sup>37</sup>. In base ai riscontri ottenuti, l'inflazione mondiale ha avuto un ruolo più rilevante negli anni '70 e '80 (ossia nel periodo della grande inflazione), perdendo significatività durante le fasi caratterizzate da tassi di inflazione più stabili. Secondo Bianchi e Civelli<sup>38</sup>, la capacità inutilizzata a livello mondiale incide sulle dinamiche dell'inflazione e la globalizzazione, misurata in termini di apertura commerciale e finanziaria, mostra una correlazione positiva con gli effetti di tale capacità inutilizzata sull'inflazione. Tuttavia, gli autori concludono che "... per essere

<sup>34</sup> Cfr. Autor, D., Dorn, D., Katz, L.F., Patterson, C. e Van Reenen, J., "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, numero 2, 2020, pagg. 645-709.

<sup>35</sup> Cfr. Borio, C. e Filardo, A., op. cit.

<sup>36</sup> Cfr. Mikolajun, I. e Lodge, D., "Advanced economy inflation: the role of global factors", *Working Paper Series*, n. 1948, BCE, agosto 2016.

<sup>37</sup> Cfr. l'articolo *L'inflazione nell'area dell'euro e le sue determinanti interne e globali* nel numero 4/2017 di questo Bollettino, che riscontra elementi solo limitati a sostegno dell'inclusione di misure della capacità inutilizzata e dell'integrazione nelle CGV mondiali nelle analisi basate sulla curva di Phillips in sede di esame dell'inflazione nell'area dell'euro.

<sup>38</sup> Cfr. Bianchi, F. e Civelli, A., "Globalization and inflation: Evidence from a time-varying VAR", *Review of Economic Dynamics*, vol. 18, numero 2, 2015, pagg. 406-433.

economicamente significativi, gli effetti della globalizzazione richiedono cambiamenti considerevolmente ampi del grado di apertura” (traduzione non ufficiale). L’analisi presentata nel riquadro 1 conferma che nel caso dei paesi dell’Europa centrale e orientale appartenenti all’UE, la loro crescente integrazione nell’economia mondiale dall’inizio degli anni 2000 ha indebolito la reattività dell’inflazione al consumo alle condizioni interne, sebbene questo effetto sia quantitativamente modesto. Tale impatto è più pronunciato nel settore manifatturiero a causa di una maggiore integrazione nelle CGV e, conseguentemente, di una più elevata esposizione alla concorrenza internazionale e alle complementarità strategiche. Si riscontra inoltre che alcuni aspetti della digitalizzazione (ad esempio l’uso di Internet per il commercio elettronico) indeboliscono la correlazione tra inflazione e condizioni cicliche interne.

**Le evidenze relative all’impatto della globalizzazione sulla componente persistente dell’inflazione sono limitate e, al massimo, indicano degli effetti modesti.**

Forbes<sup>39</sup> analizza l’impatto delle variabili mondiali sulle dinamiche dell’inflazione e rileva che, sebbene vi sia una correlazione positiva tra misure della capacità inutilizzata a livello mondiale e inflazione ciclica, gli effetti sulla componente più persistente dell’inflazione non sono significativi. In modo analogo, Kamber e Wong<sup>40</sup> studiano il ruolo esercitato dagli shock esterni nel determinare l’andamento dell’inflazione e riscontrano evidenze di una notevole influenza sui divari inflazionistici, mentre l’impatto sulla componente persistente è ridotto. La correlazione negativa ma relativamente contenuta tra globalizzazione e componente persistente dell’inflazione è confermata nell’analisi presentata nel riquadro 2.

**Nelle varie economie avanzate sono tre gli elementi della globalizzazione che risultano inversamente correlati alla componente persistente dell’inflazione: l’integrazione commerciale, la globalizzazione dei flussi informativi e la partecipazione alle CGV.**

L’ampia rassegna sulla globalizzazione riportata nel presente articolo e impiegata nell’analisi empirica del riquadro 2 consente un’indagine approfondita sulla maniera in cui la globalizzazione può influenzare le dinamiche dell’inflazione. I risultati indicano la presenza di effetti di composizione dato che la globalizzazione, nelle sue varie dimensioni, sembra agire come una forza disinflazionistica nel caso dell’inflazione dei beni, ma non di quella dei servizi. Ciò suggerisce che le oscillazioni dell’inflazione complessiva più marcate, verificatesi negli anni '90 e poi ancora dopo la crisi finanziaria mondiale, sono probabilmente collegate ad altri fattori, quali cambiamenti nei regimi di politica monetaria, calo delle aspettative di inflazione e minore indicizzazione dei salari. I risultati, in linea con la letteratura, sono validi sia per il campione trasversale delle economie avanzate analizzate sia per l’area dell’euro. Pertanto il presente articolo concorda con Forbes<sup>41</sup>, secondo cui “le variabili mondiali... hanno una capacità limitata di migliorare la nostra comprensione delle dinamiche alla base delle tendenze di fondo dell’inflazione, di norma lente a cambiare, e non sembrano aver assunto maggiore rilevanza nel corso dell’ultimo decennio” (traduzione non ufficiale). Ne consegue che i modelli standard

<sup>39</sup> Cfr. Forbes, K., “Has globalization changed the inflation process?”, op. cit.

<sup>40</sup> Cfr. Kamber, G. e Wong, B., “Global factors and trend inflation”, *Journal of International Economics*, vol. 122, 2020.

<sup>41</sup> Cfr. Forbes, K., “Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, autunno 2019, pagg. 257-338.

dell'inflazione, sebbene possano essere integrati per tener conto del ruolo dei fattori mondiali, non dovrebbero essere completamente sostituiti. Ciò è coerente con le evidenze secondo cui il più drastico calo dei tassi di inflazione nelle economie avanzate e della sua componente persistente è iniziato negli anni '80, quando la globalizzazione era ancora latente e la digitalizzazione era contenuta, e si è arrestato intorno alla metà degli anni '90, quando la Cina non aveva ancora aderito all'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) (cfr. il grafico 2). L'analisi presentata nel riquadro 2 mostra inoltre che il calo dei tassi d'inflazione verificatosi negli anni '90 è stato sincrono tra i vari beni e servizi. Poiché si suppone che questi ultimi siano stati relativamente insensibili all'integrazione transfrontaliera, è possibile concludere che sembra improbabile che la globalizzazione, pur avendo verosimilmente esercitato lievi spinte al ribasso sulla componente persistente dell'inflazione, sia stata la determinante principale all'origine del calo di quest'ultima.

## Riquadro 1

### Globalizzazione e curva di Phillips nei paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE

a cura di Tina Zumer e Francesco Chiacchio

Il presente riquadro esamina la reattività dei prezzi al consumo alle condizioni interne nei paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti all'UE e la possibilità che tale correlazione sia influenzata da due misure della globalizzazione: l'apertura commerciale e la partecipazione alle catene globali del valore (CGV). Per il gruppo degli undici paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) che hanno aderito all'UE, omogeneo e comprendente cinque paesi dell'area dell'euro (Estonia, Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia) nonché altri sei Stati membri (Bulgaria, Repubblica Ceca, Croazia, Ungheria, Polonia e Romania), si stima una rappresentazione standard di una curva di Phillips neo-keynesiana ibrida, approssimando i costi marginali con la capacità inutilizzata nell'economia e utilizzando dati trimestrali degli anni tra il 2001 e il 2019. Durante tale periodo, i paesi PECO facenti parte dell'UE hanno mantenuto un elevato livello di apertura e sono stati relativamente più integrati nelle catene produttive mondiali rispetto all'area dell'euro e alla maggior parte delle economie avanzate<sup>42</sup>. Le stime sono effettuate mediante una regressione della variazione sul trimestre precedente dello IAPC al netto della componente energetica e alimentare sul divario di disoccupazione (unemployment gap), sull'inflazione passata e sui due ritardi del deflatore delle importazioni<sup>43</sup>. Per verificare se la globalizzazione incide sulla pendenza della curva di Phillips, si introduce un'interazione tra il coefficiente del divario di disoccupazione e le misure del grado di apertura commerciale e di integrazione nelle catene transfrontaliere di approvvigionamento<sup>44</sup>.

<sup>42</sup> Cfr., ad esempio, l'articolo *L'impatto delle catene globali del valore sull'analisi macroeconomica dell'area dell'euro* nel numero 8/2017 di questo Bollettino.

<sup>43</sup> La variabile dipendente è il tasso di crescita dell'inflazione di fondo annualizzato sul trimestre precedente, mentre il deflatore delle importazioni è considerato sulla base dei tassi di crescita sul periodo corrispondente. Le regressioni comprendono anche un ampio insieme di effetti fissi che danno conto del ciclo macroeconomico di un paese e degli shock idiosincratichi comuni a tutti i paesi.

<sup>44</sup> L'apertura commerciale è calcolata in termini di esportazioni lorde di beni e servizi in percentuale del PIL. La partecipazione alle CGV è misurata come la quota di commercio legato alle CGV sul totale delle esportazioni lorde (Borin e Mancini, op. cit.), dove il commercio legato alle CGV è definito come la somma tra il valore aggiunto interno esportato che viene riesportato da un importatore diretto (commercio a valle delle CGV) e il valore aggiunto estero incorporato nelle esportazioni proprie (commercio a monte delle CGV). Per una migliore interpretazione dei termini di interazione, i livelli di partecipazione alle CGV e di apertura commerciale sono espressi come variabili dummy pari a 1 se l'osservazione sottostante è superiore a quella della mediana di lungo termine del panel.

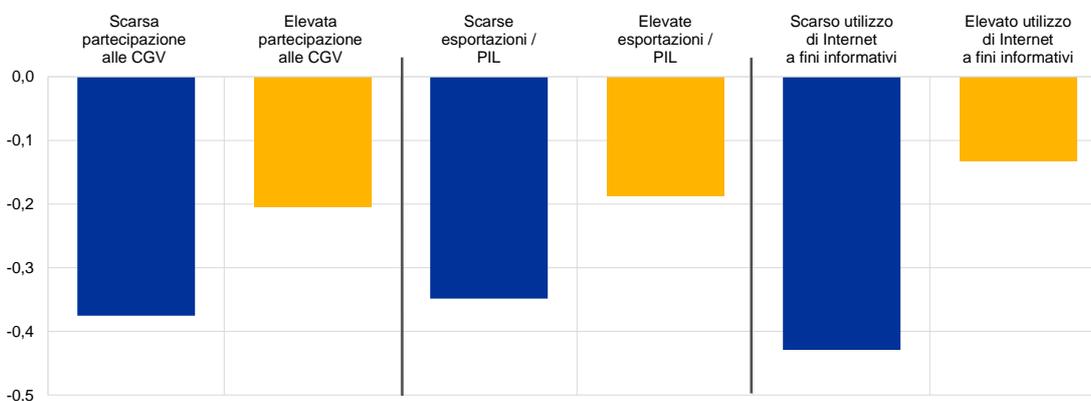
La globalizzazione può non soltanto influenzare i livelli di inflazione, ma anche modificare il comportamento delle imprese in materia di fissazione dei prezzi e, quindi, il modo in cui l'inflazione reagisce alle condizioni interne, sebbene, a priori, il suo effetto complessivo sia ambiguo. La crescente esposizione alla concorrenza mondiale può limitare la possibilità delle imprese di trasferire i costi interni sui consumatori per non perdere competitività o quote di mercato. Integrazione e apertura commerciale maggiori possono, tuttavia, incidere sul grado di concentrazione del mercato e favorire gli operatori di maggiori dimensioni e più produttivi, che sono relativamente più inclini a preservare i propri margini di profitto. I risultati esposti nel presente riquadro, pur non determinando nessi causali, sostengono la tesi secondo cui la crescente esposizione alla concorrenza mondiale può complessivamente limitare le possibilità delle imprese di trasferire i propri costi sui consumatori.

Per il panel dei paesi PECO appartenenti all'UE, un'elevata dipendenza dai mercati delle esportazioni e un'elevata partecipazione alle CGV sono associate a una minore correlazione tra inflazione e ciclo economico interno (cfr. il pannello di sinistra e il pannello centrale del grafico A). I coefficienti stimati risultano significativamente più bassi per le osservazioni con una partecipazione alle CGV e un'apertura commerciale relativamente più elevate (cfr. gli istogrammi gialli del grafico A). Tuttavia, dato che la variazione temporale specifica per paese della partecipazione alle CGV è inferiore rispetto alla variazione tra paesi (che determina i coefficienti stimati mostrati nel grafico A), è probabile che il contributo della partecipazione alle CGV nel ridurre la correlazione tra attività e prezzi per i singoli paesi sia verosimilmente modesto<sup>45</sup>.

## Grafico A

Fattori di carattere mondiale che influenzano la pendenza delle curve di Phillips relative ai prezzi nei paesi PECO dell'UE

(coefficienti stimati del divario di disoccupazione)



Fonti: Eurostat, BCE, World Input-Output Database ed elaborazioni degli autori.

Note: risultati di una stima in forma ridotta di una curva di Phillips relativa a un panel di 11 paesi nel periodo 2001-2019, in cui si introduce un'interazione tra il divario di disoccupazione (unemployment gap) ritardato e una variabile dummy pari a 1 se il valore sottostante della partecipazione alle CGV, delle esportazioni di beni e servizi in percentuale del PIL o della quota di individui che ricerca informazioni su beni e servizi online è superiore a quello della mediana di lungo termine del panel. La variabile dipendente è il tasso di crescita dell'inflazione di fondo annualizzato sul trimestre precedente. Tra le altre variabili di controllo vi sono l'inflazione ritardata, i due ritardi del deflatore delle importazioni, nonché gli effetti fissi per paese e periodo e quelli per anno. I coefficienti dei termini di interazione sono statisticamente significativi. La partecipazione alle CGV è calcolata come la quota del commercio legato alle CGV sul totale delle esportazioni lorde (Borin e Mancini, op. cit.), dove il commercio legato alle CGV è definito come la somma tra il valore aggiunto interno esportato che viene riesportato da un importatore diretto (commercio a valle delle CGV) e il valore aggiunto estero incorporato nelle esportazioni proprie (commercio a monte delle CGV). Il campione relativo alla partecipazione alle CGV termina nel 2016 e i valori per il 2015 e il 2016 sono ricavati da stime degli autori. I dati relativi alla digitalizzazione sono per lo più disponibili a partire dal 2004.

Si riscontra inoltre che alcuni aspetti della digitalizzazione favorevoli all'integrazione mondiale indeboliscono la correlazione tra l'inflazione di fondo e le condizioni interne nei paesi PECO dell'UE. Adattando l'analisi precedente, si ottengono risultati analoghi mediante le misure relative alla

<sup>45</sup> Ciò risulta in linea con l'analisi di tipo cross-section in Bianchi e Civelli, op. cit.

globalizzazione dei flussi informativi (ad esempio, l'utilizzo di Internet per il commercio elettronico (e-commerce) o per la ricerca di informazioni su beni e servizi; cfr. il pannello di destra del grafico A). Tali variabili colgono i progressi tecnologici che favoriscono il flusso transfrontaliero di informazioni o riducono i costi di ingresso sui mercati mondiali che potrebbero incidere sul dinamismo delle imprese, sulla concorrenza e sulla trasparenza dei prezzi<sup>46</sup>.

Un'analoga analisi a livello settoriale suggerisce che i canali di integrazione nelle CGV sono particolarmente rilevanti per le industrie manifatturiere. L'approccio aggregato sopra descritto è integrato dalla stima di un panel di curve di Phillips settoriali in cui il costo del lavoro del settore determina l'inflazione settoriale alla produzione<sup>47</sup>. Introducendo un'interazione tra i costi del lavoro settoriali e la variazione della partecipazione alle CGV a livello di settore, si riscontra che l'esposizione alla concorrenza mondiale riduce la correlazione tra salari e prezzi alla produzione settoriali, in particolare per le industrie manifatturiere (rispetto al resto dell'economia imprenditoriale), che sono le più integrate nelle CGV, vendono in genere beni altamente commerciabili e hanno un carattere meno locale. Ciò incrementa le complementarità strategiche e la dipendenza dell'inflazione alla produzione dalle condizioni economiche a livello mondiale. Pertanto, la composizione industriale di un'economia è un aspetto importante per valutare come i fattori di carattere mondiale possano influenzare la reattività dell'inflazione al ciclo economico, in quanto le CGV sono un fenomeno settoriale.

Nel complesso, per un panel di paesi PECO appartenenti all'UE vi sono evidenze del fatto che la crescente integrazione economica mondiale ha ridotto la sensibilità dell'inflazione alla capacità produttiva inutilizzata a livello interno, e, di conseguenza, la pendenza della curva Phillips negli ultimi due decenni. L'integrazione economica mondiale sembra aver influito sul comportamento delle imprese in materia di fissazione dei prezzi, sebbene le contenute stime quantitative implicino altresì che le future trasformazioni strutturali, come l'organizzazione dei processi produttivi, avrebbero implicazioni limitate per l'inflazione aggregata dei singoli paesi anche nel caso in cui continuassero a influenzare la fissazione dei prezzi.

## Riquadro 2

Le evidenze empiriche dell'influenza della globalizzazione sull'inflazione e sulle sue componenti nelle economie avanzate

---

a cura di Maria Grazia Attinasi e Mirco Balatti

Il presente riquadro esamina a livello empirico l'ipotesi della globalizzazione dell'inflazione riscontrando limitate prove a sostegno di tale ipotesi. Comprendere gli effetti del contesto esterno sulle condizioni interne è importante nella conduzione della politica monetaria. L'analisi econometrica di un campione di economie avanzate (EA) rileva che negli ultimi tre decenni la componente persistente dell'inflazione, misurata come media mobile a 12 trimestri dell'inflazione di fondo, si è

---

<sup>46</sup> Cfr., ad esempio, l'articolo *L'economia digitale e l'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

<sup>47</sup> È applicata una regressione della crescita del deflatore della produzione lorda settoriale sulla crescita del costo del lavoro settoriale per addetto, sulla crescita del deflatore settoriale delle importazioni di beni intermedi e sulla crescita della produttività settoriale media del lavoro. La fonte dei dati è CompNet (settima serie di dati), in cui sono disponibili informazioni annuali relative a sette paesi PECO e a 56 settori a due cifre (secondo la classificazione NACE Rev. 2) dell'economia imprenditoriale, dal 2005 al 2015.

dimostrata sensibile ad alcune misure della globalizzazione. Tuttavia, la rilevanza economica di tali fattori è limitata e lascia spazio a determinanti interne.

Contrariamente a gran parte della letteratura, la presente analisi adotta una visione ampia della globalizzazione, che non si limita ai legami riconducibili al commercio dei prodotti e ai prezzi dei beni scambiati. A seguito dell'incremento dell'integrazione finanziaria e dei flussi informativi, i servizi sono diventati più negoziabili e la loro quota nei panieri dei consumi è cresciuta. Valutare gli effetti della globalizzazione sui prezzi dei servizi può in parte far luce sul ruolo futuro di fattori esteri e interni per le dinamiche dell'inflazione. Con la crescita dell'importanza dei servizi nelle economie ad alto reddito, ci si domanda se ciò rafforzerà il legame tra la componente persistente dell'inflazione e l'andamento dell'economia interna, dato che le variazioni dei prezzi dei servizi sono generalmente attribuite a fattori interni piuttosto che esterni<sup>48</sup>. La scomposizione dell'inflazione complessiva in inflazione di beni e di servizi aiuta a comprenderne le dinamiche<sup>49</sup>. Le loro peculiarità comportano anche una diversa esposizione ai fattori di globalizzazione (ad esempio l'integrazione commerciale dovuta alla maggiore commerciabilità) e sono impiegate nell'analisi per verificare la validità delle previsioni derivanti dall'ipotesi della globalizzazione dell'inflazione.

La componente persistente dell'inflazione di beni e servizi è nettamente diminuita nelle economie avanzate dall'inizio degli anni '90 (cfr. il grafico B). In particolare, per quanto riguarda i beni è scesa da circa il 3 per cento a circa lo 0,5 per cento nel 2019, mentre per i servizi è scesa da circa il 5 per cento a circa l'1,5 per cento. Di conseguenza, il divario tra la componente persistente dell'inflazione dei servizi e quella dei beni si è mantenuto positivo nel corso degli ultimi 25 anni, ma si è ridotto significativamente dopo la crisi finanziaria mondiale<sup>50</sup>. Uno dei principi da cui muove l'ipotesi della globalizzazione dell'inflazione è che i prezzi dei prodotti più scambiabili risentono in misura maggiore dell'integrazione economica. Tuttavia, il fatto che le più marcate oscillazioni dell'inflazione durante il periodo di analisi si sono verificate all'inizio degli anni '90, quando la globalizzazione era ancora agli albori, e sono risultate sincronizzate tra beni e servizi, suscita dubbi circa l'ipotesi di un impatto rilevante della globalizzazione sull'inflazione<sup>51</sup>.

---

<sup>48</sup> Cfr. l'intervista di Philip R., Lane, membro del Comitato esecutivo della BCE, al Financial Times pubblicata il 2 febbraio 2020.

<sup>49</sup> Cfr. Peach, R., Rich, R.W. e Linder, M., "The parts are more than the whole: separating goods and services to predict core inflation", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 19, n. 7, 2013.

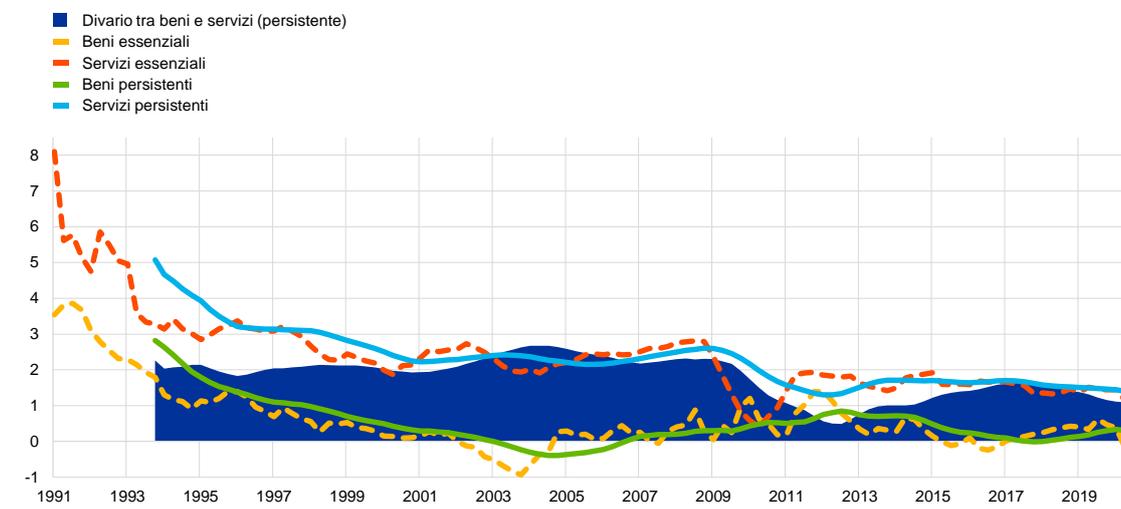
<sup>50</sup> Per un'analisi del divario tra beni e servizi nell'area dell'euro cfr. il riquadro *Le determinanti della variazione del divario fra inflazione nel settore dei servizi e inflazione nel settore dei beni* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

<sup>51</sup> Inoltre, in linea con Reis e Watson, i comovimenti dei tassi d'inflazione di beni e servizi possono essere definiti "inflazione pura", mentre gli andamenti divergenti possono essere interpretati come variazioni dei prezzi relativi. Cfr. Reis, R. e Watson, M.W., "Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n. 3, 2010, pagg. 128-57.

## Grafico B

### Inflazione dei beni e dei servizi nelle economie avanzate

(valori percentuali; punti percentuali)



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i tassi d'inflazione persistente sono calcolati sulla base di medie mobili a 12 trimestri di beni e servizi essenziali, calcolati come la media ponderata (pesi per il PIL basati sulle parità di potere di acquisto (PPA)) di sei economie avanzate (Australia, Canada, area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti). L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2020.

Le stime di un modello con dati panel dinamico forniscono prove empiriche dell'influenza della globalizzazione nelle dinamiche dei prezzi. La specificazione è ispirata all'analisi condotta da Forbes<sup>52</sup>, secondo cui l'inflazione persistente, calcolata come media mobile a 12 trimestri dei tassi d'inflazione di fondo, è determinata dai movimenti del tasso di cambio reale ed è aumentata da vari indicatori della globalizzazione, tra cui l'integrazione commerciale, la globalizzazione finanziaria e la globalizzazione dei flussi informativi. Pur non mirando a un'interpretazione causale, l'esercizio può rivelare collegamenti tra le diverse dimensioni dell'integrazione e dell'inflazione persistente e fornire informazioni sulle possibili differenze tra beni e servizi. L'equazione è stimata adottando un approccio basato sul metodo generalizzato dei momenti (generalised method of moments, GMM) per consentire l'inclusione di una variabile dipendente ritardata e un ritardo delle variabili indipendenti. La stima segue una procedura di tipo Arellano-Bond, che utilizza anch'essa ritardi nell'equazione in differenze prime, e include inoltre la previsione di Consensus Economics riguardo alle aspettative di inflazione nell'equazione in livello della variabile strumentata. Il modello è stimato per il periodo compreso tra il quarto trimestre del 1996 e il primo trimestre del 2018 ricorrendo a dati trimestrali relativi a sei economie avanzate (Australia, Canada, area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti) e il campione è fortemente equilibrato. Le stime dell'inflazione persistente sono impiegate come variabili indipendenti<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> Cfr. Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", op. cit.

<sup>53</sup> Poiché gli autori si concentrano sulla componente dell'inflazione che varia lentamente, vengono calcolate medie mobili a 12 trimestri dell'inflazione di fondo. Queste sono stimate individualmente per ciascun paese e per ciascuno dei tre indici dei prezzi al consumo (IPC) considerati: l'IPC complessivo, quello dei beni e quello dei servizi, desunti da fonti nazionali. Sono state scelte misure dell'inflazione di fondo per ridurre al minimo l'influenza di componenti altamente volatili come il petrolio, il cui prezzo è determinato anche sui mercati internazionali.

## Tavola A

Stime del modello con dati panel: sintesi dell'effetto degli indicatori della globalizzazione sull'inflazione persistente

Variabile	Complessivo	Beni	Servizi
Integrazione commerciale	-	-	-
Globalizzazione dei flussi informativi	Non significativo	-	+
Partecipazione alle CGV	-	-	+

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la tabella riporta il segno del coefficiente dell'equazione stimata a partire da un modello di dati panel dinamico utilizzando il GMM. L'integrazione commerciale è approssimata dall'indicatore de jure del KOF Trade Globalisation Index, la misura della globalizzazione dei flussi informativi è derivata dall'indicatore de facto del KOF Informational Globalisation Index e la partecipazione alle CGV è calcolata come il rapporto tra il commercio legato alle CGV e le esportazioni lorde. L'interscambio legato alle CGV è definito come il valore aggiunto che ha attraversato almeno due confini nazionali, secondo Borin e Mancini, op. cit., con valori, basati su stime interne della BCE per il periodo compreso tra il 2016 e il 2018.

Gli indicatori della globalizzazione sono correlati in modo rilevante con l'inflazione persistente complessiva, principalmente attraverso la componente dei beni. Come indicato nella tavola A, tre elementi della globalizzazione sembrano contribuire al calo della componente persistente dell'inflazione complessiva come anche di quella dei beni nelle economie avanzate: l'integrazione commerciale (minori barriere commerciali), la globalizzazione dei flussi informativi (integrazione indotta dalla digitalizzazione) e la partecipazione alle catene globali del valore. Per contro, i risultati indicano che le diverse misure della globalizzazione hanno avuto un impatto compensativo sull'inflazione dei servizi, riducendone così l'effetto complessivo<sup>54</sup>. Allo stesso tempo le stime delle specificazioni comprendenti le variabili interne (ad esempio, l'output gap e il costo del lavoro) mostrano che queste sono fortemente rilevanti e che i fattori interni continuano a svolgere un ruolo importante nel determinare la dinamica dei prezzi.

Le stime del campione non segnalano una grande differenza in termini di effetti della globalizzazione prima o dopo la crisi finanziaria, o tra le economie dell'area dell'euro e le altre economie avanzate. Sono state effettuate diverse stime alternative per verificare la robustezza dei principali risultati e, più specificamente, per valutare se effetti degli indicatori della globalizzazione variano in modo rilevante nei sottoperiodi o tra le varie economie. Tali test offrono risultati qualitativamente simili dopo la crisi finanziaria mondiale e non trovano evidenza di un effetto diverso per le economie dell'area dell'euro. Le conclusioni degli autori, inoltre, risultano convincenti anche a seguito di una serie supplementare di prove basate su specificazioni differenti in cui sono utilizzate delle proxy alternative per le variabili esplicative, dei controlli aggiuntivi e un diverso numero di variabili strumentali.

Una quantificazione dell'impatto complessivo rileva che l'effetto della globalizzazione sull'inflazione persistente è stato modesto. Utilizzando i coefficienti stimati e gli andamenti dei parametri della globalizzazione esposti in precedenza, è stato calcolato il contributo di una maggiore interconnessione alle variazioni dell'inflazione persistente. Pur essendo soggetti a incertezze, i risultati suggeriscono che, tra le economie analizzate, la globalizzazione ha esercitato delle limitate

<sup>54</sup> L'eterogeneità tra alcuni dei parametri riguardanti beni e servizi sollecita future ricerche volte a migliorare la comprensione delle determinanti. Tuttavia, la differenza nella risposta dei prezzi a una maggiore globalizzazione dei flussi informativi nel mercato dei beni rispetto al mercato dei servizi potrebbe essere dovuta a motivi diversi. Tra questi può esservi il fatto che la maggiore trasparenza legata a Internet riduce i costi di ricerca e accentua la concorrenza nel mercato dei beni, in cui i prodotti sono maggiormente raffrontabili e omogenei, a differenza del settore dei servizi. Per quanto riguarda la partecipazione alle CGV, sebbene sfuggente e quindi più difficile da misurare, i servizi sono considerati il "collante" e il catalizzatore di catene di approvvigionamento complesse (cfr. Low). È quindi plausibile che il valore aggiunto e i margini di ricarico nel settore dei servizi presentino una correlazione positiva con un uso più ampio delle CGV. Cfr. Low, P., "The role of services in global value chains", in Elms, D. e Low, P. (a cura di), *Global value chains in a changing world*, 2013, pagg. 61-81.

pressioni al ribasso sull'inflazione complessiva e su quella dei soli beni negli ultimi tre decenni. I risultati confermano nel complesso precedenti evidenze empiriche presenti in letteratura<sup>55</sup>.

---

## 5 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo ha esaminato il ruolo disinflazionistico della globalizzazione nelle economie avanzate, concentrandosi sulla componente più persistente dell'inflazione.** A partire dalla letteratura esistente, nell'articolo sono state esaminate tre serie di fattori che possono spiegare il comovimento internazionale dell'inflazione e la sua traiettoria discendente, osservata negli ultimi decenni. In primo luogo, vi sono shock comuni (ad esempio fluttuazioni dei prezzi delle materie prime), che influenzano la componente più volatile dell'inflazione complessiva. In secondo luogo, il passaggio, da parte di diverse economie avanzate, a un regime di politica monetaria basato su obiettivi di inflazione ("inflation targeting") e l'ancoraggio delle aspettative di inflazione sono riusciti a mantenere l'inflazione costantemente vicina all'obiettivo negli ultimi tre decenni e fino alla crisi finanziaria mondiale. In terzo luogo, le variazioni nella struttura dell'economia che incidono sui meccanismi salariali e di fissazione dei prezzi possono influenzare la componente più persistente dell'inflazione.

**Le evidenze presentate nell'articolo dimostrano che il ruolo disinflazionistico della globalizzazione è stato contenuto.** La maggior parte della letteratura economica si concentra sull'integrazione di un modello altrimenti standard basato sulla curva di Phillips con misure della capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale e mostra che, quando si tiene conto di tali fattori, la sensibilità dell'inflazione interna alla capacità produttiva inutilizzata interna si riduce. Sebbene le evidenze degli effetti sulla componente persistente dell'inflazione siano più limitate, in genere tali effetti sono più contenuti. L'articolo conclude che la globalizzazione non sembra essere un fattore determinante alla base delle tendenze disinflazionistiche degli ultimi decenni e che le condizioni avverse derivanti dalla globalizzazione sono state troppo modeste per risultare significative a livello economico. Tale conclusione è corroborata da tre elementi principali. In primo luogo, il forte calo dell'inflazione e della sua componente persistente è iniziato negli anni '80, quando la globalizzazione era ancora latente, e si è arrestato verso la metà degli anni '90, quando la Cina non aveva ancora aderito all'OMC. Inoltre, il calo dell'inflazione è stato sincronizzato tra beni e servizi e, a causa della loro diversa scambiabilità, essi non dovrebbero rispondere in modo omogeneo all'integrazione transfrontaliera. In secondo luogo, e in relazione al punto precedente, le evidenze presentate in questo articolo suggeriscono che la globalizzazione ha un impatto eterogeneo sui vari settori dell'economia e che il settore manifatturiero è più esposto a forze disinflazionistiche rispetto a quello dei servizi. Ciò avvalorava l'ipotesi che la globalizzazione induca variazioni relative dei prezzi, ma non necessariamente una diminuzione dell'inflazione complessiva. Infine, anche quando la globalizzazione agisce come una forza disinflazionistica, l'impatto stimato è

---

<sup>55</sup> Cfr. Bianchi e Civelli, op. cit.; Forbes, K., "Has globalization changed the inflation process?", op. cit.; e Eo, Y., Uzeda, L. e Wong, B., "Understanding Trend Inflation Through the Lens of the Goods and Services Sectors", *Staff Working Paper*, n. 2020-45, Bank of Canada, novembre 2020.

modesto sotto il profilo economico. Considerato ciò, e dato che negli ultimi anni i tassi d'interesse si sono avvicinati al limite inferiore in molti paesi, una possibile ragione alla base del livello d'inflazione persistentemente basso osservato negli ultimi decenni è il limitato margine di manovra di cui dispongono le autorità di politica monetaria per neutralizzare l'influenza sull'inflazione di talune forze strutturali (di origine interna o esterna).

**In prospettiva, si può affermare che la globalizzazione è a un punto di svolta.**

Mentre l'aumento del protezionismo sembra minacciarla, la crescente digitalizzazione e il commercio dei servizi stanno dando un nuovo impulso, spostando e ridisegnando il futuro andamento della globalizzazione. Inoltre, mentre la crescita dell'integrazione globale potrebbe venir meno, l'integrazione commerciale regionale sembra essersi intensificata sia per ragioni economiche che geopolitiche. Il coronavirus (COVID-19) potrebbe accelerare alcune di queste tendenze, anche se appare prematuro trarre conclusioni definitive sulle conseguenze per la globalizzazione e l'inflazione.

# 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 <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3,7	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	0,0	6,0	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,3	-9,8	-4,7	2,3	-6,5	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 2° trim.	-6,6	-9,0	-19,5	-8,1	11,6	-11,5	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	12,6	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	-0,6	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3
2021 1° trim.	.	1,6	-1,5	-1,0	0,6	-0,3	1,9	1,7	1,9	.	-0,4	.	1,1
2020 dic.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,4	0,6	-1,2	0,2	-0,3
2021 gen.	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9
feb.	-	-	-	-	-	-	1,7	1,7	1,7	0,4	-0,4	-0,2	0,9
mar.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,6	0,7	-0,2	.	1,3
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	4,2	1,5	-0,4	.	1,6
mag. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,0

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.

3) Il dato relativo all'area dell'euro è una stima desunta dai dati nazionali preliminari e dalle prime informazioni sui prezzi dei prodotti energetici.

## 1.2 Principali partner commerciali, indice dei responsabili degli acquisti e commercio mondiale

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)							Importazioni di beni <sup>1)</sup>				
	Indice composito dei responsabili degli acquisti						Indice mondiale dei responsabili degli acquisti <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	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	4,3	3,2	5,5
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,5	-4,7	-4,3
2020 2° trim.	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,6	-8,6	-8,6
3° trim.	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,1	8,9	7,2
4° trim.	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,5	4,9	4,1
2021 1° trim.	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,8	1,8	8,1
2020 dic.	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,5	4,5	4,9	4,1
2021 gen.	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,7	4,3	5,1
feb.	54,3	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	3,8	2,2	5,6
mar.	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,8	1,8	8,1
apr.	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,6	53,3	.	.	.
mag.	58,8	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,5	60,4	53,6	.	.	.

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 <sup>1)</sup>						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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 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
apr.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
mag.	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Il 2 ottobre 2019 la BCE ha pubblicato per la prima volta lo euro short-term rate (€STR), che riflette le operazioni di negoziazione concluse il 1° ottobre 2019. I dati relativi ai periodi precedenti si riferiscono al tasso pre-€STR, pubblicato con mere finalità informative e non inteso come tasso o valore di riferimento per le transazioni sul mercato.

### 2.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali in ragione d'anno; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
apr.	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
mag.	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57

Fonte: elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS Ltd e rating forniti da Fitch Ratings.

### 2.3 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti percentuali; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	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 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
apr.	440,1	3.987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4.141,2	29.426,8
mag.	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1

Fonte: Refinitiv.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup> (valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE <sup>3)</sup>				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 mag.	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
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.	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
mar.	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
apr. <sup>(a)</sup>	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 (TAE<sup>3)</sup>).

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 mag.	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,84	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	1,86	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	1,95	1,86	1,87	1,60	1,30	1,51	1,24	1,17	1,38	1,51
ago.	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,84	1,90	1,94	1,56	1,39	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
set.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51
ott.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 gen.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,01	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
apr. <sup>(a)</sup>	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,99	1,57	1,44	1,38	1,32	1,33	1,38	1,56

Fonte: BCE.

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

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

## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
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	458	181	70	.	45	114	49
2020 ott.	1.662	504	161	.	114	742	141	417	202	46	.	36	93	40
nov.	1.630	493	158	.	116	731	132	419	217	40	.	37	83	41
dic.	1.527	454	144	.	97	714	118	339	168	60	.	30	51	31
2021 gen.	1.582	495	139	.	99	718	131	464	217	45	.	37	121	43
feb.	1.539	475	139	.	102	702	121	373	168	42	.	32	103	27
mar.	1.579	485	145	.	94	726	130	449	208	50	.	30	118	43
<b>A lungo termine</b>														
2018	15.745	3.687	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.312	3.816	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.242	3.892	3.172	.	1.450	8.003	725	295	68	71	.	27	114	16
2020 ott.	17.286	3.936	3.203	.	1.456	7.977	713	275	47	78	.	27	91	32
nov.	17.266	3.915	3.187	.	1.456	7.986	722	219	42	63	.	18	79	17
dic.	17.242	3.892	3.172	.	1.450	8.003	725	204	40	104	.	17	36	7
2021 gen.	17.358	3.897	3.177	.	1.458	8.090	736	318	90	55	.	21	133	19
feb.	17.492	3.904	3.173	.	1.458	8.206	751	307	57	66	.	20	144	19
mar.	17.694	3.969	3.213	.	1.479	8.271	763	358	106	82	.	27	125	17

Fonte: BCE.

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

### 2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2018	16.959,9	4.189,8	3.332,3	.	1.318,5	7.445,8	673,5	7.024,3	465,0	1.099,2	5.460,1
2019	17.595,0	4.366,8	3.578,6	.	1.405,9	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,6	6.638,9
2020	18.769,0	4.345,8	3.315,9	.	1.546,7	8.717,5	843,1	8.448,8	469,3	1.321,5	6.658,0
2020 ott.	18.947,5	4.440,1	3.364,3	.	1.570,0	8.719,0	854,1	7.225,5	348,2	1.077,5	5.799,7
nov.	18.896,0	4.407,8	3.344,6	.	1.572,7	8.716,8	854,2	8.235,9	448,2	1.296,9	6.490,8
dic.	18.769,0	4.345,8	3.315,9	.	1.546,7	8.717,5	843,1	8.448,8	469,3	1.321,5	6.658,0
2021 gen.	18.940,3	4.391,9	3.316,3	.	1.557,3	8.808,1	866,7	8.331,9	446,6	1.317,5	6.567,8
feb.	19.031,9	4.379,1	3.312,1	.	1.560,1	8.908,5	872,1	8.649,1	520,6	1.407,7	6.720,8
mar.	19.272,9	4.453,5	3.358,4	.	1.572,5	8.996,2	892,3	9.238,8	542,9	1.468,9	7.227,1
<b>Tasso di crescita</b>											
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 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	11,2	25,4	1,5	-0,1	4,5	1,0
feb.	7,5	-0,3	3,4	.	10,8	11,8	25,1	1,7	-0,1	4,7	1,2
mar.	8,4	2,2	3,8	.	11,9	11,9	24,5	2,0	1,4	5,0	1,4

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

	TCE-19						TCE-42		
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8	
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,8	89,1	117,3	95,1	
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,0	86,6	115,5	92,4	
2020	99,7	93,7	94,1	89,1	78,8	87,4	119,4	94,0	
2020 2° trim.	98,8	93,1	93,2	88,5	82,0	87,4	118,1	93,3	
3° trim.	101,2	94,9	95,3	89,9	79,0	87,8	121,7	95,6	
4° trim.	101,3	94,9	95,3	90,2	75,8	87,8	122,3	95,7	
2021 1° trim.	100,9	94,9	95,3	.	.	.	121,7	95,5	
2020 dic.	101,9	95,4	95,9	-	-	-	123,0	96,1	
2021 gen.	101,4	95,6	95,7	-	-	-	122,4	96,2	
feb.	100,8	94,8	95,3	-	-	-	121,5	95,3	
mar.	100,4	94,3	94,8	-	-	-	121,3	94,9	
apr.	100,7	94,4	94,9	-	-	-	121,9	95,2	
mag.	100,9	94,5	95,0	-	-	-	122,3	95,3	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2021 mag.	0,2	0,1	0,1	-	-	-	0,3	0,1	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2021 mag.	2,6	1,9	2,4	-	-	-	4,0	2,5	

Fonte: BCE.

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

### 2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 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 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
apr.	7,805	7,568	25,924	7,437	360,583	130,489	4,561	0,865	4,9231	10,162	1,103	1,198
mag.	7,811	7,523	25,558	7,436	353,647	132,569	4,528	0,863	4,9250	10,147	1,097	1,215
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2021 mag.	0,1	-0,6	-1,4	0,0	-1,9	1,6	-0,7	-0,3	0,0	-0,1	-0,6	1,4
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2021 mag.	0,8	-0,7	-6,3	-0,3	0,8	13,4	0,1	-2,7	1,8	-4,2	3,7	11,4

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, conto finanziario

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo estero
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
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.	250,7	249,9	0,8	97,7	82,0	94,3	108,5	-0,8	51,7	59,4	7,8	131,1
<i>Transazioni</i>												
2020 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	-
2021 1° trim.	468,9	372,1	96,8	39,7	30,4	283,0	107,6	12,9	136,4	234,2	-3,0	-
2020 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.	304,0	294,4	9,6	50,9	37,6	107,2	78,8	5,1	141,7	178,1	-0,9	-
feb.	112,0	67,0	45,0	13,6	7,0	81,4	-16,0	4,7	13,8	76,0	-1,6	-
mar.	53,0	10,7	42,3	-24,8	-14,2	94,4	44,8	3,0	-19,1	-19,9	-0,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2021 mar.	783,9	438,4	345,5	13,2	211,8	1.102,3	123,1	2,8	-339,8	103,5	5,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 mar.	6,9	3,9	3,0	0,1	1,9	9,7	1,1	0,0	-3,0	0,9	0,0	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2018	11.588,1	11.120,1	6.222,8	2.369,1	2.431,4	1.178,1	746,0	500,6	96,8	468,0	5.575,9	5.107,9
2019	11.937,3	11.489,6	6.376,5	2.454,4	2.622,9	1.258,2	771,0	586,9	35,8	447,7	5.759,1	5.311,3
2020	11.328,8	10.878,8	5.900,0	2.560,0	2.439,3	1.210,5	679,8	541,9	-20,6	450,0	5.159,9	4.709,9
2020 2° trim.	2.603,4	2.522,1	1.344,6	631,2	541,5	273,0	142,2	124,6	4,7	81,3	1.109,4	1.028,2
3° trim.	2.897,9	2.760,8	1.527,4	645,3	614,4	308,4	179,4	124,8	-26,3	137,2	1.297,5	1.160,4
4° trim.	2.906,1	2.766,8	1.487,4	656,1	630,6	314,8	181,8	132,2	-7,4	139,4	1.358,6	1.219,2
2021 1° trim.	2.916,4	2.779,5	1.469,6	661,5	638,6	322,6	184,3	130,0	9,8	136,9	1.396,9	1.260,1
<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	-	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 2° trim.	-11,5	-11,2	-12,7	-2,6	-16,1	-12,4	-18,7	-20,6	-	-	-18,6	-18,5
3° trim.	12,6	10,4	14,2	5,3	13,7	13,2	26,0	0,8	-	-	16,8	11,9
4° trim.	-0,6	-0,5	-2,9	0,4	2,5	1,7	1,5	5,8	-	-	3,8	4,5
2021 1° trim.	-0,3	-0,5	-2,3	0,0	0,2	0,9	1,2	-2,6	-	-	1,0	0,9
<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	3,5	2,1	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,5	-6,3	-7,9	1,4	-8,2	-5,4	-12,7	-8,3	-	-	-9,3	-9,0
2020 2° trim.	-14,6	-14,1	-16,2	-1,6	-20,9	-14,5	-27,3	-25,6	-	-	-21,4	-20,6
3° trim.	-4,1	-4,0	-4,6	3,0	-4,7	-4,0	-8,2	-1,6	-	-	-8,7	-9,1
4° trim.	-4,7	-5,7	-7,4	3,0	-7,9	-1,6	-5,9	-21,8	-	-	-5,1	-7,1
2021 1° trim.	-1,3	-2,9	-5,4	3,0	-2,0	1,7	5,3	-17,5	-	-	-0,3	-3,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 2° trim.	-11,5	-10,9	-6,7	-0,6	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,1	-0,6	-	-
3° trim.	12,6	10,2	7,4	1,3	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,4	-	-
4° trim.	-0,6	-0,5	-1,6	0,1	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	-0,1	-	-
2021 1° trim.	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,7	0,1	-	-
<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	-6,5	-6,0	-4,2	0,3	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 2° trim.	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,0	-	-
3° trim.	-4,1	-3,9	-2,4	0,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,2	-	-
4° trim.	-4,7	-5,5	-4,0	0,6	-1,8	-0,2	-0,4	-1,2	-0,3	0,7	-	-
2021 1° trim.	-1,3	-2,8	-2,8	0,6	-0,4	0,2	0,3	-0,9	-0,2	1,5	-	-

Fonti: Eurostat ed 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) Inclusive le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

### 3 Attività economica

#### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2018	10.384,0	174,5	2.052,2	528,1	1.963,9	500,5	477,0	1.167,2	1.207,0	1.957,5	356,2	1.204,0
2019	10.695,5	178,8	2.064,2	569,7	2.028,4	530,7	481,8	1.204,7	1.252,5	2.020,0	364,8	1.241,9
2020	10.197,6	177,6	1.931,6	561,5	1.784,1	535,9	473,5	1.215,0	1.158,9	2.046,2	313,2	1.131,2
2020 2° trim.	2.344,8	45,5	427,3	125,8	380,6	127,5	115,1	295,6	262,5	495,0	70,0	258,6
3° trim.	2.605,7	44,3	494,8	144,0	470,2	137,2	118,5	305,9	292,0	517,7	81,1	292,2
4° trim.	2.615,2	43,9	512,7	148,5	453,8	136,8	118,2	307,4	298,5	520,6	74,8	290,9
2021 1° trim.	2.630,5	43,6	523,3	148,0	447,1	139,6	122,9	309,3	299,4	522,9	74,4	285,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2020	100,0	1,7	18,9	5,5	17,5	5,3	4,6	11,9	11,4	20,1	3,1	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 2° trim.	-11,7	0,3	-15,0	-12,4	-20,8	-3,9	-2,7	-2,4	-14,9	-6,3	-24,2	-9,5
3° trim.	12,4	0,3	16,5	13,9	22,9	7,5	3,8	3,0	11,6	9,2	23,1	14,2
4° trim.	-0,5	0,2	2,9	2,2	-3,8	-0,7	-0,5	0,0	1,5	-1,3	-11,6	-1,6
2021 1° trim.	0,0	-0,8	1,3	-1,1	-1,6	2,1	0,8	0,0	0,2	0,0	-0,9	-3,6
<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	-6,4	-0,5	-7,6	-5,2	-12,9	0,3	-1,2	-0,8	-8,8	-2,4	-17,9	-7,5
2020 2° trim.	-14,6	-0,4	-19,1	-14,8	-25,6	-4,7	-3,7	-2,6	-17,6	-7,8	-29,3	-15,1
3° trim.	-4,1	0,0	-5,6	-3,5	-8,7	2,3	-0,3	-0,1	-8,2	0,5	-12,8	-3,7
4° trim.	-4,7	-0,9	-2,3	-1,3	-12,2	0,9	-0,6	-0,8	-6,9	-1,1	-23,1	-5,1
2021 1° trim.	-1,2	-0,1	3,2	0,8	-7,9	4,7	1,4	0,5	-3,3	1,1	-18,2	-1,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 2° trim.	-11,7	0,0	-2,9	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	-
3° trim.	12,4	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,4	1,3	1,9	0,7	-
4° trim.	-0,5	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,4	-
2021 1° trim.	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<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	-6,4	0,0	-1,5	-0,3	-2,4	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,4	-0,6	-
2020 2° trim.	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	-
3° trim.	-4,1	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
4° trim.	-4,7	0,0	-0,4	-0,1	-2,3	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,2	-0,8	-
2021 1° trim.	-1,2	0,0	0,6	0,0	-1,4	0,2	0,1	0,1	-0,4	0,2	-0,6	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

### 3.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<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 2° trim.	-2,9	-3,0	-2,6	-3,8	-2,2	-0,9	-5,7	0,7	-1,1	-1,5	-4,6	0,1	-5,9
3° trim.	-2,1	-2,0	-2,3	-2,9	-2,7	0,8	-4,2	1,0	-0,9	0,3	-3,5	0,6	-3,7
4° trim.	-1,8	-1,8	-1,8	-2,4	-2,3	0,7	-4,6	1,4	-0,7	0,9	-2,1	0,9	-3,8
2021 1° trim.	-1,9	-1,9	-1,6	-0,4	-2,2	1,3	-5,6	1,9	-0,5	0,2	-1,8	1,2	-5,0
<b>Ore lavorate</b>													
<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	-13,4
2020 2° trim.	-17,0	-15,8	-22,2	-6,7	-16,4	-18,0	-27,3	-6,0	-6,8	-17,0	-17,1	-6,5	-28,0
3° trim.	-4,8	-4,6	-5,6	-1,9	-5,8	-0,9	-8,8	-1,9	-2,4	-3,2	-6,6	-0,2	-6,5
4° trim.	-6,2	-5,8	-8,3	-2,4	-5,5	-2,4	-13,2	-0,5	-2,1	-2,5	-5,3	-0,7	-12,5
2021 1° trim.	-3,2	-3,1	-3,5	1,3	-1,5	4,7	-11,5	1,7	0,6	1,9	-2,2	1,6	-9,8
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<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	-10,3
2020 2° trim.	-14,5	-13,2	-20,2	-3,0	-14,5	-17,2	-23,0	-6,7	-5,7	-15,7	-13,1	-6,7	-23,5
3° trim.	-2,8	-2,6	-3,5	1,1	-3,2	-1,7	-4,8	-2,9	-1,6	-3,5	-3,3	-0,8	-2,9
4° trim.	-4,5	-4,0	-6,6	0,0	-3,3	-3,0	-9,0	-1,8	-1,4	-3,4	-3,3	-1,6	-9,1
2021 1° trim.	-1,3	-1,2	-2,0	1,8	0,7	3,3	-6,2	-0,3	1,1	1,7	-0,4	0,4	-5,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 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 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
2021 1° trim.	.	.	13,314	8,2	.	10,925	7,3	2,388	17,3	6,765	7,8	6,549	8,6	2,0
2020 nov.	-	-	13,512	8,3	-	11,110	7,4	2,402	17,4	6,823	7,8	6,689	8,8	-
dic.	-	-	13,413	8,2	-	11,008	7,4	2,405	17,5	6,789	7,8	6,624	8,7	-
2021 gen.	-	-	13,406	8,2	-	11,003	7,4	2,403	17,4	6,810	7,8	6,596	8,7	-
feb.	-	-	13,371	8,2	-	10,974	7,3	2,396	17,4	6,796	7,8	6,575	8,7	-
mar.	-	-	13,164	8,1	-	10,799	7,2	2,366	17,2	6,689	7,7	6,476	8,5	-
apr.	-	-	13,030	8,0	-	10,682	7,2	2,348	17,2	6,685	7,7	6,345	8,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della 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, tabacchi	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	2,7	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	0,9	1,8
2020	-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,6	-5,3	-5,7	-10,7	-0,9	3,6	-2,5	-14,4	-25,0
2020 2° trim.	-20,1	-21,2	-19,4	-28,2	-13,2	-10,5	-15,3	-26,7	-6,5	2,9	-10,6	-29,1	-50,8
3° trim.	-6,8	-7,2	-5,7	-11,8	-2,0	-4,1	-2,2	-7,7	2,4	2,5	3,4	-4,9	-6,9
4° trim.	-1,6	-1,7	1,4	-3,3	-2,6	-1,8	-0,9	-1,7	1,4	4,5	1,2	-13,8	-9,2
2021 1° trim.	3,1	3,1	4,8	4,6	-0,8	0,8	3,1	6,7	2,1	2,5	2,8	-5,5	3,4
2020 nov.	-0,6	-0,4	1,4	-0,1	-2,5	-4,4	-0,7	-1,6	-1,5	2,5	-2,0	-18,4	-14,9
dic.	-0,1	-0,2	4,4	-1,3	-3,5	-0,9	-0,1	-0,8	1,3	5,6	0,1	-14,6	-8,0
2021 gen.	0,3	0,0	1,6	1,5	-3,3	0,8	-2,4	-1,8	-4,8	6,1	-10,8	-17,0	-18,8
feb.	-1,8	-2,2	-0,5	-2,9	-3,5	-1,6	-5,4	1,3	-1,4	2,6	-3,4	-12,0	-20,8
mar.	10,9	11,6	13,3	16,1	4,1	3,3	18,3	23,3	13,1	-0,6	26,9	17,7	88,2
apr.	.	.	.	.	.	.	.	69,2	23,9	3,3	42,6	65,5	262,5
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2020 nov.	2,2	2,8	1,8	7,5	-1,2	-3,3	2,5	0,8	-5,2	-2,0	-6,9	-11,2	-7,2
dic.	-0,1	-0,2	1,4	-1,2	-0,6	1,7	-1,1	0,2	1,9	2,0	1,4	4,4	10,4
2021 gen.	0,9	0,8	0,2	1,1	0,2	0,5	0,7	2,0	-5,1	1,0	-9,7	-0,8	-22,5
feb.	-1,2	-1,2	-0,9	-2,5	0,1	-1,6	-2,0	1,3	4,2	-0,4	8,6	4,6	-1,1
mar.	0,1	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	2,7	3,6	3,3	1,4	5,5	-1,9	0,2
apr.	.	.	.	.	.	.	.	3,2	-3,1	-2,0	-5,1	0,4	-0,4

Fonti: Eurostat ed 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	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 1° trim.	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
2020 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	85,2	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	2,1	-	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	-	62,5	63,3	49,6	53,2
apr.	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,4	62,9	63,2	50,5	53,8
mag.	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,4	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1

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

### 3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,3	93,7	1,6	2,3	5,4	4,3	4,2	35,0	7,0	77,0	4,0	9,4	2,6
2018	12,5	93,3	1,8	2,0	6,0	2,7	4,7	35,4	5,8	77,0	2,1	7,1	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	6,1	3,8	34,5	5,7	76,8	2,3	3,3	1,9
2020 1° trim.	13,9	93,6	0,6	2,5	-1,5	3,1	4,5	33,6	4,7	77,8	2,3	0,1	2,1
2° trim.	16,7	94,9	-3,3	3,2	-15,2	4,2	4,5	31,2	4,2	82,5	2,5	-27,5	1,8
3° trim.	17,9	95,6	1,2	3,6	-3,4	3,9	4,6	30,8	3,7	83,4	2,9	-13,9	1,9
4° trim.	19,7	96,3	0,6	4,1	0,2	5,3	5,1	30,4	3,4	84,0	3,1	-13,0	1,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Attività economica

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

	Conto corrente											Conto Capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020 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
2021 1° trim.	1.035,3	955,7	79,7	596,1	502,1	235,0	201,5	173,3	178,6	30,8	73,5	14,4	11,0
2020 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.	346,4	310,4	36,0	196,7	158,9	79,3	65,6	60,6	61,4	9,8	24,5	3,4	3,4
feb.	343,9	318,1	25,9	197,9	165,4	78,4	66,9	57,5	59,8	10,1	26,0	3,8	3,5
mar.	345,0	327,2	17,8	201,5	177,7	77,3	69,0	55,3	57,4	10,9	23,1	7,2	4,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2021 mar.	3.871,5	3.604,2	267,3	2.192,1	1.848,6	840,1	765,1	724,2	706,7	115,1	283,8	60,5	61,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2021 mar.	34,2	31,8	2,4	19,4	16,3	7,4	6,8	6,4	6,2	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 <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2020 2° trim.	-23,6	-21,6	446,7	217,7	87,6	132,9	370,2	421,2	219,0	77,3	119,0	319,9	26,1
3° trim.	-8,8	-11,5	531,3	248,4	108,3	164,7	447,9	469,2	242,9	84,6	133,7	359,3	34,1
4° trim.	-2,8	-6,0	567,7	264,9	113,9	177,9	477,5	491,5	261,1	86,5	134,9	377,7	35,3
2021 1° trim.	-0,6	0,3	575,0	.	.	.	464,1	510,9	.	.	.	369,6	.
2020 ott.	-9,0	-11,8	186,2	86,0	37,7	58,9	157,3	160,9	85,7	27,3	44,9	122,1	11,0
nov.	-1,1	-4,1	189,6	89,1	37,2	59,8	160,1	165,5	87,5	29,6	45,5	127,8	11,2
dic.	2,5	-1,2	191,9	89,8	39,0	59,2	160,2	165,1	87,8	29,6	44,5	127,9	13,0
2021 gen.	-9,0	-14,1	191,2	92,0	37,4	57,7	155,1	163,3	89,2	29,2	41,8	118,7	13,9
feb.	-2,3	-2,5	192,2	91,8	39,1	57,5	161,8	169,1	92,8	30,6	42,8	126,1	15,7
mar.	9,0	19,1	191,6	.	.	.	147,3	178,6	.	.	.	124,8	.
<b>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2020 2° trim.	-23,6	-16,3	81,6	86,4	76,1	78,9	79,3	91,9	89,7	94,5	97,0	91,2	81,9
3° trim.	-7,2	-7,0	98,4	100,1	95,4	99,3	97,8	101,8	97,1	105,8	110,3	104,1	81,0
4° trim.	-1,5	-1,2	104,2	105,7	99,4	106,3	103,3	105,3	102,3	107,4	110,9	108,7	84,6
2021 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 set.	-1,1	-1,0	102,0	104,6	98,8	101,2	101,9	104,5	100,2	107,7	113,1	107,0	81,8
ott.	-7,6	-6,8	103,1	103,3	99,8	106,4	102,9	104,7	102,1	103,7	111,1	106,3	83,6
nov.	0,2	0,8	104,6	107,3	97,2	107,1	104,0	106,5	103,6	109,6	112,2	110,3	83,8
dic.	3,8	3,4	104,8	106,4	101,1	105,3	103,0	104,7	101,3	108,9	109,3	109,4	86,4
2021 gen.	-8,0	-10,9	103,3	106,8	97,9	101,9	99,1	102,0	100,1	106,8	103,1	101,3	83,9
feb.	-2,0	-3,1	103,9	107,1	103,3	100,7	103,9	103,7	100,9	112,7	104,2	106,7	85,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 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	0,7	3,3	-0,2	-7,9	0,4	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	0,1	0,1	0,6	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,5	
2021 1° trim.	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,6	-0,3	1,3	6,5	0,6	1,0	1,4	
2020 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	0,3	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	0,2	-0,5	0,9	0,0	0,8	1,5	
mar.	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,5	2,6	0,1	1,3	1,4	
apr.	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,1	0,1	1,2	-0,2	0,7	0,0	1,5	2,2	
mag. <sup>3)</sup>	107,4	2,0	0,9	.	1,1	0,2	0,2	0,0	0,3	0,7	0,1	.	.	

	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	22	23	24	25	
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 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
apr.	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4
mag. <sup>3)</sup>	0,6	0,8	0,0	.	0,7	13,1	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed 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 dell'IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) Stima desunta dai dati nazionali preliminari e dalle prime informazioni sui prezzi dei prodotti energetici.

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
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	5,3	2,5
2020 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	4,8
3° trim.	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	5,2	1,5
4° trim.	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	5,9	-0,1
2021 1° trim.	105,8	2,1	1,3	1,4	2,6	0,9	0,0	-0,7	0,7	3,8	.	.	.
2020 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	0,2	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	-	-	-
2021 gen.	105,1	0,4	-0,6	0,7	1,1	0,8	-0,4	-1,0	0,7	-0,7	-	-	-
feb.	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	0,9	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-
mar.	106,8	4,3	3,5	2,3	4,4	1,1	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	-
apr.	107,9	7,6	5,7	3,5	6,9	1,3	1,0	0,8	1,0	20,4	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	2,9	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 2° trim.	107,5	2,4	1,5	0,8	5,1	1,2	-2,0	-4,3	28,5	-2,4	3,9	-8,1	-4,4	0,0	-9,2
3° trim.	106,3	0,8	0,6	0,0	1,6	0,6	-2,0	-2,9	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
4° trim.	107,2	1,3	1,0	0,0	2,5	1,3	-1,3	-2,2	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 1° trim.	108,0	1,5	1,6	1,0	2,3	0,8	0,9	0,9	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,2	24,6
2020 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	16,7	7,8	25,5	12,7	4,0	22,9
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,3	16,2	40,4	24,4	13,9	36,9
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,1	35,4	17,4	54,0	33,8	19,4	51,4
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,2	20,8	61,9	37,2	19,3	59,5

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	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 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.	17,5	8,2	1,0	0,3	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5
apr.	24,2	14,1	5,2	8,4	17,2	82,2	57,6	64,3	50,9
mag.	29,9	17,6	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea e Markit.

### 4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
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 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
2021 1° trim.	.	.	.	.	.	.	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2018	103,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,9	-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	2,4	1,1	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-2,3	3,5	4,1	5,9	1,4	0,4	0,5	6,4	5,8	15,6
2020 2° trim.	113,8	8,4	-3,9	11,4	7,1	11,3	3,6	2,0	-4,5	9,4	10,4	21,4
3° trim.	108,6	2,9	-2,0	1,4	5,5	3,8	-1,0	-0,8	2,5	6,2	2,7	12,3
4° trim.	110,1	4,0	-1,0	-0,3	3,4	4,7	1,8	0,9	2,8	6,4	5,8	25,4
2021 1° trim.	110,4	1,3	1,5	-3,3	4,0	1,2	-1,1	0,6	3,0	3,7	2,3	18,1
<b>Redditi per occupato</b>												
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	2,4	1,4	2,1	2,6
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,5	-1,8	-4,4	0,3	0,0	-0,1	-0,6	2,6	-1,7
2020 2° trim.	102,0	-4,7	-0,4	-7,8	-8,0	-12,2	-1,9	-0,6	-5,6	-5,6	1,7	-8,9
3° trim.	108,6	0,7	0,9	-1,7	1,0	-1,1	0,2	-0,2	2,1	1,0	2,7	1,6
4° trim.	109,0	1,0	0,5	-0,2	1,4	-3,6	1,3	1,0	1,0	1,2	3,7	0,2
2021 1° trim.	109,2	1,9	1,9	2,0	3,4	-1,3	1,6	2,5	3,3	2,1	2,2	1,7
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
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	0,9	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,7
2020	96,8	-5,0	2,8	-5,8	-5,6	-9,7	-1,1	-0,5	-0,6	-6,5	-3,1	-15,0
2020 2° trim.	89,7	-12,0	3,6	-17,2	-14,1	-21,1	-5,4	-2,6	-1,1	-13,7	-7,9	-24,9
3° trim.	100,0	-2,1	3,0	-3,0	-4,3	-4,7	1,3	0,5	-0,4	-4,9	-0,1	-9,5
4° trim.	99,0	-3,0	1,6	0,1	-1,9	-7,9	-0,5	0,0	-1,7	-4,9	-2,0	-20,1
2021 1° trim.	98,9	0,6	0,4	5,5	-0,5	-2,4	2,7	1,9	0,3	-1,6	-0,1	-13,9
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2018	105,0	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,0	2,8
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	112,9	5,3	2,6	3,0	3,8	6,1	3,0	2,1	5,1	4,6	5,0	7,4
2020 2° trim.	117,3	9,9	4,1	6,9	8,9	12,8	4,4	4,7	6,5	7,3	7,8	13,7
3° trim.	111,4	3,5	0,9	1,4	2,2	4,2	3,3	1,0	5,0	4,4	3,1	4,0
4° trim.	113,5	5,2	2,2	2,9	3,5	5,6	2,6	2,2	5,2	4,2	5,2	7,7
2021 1° trim.	114,4	3,2	0,2	1,0	-0,4	5,7	2,0	1,4	3,8	2,9	1,7	4,3
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
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	1,1	1,1	0,9	1,5	0,1	0,5	-0,3	0,9
2020	103,7	1,3	3,1	0,0	0,7	0,7	2,0	2,1	6,1	-1,2	-0,3	-5,2
2020 2° trim.	105,3	2,9	6,7	-3,2	3,8	2,4	1,4	3,3	17,3	-0,6	-1,4	-1,9
3° trim.	103,3	0,7	1,9	0,2	-2,6	0,1	4,4	2,1	3,1	-1,7	0,8	-6,8
4° trim.	104,3	1,6	1,5	3,4	1,1	1,2	1,4	1,5	1,8	-1,6	-0,4	-12,1
2021 1° trim.	104,8	2,0	-1,4	4,7	-3,7	4,1	3,0	0,7	-1,4	-1,2	-0,5	-9,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

### 5.1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	M3-M2					
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine		Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni				
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
<b>Consistenze</b>												
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	8.898,3	10.257,4	1.039,9	2.447,2	3.487,2	13.744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,7
2020 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.	1.330,6	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,9	100,3	610,3	7,1	717,7	14.165,5
4° trim.	1.359,2	8.898,3	10.257,4	1.039,9	2.447,2	3.487,2	13.744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,7
2021 1° trim.	1.391,8	9.144,6	10.536,4	985,1	2.483,7	3.468,8	14.005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14.744,1
2020 nov.	1.351,2	8.781,6	10.132,7	1.029,5	2.446,3	3.475,8	13.608,5	101,2	611,9	19,7	732,8	14.341,4
dic.	1.359,2	8.898,3	10.257,4	1.039,9	2.447,2	3.487,2	13.744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,7
2021 gen.	1.380,4	8.995,2	10.375,6	1.004,0	2.456,8	3.460,7	13.836,3	111,3	630,0	29,1	770,5	14.606,8
feb.	1.390,5	9.068,2	10.458,7	984,3	2.472,3	3.456,6	13.915,3	108,8	608,8	34,2	751,8	14.667,1
mar.	1.391,8	9.144,6	10.536,4	985,1	2.483,7	3.468,8	14.005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14.744,1
apr. <sup>(p)</sup>	1.402,4	9.180,0	10.582,4	965,5	2.485,8	3.451,3	14.033,7	109,3	605,0	26,8	741,1	14.774,8
<b>Transazioni</b>												
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3
2020	137,6	1.255,7	1.393,3	-27,2	85,7	58,5	1.451,8	19,2	124,0	13,0	156,3	1.608,1
2020 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	349,5
4° trim.	28,6	295,9	324,5	-34,9	24,0	-10,9	313,6	-3,5	41,3	26,7	64,6	378,2
2021 1° trim.	32,6	233,9	266,5	-58,4	38,0	-20,4	246,1	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	205,3
2020 nov.	13,0	108,1	121,1	-29,3	14,5	-14,7	106,4	0,8	0,6	1,5	2,9	109,4
dic.	8,0	122,4	130,4	12,1	1,0	13,1	143,5	-0,3	39,6	13,3	52,6	196,1
2021 gen.	21,2	94,0	115,2	-36,8	11,2	-25,6	89,5	10,4	-17,0	-3,0	-9,6	80,0
feb.	10,2	72,3	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	5,6	-18,3	59,8
mar.	1,2	67,7	68,9	-1,7	11,2	9,5	78,5	0,3	3,6	-16,8	-12,9	65,6
apr. <sup>(p)</sup>	10,6	44,6	55,2	-17,2	2,2	-15,0	40,2	0,3	-7,4	10,0	2,9	43,1
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	70,9	24,9	12,4
2020 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	70,9	24,9	12,4
2021 1° trim.	10,0	14,2	13,6	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-60,7	7,0	10,0
2020 nov.	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,9	15,5	11,0
dic.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	70,9	24,9	12,4
2021 gen.	12,2	17,1	16,5	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,1	16,3	3,4	18,4	12,5
feb.	12,4	17,1	16,4	-7,2	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	30,3	14,0	12,3
mar.	10,0	14,2	13,6	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-60,7	7,0	10,0
apr. <sup>(p)</sup>	9,8	12,7	12,3	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,5	11,0	-6,9	10,6	9,2

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
<b>Consistenze</b>													
2018	2.334,0	1.901,2	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,1	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	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 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.	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2021 1° trim.	3.070,8	2.618,1	301,0	143,8	7,8	7.825,2	5.109,3	422,2	2.292,9	0,8	1.126,2	209,1	491,9
2020 nov.	2.966,7	2.502,1	312,7	146,4	5,5	7.595,0	4.903,6	441,0	2.249,2	1,1	1.074,5	238,9	483,5
dic.	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2021 gen.	3.007,8	2.557,2	301,8	142,2	6,6	7.707,2	5.009,0	431,1	2.266,2	0,8	1.114,8	229,5	508,0
feb.	3.028,1	2.587,0	292,3	143,2	5,7	7.761,3	5.052,0	426,5	2.281,8	1,0	1.120,0	226,9	497,2
mar.	3.070,8	2.618,1	301,0	143,8	7,8	7.825,2	5.109,3	422,2	2.292,9	0,8	1.126,2	209,1	491,9
apr. <sup>(p)</sup>	3.050,6	2.605,3	294,9	142,9	7,4	7.843,0	5.128,8	417,6	2.295,6	0,9	1.127,2	225,1	494,7
<b>Transazioni</b>													
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	394,5	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,9	468,0	55,8	-6,9	-3,0	611,6	561,1	-53,8	104,4	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 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.	32,1	51,8	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,0	39,2
2021 1° trim.	80,7	84,8	-9,2	0,7	4,4	176,2	152,4	-16,0	39,7	0,0	10,8	-29,3	-16,7
2020 nov.	1,1	16,3	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
dic.	21,8	28,8	-1,5	-3,3	-2,2	53,6	51,7	-3,2	5,5	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 gen.	22,0	27,3	-7,6	-1,0	3,3	60,3	53,5	-6,5	13,3	0,1	5,7	-8,6	-0,7
feb.	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,5	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
mar.	38,5	27,9	8,0	0,6	2,1	62,3	56,2	-4,7	11,0	-0,2	0,3	-18,1	-5,4
apr. <sup>(p)</sup>	-15,7	-9,2	-5,3	-0,8	-0,3	19,3	20,5	-4,2	2,8	0,1	6,9	16,5	3,0
<b>Variazioni percentuali</b>													
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 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
2021 1° trim.	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
2020 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	24,1	18,8	-5,3	65,1	9,2	13,3	-11,3	5,3	-6,3	15,6	5,3	8,4
feb.	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	4,9	4,6
mar.	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
apr. <sup>(p)</sup>	12,8	14,8	4,8	-2,8	26,2	8,3	11,5	-10,4	5,4	5,5	8,7	-0,8	6,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.404,9	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6
2019	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,5	11.452,4	11.839,6	4.475,8	5.931,1	893,5	152,0	1.562,5	850,6
2020	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,4	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,2
2020 2° trim.	5.279,2	1.005,9	4.261,6	14.245,0	11.781,8	12.163,6	4.718,5	5.995,4	912,6	155,2	1.646,7	816,6
3° trim.	5.737,2	1.003,1	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,0	912,6	157,9	1.517,9	814,2
4° trim.	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,4	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,2
2021 1° trim.	6.092,3	993,8	5.096,8	14.463,8	12.061,8	12.421,9	4.784,0	6.173,5	949,1	155,2	1.521,2	880,8
2020 nov.	5.850,2	1.006,4	4.831,6	14.288,6	11.926,9	12.285,8	4.736,0	6.106,6	927,5	156,7	1.541,0	820,7
dic.	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,4	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,2
2021 gen.	5.950,3	989,0	4.959,7	14.358,4	11.945,9	12.311,0	4.721,2	6.136,3	939,9	148,6	1.548,4	864,1
feb.	5.986,6	993,7	4.991,3	14.392,1	11.971,2	12.334,9	4.729,5	6.153,5	941,6	146,5	1.549,4	871,5
mar.	6.092,3	993,8	5.096,8	14.463,8	12.061,8	12.421,9	4.784,0	6.173,5	949,1	155,2	1.521,2	880,8
apr. <sup>6)</sup>	6.099,8	1.002,2	5.095,4	14.418,4	12.039,6	12.395,5	4.751,8	6.191,2	942,7	153,9	1.505,0	873,8
<b>Transazioni</b>												
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	1.050,4	13,3	1.037,0	735,7	540,2	561,2	288,9	209,2	26,3	15,8	167,1	28,4
2020 2° trim.	465,6	-1,9	467,4	185,0	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
3° trim.	262,5	-2,8	265,2	150,8	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	40,7	5,0
4° trim.	177,0	-1,9	178,7	157,3	84,1	120,4	3,5	60,8	10,1	9,7	29,9	43,3
2021 1° trim.	162,2	-1,7	174,4	153,2	134,2	116,1	60,7	56,6	29,5	-12,6	10,9	8,1
2020 nov.	42,8	2,9	39,6	47,5	34,8	40,3	2,1	15,2	19,6	-2,1	6,7	6,1
dic.	79,3	-5,8	85,3	73,1	16,9	43,1	-6,2	19,0	-6,9	11,0	11,4	44,7
2021 gen.	34,3	-7,4	52,1	17,3	19,5	11,7	-1,8	17,2	23,3	-19,2	-0,9	-1,3
feb.	60,9	5,1	55,8	33,1	27,8	27,8	9,8	18,9	1,1	-2,0	0,2	5,2
mar.	67,1	0,6	66,5	102,7	86,9	76,6	52,6	20,6	5,2	8,6	11,6	4,2
apr. <sup>6)</sup>	26,7	8,1	17,9	-22,0	-1,5	-9,5	-23,8	27,3	-3,9	-1,2	-13,2	-7,3
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2020 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.	19,0	0,1	24,2	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,0	0,1
4° trim.	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021 1° trim.	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4
2020 nov.	21,3	0,4	27,1	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,1	-1,4
dic.	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021 gen.	23,0	0,0	29,5	5,1	4,4	4,5	6,2	3,3	3,7	-2,6	11,7	3,1
feb.	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,3	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8
mar.	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4
apr. <sup>6)</sup>	18,0	-0,6	23,0	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,6	-1,2	6,9	9,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				2	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2018	4.404,9	4.489,0	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.577,9	967,4	878,0	2.630,4	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,7	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2020 2° trim.	4.718,5	4.829,9	957,8	993,4	2.767,3	5.995,4	6.276,5	701,0	4.603,9	690,6
3° trim.	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,2	6.066,0	6.334,0	702,4	4.667,6	696,0
4° trim.	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,7	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2021 1° trim.	4.784,0	4.902,0	895,8	1.017,7	2.870,5	6.173,5	6.435,8	694,8	4.785,0	693,7
2020 nov.	4.736,0	4.842,4	911,8	1.004,9	2.819,4	6.106,6	6.376,2	701,7	4.708,6	696,3
dic.	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,7	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2021 gen.	4.721,2	4.837,0	888,9	1.006,0	2.826,3	6.136,3	6.403,5	697,2	4.745,6	693,6
feb.	4.729,5	4.846,3	890,4	1.005,0	2.834,1	6.153,5	6.421,5	698,2	4.761,7	693,7
mar.	4.784,0	4.902,0	895,8	1.017,7	2.870,5	6.173,5	6.435,8	694,8	4.785,0	693,7
apr. <sup>6)</sup>	4.751,8	4.870,8	869,1	996,4	2.886,3	6.191,2	6.451,4	689,9	4.808,6	692,7
<b>Transazioni</b>										
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	41,0	168,6	-9,2
2020	288,9	325,3	-53,9	138,9	203,9	209,2	195,0	-11,8	210,9	10,2
2020 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	65,0	1,3
4° trim.	3,5	22,5	-25,4	-1,4	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	0,9
2021 1° trim.	60,7	60,1	-3,3	6,0	58,0	56,6	51,0	-3,7	60,5	-0,1
2020 nov.	2,1	7,4	-2,7	-5,2	10,0	15,2	17,8	-3,6	19,3	-0,5
dic.	-6,2	12,9	-9,5	6,7	-3,4	19,0	23,9	-0,4	19,6	-0,2
2021 gen.	-1,8	-3,0	-10,1	-5,8	14,1	17,2	14,4	-2,3	20,5	-1,0
feb.	9,8	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,6	16,7	0,6
mar.	52,6	51,1	4,7	12,4	35,5	20,6	16,7	-2,9	23,2	0,3
apr. <sup>6)</sup>	-23,8	-26,8	-23,2	-19,3	18,8	27,3	25,4	-0,8	27,8	0,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
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	-1,6	4,7	1,5
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 1° trim.	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 gen.	6,2	6,9	-6,0	14,9	7,7	3,3	3,0	-2,5	4,5	1,3
feb.	6,3	7,0	-5,0	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,3
mar.	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
apr. <sup>6)</sup>	2,6	3,2	-10,0	3,6	6,9	4,3	3,8	0,3	5,4	1,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	10
<b>Consistenze</b>										
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	2.906,1	1.455,5	452,3	178,9	187,2
2020	749,0	6.967,4	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,6	130,1	139,2
2020 2° trim.	673,3	7.042,9	1.934,5	44,1	2.080,4	2.983,8	1.562,4	528,7	159,2	174,3
3° trim.	806,2	7.039,6	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,6	1.574,1	499,6	139,9	147,3
4° trim.	749,0	6.967,4	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,6	130,1	139,2
2021 1° trim.	699,6	6.894,3	1.898,3	41,2	1.984,7	2.970,1	1.398,2	383,7	127,3	130,3
2020 nov.	753,6	6.973,2	1.938,1	42,4	2.012,4	2.980,2	1.469,3	460,2	148,2	147,1
dic.	749,0	6.967,4	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,6	130,1	139,2
2021 gen.	678,9	6.925,5	1.912,4	42,0	1.970,4	3.000,8	1.472,5	430,0	147,4	146,7
feb.	684,8	6.880,4	1.905,2	41,4	1.971,9	2.961,9	1.433,5	420,1	145,4	145,7
mar.	699,6	6.894,3	1.898,3	41,2	1.984,7	2.970,1	1.398,2	383,7	127,3	130,3
apr. <sup>6)</sup>	727,1	6.840,4	1.869,2	41,2	1.968,7	2.961,4	1.445,8	378,2	134,2	131,3
<b>Transazioni</b>										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-32,7	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-45,1	155,9	-48,8	-48,0
2020 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	6,0	9,0	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
4° trim.	-57,1	2,2	-4,0	-0,9	-43,9	51,0	-111,1	100,1	-9,8	-8,1
2021 1° trim.	-49,6	-30,4	-21,9	-0,9	-33,5	25,9	4,3	-194,3	-2,8	-8,8
2020 nov.	-110,7	-0,8	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-54,9	-37,5	-0,5	-7,3
dic.	-4,7	14,7	-17,4	-0,4	-5,8	38,4	-57,7	111,5	-18,1	-7,9
2021 gen.	-70,2	-38,4	-5,8	-0,1	-30,6	-1,8	37,5	-117,6	17,3	7,5
feb.	5,9	4,4	-7,3	-0,5	-1,8	13,9	-3,2	-20,9	-2,0	-1,0
mar.	14,7	3,6	-8,8	-0,3	-1,1	13,8	-30,0	-55,8	-18,1	-15,4
apr. <sup>6)</sup>	27,4	-18,3	-21,4	0,0	-2,5	5,6	47,0	0,6	6,9	1,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
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 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
2021 1° trim.	56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2020 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.	65,1	-0,9	-0,9	-14,0	-6,1	3,0	-	-	-13,9	-19,5
feb.	52,7	-0,9	-1,1	-13,9	-6,0	3,2	-	-	-18,3	-23,8
mar.	56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
apr. <sup>6)</sup>	27,8	-0,3	-2,4	-10,9	-4,2	4,0	-	-	-28,5	-35,4

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

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	
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	45,9	12,9	13,1	15,0	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020	46,8	46,4	13,0	12,8	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6
2020 1° trim.	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,7	44,0	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8
2° trim.	46,8	46,4	13,1	13,0	15,4	0,4	50,7	46,8	10,4	5,7	1,6	24,3	3,9
3° trim.	46,8	46,4	13,1	12,9	15,6	0,4	52,1	48,0	10,6	5,8	1,6	25,0	4,2
4° trim.	46,9	46,4	13,0	12,9	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6

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	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,1	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,7	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,0	28,4	41,3	84,2	1,5
2019	83,9	3,0	13,1	67,8	45,4	30,6	38,5	7,7	76,3	15,7	27,8	40,4	82,5	1,4
2020	98,0	3,2	14,3	80,5	54,9	39,4	43,1	11,6	86,4	19,7	31,7	46,6	95,9	2,1
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	98,1	3,2	14,3	80,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,8	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,5
2020 1° trim.	-0,1	-0,4	0,4	0,6	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,0	1,7
2° trim.	8,9	2,3	3,2	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,4	3,3	7,3
3° trim.	11,5	3,7	3,0	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,1	4,8	8,5
4° trim.	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,6

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

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

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	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
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
4° trim.	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
2020 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.	15,8	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
apr.	15,8	14,3	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,1	2,1	0,0	0,6

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	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,8	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,6	1,5	
2020	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7	
2020 1° trim.	-2,9	1,1	-0,9	0,0	0,6	-3,4	-3,8	-2,4	2,1	
2° trim.	-6,1	-1,4	-3,1	-1,9	-2,7	-6,9	-6,3	-5,4	-2,4	
3° trim.	-7,3	-3,0	-3,6	-3,5	-5,7	-8,2	-7,1	-7,4	-4,3	
4° trim.	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,3	-9,5	-5,7	
Debito pubblico										
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	98,0	134,4	99,2	
2019	98,1	59,7	8,4	57,4	180,5	95,5	97,6	134,6	94,0	
2020	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	115,7	155,8	118,2	
2020 1° trim.	103,4	60,9	8,9	59,0	180,7	99,1	101,3	137,8	96,2	
2° trim.	114,0	67,3	18,5	62,8	191,3	110,2	113,9	149,5	113,0	
3° trim.	113,1	70,0	18,5	62,3	199,8	114,0	116,4	154,5	119,2	
4° trim.	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	116,3	155,8	118,2	
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,4	0,4	1,8	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
2020 1° trim.	-0,7	-0,4	1,1	-2,0	1,5	0,5	-0,2	-1,0	-1,9	-1,1
2° trim.	-1,6	-2,4	-2,1	-5,1	-1,2	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,2
3° trim.	-3,4	-4,1	-2,7	-7,0	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,2
4° trim.	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
Debito pubblico										
2017	39,0	39,1	22,3	48,5	56,9	78,5	126,1	74,1	51,5	61,2
2018	37,1	33,7	21,0	44,8	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,7
2019	37,0	35,9	22,0	42,0	48,7	70,5	116,8	65,6	48,2	59,5
2020	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2
2020 1° trim.	37,1	33,0	22,2	43,3	49,5	73,2	119,2	68,9	49,5	64,4
2° trim.	43,0	41,4	23,9	50,1	55,2	82,4	125,7	78,2	60,1	68,7
3° trim.	44,7	45,9	26,0	52,6	55,2	78,9	130,5	78,4	60,5	67,0
4° trim.	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2021

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 9 giugno 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-21-004-IT-N (online)