



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 5 / 2021



# Indice

<b>Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>2</b>
Sintesi	2
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	10
3 Attività economica	14
4 Prezzi e costi	20
5 Moneta e credito	27
<b>Riquadri</b>	<b>32</b>
1 Le implicazioni per le prospettive economiche mondiali dei risparmi accumulati durante la pandemia	32
2 Dispersione tra settori degli utili attesi delle imprese durante la crisi legata al COVID-19	41
3 L'impatto economico eterogeneo della pandemia nei paesi dell'area dell'euro	46
4 COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento	53
5 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	60
6 Il ruolo degli andamenti settoriali per la crescita dei salari dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia	63
7 Andamenti recenti delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici nell'area dell'euro	68
8 L'impatto strutturale del passaggio dalle prestazioni definite alla contribuzione definita	74
<b>Articoli</b>	<b>84</b>
1 Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE	84
2 L'uso dell'apprendimento automatico e dei big data per analizzare il ciclo economico	101
3 Il ruolo degli interventi pubblici per il settore delle società non finanziarie durante la crisi legata al COVID-19	123
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

### Attività economica

A livello mondiale, lo slancio della ripresa rimane solido a fronte di perduranti vincoli dal lato dell'offerta. I dati dell'indice dei responsabili degli acquisti relativo al mese di giugno mostrano livelli storicamente elevati per l'intero secondo trimestre del 2021. Nel contempo, il ritmo della crescita ha subito un leggero rallentamento a giugno per effetto di una certa normalizzazione dell'attività in diverse importanti economie. L'interscambio di beni rimane vigoroso nonostante crescenti fattori avversi derivanti da strozzature dal lato dell'offerta. Quanto all'andamento dell'inflazione a livello mondiale, sono cresciute ulteriormente le pressioni sui prezzi, determinate principalmente da fattori transitori come effetti base e vincoli dal lato dell'offerta legati alla pandemia. In prospettiva, l'andamento della pandemia continua a rappresentare una fonte di incertezza per la ripresa economica mondiale e potrebbe determinare profili di crescita sempre più disomogenei tra i vari paesi.

L'economia dell'area dell'euro ha registrato un recupero nel secondo trimestre dell'anno e, con l'allentamento delle restrizioni, procede verso una forte crescita nel terzo trimestre. Viene vaccinato un numero sempre maggiore di persone e nella maggior parte dei paesi dell'area le restrizioni e le misure di chiusura (lockdown) sono state allentate. Si prevede un andamento molto positivo nel settore manifatturiero, benché le strozzature dal lato dell'offerta stiano frenando la produzione nel breve termine. Sebbene la riapertura di ampi settori dell'economia stia sostenendo un forte recupero dei servizi, la variante Delta del coronavirus (COVID-19) potrebbe smorzare la ripresa di questi ultimi, soprattutto nel comparto del turismo e dell'ospitalità.

Man mano che la clientela torna a frequentare negozi e ristoranti, la spesa per consumi cresce, sorretta dal miglioramento delle prospettive occupazionali, dall'aumento della fiducia e dal continuo sostegno dei governi. La ripresa in atto della domanda interna e mondiale accresce l'ottimismo delle imprese, favorendo gli investimenti. Per la prima volta dall'inizio della pandemia, l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indica che il finanziamento degli investimenti fissi costituisce un'importante determinante della domanda di prestiti da parte delle imprese.

Si prevede che l'attività economica torni al livello pre-crisi nel primo trimestre del prossimo anno, ma c'è ancora molta strada da fare prima che i danni economici causati dalla pandemia siano ripianati. Il numero dei beneficiari di misure di integrazione salariale è in calo, ma resta elevato. Nel complesso, si registrano

ancora 3,3 milioni di occupati in meno rispetto al periodo antecedente la pandemia, soprattutto fra i più giovani e i lavoratori meno qualificati. Restano essenziali politiche che forniscano un sostegno significativo. Una politica di bilancio ambiziosa e coordinata dovrebbe continuare ad affiancare la politica monetaria nel rafforzare la fiducia e nel favorire la spesa. Al programma Next Generation EU inoltre è affidato un ruolo fondamentale, nella misura in cui dovrebbe contribuire a una ripresa più vigorosa e uniforme in tutta l'area dell'euro.

## Inflazione

L'inflazione nell'area si è collocata all'1,9 per cento a giugno e dovrebbe aumentare ancora nei prossimi mesi per poi tornare a diminuire il prossimo anno. L'attuale incremento è determinato perlopiù dai rincari dei beni energetici e dagli effetti base legati alla brusca diminuzione dei corsi petroliferi all'inizio della pandemia e all'impatto della riduzione temporanea dell'IVA in Germania lo scorso anno. L'effetto di tali fattori dovrebbe venire meno entro gli inizi del 2022, quando non saranno più inclusi nel calcolo dell'inflazione sui dodici mesi. Nel breve periodo, la significativa capacità produttiva inutilizzata frena le spinte inflazionistiche di fondo.

Il rafforzamento della domanda e le temporanee pressioni dal lato dei costi nella catena di approvvigionamento eserciteranno una certa spinta al rialzo sui prezzi. Tuttavia, la debole dinamica salariale e il passato apprezzamento dell'euro implicano che le pressioni sui prezzi rimarranno probabilmente moderate per qualche tempo.

Dovrà trascorrere ancora un po' di tempo prima che le ripercussioni della pandemia sull'inflazione vengano meno. Con la ripresa dell'economia, sostenuta dalle misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo, l'inflazione dovrebbe aumentare nel medio periodo, pur mantenendosi al di sotto dell'obiettivo fissato dalla BCE. Nonostante il loro incremento, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine rimangono a una certa distanza dall'obiettivo del 2 per cento.

## Valutazione dei rischi

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive economiche siano sostanzialmente bilanciati. L'attività economica potrebbe risultare superiore alle aspettative della BCE qualora i consumatori spendessero più di quanto atteso attualmente e attingessero più rapidamente ai risparmi accantonati durante la pandemia. Un miglioramento della situazione legata alla pandemia in tempi più rapidi potrebbe inoltre determinare un'espansione maggiore rispetto alle attuali previsioni. Tuttavia, la crescita potrebbe risultare inferiore alle attese in caso di un peggioramento della pandemia o di carenze dal lato dell'offerta che dovessero rivelarsi più persistenti e che frenassero la produzione.

## Condizioni finanziarie e monetarie

La ripresa della crescita e dell'inflazione continua a dipendere da condizioni di finanziamento favorevoli. I tassi di interesse di mercato sono diminuiti dall'ultima riunione di politica monetaria tenuta a giugno. Le condizioni di finanziamento per la maggior parte delle imprese e delle famiglie si mantengono su livelli favorevoli.

A maggio 2021 la creazione di moneta nell'area dell'euro ha continuato a normalizzarsi attestandosi all'8,4 per cento in termini di crescita sui dodici mesi e riflettendo una moderazione dei flussi monetari e creditizi in un contesto caratterizzato da un miglioramento della situazione pandemica da coronavirus (COVID-19). Gli acquisti di attività in corso da parte dell'Eurosistema continuano a essere la principale fonte di creazione di moneta, mentre il ritmo di accumulo dei depositi da parte di famiglie e imprese ha subito un processo di normalizzazione. La crescita dei prestiti al settore privato è tornata sui livelli antecedenti la pandemia, pari al 2,7 per cento su base annua, trainata da una moderazione del credito alle imprese. Inoltre, secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nella seconda metà del 2021 i criteri per la concessione del credito a imprese e famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre la domanda di prestiti da parte di entrambe queste categorie è cresciuta.

I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie rimangono su livelli storicamente bassi. A maggio 2021 il tasso composito sui prestiti bancari alle società non finanziarie è sceso all'1,46 per cento, mentre quello sui prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato all'1,32 per cento. Le imprese dispongono ancora di fondi sufficienti grazie ai prestiti assunti durante la prima ondata della pandemia, il che spiega in parte il rallentamento del credito loro erogato. Per contro i prestiti alle famiglie mostrano una buona tenuta. L'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro segnala che le condizioni per la concessione del credito a imprese e famiglie si sono stabilizzate. La liquidità resta abbondante.

Allo stesso tempo, il costo dell'emissione di capitale di rischio da parte delle imprese resta elevato. Molte imprese e famiglie hanno contratto più debiti per far fronte alla pandemia. Un eventuale peggioramento della situazione economica potrebbe quindi mettere a repentaglio la loro solidità finanziaria, con il rischio di ripercussioni sulla qualità dei bilanci delle banche. Resta essenziale evitare che le tensioni sui bilanci e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento possano rafforzarsi a vicenda.

## Dichiarazione di politica monetaria

In tale contesto, durante la riunione di politica monetaria di luglio, il Consiglio direttivo ha affrontato in particolare due temi: le implicazioni del riesame della strategia per le indicazioni prospettiche (forward guidance) sui tassi di interesse di riferimento della BCE e la valutazione della situazione economica e delle misure di risposta alla pandemia.

Nel recente riesame della strategia il Consiglio direttivo ha stabilito un obiettivo di inflazione simmetrico del 2 per cento a medio termine. I tassi di riferimento della

BCE si collocano da qualche tempo in prossimità del limite inferiore e le prospettive di inflazione nel medio periodo sono ancora ben al di sotto dell'obiettivo fissato. A fronte di tali condizioni, il Consiglio direttivo ha rivisto le proprie indicazioni prospettiche sui tassi di interesse al fine di enfatizzare il proprio impegno a preservare un orientamento di politica monetaria persistentemente accomodante per conseguire l'obiettivo di inflazione.

A sostegno di tale obiettivo di inflazione simmetrico del 2 per cento e in linea con la strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo si aspetta che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimarranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà l'inflazione raggiungere il 2 per cento con un adeguato anticipo rispetto alla fine dell'orizzonte di proiezione e in maniera durevole per il resto di tale orizzonte, e finché non riterrà che i progressi conseguiti dall'inflazione di fondo saranno sufficientemente avanzati da essere coerenti con la stabilizzazione dell'inflazione al 2 per cento nel medio periodo. Ciò potrebbe anche comportare un periodo transitorio in cui l'inflazione si colloca su un livello moderatamente superiore all'obiettivo.

Il Consiglio direttivo ritiene avviata la ripresa dell'economia dell'area dell'euro ma la pandemia continua a gettare un'ombra su di essa, soprattutto a causa della variante Delta che costituisce una fonte di crescente incertezza. L'inflazione è aumentata, sebbene ci si attende che questo rialzo sia prevalentemente di natura temporanea. Le prospettive di inflazione nel medio periodo restano contenute.

È necessario preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori economici durante il periodo della pandemia. Ciò è indispensabile affinché il recupero attuale si trasformi in un'espansione duratura e compensi l'impatto negativo della pandemia sull'inflazione. Pertanto, avendo confermato la valutazione sulle condizioni di finanziamento e sulle prospettive di inflazione effettuata dall'Eurosistema a giugno, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che in questo trimestre gli acquisti nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) saranno condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi dell'anno.

Il Consiglio ha inoltre confermato le altre misure tese a rispettare il mandato della stabilità dei prezzi conferito alla BCE, ovvero il livello dei tassi di interesse di riferimento di quest'ultima, gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA), le politiche di reinvestimento e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo fissato dalla BCE del 2 per cento a medio termine.

## Contesto esterno

*A livello mondiale, lo slancio della ripresa rimane solido a fronte di vincoli dal lato dell'offerta. I dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) di giugno mostrano livelli storicamente elevati per l'intero secondo trimestre del 2021. Nel contempo, il ritmo della crescita ha subito un leggero rallentamento a giugno per effetto della normalizzazione dell'attività in diverse importanti economie. L'interscambio di beni rimane vigoroso nonostante crescenti fattori avversi derivanti da strozzature dal lato dell'offerta. Quanto all'andamento dell'inflazione, sono cresciute ulteriormente le pressioni sui prezzi, in parte causate da effetti base e vincoli dal lato dell'offerta valutati come transitori. In prospettiva, l'andamento della pandemia di coronavirus (COVID-19) continua a rappresentare una fonte di incertezza per la ripresa economica mondiale e potrebbe determinare profili di crescita sempre più disomogenei tra i vari paesi.*

**La ripresa economica mondiale resta solida in un contesto caratterizzato da andamenti pandemici divergenti.** Nel primo trimestre del 2021 la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) è aumentata dello 0,9 per cento sul periodo precedente. Ci si attende che lo slancio espansivo si confermi solido nel secondo trimestre, in un contesto in cui le economie avanzate ed emergenti continuano le proprie riaperture a fronte di andamenti pandemici divergenti. La nuova variante Delta del coronavirus sta provocando un aumento dei casi in numerosi paesi. Tuttavia, nei paesi con tassi di vaccinazione relativamente elevati, le pressioni sui sistemi sanitari sono rimaste contenute nonostante l'aumento dei casi di COVID-19. Nel complesso, gli andamenti della pandemia restano uno dei vari fattori in grado di far divergere le prospettive di crescita nei vari paesi.

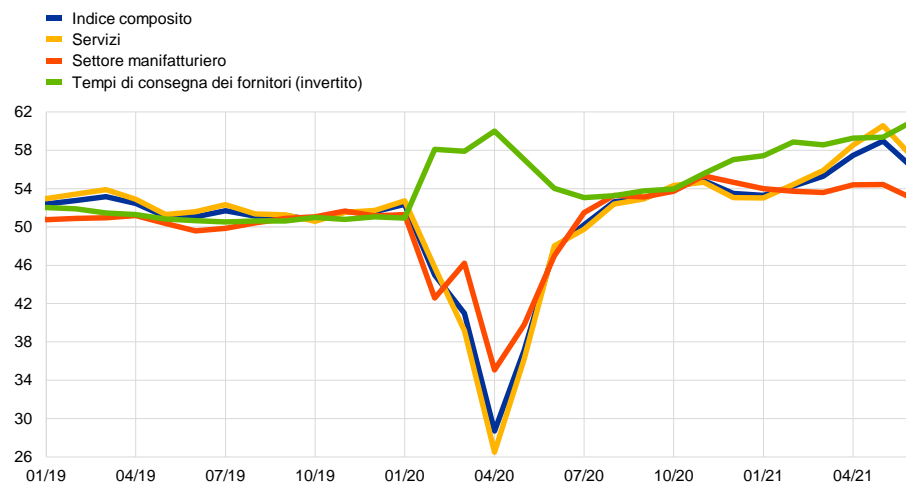
**La ripresa mondiale si riflette anche nei risultati positivi delle indagini congiunturali.** L'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è salito al livello più alto degli ultimi 15 anni nel secondo trimestre del 2021. L'attività economica si mantiene solida nel settore manifatturiero e sta acquisendo vigore nel settore dei servizi. I segnali di espansione si sono lievemente attenuati verso la fine del secondo trimestre, quando gli indici PMI si sono in qualche misura normalizzati in diversi paesi, fra cui Stati Uniti e Cina.

**Nel contempo, i vincoli dal lato dell'offerta stanno creando fattori avversi per l'attività economica e il commercio, a livello internazionale.** I tempi di consegna dei fornitori, al di fuori dell'area dell'euro, a giugno si sono prolungati oltre il picco osservato durante la chiusura mondiale di aprile 2020 (cfr. il grafico 1). I vincoli dal lato dell'offerta comportano frizioni nelle catene globali del valore, come la carenza di microprocessori, che ritardano la produzione e la consegna di automobili e di una gamma di prodotti elettrici.

## Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

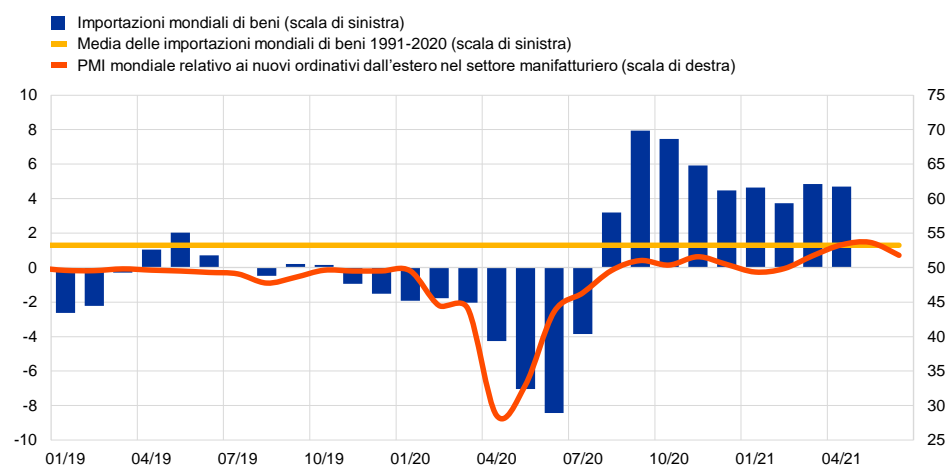
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2021. Un aumento in "Tempi di consegna dei fornitori (invertito)" implica un allungamento dei tempi di consegna dei beni manufatti.

**Nonostante le frizioni lungo le catene di approvvigionamento, il commercio mondiale è rimasto solido nella prima metà del 2021.** Ad aprile le importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) sono rimaste stabili rispetto ai tre mesi precedenti. Nel contempo, il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero (esclusa l'area dell'euro) nel secondo trimestre del 2021 si è attestato al livello più elevato degli ultimi undici anni, nonostante un lieve indebolimento a giugno (cfr. il grafico 2). L'interscambio di servizi, tuttavia, si mantiene su livelli bassi, principalmente a causa della perdurante debolezza dei flussi del turismo.

## Grafico 2

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

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2021 per le importazioni mondiali di beni e a giugno 2021 per gli indici PMI.



**L'inflazione mondiale è aumentata ulteriormente a maggio, sospinta in larga misura da fattori transitori.**

Nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo è salita, a maggio, al 3,8 per cento dal 3,3 per cento di aprile. I rincari delle materie prime, ulteriormente sospinti dagli effetti base annuali, hanno contribuito in misura significativa a tale andamento; ulteriori pressioni sui prezzi sono derivate dalle strozzature dal lato dell'offerta e dalle misure di stimolo fiscale. Nel contempo, l'inflazione di fondo (al netto della componente alimentare ed energetica) è salita al 2,9 per cento a maggio, rispetto al 2,4 del mese precedente. Tuttavia, gli attuali tassi mediani dell'inflazione di fondo nelle economie avanzate ed emergenti rimangono prossimi ai livelli medi osservati a partire dal 2000. L'aumento dell'inflazione mondiale è in parte riconducibile a fattori temporanei. È probabile che il contributo rilevante della componente energetica diminuisca nei mesi a venire, poiché l'effetto base derivante dalla flessione pronunciata dei corsi petroliferi dello scorso anno verrà a esaurirsi nel raffronto sui dodici mesi. Con l'attenuarsi delle frizioni lungo le catene di approvvigionamento mondiali, è probabile che anche le pressioni sui prezzi dei prodotti associati (e dei loro sostituti) vengano meno.

**I corsi petroliferi hanno continuato a crescere sulla scia di fattori dal lato della domanda e dell'offerta.**

Sostenuti dalla rapida ripresa dell'economia mondiale, i corsi petroliferi sono aumentati ulteriormente dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno e ora oscillano intorno al loro livello più elevato a partire da ottobre 2018. La domanda di petrolio è aumentata sensibilmente dopo la ripresa della mobilità nelle ultime settimane, in particolare dei viaggi aerei, in un contesto di rapida riapertura di alcune economie. Sebbene l'OPEC+ abbia recentemente raggiunto un accordo per espandere la propria produzione, l'aumento dell'offerta sta subendo ritardi. Ne è conseguito un irrigidimento dei mercati petroliferi, che ha stimolato prezzi più elevati con la ripresa dei consumi. Per contro, i prezzi delle materie prime metalliche si sono stabilizzati dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, mentre quelli dei beni alimentari a livello mondiale sono diminuiti.

**Negli Stati Uniti, la ripresa economica continua a ritmi sostenuti.**

I risultati delle indagini mostrano che a giugno l'attività nei settori manifatturiero e dei servizi si è mantenuta su livelli molto elevati. Al tempo stesso, i vincoli dal lato dell'offerta creano condizioni sfavorevoli per la ripresa, con un crescente arretrato di lavoro e un allungamento dei tempi di consegna dei fornitori. Se, da un lato, il mercato del lavoro continua a migliorare, dall'altro gli squilibri tra qualifiche richieste e offerte in alcuni settori stanno inducendo un irrigidimento delle condizioni nel mercato del lavoro nel breve periodo. Complessivamente, tuttavia, la ripresa del mercato del lavoro rimane incompleta, con 7 milioni di occupati in meno rispetto al periodo precedente la crisi legata al COVID-19. L'inflazione al consumo è aumentata notevolmente a giugno, fino al 5,4 per cento sui dodici mesi, riflettendo il vigore della domanda e i vincoli dal lato dell'offerta. Tuttavia, è probabile che tale aumento dell'inflazione sia per lo più transitorio, poiché in parte riflette l'impatto degli effetti base. Un ruolo importante è stato svolto anche da fattori idiosincratici legati alla riapertura dell'economia e dagli ostacoli lungo la catena di approvvigionamento, come risulta dai significativi aumenti delle tariffe di aerei e alberghi e delle autovetture usate.

**Nel Regno Unito l'economia registra un recupero, anche se l'aumento dei casi di COVID-19 pone sempre maggiori rischi al ribasso.**

La crescita mensile del PIL a maggio continua a segnalare una forte ripresa nel secondo trimestre. Analogamente, le indagini presso le imprese, il clima di fiducia dei consumatori e gli indicatori relativi alla mobilità suggeriscono un forte incremento dell'attività, in particolare nel settore dei servizi. Al tempo stesso, la carenza di microprocessori per computer ha interrotto la produzione automobilistica, frenando la produzione manifatturiera. La nuova variante Delta del coronavirus ha provocato un brusco aumento del numero di nuovi casi giornalieri, ma l'impatto sul sistema sanitario è limitato, grazie ai progressi nella campagna di vaccinazione. Di conseguenza, anche l'impatto sulla crescita del PIL dovrebbe mantenersi limitato. Nel contempo, a maggio, l'inflazione al consumo è aumentata bruscamente, al 2,1 per cento. Sebbene le determinanti dell'inflazione siano principalmente connesse a fattori transitori che influiscono sui prezzi dell'energia e dei trasporti, gli indicatori delle indagini segnalano anche un aumento più generalizzato dei costi di produzione, inclusi i salari, e una trasmissione ai prezzi applicati alla clientela.

**In Giappone il ritmo dell'attività economica ha subito un rallentamento nel secondo trimestre, in parte a causa dei vincoli dal lato dell'offerta e dell'andamento della pandemia.**

La crescita del PIL in termini reali dovrebbe rimanere debole nel secondo trimestre, poiché il nuovo aumento dei casi di COVID-19 ha indotto un inasprimento delle misure di contenimento. Di conseguenza, l'attività nel settore dei servizi si è mantenuta modesta. Nel contempo, la produzione industriale è diminuita a maggio, risentendo in parte della carenza di semiconduttori, come segnalato anche dai dati dell'indagine sul PMI per il settore manifatturiero di giugno. Ci si attende una ripresa più solida nella seconda metà dell'anno, quando è probabile che la crescita sia sostenuta da una significativa ripresa del ritmo delle vaccinazioni e da un contesto esterno più favorevole. L'inflazione complessiva è salita a -0,1 per cento a maggio, sostenuta dal rincaro dei beni energetici, ma continua a essere frenata da fattori idiosincratichi, fra cui le pronunciate riduzioni delle tariffe di telefonia mobile.

**In Cina prosegue la ripresa, mentre le pressioni sui prezzi alla produzione si mantengono elevate.**

I dati mensili segnalano il protrarsi di una crescita robusta nel secondo trimestre del 2021, nonostante un rallentamento a giugno. Nel contempo, l'inflazione alla produzione sui dodici mesi si è stabilizzata all'8,8 per cento a giugno, prossimo al 9,0 per cento registrato a maggio, il livello più elevato degli ultimi 12 anni. Con il venir meno degli effetti base e dell'impatto dei prezzi delle materie prime, i prezzi alla produzione dovrebbero normalizzarsi. A giugno l'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita lievemente, all'1,1 per cento, principalmente a causa della normalizzazione in atto nell'inflazione dei beni alimentari, che ha più che compensato i rincari dei carburanti. Nel complesso, il calo delle pressioni sui prezzi sul mese precedente segnala che l'inflazione sui dodici mesi potrebbe aver raggiunto un picco in Cina. A luglio la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha ridotto di 50 punti base l'obbligo di riserva, ma ha dichiarato che la direzione della sua politica monetaria resta invariata. Diversi tassi di riferimento sui prestiti sono rimasti invariati a luglio.

## 2 Andamenti finanziari

*Il segmento a lungo termine della curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) è sceso verso il basso e i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nel periodo in esame, in un contesto caratterizzato dalla diffusione della variante Delta del coronavirus (COVID-19) e dalla pubblicazione di dati macroeconomici mondiali inferiori alle attese. Tuttavia, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli delle obbligazioni societarie hanno continuato a ridursi lievemente. I corsi azionari sono diminuiti marginalmente per le società non finanziarie e in misura più significativa per il settore bancario. Infine, l'euro si è lievemente indebolito su base ponderata per l'interscambio.*

**Nel periodo in esame, dal 10 giugno al 21 luglio 2021, l'Eonia e il nuovo tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -48 e -57 punti base.** La liquidità in eccesso è aumentata di circa 18 miliardi di euro, fino a circa 4.224 miliardi, a seguito degli acquisti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché del ricorso all'operazione OMRLT-III.8 per 109,83 miliardi di euro. Tale aumento è stato fortemente limitato dal calo delle altre attività nette pari a circa 234 miliardi di euro nel periodo in esame.

**In tale periodo, il segmento a breve della curva a termine dell'Eonia è rimasto sostanzialmente invariato, mentre la curva si è spostata verso il basso sulle scadenze più lunghe.** Il segmento a breve della curva rimane sostanzialmente piatto all'attuale livello dell'Eonia. Di conseguenza, la curva a termine non indica, al momento, aspettative di un'imminente variazione dei tassi di riferimento in entrambe le direzioni, con la data di rialzo implicita (Eonia +10 punti base) attualmente stimata per il terzo trimestre del 2024. I tassi a termine dell'Eonia rimangono al di sotto dello zero per gli orizzonti temporali fino al 2027, in ragione del fatto che i mercati continuano a prevedere un prolungato periodo contraddistinto da tassi di interesse negativi<sup>1</sup>.

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti, invertendo in parte la tendenza al rialzo osservata negli ultimi mesi (cfr. il grafico 3).** I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro ponderati per il PIL e di quelli tedeschi a dieci anni sono diminuiti di circa 15 punti base, attestandosi rispettivamente al -0,01 e al -0,40 per cento. Nonostante i continui progressi delle campagne vaccinali contro il COVID-19 e la pubblicazione di indicatori basati sulle indagini congiunturali complessivamente positivi, che hanno sostenuto le aspettative di una ripresa economica, i tassi a lungo termine sono diminuiti in un contesto caratterizzato da notizie preoccupanti circa la diffusione della variante Delta del coronavirus, da un recente rallentamento delle vaccinazioni negli Stati Uniti e dalla pubblicazione di dati macroeconomici a livello mondiale più deboli rispetto alle aspettative di mercato prevalenti. Ciò potrebbe aver indotto gli investitori a rivedere

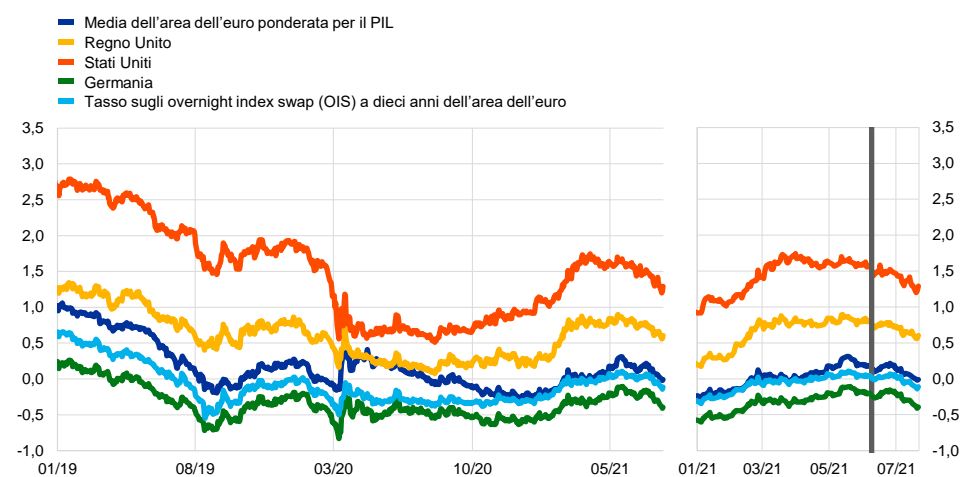
<sup>1</sup> Tale valutazione riflette le informazioni emerse dai risultati delle ultime indagini e le stime empiriche delle aspettative sui tassi "effettivi", ossia i tassi a termine al netto dei premi a termine.

le stime delle prospettive di rischio circa la ripresa mondiale. A seguito di tali nuove stime e del venir meno di una imminente riduzione degli acquisti di attività da parte della Federal Reserve, il rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a dieci anni è diminuito di 15 punti base nel periodo in esame, attestandosi all'1,29 per cento. Un calo analogo si è verificato nel Regno Unito, dove il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni ha raggiunto lo 0,61 per cento. I rendimenti dei titoli sovrani nell'area dell'euro non hanno mostrato reazioni di rilievo all'annuncio dei risultati del riesame della strategia della BCE e della riformulazione delle indicazioni prospettiche di quest'ultima, né alle recenti emissioni nell'ambito di Next Generation EU, che sono state assorbite ordinatamente dai mercati dei titoli di Stato.

### Grafico 3

#### Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il presente grafico si basa su dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 giugno 2021).

Il pannello di destra mostra in maggior dettaglio l'andamento osservato nei rendimenti dei titoli di Stato dal 1° gennaio 2021.

L'ultima osservazione si riferisce al 21 luglio 2021.

#### **I differenziali a lungo termine tra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio non hanno subito variazioni significative.**

In particolare, il differenziale sui titoli di Stato spagnoli a dieci anni è aumentato di 7 punti base, attestandosi a 46 punti base, mentre quello sui titoli di Stato italiani è rimasto invariato a 80 punti base. Di contro, i differenziali sui titoli di Stato tedeschi e francesi a dieci anni sono diminuiti di 3 e 7 punti base, attestandosi rispettivamente a -28 e a 6 punti base. Pertanto, il differenziale sul rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro è sceso di 3 punti base portandosi a 10 punti base, ossia al di sotto del livello pre-pandemia di febbraio 2020.

#### **I corsi azionari delle società non finanziarie sono diminuiti marginalmente, mentre quelli delle banche hanno visto annullarsi i precedenti guadagni.**

Le azioni non finanziarie dell'area dell'euro sono diminuite di circa mezzo punto percentuale e nel complesso continuano a collocarsi al di sopra dei livelli precedenti la pandemia. Negli Stati Uniti, dove le quotazioni del mercato azionario hanno ripetutamente raggiunto i massimi storici dalla metà del 2020, gli indici dei mercati azionari non finanziari sono saliti del 3,3 per cento. Per contro, dopo aver segnato un

aumento all'inizio del periodo in esame, i corsi azionari delle banche nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti rispettivamente del 7,1 e del 5,1 per cento, in un contesto di appiattimento della curva dei rendimenti. I cali più pronunciati in questo segmento del mercato azionario potrebbero riflettere l'esposizione relativamente più elevata di questi titoli alle variazioni del rischio percepito, in quanto la volatilità implicita dei mercati azionari è lievemente aumentata nel periodo in esame, così come la sensibilità alla pubblicazione di dati economici più deboli rispetto alle aspettative di consenso dei mercati.

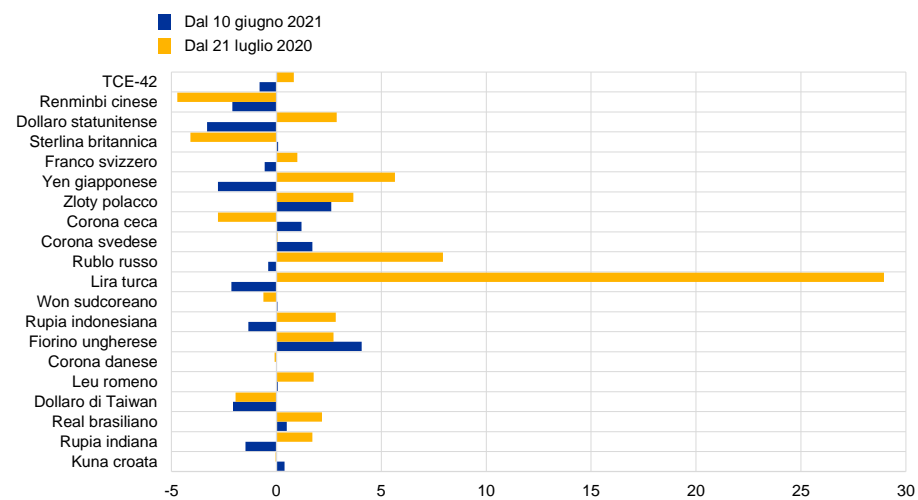
**I differenziali sulle obbligazioni delle società sia finanziarie sia non finanziarie si sono ulteriormente ridotti, collocandosi al di sotto dei livelli precedenti la pandemia.** I differenziali sui rendimenti delle obbligazioni del settore finanziario e non finanziario di tipo investment grade (rispetto al tasso privo di rischio) sono diminuiti di circa 5 punti base, fino a raggiungere rispettivamente i 42 e i 53 punti base.

**Riguardo ai mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 4).** Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area, si è indebolito dello 0,8 per cento. L'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (del 3,3 per cento), riflettendo principalmente l'ampliamento del differenziale relativo ai tassi di interesse a breve termine attesi tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, dovuto a una diversa percezione della tempistica di una normalizzazione della politica monetaria statunitense. L'euro si è indebolito anche nei confronti della maggior parte delle altre principali divise, tra cui il renminbi cinese (del 2,1 per cento), lo yen giapponese (del 2,8 per cento) e il franco svizzero (dello 0,6 per cento), nonché rispetto alle valute di alcune delle principali economie emergenti. Nello stesso periodo l'euro ha continuato ad apprezzarsi nei confronti delle divise di diversi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, tra cui il fiorino ungherese (del 4,1 per cento), lo zloty polacco (del 2,6 per cento) e la corona ceca (dell'1,2 per cento).

## Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE

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

### 3 Attività economica

*Nel secondo trimestre del 2021 il PIL in termini reali avrebbe segnato un recupero, dopo la diminuzione dello 0,3 per cento nel primo trimestre<sup>2</sup>. Il calo dei tassi di contagio e la graduale riapertura dei settori a più elevata intensità di contatto hanno stimolato la fiducia delle imprese e delle famiglie. Al momento, tuttavia, strozzature dal lato dell'offerta stanno limitando il ritmo di espansione nel settore manifatturiero. Sebbene le prospettive stiano migliorando, l'incertezza resta elevata, principalmente in relazione alla rapida diffusione di varianti del coronavirus in alcuni paesi dell'UE, che potrebbero inasprire le misure di contenimento.*

*Le prospettive a medio termine per l'attività economica continuano a essere strettamente correlate al costante progresso delle campagne di vaccinazione, al miglioramento della domanda a livello mondiale e alle politiche espansive interne. Le condizioni di finanziamento favorevoli, le misure di stimolo fiscale e il miglioramento del clima di fiducia dovrebbero sostenere ulteriormente la ripresa. Resta essenziale un sostegno significativo delle politiche economiche. Una politica di bilancio ambiziosa, mirata e coordinata dovrebbe continuare ad affiancare la politica monetaria nel rafforzare la fiducia e favorire la spesa. Al programma Next Generation EU inoltre è affidato un ruolo fondamentale, nella misura in cui dovrebbe contribuire a una ripresa più vigorosa e uniforme in tutta l'area dell'euro.*

*I rischi per le prospettive di crescita sono sostanzialmente bilanciati. I rischi al ribasso sono legati soprattutto ai timori derivanti dalla pandemia e alla possibilità che le carenze dal lato dell'offerta si rivelino più persistenti. Al contempo, i rischi al rialzo per la crescita derivano principalmente da una ripresa dei consumi privati più vigorosa di quanto atteso, nel caso in cui le famiglie utilizzassero più rapidamente del previsto i risparmi accumulati durante la pandemia.*

**Dopo un calo moderato del prodotto nel primo trimestre del 2021, il PIL in termini reali dovrebbe aver segnato una ripresa nel secondo.** Nel primo trimestre del 2021 l'attività economica complessiva ha proseguito la contrazione, pari allo 0,3 per cento in termini congiunturali, mantenendosi su un livello inferiore del 5,1 per cento rispetto al suo massimo precedente la pandemia, osservato alla fine del 2019 (cfr. il grafico 5). La scomposizione della spesa evidenzia che la domanda interna ha fornito un contributo negativo alla crescita nel primo trimestre, a fronte di un apporto positivo da parte dell'interscambio netto. Al contempo, nello stesso periodo, la variazione delle scorte ha contribuito in modo significativo alla crescita. Ciò ha riflesso in larga misura un loro maggiore accumulo, in parte dovuto al perdurare di livelli di scorte contenuti e alle aspettative di un aumento della domanda. Le forti oscillazioni dell'attività durante la pandemia sono state diverse a seconda dei paesi, dei settori e delle fasce di reddito (cfr. il riquadro 3).

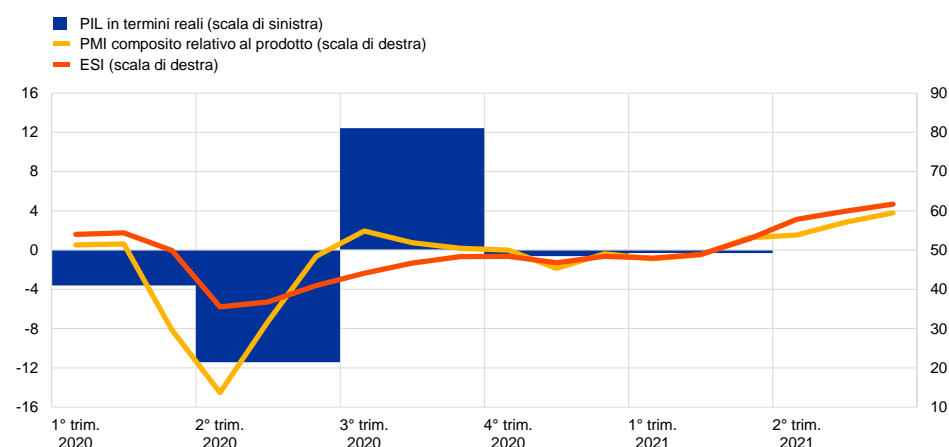
<sup>2</sup> In base alla stima rapida diffusa dall'Eurostat il 30 luglio, nel secondo trimestre del 2021 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato del 2 per cento sul trimestre precedente. Tale stima, non disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio, conferma sostanzialmente la prevista ripresa dell'attività economica, superando le proiezioni per il secondo trimestre formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema.

**Nel secondo trimestre dell'anno in corso i dati quantitativi, i risultati delle indagini e gli indicatori ad alta frequenza segnalano, nel complesso, una ripresa della crescita del PIL.** Ciò è riconducibile all'allentamento delle misure di contenimento e alla diminuzione dei tassi di contagio, grazie al forte progresso delle campagne vaccinali in corso. Si stima che la ripresa della crescita nel secondo trimestre sia trainata principalmente dal settore dei servizi, mentre quello manifatturiero ha risentito di strozzature dal lato dell'offerta. Dopo un aumento moderato in aprile, in maggio la produzione industriale è diminuita dell'1,0 per cento sul mese precedente. La stagnazione osservata nella produzione durante i primi due mesi del secondo trimestre è da ricondurre alla modesta produzione di beni di investimento, quale conseguenza di strozzature dal lato dell'offerta. Sebbene i dati relativi alla produzione indichino che nel secondo trimestre il settore industriale avrebbe fornito un contributo relativamente modesto alla crescita del prodotto, ci si attende ancora una ripresa significativa dell'attività complessiva, in quanto è probabile che il settore dei servizi abbia contribuito positivamente alla crescita, in linea con l'allentamento delle misure di contenimento. A titolo di esempio, l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è salito a 56,8 nel secondo trimestre del 2021, dal 49,9 registrato nel primo, riflettendo un incremento sia per il comparto della manifattura (a 62,7), sia per quello dei servizi (a 54,7). Anche l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha registrato un forte aumento tra il primo e il secondo trimestre, collocandosi ben al di sopra del livello precedente la pandemia osservato a febbraio dello scorso anno. Tale aumento ha interessato l'insieme delle componenti, risultando più pronunciato nel settore dei servizi. Le società operanti nel settore non finanziario confermano questo andamento nelle prospettive a breve termine (cfr. il riquadro 5).

### Grafico 5

#### PIL in termini reali, PMI composito relativo al prodotto ed ESI nell'area dell'euro

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del PMI. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021 per il PIL in termini reali e a giugno 2021 per il PMI e l'ESI.

**A maggio il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso, ancora supportato dalle misure di integrazione salariale.** A maggio il tasso era pari

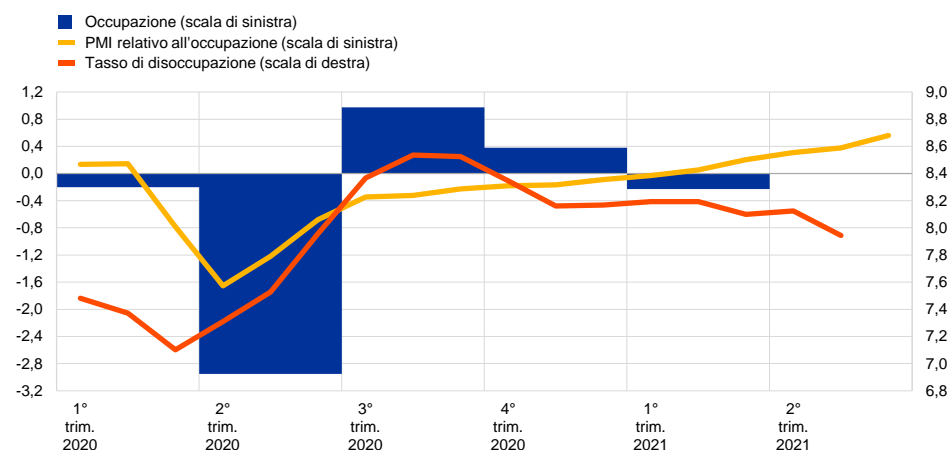


al 7,9 per cento, in diminuzione di 0,2 punti percentuali rispetto al mese precedente (cfr. il grafico 6), ma ancora superiore di circa 0,6 punti percentuali in confronto al dato di febbraio 2020, precedente la pandemia. Il numero dei lavoratori interessati dalle misure di integrazione salariale è in diminuzione, ma resta elevato: a maggio era pari a circa il 5 per cento della forza lavoro. Nel primo trimestre del 2021 l'occupazione è scesa dello 0,2 per cento, dopo un incremento dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2020. Nello stesso periodo l'occupazione era di circa il 2,1 per cento inferiore al valore relativo al quarto trimestre del 2019. Nel primo trimestre del 2021 le ore totali lavorate sono diminuite ulteriormente, dello 0,6 per cento, dopo un calo dell'1,6 per cento nel quarto trimestre del 2020. Tali marcate flessioni rispecchiano l'impatto delle restrizioni imposte in quei periodi al fine di contenere la pandemia. Il livello delle ore complessivamente lavorate si è mantenuto inferiore del 6,8 per cento rispetto a quello registrato nel quarto trimestre del 2019.

### Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. 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 giugno 2021 per il PMI e a maggio 2021 per il tasso di disoccupazione.

#### Prosegue il miglioramento degli indicatori a breve termine del mercato del

**lavoro.** L'indicatore del PMI composito mensile relativo all'occupazione per industria e servizi è salito a 55,6 a giugno, dopo il 53,8 di maggio, mantenendosi dunque al di sopra del livello soglia, pari a 50, che indica un'espansione dell'occupazione. L'indice PMI relativo all'occupazione è salito notevolmente rispetto al minimo storico registrato ad aprile 2020 e si colloca attualmente sul livello più elevato da gennaio 2018.

#### Con l'allentamento delle misure di contenimento e i progressi nelle campagne di vaccinazione i consumatori sono gradualmente divenuti più ottimisti.

Nel 2021, dopo un primo trimestre negativo in cui i consumi privati sono calati del 2,2 per cento sul periodo precedente, la spesa per consumi sembra essersi rafforzata nel secondo. Ad esempio, in maggio il volume delle vendite al dettaglio

nell'area dell'euro è aumentato del 4,6 per cento in termini congiunturali, superando il livello osservato a febbraio dello scorso anno, prima della pandemia. Al contempo le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate dello 0,3 per cento nel secondo trimestre, sebbene in giugno risultassero ancora inferiori del 20 per cento al livello precedente la pandemia. Nel secondo trimestre il clima di fiducia dei consumatori è aumentato notevolmente, ponendosi lievemente al di sopra del livello antecedente la pandemia. L'aumento riflette principalmente il miglioramento delle aspettative delle famiglie rispetto alla situazione economica generale. Guardando oltre il breve periodo, con la ripresa dell'economia, i redditi da lavoro dovrebbero sostenere in misura crescente il reddito delle famiglie, riducendo la dipendenza dell'economia dalle politiche di bilancio. Sebbene la propensione al risparmio delle famiglie abbia raggiunto un massimo durante la pandemia di coronavirus (COVID-19), il picco è stato per lo più involontario e costituito da attività liquide. Nel complesso, le determinanti alla base del recente aumento dei risparmi delle famiglie non lasciano presagire un'ulteriore spinta alla ripresa attesa dei consumi privati nel prossimo anno (il riquadro 4 offre un'analisi approfondita dei risparmi delle famiglie a partire dall'insorgere della pandemia).

**Le prospettive per gli investimenti delle imprese sono favorevoli, sospinte dalle aspettative di un proseguimento della ripresa dei ricavi e dalla tendenza alla digitalizzazione.** Nel primo trimestre del 2021 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono diminuiti dello 0,7 per cento rispetto al periodo precedente, trainati principalmente da quelli relativi ai mezzi di trasporto e a causa delle strozzature dal lato dell'offerta. Tra i paesi maggiori, gli investimenti sono diminuiti in Germania e Paesi Bassi, ma hanno mostrato una crescita sostenuta in Francia, Italia e Spagna. La produzione industriale e i nuovi ordinativi di beni di investimento sono diminuiti a maggio, a causa delle carenze di input e della dilatazione dei tempi di consegna dei fornitori. Al contempo, gli indicatori relativi al settore dei beni di investimento, desunti dal PMI e dall'indagine della Commissione europea, hanno evidenziato un ulteriore miglioramento nel secondo trimestre. Inoltre, i ricavi delle imprese sembrano recuperare, con un ulteriore rallentamento dei prestiti alle società non finanziarie in maggio, mentre i depositi bancari e i rimborsi di debiti delle imprese sono aumentati. Le informazioni relative alle società quotate indicano che la pandemia continua ad avere un impatto non uniforme tra i vari settori, per quanto riguarda sia le vendite sia la spesa in conto capitale. Si è osservato anche un aumento della dispersione tra settori degli utili attesi delle imprese (cfr. il riquadro 2). Sebbene il coefficiente di leva finanziaria (il rapporto tra passività non azionarie e il totale degli attivi al valore di mercato) sia rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre del 2021, il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato ulteriormente ed è proseguita la tendenza ad accumulare riserve di liquidità. Grazie al sostegno fornito dalle politiche economiche e alle moratorie, le insolvenze sono rimaste finora relativamente contenute, al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. Tuttavia, come mostrato nell'indagine 2021 sulle politiche economiche ([2021 Economic Policy Survey](#)) condotta dall'organismo Business at OECD (BIAC) presso l'OCSE, le imprese si attendono un aumento delle insolvenze nei prossimi due anni, in particolare nei settori dei servizi ad alta intensità di contatto. Di conseguenza, con il proseguire della ripresa, è necessario esercitare cautela nel revocare il sostegno offerto dalle politiche, al fine di evitare effetti negativi

dalla loro improvvisa discontinuità (l'articolo 3 fornisce una panoramica delle misure di sostegno pubblico al settore delle società non finanziarie durante la crisi legata al COVID-19).

**La ripresa degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbe continuare nel breve termine, malgrado la notevole incertezza dovuta alle strozzature dal lato dell'offerta e all'andamento della pandemia.** Nel primo trimestre del 2021 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro sono tornati quasi al livello precedente la pandemia (al di sotto dello 0,3 per cento rispetto al valore osservato nel quarto trimestre del 2019). Tuttavia, vi sono state ancora differenze significative tra i maggiori paesi dell'area dell'euro: Germania, Italia e Paesi Bassi hanno raggiunto livelli di investimenti nel settore dell'edilizia residenziale ben al di sopra di quelli precedenti la pandemia, a differenza di Francia e Spagna. I recenti indicatori strutturali a breve termine e quelli ricavati dalle indagini indicano che per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro nel secondo trimestre è proseguita una fase di slancio, maggiore per i paesi che attualmente si trovano in una posizione relativamente più forte. In aprile e maggio l'indice di produzione nelle costruzioni dell'area dell'euro era, in media, superiore del 2 per cento rispetto al livello medio del primo trimestre del 2021, riflettendo i miglioramenti osservati in Germania, Italia e Paesi Bassi e i peggioramenti in Francia e Spagna, dovuti principalmente alle severe restrizioni imposte in Francia per contenere la pandemia e ai vincoli dal lato della domanda sia in Francia, sia in Spagna. Al contempo, nel secondo trimestre del 2021 il PMI relativo al prodotto nel settore delle costruzioni è entrato, in media, in territorio espansivo, mentre nello stesso periodo l'indicatore della Commissione europea sul clima di fiducia nelle costruzioni è ulteriormente migliorato. Ciononostante, le strozzature dal lato dell'offerta, dovute alla carenza di materie prime a fronte della vivace domanda di nuovi progetti edilizi nell'area dell'euro e altrove, hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi del settore delle costruzioni. In alcuni paesi dell'area dell'euro i persistenti vincoli dal lato dell'offerta, insieme alla recrudescenza della pandemia a causa delle nuove varianti di coronavirus, potrebbero ostacolare la ripresa degli investimenti nel comparto dell'edilizia residenziale.

**La ripresa dell'interscambio dell'area dell'euro si è rafforzata nuovamente alla fine del primo trimestre.** Dopo i sostenuti tassi di crescita registrati nella seconda metà del 2020, la ripresa delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro ha subito un rallentamento nel primo trimestre del 2021 (+0,6 per cento sul trimestre precedente). I vincoli legati ai trasporti marittimi e alla disponibilità di input hanno continuato a esercitare un effetto frenante. I contributi positivi alla crescita dei volumi delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro in marzo sono soprattutto provenuti dall'Asia. Da una prospettiva settoriale, è evidente un rallentamento in tutte le categorie ad eccezione dei beni di investimento. I lunghi tempi di consegna per i prodotti finali del settore manifatturiero, come le autovetture, e l'aumento delle tariffe di trasporto, insieme alla carenza di input intermedi (come prodotti chimici, legname, materie plastiche, metalli e semiconduttori), hanno gravato sull'espansione delle esportazioni dei beni dell'area dell'euro. Dopo la ripresa della crescita alla fine del primo trimestre, gli indicatori prospettici basati sugli ordini segnalano un lieve rallentamento

delle esportazioni di beni nei tre mesi successivi. Per contro, l'indicatore anticipatore degli ordinativi per le esportazioni di servizi ha raggiunto il livello massimo dall'inizio della pandemia. Nel secondo trimestre le prenotazioni turistiche anticipate e i voli internazionali hanno segnato una ripresa, raggiungendo livelli superiori a quelli dello stesso periodo del 2020. Le importazioni sono rimaste stabili nel primo trimestre del 2021 (con una crescita dello 0,1 per cento sul periodo precedente) e dovrebbero essere sostenute dalla ripresa della domanda interna nei prossimi trimestri.

**Su un orizzonte temporale più lungo, l'economia dell'area dell'euro è destinata a una ripresa costante, che continua a essere supportata dalle politiche monetarie e di bilancio.** La rapida diffusione di varianti del coronavirus è una fonte di rischio importante per la riapertura delle attività economiche. Ciononostante, il continuo progredire delle campagne vaccinali e la notevole esperienza che famiglie e imprese hanno acquisito nel reagire ai provvedimenti mirati di chiusura (lockdown) riducono le probabilità che si materializzino andamenti fortemente avversi. La ripresa è supportata dal considerevole sostegno fornito dalle politiche di bilancio (compresi i fondi di Next Generation EU) e da migliori prospettive per la domanda estera. Si prevede inoltre che le misure previste dalle politiche monetarie, di bilancio e macroprudenziali riescano a evitare forti effetti di amplificazione a livello finanziario e a limitare le ripercussioni economiche della crisi. Nell'ultima indagine presso i previsori professionali ([Survey of Professional Forecasters](#)), condotta agli inizi di luglio, le attese di crescita del PIL sono state significativamente riviste al rialzo per il 2021, il 2022 e, sebbene in misura minore, per il 2023, rispetto alla precedente edizione dell'indagine che risale agli inizi di aprile.

## 4 Prezzi e costi

*Secondo le stime diffuse dall'Eurostat il 16 luglio 2021, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è lievemente diminuita, passando dal 2 per cento in maggio all'1,9 per cento in giugno. Tuttavia, è probabile che nei prossimi mesi l'inflazione torni ad aumentare, soprattutto di riflesso agli effetti base derivanti dalla riduzione temporanea dell'IVA in Germania. Nell'anno in corso le pressioni all'origine sui prezzi dovrebbero aumentare in certa misura, 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, nel contesto di una significativa capacità produttiva inutilizzata, nonché gli effetti del passato apprezzamento dell'euro. Agli inizi del 2022 l'inflazione dovrebbe diminuire nuovamente, per il ridursi dell'effetto dei fattori transitori. Con il venir meno dell'impatto della pandemia, il riassorbimento della consistente capacità produttiva inutilizzata, sostenuto da politiche monetarie e di bilancio accomodanti, dovrebbe contribuire a un graduale incremento dell'inflazione di fondo nel medio termine. Le misure della compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente invariate, mentre gli indicatori più recenti basati sulle indagini hanno segnato un aumento.*

### **In giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è lievemente diminuita, dopo aver segnato incrementi consecutivi dall'inizio dell'anno.**

Tale misura è scesa dal 2,0 per cento in maggio all'1,9 per cento nel mese successivo (cfr. il grafico 7). La componente energetica dell'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta elevata, al 12,6 per cento, contribuendo per circa 1,2 punti percentuali all'inflazione complessiva registrata in giugno<sup>3</sup>. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è lievemente diminuita, passando dall'1,0 per cento in maggio allo 0,9 per cento in giugno. L'inflazione dei beni industriali non energetici è ulteriormente aumentata in maggio e in giugno, mentre quella dei servizi in giugno è scesa. Nello stesso mese è significativamente diminuita la quota di voci i cui prezzi sono stati imputati, riducendo l'incertezza in merito ai segnali circa le pressioni di fondo sui prezzi<sup>4</sup>.

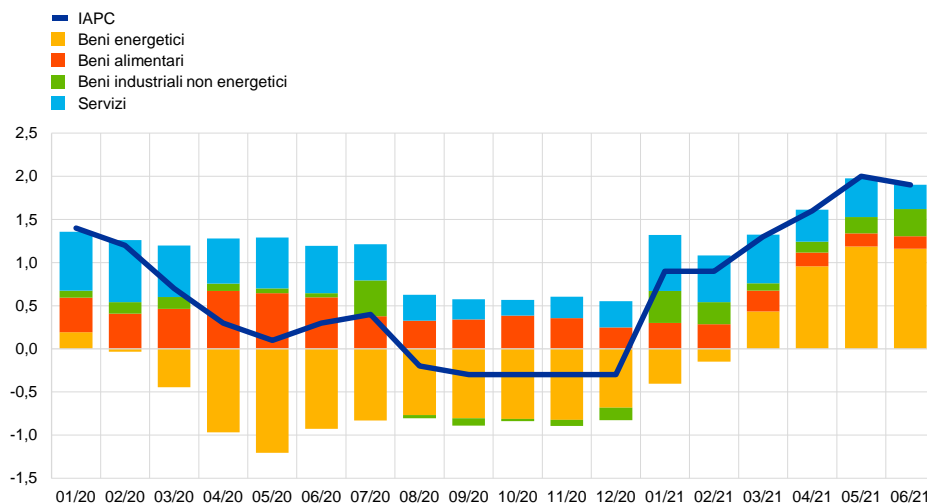
<sup>3</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro [Recente dinamica della componente energetica dell'inflazione: il ruolo degli effetti base e delle imposte](#) nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

<sup>4</sup> In giugno la quota di prezzi imputati per le voci dello IAPC si colloca al 4 per cento, rispetto al 13 per cento in gennaio, e quella dei prezzi imputati per l'HICPX è scesa al 5 per cento, rispetto al 18 per cento in gennaio.

## Grafico 7

### Inflazione complessiva e sue componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2021.

#### L'inflazione complessiva ha continuato a risentire di fattori temporanei oltre a quelli connessi agli effetti base dell'inflazione dei beni energetici.

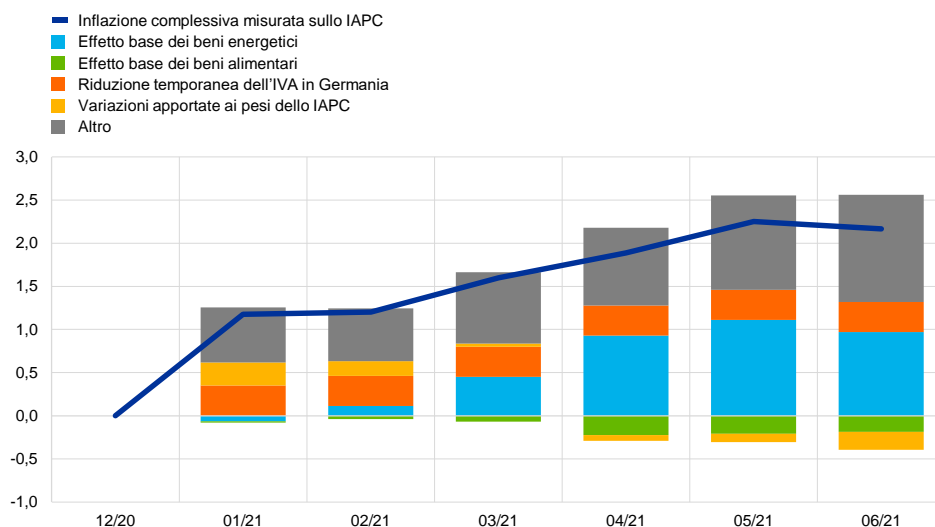
La variazione della struttura delle ponderazioni dello IAPC nel 2021 ha esercitato un effetto al rialzo sull'inflazione in gennaio che è venuto meno in febbraio e in marzo, divenendo negativo in aprile. In giugno l'impatto del cambiamento dei pesi ha contribuito per circa -0,2 punti percentuali all'inflazione complessiva (cfr. il grafico 8).

Da elaborazioni controfattuali con i pesi del 2020 emerge che sia l'inflazione complessiva sia l'inflazione misurata sull'HICPX sarebbero rimaste invariate da maggio a giugno. Gli effetti del cambiamento dei pesi dovrebbero comportare una certa volatilità nei prossimi mesi. Negli ultimi mesi anche gli effetti di calendario hanno avuto ripercussioni sui tassi di inflazione. In maggio, ad esempio, l'inflazione dei servizi ha raggiunto l'1,1 per cento per poi scendere allo 0,7 per cento, in parte perché tale periodo è stato caratterizzato da festività pasquali e da altre festività pubbliche. Nel contempo, le differenze nei calendari dei saldi stagionali hanno avuto un forte impatto al rialzo sull'inflazione dei beni industriali non energetici registrata in giugno (1,2 per cento, dallo 0,7 di maggio), spingendola ampiamente al di sopra della sua media di lungo periodo dello 0,6 per cento. Circa due terzi dell'aumento dell'inflazione di tali beni tra maggio e giugno è riconducibile ai rincari di calzature e abbigliamento.

## Grafico 8

Contributi degli effetti base e di altri fattori temporanei alle variazioni dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC da dicembre 2020

(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 contenute nel numero di novembre 2020 del *Monthly Report* della Deutsche Bundesbank. Tutti gli effetti sono cumulati a partire da dicembre 2020, considerando il medesimo mese come riferimento. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2021.

### Le misure dell'inflazione di fondo hanno per lo più segnato un lieve

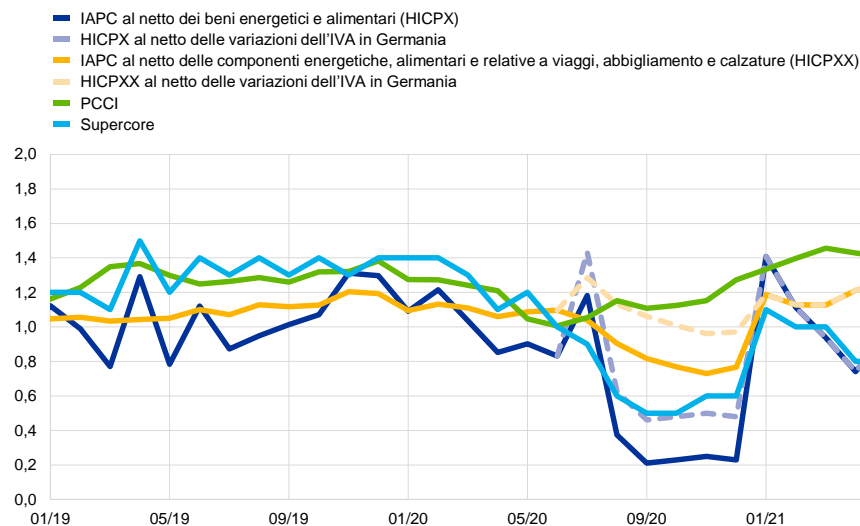
### incremento in giugno.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate all'abbigliamento, alle calzature e ai servizi connessi ai viaggi (HICPXX) ha confermato la tendenza al rialzo osservata da febbraio, attestandosi in giugno all'1,4 per cento. Per quanto concerne le altre misure dell'inflazione di fondo, la misura Supercore è aumentata dallo 0,8 per cento in maggio all'1,0 per cento in giugno, mentre l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è rimasto pressoché stabile all'1,4 per cento.

## Grafico 9

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2021.

### **Negli ultimi mesi le pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici sono ulteriormente aumentate, seppure in misura maggiore ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi.**

In maggio l'inflazione alla produzione dei beni intermedi si è collocata al 9,2 per cento, ossia a un livello superiore di 2,3 punti percentuali rispetto ad aprile e di 4,8 punti percentuali rispetto a marzo.

Analogamente, l'inflazione all'importazione dei beni intermedi ha continuato ad aumentare sensibilmente, raggiungendo il 9,8 per cento in maggio dal 7,7 per cento in aprile e dal 4,7 per cento in marzo. Tali pressioni sui costi degli input derivano dal brusco incremento dell'inflazione delle materie prime, dai notevoli aumenti dei costi del trasporto marittimo e dall'insufficiente offerta di alcune materie prime e beni intermedi. Le pressioni sono meno evidenti agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, ma l'inflazione alla produzione per i beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno ha segnato un ulteriore aumento, passando dall'1,1 per cento in aprile all'1,3 in maggio e raggiungendo livelli considerevolmente superiori alla sua media di lungo periodo (pari allo 0,6 per cento). L'impatto che i prezzi alla produzione sul mercato interno stanno avendo sull'inflazione dei beni di consumo è in parte contenuto dai tassi negativi di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione per i beni di consumo non alimentari (scesi al -0,8 per cento in maggio dal -0,7 per cento in aprile), che sono rimasti contenuti per effetto del passato apprezzamento dell'euro. Sebbene gli aumenti dei costi degli input registrati dall'autunno 2020 possano aver già contribuito in certa misura all'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici, su quest'ultima i recenti andamenti di questi costi dovrebbero esercitare ancora ulteriori pressioni al rialzo nei prossimi mesi<sup>5</sup>. Tuttavia, i tempi e l'entità della trasmissione all'inflazione dei beni

<sup>5</sup> Per una rassegna più dettagliata degli andamenti recenti e futuri delle pressioni inflazionistiche e del loro impatto sui beni industriali non energetici dello IAPC, cfr. il riquadro *Andamenti recenti delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.



industriali non energetici dipenderanno da quanto persistenti si riveleranno nei prossimi trimestri gli shock mondiali ai costi degli input.

#### **Nell'area dell'euro le pressioni salariali si sono confermate modeste.**

Sebbene la maggior parte degli indicatori salariali continui a risentire dell'impatto dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro introdotti a partire dall'inizio della pandemia, le informazioni più recenti ricavate da tali indicatori suggeriscono nel complesso una crescita moderata delle retribuzioni nell'area dell'euro. Dopo essersi collocata all'1,0 per cento nel quarto trimestre del 2020, nel primo trimestre del 2021 la crescita del reddito per occupato è salita all'1,9 per cento, toccando un valore prossimo alla sua media di lungo periodo (del 2,0 per cento dal 1999). L'aumento ha interessato tutti i settori, compresi quelli manifatturiero e dei servizi, sebbene occorra cautela nell'interpretazione di tale risultato, dato l'impatto sul reddito per occupato esercitato dalle misure di integrazione salariale. In effetti, la crescita sui dodici mesi del reddito per ora lavorata è scesa al 3,2 per cento nel primo trimestre del 2021, dal 5,2 per cento del trimestre precedente, di riflesso all'aumento delle ore lavorate dovuto al minore ricorso ai regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro. L'incremento delle retribuzioni contrattuali, che risentono meno dell'impatto dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, è sceso dal 2,0 per cento del quarto trimestre del 2020 all'1,4 nel primo trimestre del 2021, suggerendo che la tendenza di fondo esercitata sulla dinamica salariale rimane modesta. Ciò è altresì coerente con i principali risultati dei recenti contatti della BCE con le società non finanziarie, che hanno segnalato prospettive salariali moderate<sup>6</sup>.

#### **Nel primo trimestre del 2021 l'inflazione degli output misurata dal deflatore del PIL è aumentata.**

Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è salito all'1,5 per cento nel primo trimestre del 2021, dall'1,3 per cento del trimestre precedente. Ciò è principalmente ascrivibile al passaggio in territorio positivo dei contributi derivanti dai margini di profitto, che erano stati negativi lo scorso anno. Per contro, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è indebolita dal momento che la crescita positiva della produttività del lavoro ha più che compensato il rafforzamento della crescita del reddito per occupato. Poiché in alcuni casi le misure di sostegno pubblico sono registrate come sussidi, la componente delle imposte al netto dei sussidi (rappresentata dalle imposte indirette nette nel grafico 10) ha avuto un effetto frenante sul tasso di crescita del deflatore del PIL.

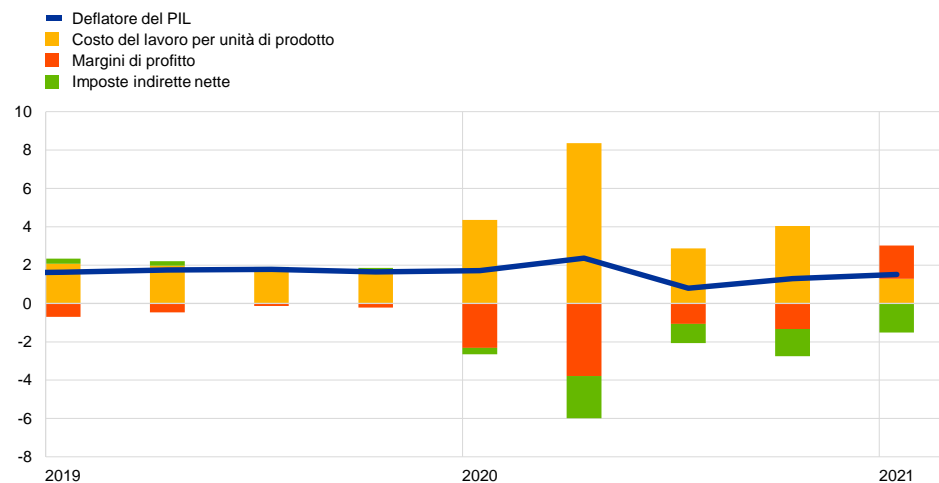
---

<sup>6</sup> Per una rassegna esaustiva dei recenti contatti con le società non finanziarie, cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 10

### Contributi forniti dalle componenti del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

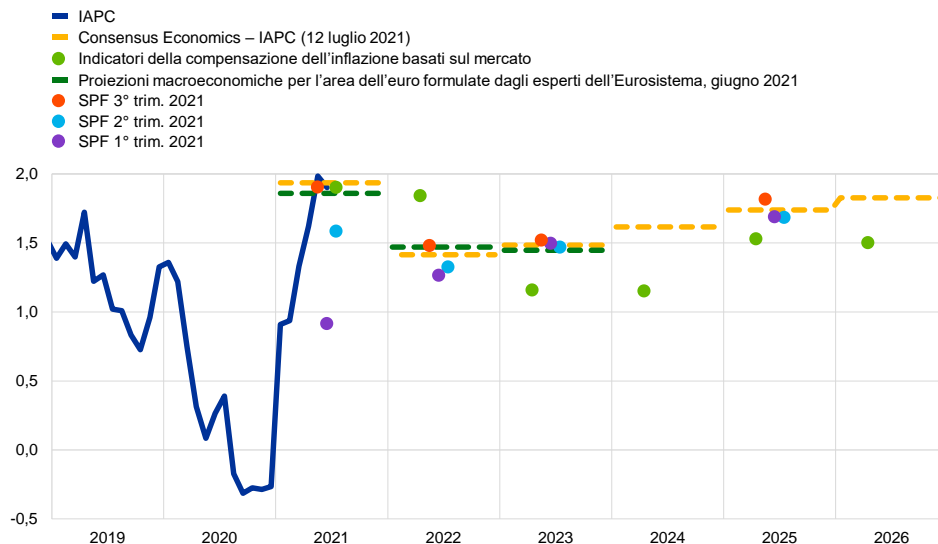
Note: i margini di profitto sono calcolati come la differenza tra il deflatore del PIL e la somma tra le imposte per unità di prodotto e il costo del lavoro per unità di prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

**Gli indicatori della compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli relativi alle aspettative di inflazione sia a più breve sia a più lungo termine basati sulle indagini sono stati rivisti al rialzo.** La tendenza al rialzo degli indicatori della compensazione dell'inflazione sia a più breve sia a più lungo termine, osservata tra la fine del 2020 e maggio di quest'anno, ha recentemente segnato un rallentamento. Ciò riflette gli andamenti negli Stati Uniti, dove gli indicatori della compensazione dell'inflazione desunti dai mercati hanno mostrato una tendenza al rialzo per diversi mesi prima di registrare, più di recente, oscillazioni laterali. Il tasso swap a termine indicizzato all'inflazione maggiormente rilevante, ovvero quello a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte di cinque anni, è attualmente pari all'1,59 per cento, più elevato di 2 punti base rispetto all'inizio del periodo in esame. Per quanto riguarda gli indicatori basati sulle indagini, Consensus Economics ha segnalato una revisione al rialzo delle aspettative di inflazione all'1,9 per cento per il 2021, all'1,4 per cento per il 2022 e all'1,5 per cento per il 2023. Le prospettive per le aspettative a più lungo termine sono state stimate all'1,8 per cento per il 2026. Ciò è sostanzialmente in linea con l'ultima indagine della BCE presso i previsori professionali ([Survey of Professional Forecasters, SPF](#)), a sua volta contenente una revisione al rialzo delle aspettative di inflazione su tutti gli orizzonti temporali.

## Grafico 11

### Indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dalle indagini e dai mercati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (SPF) ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indicatori delle serie di compensazione dell'inflazione ricavati dai tassi di mercato sono basati 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. Le ultime osservazioni relative agli indicatori della compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati e risalgono al 21 luglio 2021.

### La crescita dei prezzi degli immobili residenziali ha evidenziato una tendenza ascendente dal 2015, continuando ad accelerare nel primo trimestre del 2021.

Secondo l'indicatore della BCE relativo ai prezzi degli immobili residenziali, nel primo trimestre del 2021 i prezzi di case e appartamenti nell'area dell'euro sono aumentati del 6,2 per cento sul periodo corrispondente, il tasso più elevato mai osservato dalla metà del 2007, dopo aver segnato un aumento del 6 per cento nell'ultimo trimestre del 2020. Nei diversi paesi la dinamica dei prezzi delle abitazioni ha continuato a evidenziare una buona capacità di tenuta<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Per un quadro più esaustivo dell'andamento dei prezzi degli immobili residenziali, cfr. il riquadro *Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro durante la pandemia di coronavirus* nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

## 5 Moneta e credito

*A maggio 2021 la creazione di moneta nell'area dell'euro ha seguito a normalizzarsi, riflettendo la moderazione dei flussi monetari e creditizi in un contesto di miglioramento della situazione legata alla pandemia di coronavirus (COVID-19). Mentre il ritmo di accumulo dei depositi da parte di famiglie e imprese ha subito un rallentamento, gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema sono rimasti la principale fonte di creazione di moneta. La crescita dei prestiti al settore privato è tornata sui livelli antecedenti la pandemia, per effetto di una moderazione dei prestiti alle imprese. Inoltre, secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, i criteri per la concessione di prestiti a imprese e famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre del 2021, mentre la domanda di tali prestiti è aumentata.*

### **A maggio 2021, la crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita**

**ulteriormente.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito rispetto al suo massimo locale del 12,5 per cento di gennaio 2021 e si è collocato all'8,4 per cento a maggio, dopo il 9,2 per cento di aprile (cfr. il grafico 12). Tale andamento riflette un effetto base fortemente negativo connesso al fabbisogno di liquidità eccezionalmente elevato di imprese e famiglie degli inizi del 2020, al momento dell'insorgere della pandemia. Gli andamenti di più breve periodo dell'aggregato monetario ampio hanno evidenziato un ritmo sostenuto di creazione della moneta, riconducibile al sostegno fornito dalla politica monetaria e dalle politiche prudenziali e di bilancio. La crescita di M3 è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. Il suo tasso di crescita sui dodici mesi è diminuito rispetto al suo massimo del 16,5 per cento di gennaio 2021 e a maggio si è collocato all'11,6 per cento, dopo il 12,3 per cento di aprile, a seguito di un'ulteriore normalizzazione del ritmo di accumulo dei depositi da parte di imprese e famiglie. Il contributo degli altri depositi a breve termine alla crescita di M3 è diventato negativo a maggio, in linea con la ripresa incipiente nel clima di fiducia dei consumatori e con l'aumento della spesa per consumi. Gli strumenti negoziabili hanno fornito un modesto contributo positivo alla crescita sui dodici mesi di M3 in un contesto di bassi tassi di interesse e di un comportamento degli investitori orientato alla ricerca di rendimento.

### **La creazione di moneta ha continuato a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema.**

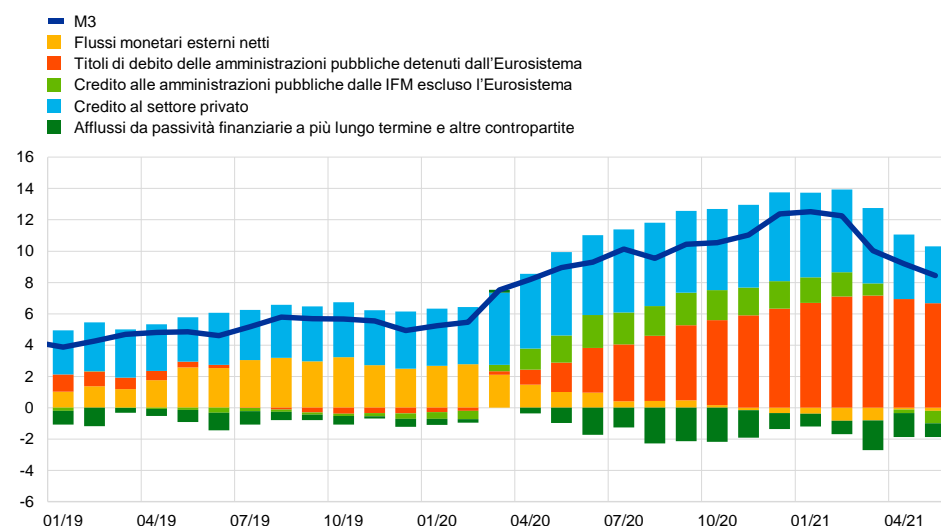
Come nei mesi precedenti, gli acquisti netti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 12). Un ulteriore contributo alla crescita di M3 è stato fornito dal credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 12). Come nel periodo precedente la pandemia, il contributo alla creazione di moneta del credito bancario alle amministrazioni pubbliche è stato lievemente negativo, a causa delle vendite nette di titoli delle amministrazioni pubbliche e della ridotta emissione di titoli di Stato (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi nel grafico 12). I flussi monetari esterni netti hanno avuto un effetto sostanzialmente neutro sulla creazione di moneta, riflettendo il fatto che i non

residenti hanno complessivamente venduto titoli di Stato e i residenti dell'area dell'euro hanno aumentato i propri investimenti in attività estere (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 12). Inoltre, 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 nel grafico 12), principalmente a causa degli andamenti delle altre contropartite. Le condizioni favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno continuato a ridurre il ricorso alle passività a più lungo termine per la raccolta bancaria, fornendo così un modesto contributo alla crescita di M3.

## Grafico 12

### M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli 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 delle attività del settore societario e del PEPP. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2021.

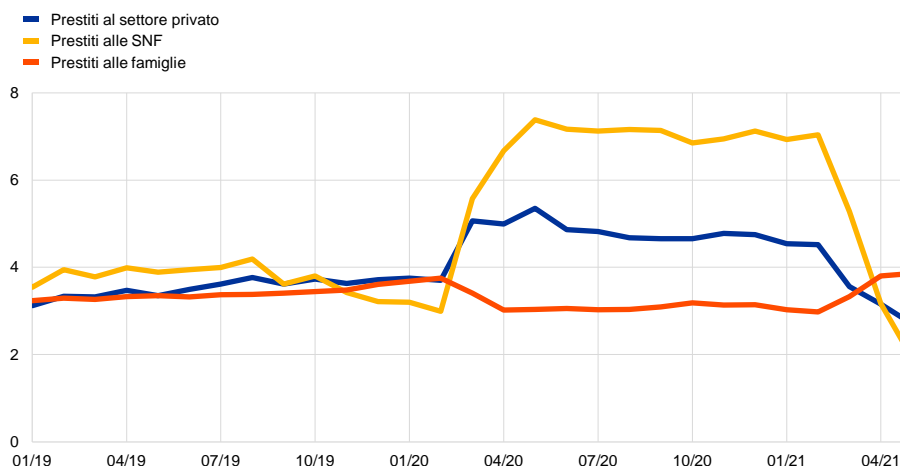
### La crescita dei prestiti al settore privato si è ulteriormente ridotta

**a maggio 2021.** La crescita dei prestiti al settore privato è scesa al 2,7 per cento a maggio, dal 3,2 di aprile, riflettendo l'andamento dei prestiti alle imprese (cfr. il grafico 13). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è sceso all'1,9 per cento a maggio, dal 3,2 di aprile, dopo aver oscillato intorno al 7 per cento nelle fasi iniziali della pandemia. L'indebolimento della crescita dei prestiti ha coinciso con un miglioramento degli indicatori del clima di fiducia e dell'attività economica, suggerendo la possibilità di una ripresa dei ricavi, che accrescerebbe così le ampie riserve di liquidità del settore societario. La minore crescita dei prestiti alle imprese ha rispecchiato anche un effetto base, poiché i consistenti flussi di credito alle imprese durante la fase iniziale della pandemia sono usciti dai dati annuali. Nel contempo, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie è salito lievemente al 3,9 per cento a maggio, stabilizzandosi al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia. L'indebitamento delle famiglie ha beneficiato principalmente dell'aumento dei mutui ipotecari, mentre la crescita del credito al consumo è rimasta

debole, nonostante una ripresa nel clima di fiducia dei consumatori, probabilmente per effetto dell'accumulo di risparmi verificatosi nel periodo della pandemia.

### Grafico 13 Prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

#### L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2021 ha evidenziato che i criteri per la concessione del credito a favore di imprese e famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre dell'anno

(cfr. il grafico 14). Tali andamenti hanno fatto seguito a un significativo inasprimento netto nella seconda metà del 2020 e a un moderato irrigidimento per quanto riguarda i prestiti alle imprese nel primo trimestre del 2021. Essi riflettono i miglioramenti complessivi della situazione economica dell'area dell'euro a seguito della revoca delle misure di contenimento e della prosecuzione dei provvedimenti di sostegno da parte delle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza. Nella prima metà del 2021 la quota di crediti deteriorati delle banche ha avuto un modesto impatto restrittivo sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese e un'influenza sostanzialmente neutra sui prestiti alle famiglie. Le banche hanno sottolineato l'importanza delle garanzie statali connesse con il COVID-19 nel dare sostegno ai termini e alle condizioni per i prestiti alle imprese. I costi di provvista e la situazione patrimoniale delle banche hanno avuto per lo più un impatto neutro sui criteri di concessione del credito, per effetto dei solidi coefficienti patrimoniali e dei favorevoli costi della raccolta bancaria. Il precedente significativo irrigidimento, dovuto alla percezione di un più elevato rischio di credito, si è allentato per tutte le categorie di prestiti: per le imprese è diventato neutro nel secondo trimestre, mentre nel caso dei prestiti per l'acquisto di abitazioni si è trasformato in un modesto allentamento netto. Per il terzo trimestre del 2021 le banche dell'area dell'euro si attendono un lieve inasprimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e criteri sostanzialmente invariati per il credito alle famiglie.

#### Secondo l'indagine, la domanda di prestiti da parte di famiglie e imprese è aumentata nel secondo trimestre del 2021; per la prima volta dal terzo

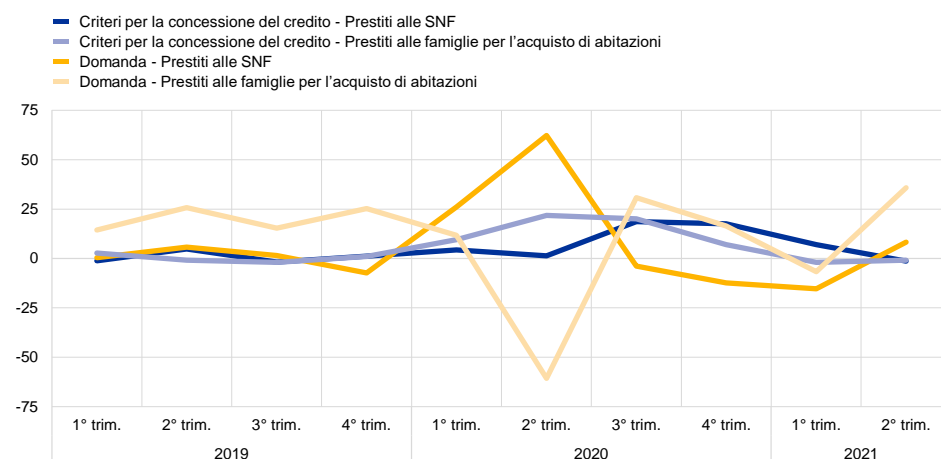
### trimestre del 2019 il fabbisogno di finanziamenti per investimenti fissi ha avuto un impatto positivo sulla domanda di prestiti da parte delle imprese.

Tali andamenti sono stati determinati dal basso livello generale dei tassi di interesse, dal miglioramento delle prospettive economiche e dalle misure di policy volte ad accrescere il flusso di credito a imprese e famiglie. Per contro, le banche hanno anche segnalato che il fabbisogno di finanziamento delle imprese per quanto riguarda il capitale circolante è rimasto invariato, in linea con le ampie riserve di liquidità delle imprese e con l'aumento dei profitti. Inoltre, la domanda di prestiti da parte delle famiglie ha beneficiato dei miglioramenti relativi al clima di fiducia dei consumatori, alle prospettive del mercato degli immobili residenziali e alla spesa per beni durevoli. Per il terzo trimestre del 2021 le banche si attendono un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte sia delle imprese sia delle famiglie.

#### Grafico 14

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

(percentuali nette delle banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito o un aumento della domanda di prestiti)



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

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

### I tassi sui finanziamenti bancari sono rimasti prossimi ai minimi storici.

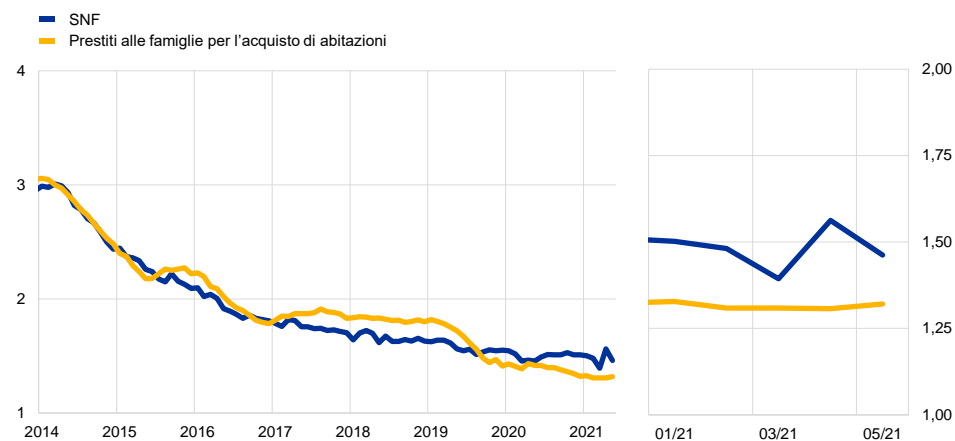
A maggio 2021 il tasso composito sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) è sceso all'1,46 per cento, dopo un temporaneo aumento ad aprile, mentre quello sui prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato all'1,32 per cento (cfr. il grafico 15). Il calo dei tassi sui finanziamenti alle imprese è stato generalizzato in tutti i paesi dell'area dell'euro e indica un ritorno ai livelli registrati nel corso dei dodici mesi precedenti. Inoltre, gli incrementi del differenziale fra i tassi bancari sui prestiti di dimensioni molto esigue e quelli sui prestiti di importo elevato sono rimasti contenuti, riflettendo principalmente il calo dei tassi sui prestiti di importo elevato. Nonostante la notevole incertezza circa l'impatto a più lungo termine della pandemia sull'economia, le politiche di sostegno hanno impedito un inasprimento

generalizzato delle condizioni di finanziamento, che avrebbe amplificato l'impatto economico avverso della pandemia.

### Grafico 15

#### Tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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



# Riquadri

## 1 Le implicazioni per le prospettive economiche mondiali dei risparmi accumulati durante la pandemia

a cura di Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu e Ana-Simona Manu

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha determinato l'accumulo di ingenti risparmi da parte delle famiglie nelle economie avanzate, significativamente più elevati rispetto a quanto osservato storicamente.** Data la loro entità, i risparmi accumulati a partire dall'inizio del 2020 potrebbero influenzare la ripresa successiva alla pandemia. Il nodo cruciale è se la spesa delle famiglie aumenterà in misura significativa, una volta eliminate le restrizioni legate alla pandemia e ripristinata la fiducia dei consumatori, oppure se altre motivazioni, ad esempio di natura precauzionale o relative alla riduzione dell'indebitamento, impediranno loro di spendere i risparmi accumulati in eccesso. Nel presente riquadro si esamina un gruppo di paesi non appartenenti all'area dell'euro e si arriva alla conclusione che, considerate le varie argomentazioni economiche, la riduzione dello stock di risparmi in eccesso associata a un aumento dei consumi dovrebbe essere limitata nel medio periodo. Tuttavia, data la notevole incertezza che caratterizza questo scenario centrale, il presente riquadro prende in considerazione anche due scenari alternativi circa l'evoluzione del risparmio e ne valuta le implicazioni per le prospettive economiche mondiali utilizzando il modello economico globale di Oxford.

**L'accumulo di ampi risparmi deriva dalle peculiarità della pandemia di COVID-19 e dalle risposte di politica economica.** A differenza delle precedenti recessioni economiche, le misure di contenimento adottate in risposta alla pandemia di COVID-19 hanno comportato una significativa riduzione delle opportunità di spesa per consumi, determinando una forte contrazione dei consumi privati. Ciò è stato in parte compensato dalle misure straordinarie di politica economica adottate dai governi sotto forma di sostegno al reddito o all'occupazione, che hanno attutito l'impatto negativo sul reddito personale disponibile (cfr. il pannello a) del grafico A). Questi due fattori, unitamente all'elevata incertezza sul reddito futuro e ai rischi di effetti avversi permanenti, hanno indotto le famiglie a risparmiare, nel corso del 2020, in una misura senza precedenti, determinando l'accumulo di un ampio stock di risparmi in eccesso.

**Nel 2020 lo stock di risparmi delle famiglie accumulato in eccesso rispetto ai valori storici in cinque grandi economie avanzate<sup>1</sup> era pari in media al 6,7 per cento del PIL e al 9,5 per cento del reddito disponibile (cfr. il pannello b) del grafico A).** Tra questi, gli Stati Uniti detenevano lo stock più elevato alla fine del 2020 (1.500 miliardi di dollari, pari al 7,2 per cento del PIL statunitense), ma anche altri paesi detenevano notevoli quote di risparmi in eccesso. Lo stock di risparmi in eccesso accumulato tra gli inizi del 2020 e la fine dell'anno è stimato calcolando la

---

<sup>1</sup> Le economie esaminate sono Australia, Canada, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti.

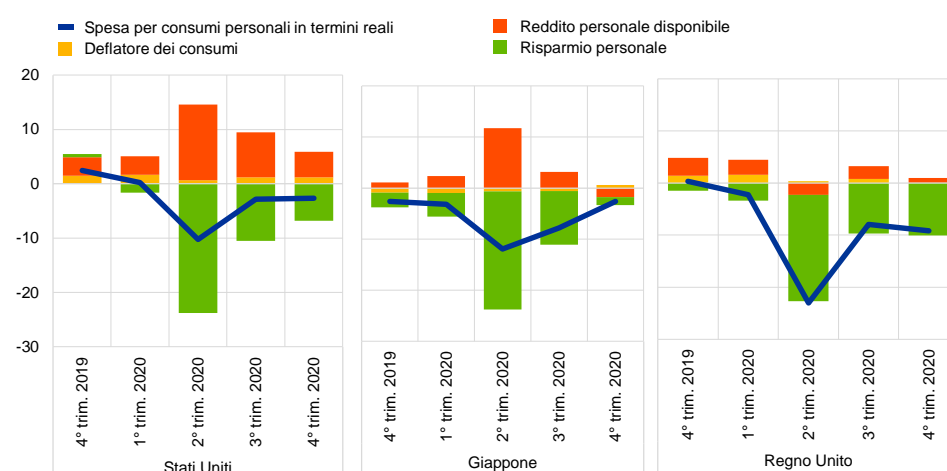
differenza cumulata tra i risparmi in termini reali e uno scenario controfattuale in cui si ipotizza che il tasso di risparmio sia rimasto pari alla media pre-pandemia nel corso dell'anno. Analogamente, il nostro scenario centrale ipotizza che, fino alla fine del 2023, lo stock di risparmi in eccesso resti prossimo al livello osservato prima dell'inizio del 2021, mentre si assume che il tasso di risparmio converga verso la media registrata prima della pandemia.

## Grafico A

### Spesa per consumi finali privati e risparmi in eccesso delle famiglie

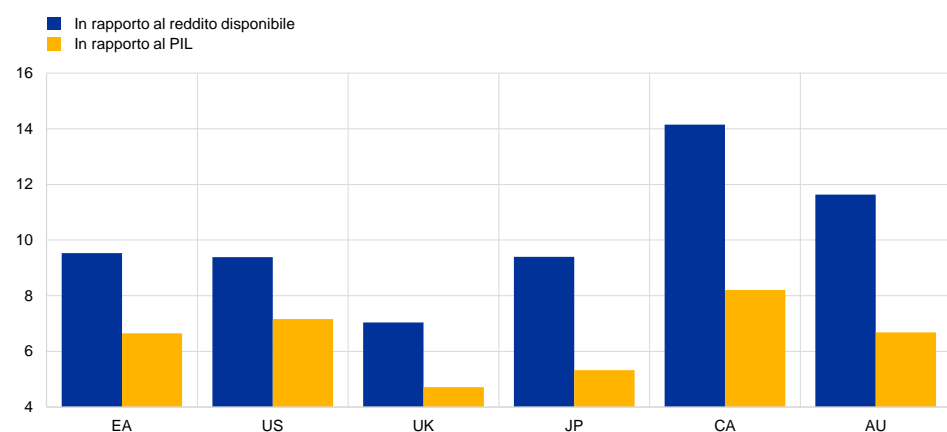
#### a) Scomposizione della spesa per consumi finali privati

(variazione percentuale sui dodici mesi; punti percentuali)



#### b) Risparmi in eccesso delle famiglie nel quarto trimestre del 2020

(valori percentuali)



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: l'aggregato riferito alle economie avanzate (EA) è calcolato come media ponderata dei risparmi in eccesso dei cinque paesi riportati nel grafico. "US" si riferisce agli Stati Uniti, "UK" al Regno Unito, "JP" al Giappone, "CA" al Canada e "AU" all'Australia.

**Vi sono diverse argomentazioni a sostegno dello scenario centrale secondo cui le famiglie preferiranno detenere la maggior parte dei risparmi in eccesso accumulati piuttosto che utilizzarli per l'acquisto di beni di consumo.** Di seguito si analizzano brevemente tali argomentazioni, prima di esaminare le implicazioni macroeconomiche di due scenari di risparmio alternativi.

**In primo luogo, i risparmi accumulati durante la pandemia si concentrano per lo più presso le famiglie ad alto reddito, che hanno una minore propensione marginale al consumo finanziato con reddito o ricchezza rispetto alle famiglie a basso reddito<sup>2</sup>.** Nel Regno Unito, ad esempio, i dati ricavati dalle indagini

mostrano che le famiglie ad alto reddito hanno aumentato i risparmi durante la pandemia, mentre le famiglie a basso e medio reddito hanno risparmiato in misura minore o addirittura hanno attinto ai propri risparmi. Analogamente, negli Stati Uniti risulta che la distribuzione del risparmio in eccesso tra i vari gruppi di reddito sia nettamente sbilanciata a favore delle famiglie ad alto reddito e i risparmi siano detenuti prevalentemente in forma liquida, ossia circolante e depositi (cfr. entrambi i pannelli del grafico B). Una situazione analoga si osserva nell'area dell'euro, dove l'accumulo di risparmi durante la pandemia si è concentrato tra le famiglie più anziane e a più alto reddito (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 4 in questo numero del Bollettino). Anche in Giappone i dati disponibili indicano che i risparmi accumulati si concentrano nelle famiglie con reddito medio e alto. In generale, è probabile che le famiglie ad alto reddito abbiano risparmiato in misura maggiore durante la pandemia, in quanto hanno subito perdite di reddito inferiori rispetto a quelle a basso reddito e tendono ad allocare una quota più elevata del proprio paniere di consumi ai servizi che hanno risentito maggiormente delle misure di contenimento adottate durante i periodi di chiusura (lockdown). Ad esempio, i dati disponibili indicano che, prima della pandemia, le famiglie britanniche nel più alto decile di reddito avevano destinato quasi il 40 per cento delle proprie spese a servizi quali trasporti, attività ricreative, alberghi e ristoranti<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Fisher, J.D., Johnson, D.S., Smeeding, T.M. e Thompson, J.P., "Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption, and wealth", *Journal of Macroeconomics*, vol. 65, 2020.

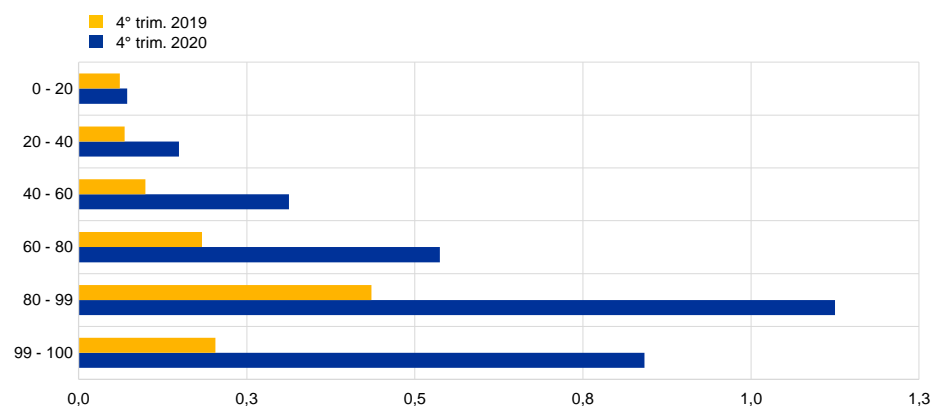
<sup>3</sup> Cfr. la tavola 3.2 di "Family spending workbook 1: detailed expenditure and trends", Office for National Statistics, 2021.

## Grafico B

### Attività e passività finanziarie delle famiglie

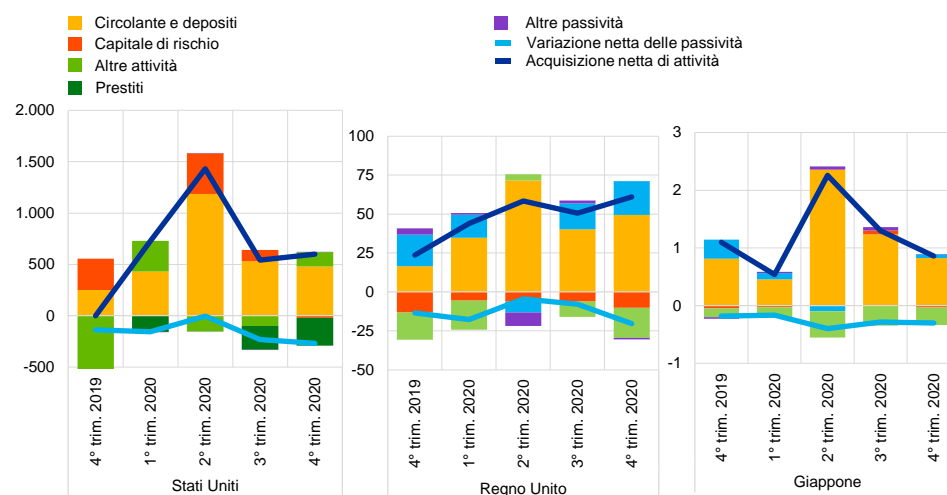
#### a) Conti correnti e circolante degli Stati Uniti per quintili di reddito

(migliaia di miliardi di dollari statunitensi; percentili)



#### b) Attività e passività finanziarie delle famiglie

(miliardi di dollari statunitensi; miliardi di sterline; migliaia di miliardi di yen)



Fonti: Federal Reserve System (pannello a), fonti nazionali ed elaborazioni della BCE (pannello b).

#### In secondo luogo, le famiglie potrebbero utilizzare parte dei risparmi

**accumulati per rimborsare passività o effettuare nuovi investimenti.** Per quanto riguarda i conti finanziari, l'accumulo di ingenti risparmi è stato collegato a un'impennata dei depositi bancari delle famiglie durante i periodi di chiusura. Prima della fine del 2020 solo una piccola parte di essi era stata utilizzata per rimborsare debiti o acquistare attività come, ad esempio, azioni (cfr. il pannello b) del grafico B). Tale preferenza per la liquidità potrebbe in parte riflettere l'elevata incertezza delle famiglie, oltre alla ridotta disponibilità di opportunità di consumo in un contesto di persistenti restrizioni legate al COVID-19. Con l'attenuarsi dell'incertezza, una quota maggiore di risparmi potrebbe essere destinata a nuovi investimenti o rimborsi di passività. Negli Stati Uniti, l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla Federal Reserve Bank di New York ha indicato che la maggior parte dei fondi ricevuti dalle famiglie sotto forma di misure di stimolo sarebbe stata destinata al risparmio (41 per cento) e al pagamento di debiti (34 per cento), mentre solo il 25 per cento

circa sarebbe stato destinato al consumo<sup>4</sup>. Nel Regno Unito, l'indagine NMG relativa al secondo semestre del 2020 ha mostrato che solo il 10 per cento delle famiglie i cui risparmi erano aumentati aveva in programma di spenderli, mentre il 70 per cento ha preferito continuare a detenere i propri risparmi in conti bancari<sup>5</sup>. Le restanti famiglie prevedevano di utilizzare i risparmi per rimborsare passività, investire o integrare i propri piani pensionistici.

**In terzo luogo, gli effetti dell'equivalenza ricardiana potrebbero incidere negativamente sulla propensione al consumo delle famiglie, a parità di tutte le altre condizioni<sup>6</sup>.** L'ampio sostegno al reddito fornito alle famiglie e le altre misure di politica economica adottate durante la pandemia hanno determinato una forte riduzione del risparmio nel settore pubblico, unitamente a un aumento del debito pubblico. In futuro, potrebbero emergere alcuni effetti dell'equivalenza ricardiana, nella misura in cui le famiglie si attendano aumenti delle imposte volti a ridurre il debito pubblico accumulato a seguito dello shock indotto dal COVID-19 e siano pertanto meno propense al consumo dei risparmi in eccesso accumulati. A tale riguardo, va notato che sia il governo statunitense sia il governo britannico hanno annunciato aumenti delle imposte sul reddito delle persone fisiche, che dovrebbero esercitare un'influenza negativa sulla propensione al consumo delle famiglie.

**In quarto luogo, sembra poco probabile che si verifichi un considerevole incremento della domanda latente.** Se da un lato l'allentamento delle restrizioni alla mobilità e la progressiva riattivazione dei settori ad alta intensità di contatto favoriranno la domanda di consumo dei relativi servizi da parte delle famiglie (ad esempio viaggi, ristoranti e attività culturali), dall'altro per questi ultimi un aumento significativo della domanda latente appare meno probabile rispetto ai beni di consumo<sup>7</sup>. In particolare, sebbene i consumatori potrebbero avere un incentivo a passare a servizi più costosi (ad esempio vacanze e ristoranti), vi è un limite alla misura in cui possono recuperare in termini di consumi mancati. Inoltre, poiché le misure di contenimento connesse alla pandemia hanno fortemente limitato le opportunità di consumo nel settore dei servizi, parte della spesa delle famiglie si è spostata verso il consumo di beni. I dati sulla spesa per consumi privati delle famiglie statunitensi in termini reali mostrano un rapido recupero della spesa per beni durevoli e non durevoli dopo il forte calo di aprile 2020; alla fine del secondo trimestre del 2020 la spesa complessiva era tornata ai livelli osservati alla fine del 2019 e successivamente ha continuato ad aumentare. Di contro, a marzo 2021 la spesa per servizi ha registrato una ripresa più lenta, attestandosi su livelli inferiori di circa il 5 per cento rispetto a quelli precedenti la pandemia.

**Ciò nonostante, rimane elevata l'incertezza sul ruolo dei singoli fattori che potrebbero influenzare la quota di risparmio accumulato destinata alla spesa.**

<sup>4</sup> Cfr. *Survey of Consumer Expectations*, Federal Reserve Bank of New York, marzo 2021.

<sup>5</sup> Cfr. "How has Covid affected household savings?", Bank of England, novembre 2020.

<sup>6</sup> Il teorema dell'equivalenza ricardiana afferma che, in risposta a un aumento della spesa pubblica finanziato tramite il debito, le famiglie non accrescono i propri consumi pur dovendo pagare meno tasse e, di conseguenza, risparmierebbero di più. Ciò è dovuto al fatto che le famiglie prevedono che un aumento del debito pubblico dovrà essere finanziato da un aumento delle imposte in futuro. Il teorema dell'equivalenza ricardiana si basa sull'ipotesi che le famiglie possano ottenere e concedere prestiti liberamente e che le imposte non abbiano effetti distortivi.

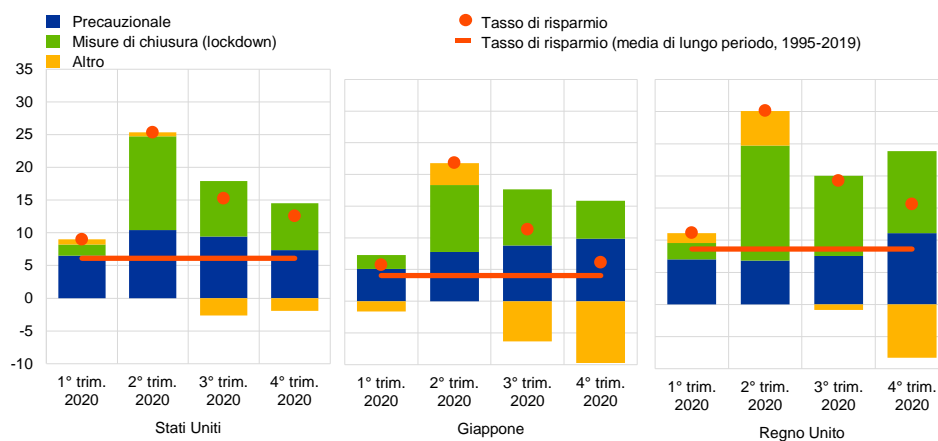
<sup>7</sup> Cfr. Beraja, M. e Wolf, C., *Demand Composition and the Strength of Recoveries*, working paper.

Da un lato, una graduale ma duratura riapertura delle economie, man mano che la pandemia sarà sotto controllo, potrebbe indurre le famiglie ad attingere ai risparmi accumulati in misura maggiore rispetto a quanto ipotizzato nello scenario centrale qui considerato; i risparmi accumulati, infatti, sono stati in certa misura forzati, dato che le misure di contenimento adottate durante la pandemia avevano ridotto le opportunità di consumo. Essendo per lo più detenuti in attività liquide, i risparmi potrebbero essere spesi molto facilmente. La ripresa di attività ad alta intensità di contatto, come il commercio al dettaglio e la ristorazione, ripristinerà opportunità di spesa che prima non erano disponibili, in particolare per le famiglie ad alto reddito che dedicano una quota maggiore del proprio paniere di consumi a tali attività. Inoltre, con il progredire della ripresa e il miglioramento delle prospettive di occupazione, anche le motivazioni precauzionali del risparmio, che hanno svolto un ruolo importante nel 2020, potrebbero diventare meno rilevanti perché le famiglie riacquistano fiducia nelle proprie prospettive economiche e sanitarie (cfr. il grafico C). Dall'altro lato, difficoltà nel riportare il virus sotto controllo, un eventuale prolungamento della durata delle restrizioni, nuove misure di chiusura (lockdown), unitamente a un deterioramento delle prospettive per il mercato del lavoro, potrebbero indurre le famiglie ad accumulare ulteriori risparmi rispetto allo scenario centrale, ritardando così la ripresa.

### Grafico C

#### Scomposizione dei risparmi delle famiglie in base alla motivazione

(percentuali di reddito disponibile e contributi in punti percentuali)



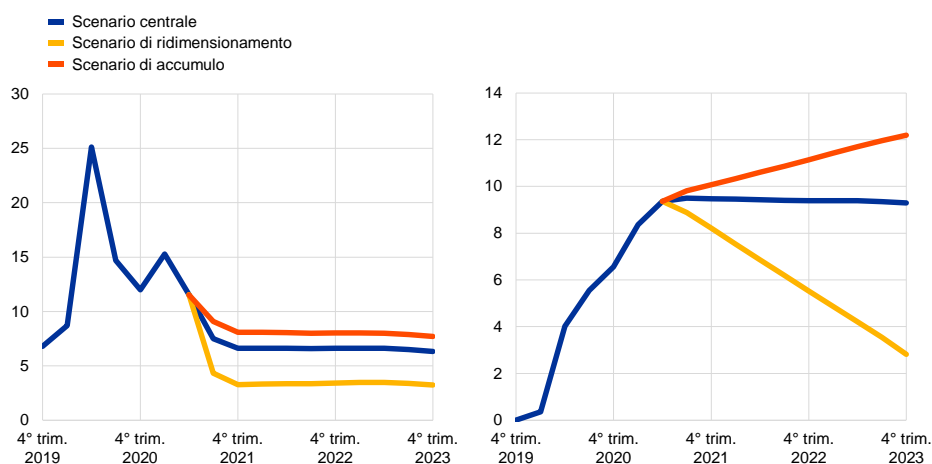
Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: l'analisi si riferisce al periodo compreso fra il primo trimestre del 1995 e il quarto trimestre del 2020. Il rapporto tra il risparmio delle famiglie e il reddito disponibile nel 2020 (punti rossi) è rappresentato nel modello con il metodo dei minimi quadrati ordinari (ordinary least squares, OLS) ed è espresso in funzione del proprio ritardo, del tasso di disoccupazione, del clima di fiducia nell'economia e delle misure di chiusura specifiche per paese, come rilevato dall'indice di efficacia del lockdown di Goldman Sachs (Goldman Sachs Effective Lockdown Index).

## Grafico D

### Proiezioni degli scenari relativi al tasso di risparmio e allo stock di risparmi in eccesso delle famiglie

(percentuali di reddito disponibile (pannello di sinistra); in percentuale del PIL (pannello di destra))



Fonte: elaborazioni della BCE basate sul modello economico globale di Oxford.  
Nota: i risultati sono aggregati utilizzando il PIL ponderato.

### Per stimare le implicazioni macroeconomiche di scenari alternativi di risparmio riferiti a Stati Uniti, Regno Unito e Giappone, si considerano due scenari alternativi<sup>8</sup> relativi allo stock di risparmi in eccesso.

Si tratta: a) di uno scenario di “ridimensionamento”, che ipotizza che lo stock di risparmi in eccesso accumulato entro il secondo trimestre del 2021 diminuisca del 70 per cento nei prossimi due anni e mezzo, e b) di uno scenario di “accumulo”, in base al quale il tasso di risparmio tornerà ai livelli precedenti la pandemia solo nel quarto trimestre del 2023; ciò implicherebbe un ulteriore aumento del 30 per cento degli attuali risparmi in eccesso da parte delle famiglie. Di conseguenza, l'eccesso di risparmio medio in tali economie scenderebbe al 2,7 per cento del PIL nello scenario di ridimensionamento e salirebbe al 12,6 per cento del PIL nello scenario di accumulo entro la fine del 2023 (cfr. il grafico D). Per quantificare gli effetti dei due scenari sulle prospettive macroeconomiche mondiali si utilizza il modello economico globale di Oxford<sup>9</sup>.

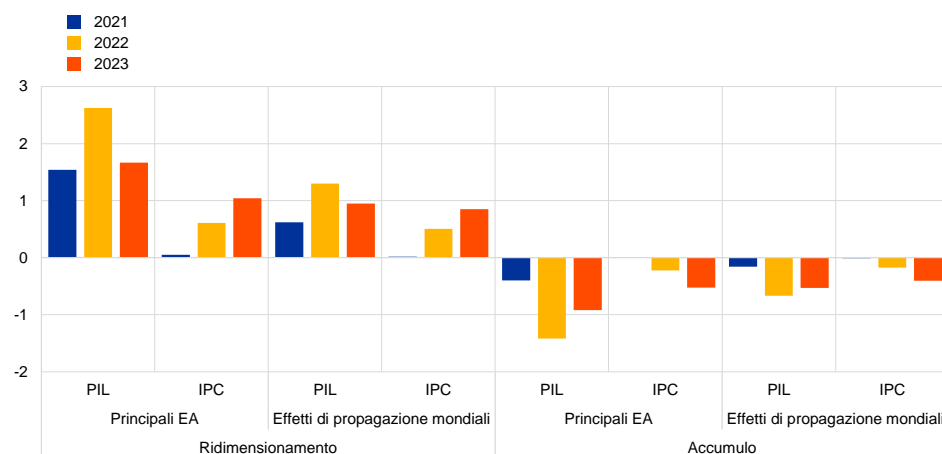
<sup>8</sup> Per tali scenari si considerano solo gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone.

<sup>9</sup> Le simulazioni ipotizzano l'assenza di reazioni di politica monetaria nelle economie avanzate e corsi petroliferi invariati.

## Grafico E

### Impatto macroeconomico degli scenari alternativi di risparmio delle famiglie sul PIL e sull'IPC negli scenari di ridimensionamento e di accumulo

(deviazione percentuale dal livello dello scenario centrale)



Fonti: elaborazioni della BCE basate sul modello economico globale di Oxford.

Nota: l'impatto sul PIL e sull'IPC nelle principali economie avanzate (EA) corrisponde all'impatto medio ponderato per il PIL negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone; gli effetti di propagazione sono stimati tramite il modello economico globale di Oxford, in cui "mondiali" si riferisce all'economia mondiale che comprende Stati Uniti, Regno Unito e Giappone.

**Nello scenario del ridimensionamento, la più rapida riduzione del risparmio sotto forma di aumento dei consumi privati sostiene la domanda aggregata e il rialzo dell'inflazione.** Nelle principali economie avanzate il PIL in termini reali nel 2022 dovrebbe raggiungere un livello superiore del 2,6 per cento rispetto allo scenario centrale (cfr. il grafico E). Questo impulso positivo sarebbe in parte controbilanciato nel 2023 da un aumento delle importazioni che agirebbe da freno sul PIL. L'aumento della domanda aggregata indurrebbe anche pressioni sui prezzi, che aumenterebbero gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione e si tradurrebbero in tassi di inflazione più elevati (superiori dell'1 per cento rispetto al livello dello scenario centrale nel 2023). L'impatto a livello mondiale sarebbe significativo, con un incremento del PIL mondiale in termini reali superiore dello 0,6 per cento rispetto allo scenario centrale nel 2021, dell'1,3 nel 2022 e di circa l'1 per cento nel 2023. Anche l'inflazione a livello mondiale aumenterebbe, con un incremento dei prezzi al consumo superiore di circa lo 0,9 per cento rispetto allo scenario centrale nel 2023, sostenuto dalle condizioni della domanda mondiale.

**Nello scenario di accumulo, le famiglie continuano ad accantonare risparmi, determinando un recupero più moderato dei consumi privati, una ripresa più lenta e contenute pressioni disinflazionistiche.** Il perdurare di elevati livelli di risparmio da parte delle famiglie su un arco di tempo più lungo si tradurrebbe in un calo della domanda aggregata e dell'inflazione. Il PIL interno registrerebbe quindi una ripresa più lenta di quanto ipotizzato nello scenario centrale e il PIL mondiale risulterebbe inferiore dello 0,2 per cento rispetto allo scenario centrale nel 2021, dello 0,7 nel 2022 e di circa lo 0,5 per cento nel 2023 (cfr. il grafico E). L'impatto sull'inflazione a livello mondiale sarebbe contenuto. Va notato che, nonostante i rischi al ribasso per il prodotto mondiale, l'accumulo di risparmio delle famiglie



potrebbe generare guadagni nel più lungo periodo in termini di maggiore solidità dei loro bilanci (ad esempio un minore indebitamento) a fronte di futuri shock avversi.

**L'analisi condotta nel presente riquadro illustra i rischi per il PIL mondiale nei diversi scenari di risparmio delle famiglie.** La misura in cui le famiglie, nelle economie avanzate, spenderanno i risparmi in eccesso per l'acquisto di beni di consumo è fondamentale per le prospettive mondiali ed è legata a diversi fattori, non da ultimi l'evoluzione della pandemia (compresi i progressi nelle campagne vaccinali nazionali), le prospettive di occupazione delle famiglie (soprattutto di quelle con livelli di reddito più modesti) e l'orientamento atteso delle politiche di bilancio.

## Dispersione tra settori degli utili attesi delle imprese durante la crisi legata al COVID-19

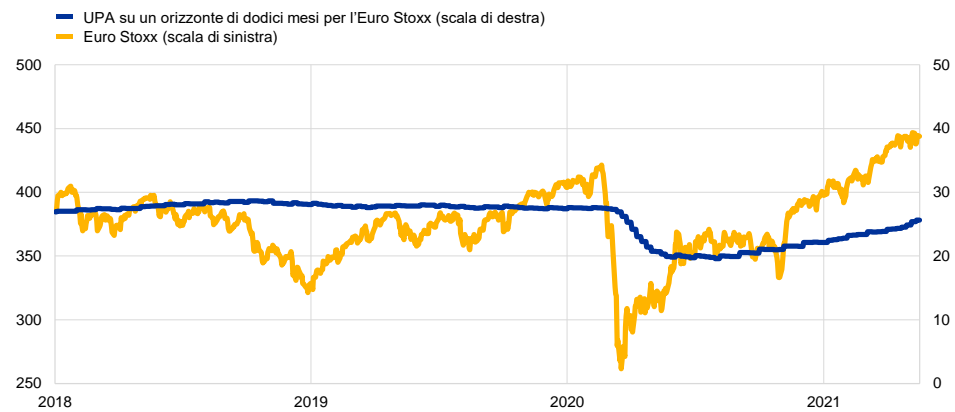
a cura di Joost Bats, William Greif e Daniel Kapp

**Sebbene la ripresa dei corsi azionari durante lo scorso anno sia stata sostenuta dal miglioramento, in aggregato, delle aspettative a breve termine sulla crescita degli utili (cfr. il grafico A), tali andamenti hanno mostrato notevoli differenze tra i vari settori (cfr. il grafico B).** Rispetto alla situazione precedente la pandemia, gli utili attesi si mantengono su livelli persistentemente contenuti in settori quali viaggi e turismo, mentre sono in rapido aumento nei comparti della tecnologia, dei servizi di pubblica utilità e dei servizi finanziari non bancari. Di conseguenza, attualmente gli utili attesi sono in linea con una ripresa il cui andamento intersettoriale assume un profilo detto “a K” (perché la rappresentazione dei settori con i migliori e i peggiori rendimenti somiglia alle due braccia della lettera “K”). Un’analoga dispersione si verifica anche tra i vari paesi (cfr. anche il riquadro 3 in questo numero del Bollettino e il numero di maggio 2021 della *Financial Stability Review*), in linea con la tesi secondo cui alcuni paesi dipendono economicamente più di altri da determinati settori.

### Grafico A

Rendimento del mercato azionario e utili attesi dell’area dell’euro

(scala di sinistra: indice; scala di destra: euro)

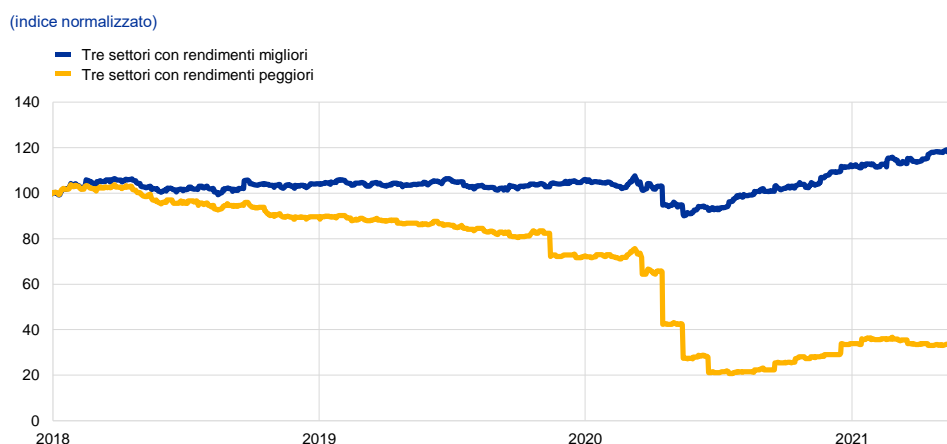


Fonti: Refinitiv, IBES ed elaborazioni della BCE.

Note: l’acronimo UPA indica gli utili per azione. Il presente grafico mostra i prezzi e le previsioni relative ai rendimenti su un orizzonte di dodici mesi per l’indice ampio Dow Jones Euro Stoxx. Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 maggio 2021.

## Grafico B

### Utili attesi per i settori dell'area dell'euro con i rendimenti migliori e peggiori



Fonti: Refinitiv, IBES ed elaborazioni della BCE.

Note: il presente grafico mostra le previsioni relative ai tre settori con rendimenti migliori e ai tre settori con rendimenti peggiori su un orizzonte di dodici mesi. Dati giornalieri e normalizzati a 100 al 1° gennaio 2018. I tre settori con rendimenti migliori sono i comparti della tecnologia, dei servizi di pubblica utilità e dei servizi finanziari non bancari. I tre settori con rendimenti peggiori sono i comparti dei viaggi, dei servizi bancari e dei negozi di alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 maggio 2021.

**Il presente riquadro misura l'eterogeneità delle previsioni giornaliere formulate dagli analisti relative agli utili per azione (UPA) su un orizzonte di dodici mesi per le società quotate appartenenti a 20 settori diversi.** Considerato che gli analisti possono sempre rivedere le proprie stime quando nuove informazioni sono disponibili, le previsioni relative agli utili si rivelano particolarmente valide al fine di stimare gli effetti immediati della crisi legata al COVID-19 sulla dispersione tra settori<sup>1</sup>.

**Per rilevare l'impatto della crisi legata al COVID-19 sulla dispersione tra settori degli utili attesi si usa il coefficiente di Gini.** Per una variabile di interesse (in questo caso le previsioni relative agli UPA) presa a campione tra dei soggetti (in questo caso i settori), il coefficiente di Gini fornisce una media scalata delle differenze in termini assoluti del risultato della variabile tra tutte le coppie di soggetti<sup>2</sup>. Si tratta di fatto di un indicatore della relativa dispersione compresa in un intervallo che va da 0 a 1, dove un aumento del coefficiente di Gini corrisponde a un aumento della dispersione.

**Il coefficiente di Gini presenta molti vantaggi rispetto a misure di dispersione più semplici come la deviazione standard.** In primo luogo, rappresenta il grado di disuguaglianza di ogni distribuzione statistica. In secondo luogo, il coefficiente di Gini valuta la dispersione mediante una metrica relativamente facile da interpretare: raggiunge il proprio valore massimo, pari a 1, quando gli utili attesi

<sup>1</sup> Numerosi studi analizzano l'eterogeneità tra settori impiegando indicatori retrospettivi, come la relazione sulla redditività. Cfr., ad esempio, Akcigit, U. et al., "Rising Corporate Market Power: Emerging Policy Issues", *Staff Discussion Notes*, n. 2021/001, FMI, 2021.

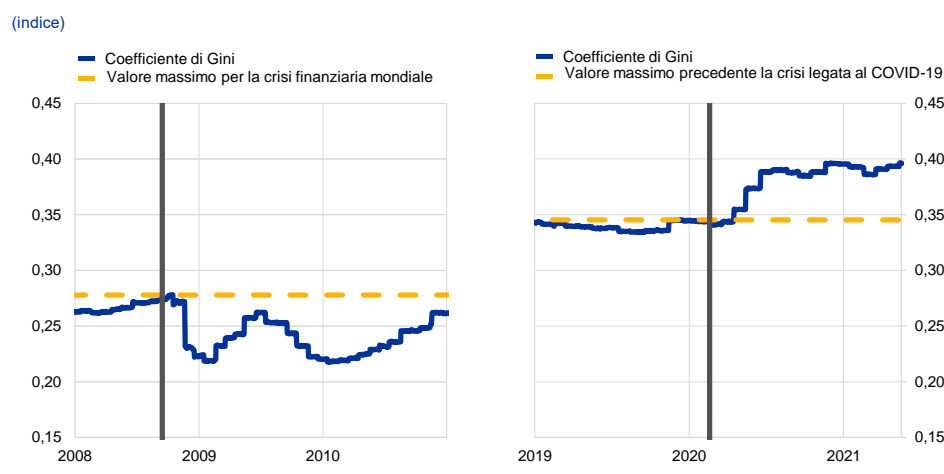
<sup>2</sup> In termini matematici ciò equivale alla formulazione standard del coefficiente di Gini, sulla base della curva di Lorenz. Il coefficiente di Gini è stato impiegato in questo modo in vari campi della scienza, tra cui la finanza. Cfr., ad esempio, Bongaerts, D., Cremers, K.J.M. e Goetzmann, W.N., "Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings", *The Journal of Finance*, vol. 67(1), 2012, pagg. 113-152; Jaremski, M., "The (dis)advantages of clearinghouses before the Fed", *Journal of Financial Economics*, vol. 127(3), 2018, pagg. 435-458; e Hautsch, N. e Horvath, A., "How effective are trading pauses?", *Journal of Financial Economics*, vol. 131(2), 2019, pagg. 378-403.

sono positivi per un settore e uguali a 0 per tutti gli altri, e ha un valore pari a 0 quando tutti i settori contribuiscono nella stessa misura alla somma degli utili attesi. Inoltre, nel presente riquadro il coefficiente di Gini è calcolato mediante dati relativi agli utili attesi basati su livelli piuttosto che su tassi di crescita, così da valutare se le variazioni nella dispersione tra settori siano strutturali<sup>3</sup>.

**I dati mostrano che sulla base di questa misura la dispersione tra settori negli utili attesi è aumentata in modo persistente dall'insorgere della crisi generata dal COVID-19, a differenza delle crisi passate, caratterizzate da una maggiore omogeneità dell'impatto tra i settori (cfr. il grafico C).** Dopo il crollo di Lehman Brothers, durante la crisi finanziaria mondiale, il coefficiente di Gini ha subito un calo, e le prospettive degli utili hanno subito una revisione al ribasso di ampia portata in tutti i settori; esso ha invece mostrato un netto rialzo fin dall'inizio della crisi legata al COVID-19. Nell'insieme, queste osservazioni suggeriscono un cambiamento strutturale delle aspettative durante l'attuale pandemia: i mercati si attendono che, nel prossimo anno, alcuni settori registrino risultati costantemente inferiori a quelli di altri.

### Grafico C

Coefficiente di Gini degli utili attesi su un orizzonte di 12 mesi per le imprese dell'area dell'euro durante a) la crisi finanziaria mondiale e b) la crisi legata al COVID-19



Fonti: Refinitiv, IBES ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu indica il coefficiente di Gini applicato agli utili attesi di 20 settori su un orizzonte di dodici mesi. La linea tratteggiata gialla indica il valore massimo per il relativo periodo. Le linee verticali indicano la data del fallimento di Lehman Brothers (pannello di sinistra) e l'insorgere della crisi legata al COVID-19 (pannello di destra). L'ultima osservazione si riferisce al 17 maggio 2021.

**L'aumento del distanziamento sociale e la contemporanea diminuzione della mobilità a causa delle misure di chiusura (lockdown) contribuiscono a spiegare l'aumento della dispersione degli utili attesi durante la crisi generata dal COVID-19.** Ciò deriva dal fatto che le restrizioni agli spostamenti si ripercuotono in maniera differente sui vari settori dell'attività economica. La correlazione tra

<sup>3</sup> L'applicazione del coefficiente di Gini ai livelli ha anche il vantaggio di escludere gli effetti del livello base. Il presente riquadro non pubblica il coefficiente di Gini a dati relativi a utili attesi a più lungo termine, perché non sono disponibili dati giornalieri a livello di settore. Inoltre si analizzano gli effetti più immediati della crisi legata al COVID-19 sui rendimenti attesi delle imprese, che di norma emergono in modo chiaro nelle revisioni degli utili attesi a più breve termine.

la severità dei lockdown e la dispersione tra settori degli utili attesi è stimata sulla base di proiezioni locali applicate a dati giornalieri dall'inizio di gennaio 2020 alla fine di aprile 2021<sup>4</sup>. L'indicatore impiegato per misurare la severità dei lockdown è l'indice di efficacia del lockdown (Effective Lockdown Index, ELI) di Goldman Sachs. Tale indicatore combina restrizioni imposte ufficialmente dalle autorità e dati effettivi sulla mobilità.

**Tale analisi empirica mostra che la dispersione tra settori nelle previsioni relative agli UPA su un orizzonte temporale di dodici mesi è aumentata ogni volta che le misure di lockdown hanno imposto ulteriori restrizioni agli spostamenti (cfr. il grafico D).** Fino a dicembre 2020, l'imposizione di un lockdown tale da determinare un aumento di 50 punti dell'indice ELI (che lo posiziona quindi a metà del proprio intervallo massimo che va da 0 a 100 e corrisponde alla variazione osservata a marzo 2020) ha provocato un aumento del coefficiente di Gini pari a 3 punti percentuali dopo 20 giorni lavorativi.

**Nel contempo, l'attuazione delle campagne vaccinali ha cambiato la situazione: da quando è iniziata la somministrazione dei vaccini, alla fine del 2020, le misure severe di lockdown hanno contribuito in misura molto minore al parametro di dispersione (cfr. il grafico D)**<sup>5</sup>. A partire dalla metà di dicembre 2020, quando sono iniziate le vaccinazioni nell'area dell'euro, gli effetti dei lockdown restrittivi sulla dispersione tra settori sono diminuiti di oltre due terzi<sup>6</sup>. Ciò può essere ricondotto alla convinzione secondo cui i lockdown più recenti sarebbero probabilmente stati gli ultimi, con una maggiore probabilità che le attività economiche gradualmente riaprissero.

---

<sup>4</sup> Le proiezioni locali si basano su Jordà, Ò., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95(1), 2005, pagg. 161-182. Stimano una serie di regressioni su ogni orizzonte temporale, fino a 20 giorni lavorativi successivi. Le regressioni tengono conto della volatilità dei mercati azionari e degli andamenti dell'indice ampio del mercato azionario includendone la variazione degli utili attesi per ogni orizzonte temporale. Le risposte a impulso mostrate nel pannello di destra del grafico D sono state ottenute applicando i coefficienti stimati (moltiplicati per 50, così da rispecchiare un aumento di 50 punti indice nella severità dei lockdown) agli effetti della severità dei lockdown sulla dispersione tra settori degli utili attesi.

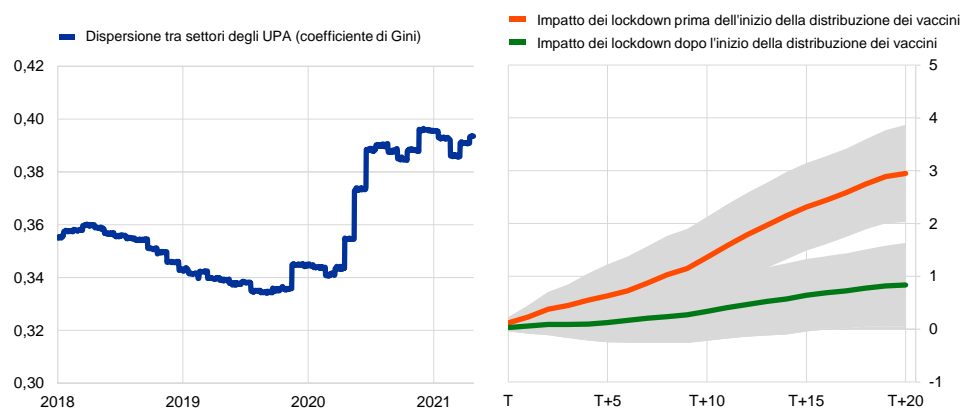
<sup>5</sup> Benché il numero totale dei lockdown imposti recentemente sia relativamente contenuto, l'indice ELI è una misura continua con 259 osservazioni per il periodo precedente l'avvio delle campagne vaccinali e 84 osservazioni per il periodo successivo. Il valore medio di tale indice è pari a circa 50 su 100 per entrambi i periodi. Dal punto di vista econometrico, l'impatto stimato dell'imposizione di un lockdown deriva dunque dalle serie di dati continue.

<sup>6</sup> Anche l'annuncio dell'inizio della distribuzione dei vaccini agli inizi di novembre 2020 potrebbe aver avuto delle implicazioni per la correlazione tra la severità dei lockdown e la dispersione tra settori degli utili attesi. Infatti un controllo di robustezza condotto separatamente mostra che l'impatto di lockdown severi sulla dispersione tra settori degli utili attesi presenta valori sostanzialmente analoghi più a quelli di inizio novembre 2020 che a quelli di metà dicembre 2020.

## Grafico D

### Dispersione tra settori delle previsioni relative agli UPA dell'area dell'euro e impatto stimato dei lockdown prima e dopo l'inizio della distribuzione dei vaccini

(pannello di sinistra: indice; pannello di destra: valori percentuali)



Fonti: Refinitiv, IBES, Goldman Sachs ed elaborazioni della BCE.

Note: il presente grafico mostra l'impatto dei lockdown (cioè un aumento pari a 50 punti nell'indice di efficacia del lockdown) nel tempo (fino a 20 giorni successivi all'applicazione del lockdown ipotizzato), sul coefficiente di Gini delle previsioni relative agli UPA per settore su un orizzonte di dodici mesi. Gli effetti sono stimati sulla base di proiezioni locali. Le aree ombreggiate rappresentano intervalli di confidenza al 90 per cento applicando errori standard in base alla procedura Newey-West resistenti all'eteroschedasticità e all'autocorrelazione. L'ultima osservazione si riferisce al 26 aprile 2021.

### 3 L'impatto economico eterogeneo della pandemia nei paesi dell'area dell'euro

a cura di Philip Muggenthaler, Joachim Schroth e Yiqiao Sun

**Sebbene la pandemia di coronavirus (COVID-19) sia stata uno shock comune, il suo impatto economico è stato eterogeneo nei vari paesi.** Il presente riquadro descrive l'impatto su attività e domanda nei paesi dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia e mette in luce alcuni elementi che possono contribuire a spiegare l'eterogeneità degli effetti tra paesi. Evidenzia inoltre i rischi di divergenze persistenti e l'importante ruolo del programma Next Generation EU nel contenerli. Le differenze tra i paesi dell'area dell'euro includono il diverso grado di rigore delle misure di contenimento associato alla diversa intensità della crisi sanitaria, le differenti composizioni settoriali e strutture economiche e la qualità degli assetti istituzionali. Poiché il sostegno fiscale è stato proporzionale alla gravità della crisi sanitaria, nel 2020 le posizioni di bilancio dei paesi dell'area dell'euro hanno avuto andamenti divergenti.

**Nel primo trimestre del 2021 il PIL in termini reali dell'area dell'euro era inferiore del 4,9 per cento rispetto al livello precedente la pandemia, dopo essere diminuito del 6,5 per cento nel 2020.** Nei paesi dell'area dell'euro il confronto con i livelli precedenti la pandemia va dal +13,2 per cento (Irlanda) al -9,3 per cento (Spagna). Mentre la recessione più profonda è stata osservata nel 2020, il livello totale del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2021 era ancora ben al di sotto del livello precedente la crisi in tutti i paesi tranne Estonia (3,4 per cento), Irlanda (13,2 per cento), Lituania (1,1 per cento) e Lussemburgo (3,2 per cento) (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. Per contro, Spagna, Italia, Malta, Austria e Portogallo hanno registrato il calo più significativo del PIL in termini reali, con le perdite maggiori in Portogallo e Spagna (9,1 e 9,3 per cento rispettivamente). Considerato che, in questi paesi, il settore del turismo riveste particolare importanza per l'attività aggregata, essi hanno risentito fortemente dei divieti di spostamenti internazionali<sup>2</sup>.

**Sebbene la recessione indotta dalla pandemia sia stata determinata principalmente dai consumi, l'importanza relativa dei contributi alla crescita delle componenti della domanda è stata notevolmente diversa da paese a paese.** In gran parte delle economie il principale contributo negativo alla recessione è stato determinato dalla maggiore componente della domanda: la contrazione dei consumi privati. Ciò si è verificato in un contesto caratterizzato da una significativa riduzione delle opportunità di spesa per le famiglie e dall'elevata incertezza che ha determinato un maggiore risparmio precauzionale (cfr. il

<sup>1</sup> La forte crescita in Irlanda riflette principalmente i risultati dei settori dominati dalle multinazionali di proprietà estera.

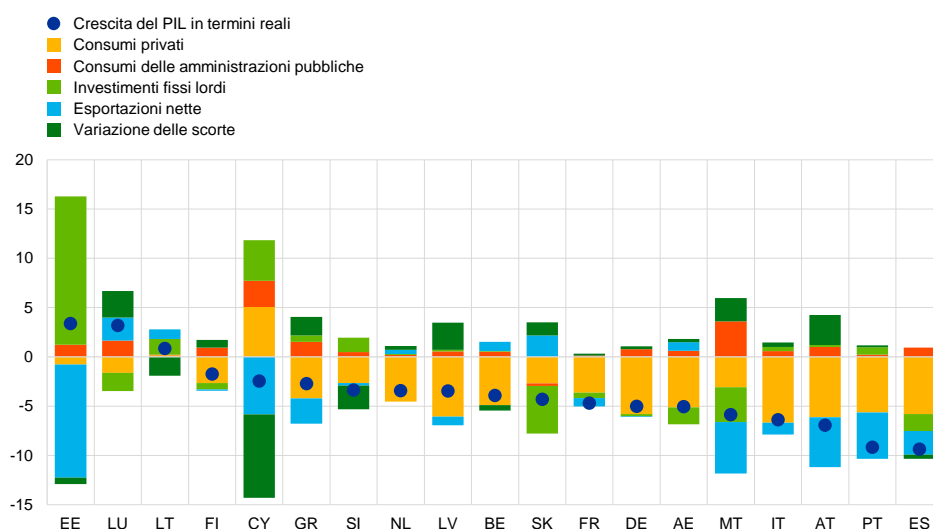
<sup>2</sup> Per maggiori dettagli sull'impatto delle restrizioni agli spostamenti, cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di chiusura conseguenti al COVID-19 sull'interscambio dei servizi di viaggio* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

grafico A)<sup>3</sup>. In particolare in Germania, Belgio e Paesi Bassi il calo del PIL in termini reali è interamente riconducibile ai consumi privati e ciò evidenzia la capacità di tenuta del loro settore estero collegata alla composizione delle esportazioni, che si è rivelata meno vulnerabile allo shock indotto dalla pandemia. Le componenti più volatili del PIL, gli investimenti totali e la crescita delle esportazioni nette, sebbene meno importanti per la loro dimensione relativa, hanno amplificato ulteriormente l'eterogeneità tra paesi stimolando la crescita del PIL in alcuni e riducendola in altri.

### Grafico A

Scomposizione della variazione del PIL in termini reali dal quarto trimestre del 2019 al primo trimestre del 2021 per componenti della domanda

(valore percentuale, contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: l'Irlanda non è rappresentata in quanto la crescita del suo PIL in termini reali e le componenti della sua domanda interna hanno subito una forte distorsione dovuta alle attività delle multinazionali. In Estonia i contributi alla crescita, eccezionalmente elevati, provenienti dall'aumento degli investimenti totali e delle esportazioni nette, con segnali contrapposti, sono riconducibili a una consistente operazione da parte di un'impresa automobilistica internazionale che ha investito in un nuovo software nel paese. L'operazione è stata contemporaneamente registrata come investimenti in beni strumentali e importazioni, senza alcun impatto sul PIL.

### Il rigore delle misure di contenimento, necessarie per contrastare la crisi sanitaria, è stato differenziato fra paesi e ha subito notevoli variazioni nel tempo.

L'impostazione delle misure di contenimento, nonché la loro evoluzione nel tempo sintetizzata nell'indice di rigore di Oxford (Oxford stringency index, OSI), è dipesa principalmente dagli andamenti della pandemia a livello nazionale. Il pannello a) del grafico B mostra l'evoluzione della media dell'OSI nell'area dell'euro e l'intervallo di valori in cui sono compresi i paesi dell'area dall'insorgere della pandemia nel primo trimestre del 2020. Alla data del 12 marzo 2020, tutti i paesi dell'area dell'euro avevano adottato una serie di misure di contenimento, con l'Italia che ha reagito per prima e l'Estonia per ultima. Durante tutto il periodo della pandemia si è mantenuto un ampio divario tra il paese con le restrizioni più

<sup>3</sup> Per maggiori dettagli sulla stima del risparmio forzato (involontario) rispetto al risparmio precauzionale cfr. il riquadro *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.



rigide e quello con le misure meno severe, contribuendo all'aumento delle eterogeneità negli andamenti economici dei diversi paesi<sup>4</sup>.

**L'impatto delle misure di chiusura (lockdown) è stato eterogeneo tra i vari paesi e periodi di tempo, in larga misura in base alla composizione settoriale.**

Finlandia, Estonia, Lituania e Lettonia hanno adottato misure meno severe durante l'intero periodo della pandemia, mentre Italia, Spagna e Portogallo hanno attuato provvedimenti relativamente più rigidi. Mentre durante la prima fase di lockdown, all'inizio della prima ondata a marzo 2020, le misure di contenimento avevano interessato tutti i settori in maniera generalizzata, successivamente sono state adottate misure più mirate verso settori specifici; ciò si è riflesso in una maggiore varianza fra paesi del livello di rigore delle misure adottate durante la seconda ondata, che ha avuto inizio a ottobre 2020. Misure di contenimento più mirate hanno attribuito maggiore importanza alla composizione settoriale dell'economia. La quota di servizi ad alta intensità di contatto può contribuire a spiegare l'impatto economico eterogeneo di alcune misure di chiusura (cfr. il pannello b) del grafico B)<sup>5</sup>.

La composizione settoriale è solo una delle numerose determinanti strutturali della crescita del prodotto potenziale (quali la qualità delle istituzioni, la regolamentazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi e i legami commerciali). Tali fattori, che hanno contribuito a spiegare le differenze tra paesi in termini di potenziale di crescita e di ripresa a seguito di shock comuni negli ultimi decenni, possono essere rilevanti anche per questa pandemia<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Nell'area dell'euro, la variazione dell'indice OSI nei diversi paesi ha raggiunto in media un intervallo di 40 (con un massimo di 93 ad aprile 2020) tra il punteggio minimo e quello massimo di ciascun paese, con una deviazione standard di circa 10 nell'intero periodo.

<sup>5</sup> Per un'analisi dettagliata cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

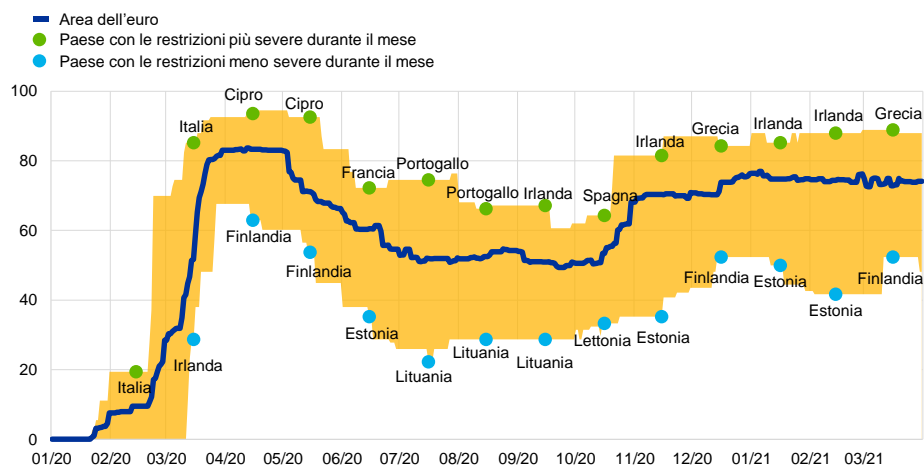
<sup>6</sup> Cfr. Sondermann, D., "Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures", *Working Paper Series*, BCE, n. 1984, novembre 2016.

## Grafico B

### Misure di contenimento e strutture economiche a confronto tra i diversi paesi

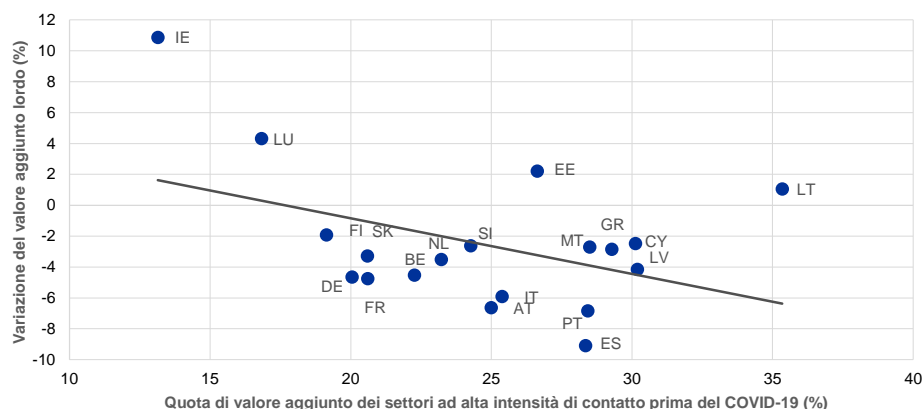
#### a) Evoluzione dell'indice di rigore di Oxford nell'area dell'euro

(indice)



#### b) Quota del settore dei servizi ad alta intensità di contatto e variazione del valore aggiunto durante il periodo della crisi legata al COVID-19

(valori percentuali, variazioni percentuali)



Fonti: Oxford Government Response Tracker, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a) l'indice di rigore di Oxford per il COVID-19 (Oxford COVID-19 Stringency Index) è una misura composta basata su nove indicatori di risposta, fra cui la chiusura delle scuole, la chiusura dei luoghi di lavoro e i divieti di spostamento, proporzionati in valori da 0 a 100 (100 = più severi). Per l'area dell'euro, l'indice corrisponde alla media ponderata per il PIL dell'indice di rigore per tutti i paesi dell'area. L'ultima osservazione si riferisce al 31 marzo 2021. Nel pannello b) la variazione del valore aggiunto lordo si riferisce alla variazione cumulata dal quarto trimestre del 2019 al primo trimestre del 2021. I settori ad alta intensità di contatto comprendono il commercio al dettaglio, i trasporti, i servizi alberghieri, le attività di ristorazione, quelle artistiche, di intrattenimento, quelle ricreative e altre attività. La quota di valore aggiunto dei settori ad alta intensità di contatto prima del COVID-19 è stata calcolata come la media trimestrale per il 2019 delle quote percentuali sul valore aggiunto totale.

**L'impatto della crisi è stato attutito dalle ingenti misure di sostegno adottate da tutti i governi dell'area dell'euro; sebbene simile in termini di composizione, il sostegno è stato piuttosto diverso per quel che riguarda le dimensioni<sup>7</sup>.**

Fornendo un sostegno rapido ed essenziale nella prima fase della pandemia, i governi nazionali hanno affrontato e attenuato le conseguenze immediate della crisi

<sup>7</sup> Il presente riquadro fa riferimento principalmente al sostegno fiscale con un impatto sul saldo di bilancio. Tuttavia, alcune delle misure, come le garanzie pubbliche e altre passività potenziali, non hanno avuto un impatto immediato sulle finanze pubbliche, ma hanno fornito un sostegno importante per agevolare l'accesso delle imprese al finanziamento esterno e mantenere la struttura dell'economia precedente la crisi.

sotto il profilo sanitario ed economico<sup>8</sup>. Nel 2020 i pacchetti di emergenza sono stati sostanzialmente simili nei diversi paesi in termini di provvedimenti, con le quote maggiori assegnate alle misure di integrazione salariale, al sostegno di liquidità alle imprese<sup>9</sup> quali le garanzie statali<sup>10</sup>, i differimenti delle imposte e le sovvenzioni, nonché alle misure per far fronte all'emergenza sanitaria. Tuttavia, l'entità complessiva del sostegno di bilancio si è differenziata notevolmente da un paese all'altro. In Grecia e a Malta nel 2020 l'impulso fiscale, misurato dalla variazione del saldo di bilancio al netto della spesa per interessi, che riflette la variazione automatica del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche al ciclo economico (stabilizzatori automatici) e le misure discrezionali di bilancio, è stato pari a oltre il 10 per cento del PIL antecedente la crisi, mentre in Estonia, Lettonia e Finlandia, che hanno risentito in misura relativamente minore della crisi sanitaria, è stato pari a circa il 4 per cento.

**Nel complesso, l'impulso fiscale è risultato tendenzialmente proporzionale alle perdite di PIL.** Fra i paesi dell'area dell'euro, la variazione del saldo di bilancio al netto della spesa per interessi è stata tendenzialmente più elevata dove il PIL è diminuito in misura maggiore (cfr. il pannello a) del grafico C). Al tempo stesso numerosi paesi dell'area dell'euro in cui nel 2020 l'impulso fiscale, e quindi anche l'effetto sui disavanzi di bilancio è stato maggiore, avevano livelli di debito più elevati già prima della pandemia (cfr. il pannello b) del grafico C). Ciò ha accresciuto ulteriormente il livello di eterogeneità delle posizioni di bilancio nel 2020 rispetto al periodo precedente la crisi.

---

<sup>8</sup> Per una panoramica, 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.

<sup>9</sup> Cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di sostegno di bilancio sul fabbisogno di liquidità delle imprese durante la pandemia* nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

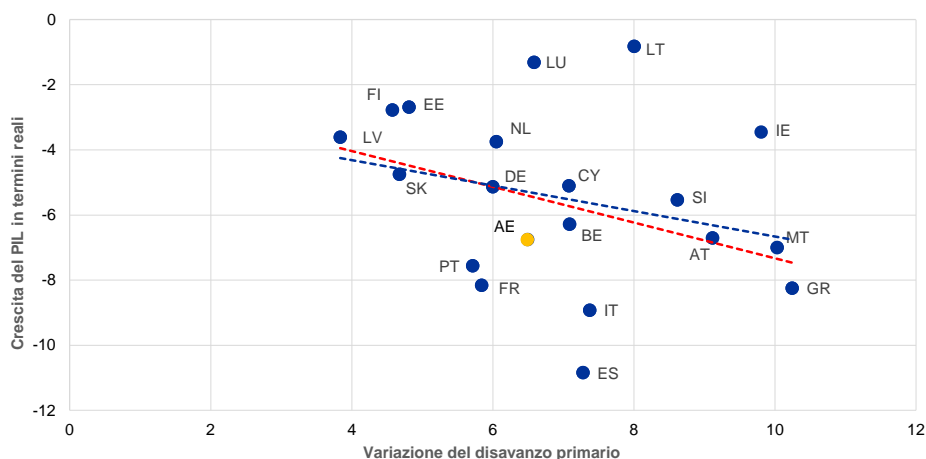
<sup>10</sup> Cfr. l'articolo *Il ruolo degli interventi pubblici per il settore delle società non finanziarie durante la crisi legata al COVID-19* in questo numero del Bollettino

## Grafico C

Impulso fiscale a fronte del calo della crescita del PIL in termini reali nel 2020 (pannello a) e livello del debito in rapporto al PIL nel 2019 (pannello b)\*

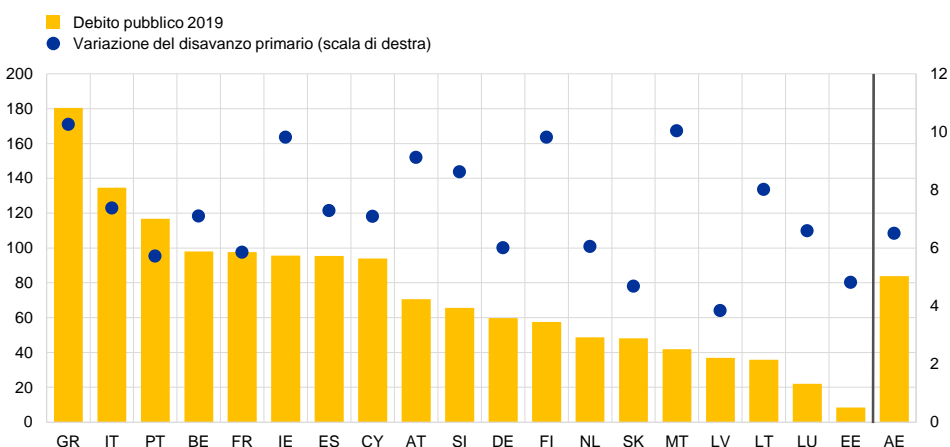
### a) Impulso fiscale rispetto al calo della crescita del PIL in termini reali nel 2020

(variazioni percentuali del PIL in termini reali; variazione del disavanzo primario in percentuale del PIL nel 2019)



### b) Livello del debito in rapporto al PIL nel 2019

(livello del debito in percentuale del PIL; variazione del disavanzo primario in percentuale del PIL nel 2019)



Fonti: Eurostat, proiezioni macroeconomiche generali del SEBC di giugno 2021, Ufficio statistico centrale ed elaborazioni della BCE.

Note: l'impulso fiscale è misurato come variazione del disavanzo primario nel 2020, in percentuale del PIL nel 2019.

\*Per l'Irlanda si utilizza il reddito nazionale lordo modificato (gross national income, GNI\*) a prezzi di mercato costanti, anziché il PIL in termini reali e il debito pubblico; la variazione del disavanzo primario è espressa in percentuale del GNI del 2019\*. La linea rossa mostra la linea di tendenza esclusa l'Irlanda. Per la Germania, il dato relativo al disavanzo primario per il 2020 è stato aggiornato dopo le notifiche nell'ambito della PDE, che riguarda anche l'aggregato dell'area dell'euro per il 2020.

**La crisi legata al COVID-19 ha, almeno temporaneamente, alterato il processo di convergenza del tenore di vita tra i paesi, osservato a partire dalle crisi finanziaria mondiale e del debito sovrano dell'area dell'euro.** Il grafico D mostra

la posizione dei paesi rispetto alla media dell'area in termini di PIL pro capite nella parità del potere d'acquisto (PPA), una misura diffusa per raffrontare il tenore di vita. La crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano dell'area dell'euro hanno dato luogo a notevoli divergenze tra paesi, accumulate tra il primo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2013, seguite da un processo di convergenza. Lo shock causato dal COVID-19 ha innescato nuove divergenze, anche se nel complesso più contenute, che hanno colpito alcuni paesi, al di sotto della media dell'area dell'euro in termini di reddito pro capite, più gravemente di quelli sopra la media.

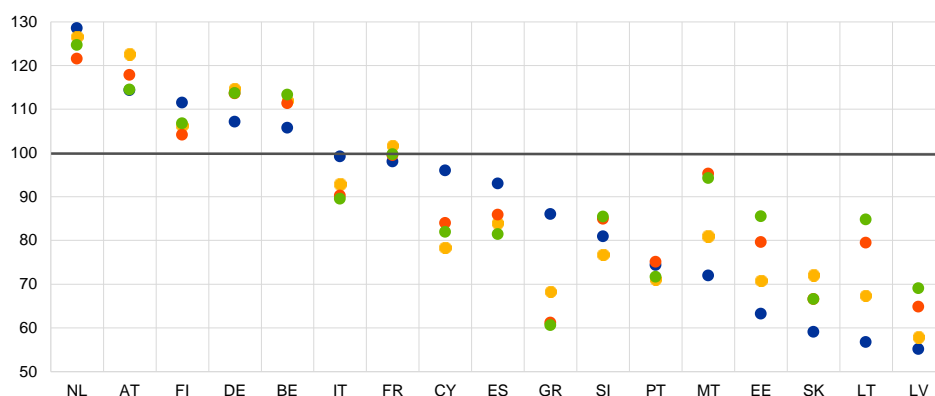
La Germania, i Paesi Bassi e tutti gli altri paesi al di sopra della media dell'area dell'euro, ad eccezione dell'Austria, hanno registrato un deterioramento del loro tenore di vita inferiore o uguale a tale media, mentre il tenore di vita dei paesi al di sotto di tale media, come Grecia, Italia, Spagna e Portogallo, si è ridotto ulteriormente. Per contro, ad eccezione di Cipro e Malta, i paesi entrati a far parte dell'area dell'euro tra il 2007 e il 2015<sup>11</sup> hanno proseguito il processo di convergenza verso la media dell'area nonostante la pandemia di COVID-19.

### Grafico D

PIL pro capite negli standard del potere d'acquisto rispetto alla media dell'area dell'euro in momenti differenti

(indice, area dell'euro=100)

- 1° trim. 2008
- 1° trim. 2013
- 4° trim. 2019
- 1° trim. 2021



Fonti: Commissione europea, Eurostat, Banca mondiale, elaborazioni degli esperti della BCE

Note: i periodi corrispondono ai massimi e ai minimi del PIL pro capite dell'area dell'euro rispettivamente durante la crisi finanziaria mondiale e del debito sovrano e durante la pandemia di COVID-19. Irlanda e Lussemburgo appaiono come valori anomali e non sono riportati nel grafico. I paesi sono ordinati in base al loro valore dell'indice nel primo trimestre del 2008.

**Se da un lato la reazione straordinaria delle politiche di bilancio ha contenuto l'impatto economico della pandemia, dall'altro i rischi di effetti negativi a lungo termine nei paesi più colpiti rimangono elevati.** Data l'importanza dei fattori strutturali per spiegare la maggiore eterogeneità, l'impatto iniziale dello shock legato alla pandemia potrebbe determinare divergenze di crescita più durature in futuro. Ciò potrebbe essere spiegato, ad esempio, dalle differenze tra paesi nel ritmo di riallocazione tra settori e nei margini di bilancio.

**Ci si attende che il Next Generation EU contribuisca a ridurre la crescita delle divergenze economiche nell'area dell'euro.** Esso mira a migliorare i fondamenti strutturali delle economie e a promuovere una ripresa più inclusiva. Ciò è sostenuto, tra l'altro, dalla distribuzione dei fondi per la ripresa e la resilienza che favoriscono i paesi che hanno subito le maggiori perdite economiche a causa della pandemia<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Estonia, Cipro, Malta, Lettonia, Lituania, Slovenia e Slovacchia.

<sup>12</sup> Cfr. la [proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un dispositivo per la ripresa e la resilienza](#) e le [conclusioni del Consiglio europeo del 21 luglio 2020](#).

## COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento

a cura di Maarten Dossche, Georgi Krustev e Stylianos Zlatanov

**Il presente riquadro analizza l'aumento del risparmio delle famiglie nell'area dell'euro dall'inizio della crisi causata dal coronavirus (COVID-19).**

Questo approfondimento fornisce un aggiornamento di una precedente analisi sui fattori alla base del forte aumento del risparmio, registrato di recente, e sulle loro implicazioni riguardo l'adeguamento del risparmio stesso e la ripresa dei consumi privati, nel momento in cui la pandemia sarà posta sotto controllo<sup>1</sup>. Poiché la pandemia ha colpito l'attività economica dell'area dell'euro principalmente attraverso le restrizioni imposte a vari tipi di consumi, la modalità della ripresa di questa componente della domanda determinerà in larga misura la rapidità della ripresa dell'attività economica complessiva.

**La propensione al risparmio delle famiglie nell'area dell'euro ha raggiunto livelli eccezionalmente elevati a partire dagli inizi del 2020.** Il tasso di risparmio delle famiglie ricavato dalla contabilità settoriale (cfr. il grafico A) ha segnato un marcato incremento nel primo semestre del 2020. Da allora esso ha oscillato attorno a un livello molto più elevato rispetto al periodo pre-pandemico, riflettendo in larga misura il calo dei consumi indotto dalla pandemia. La contabilità settoriale viene resa nota con uno scarto di tre mesi; pertanto, ai fini di una valutazione della dinamica del risparmio, sono stati rilevanti indicatori più tempestivi, come i dati mensili sui depositi e sui prestiti bancari delle famiglie, poiché forniscono informazioni più immediate. Tali indicatori mostrano che una parte considerevole del risparmio aggiuntivo dei nuclei familiari è stato accantonato sotto forma di depositi bancari e di minori livelli di indebitamento. Anche i dati emersi dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori, riguardanti le intenzioni di risparmio delle famiglie per i successivi dodici mesi, si sono dimostrati utili al fine di misurare le dinamiche in corso. Tuttavia, nonostante questi indicatori forniscano dati tempestivi sull'entità delle oscillazioni, per comprendere a fondo i fattori sottostanti a tali dinamiche è necessario disporre di informazioni più dettagliate fornite dalla contabilità settoriale e nazionale.

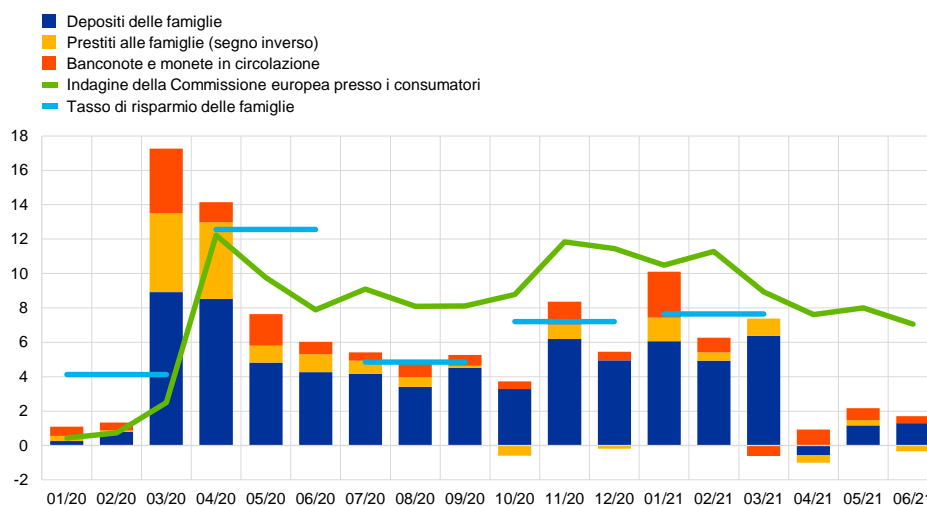
---

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Indicatori del risparmio delle famiglie

(variazione rispetto a dicembre 2019/al 4° trim. 2019; punti percentuali del reddito disponibile e punti percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG ECFIN) della Commissione europea, Eurostat, elaborazioni della BCE e degli autori.

Note: depositi e prestiti delle famiglie sono intesi come flussi netti e i prestiti sono riportati con segno inverso. Il contributo dei flussi valutarî è considerato un limite superiore, in quanto non è disponibile una scomposizione mensile per settore detentore.

L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2021 per il tasso di risparmio delle famiglie e a giugno 2021 per tutte le altre serie. I dati sono destagionalizzati.

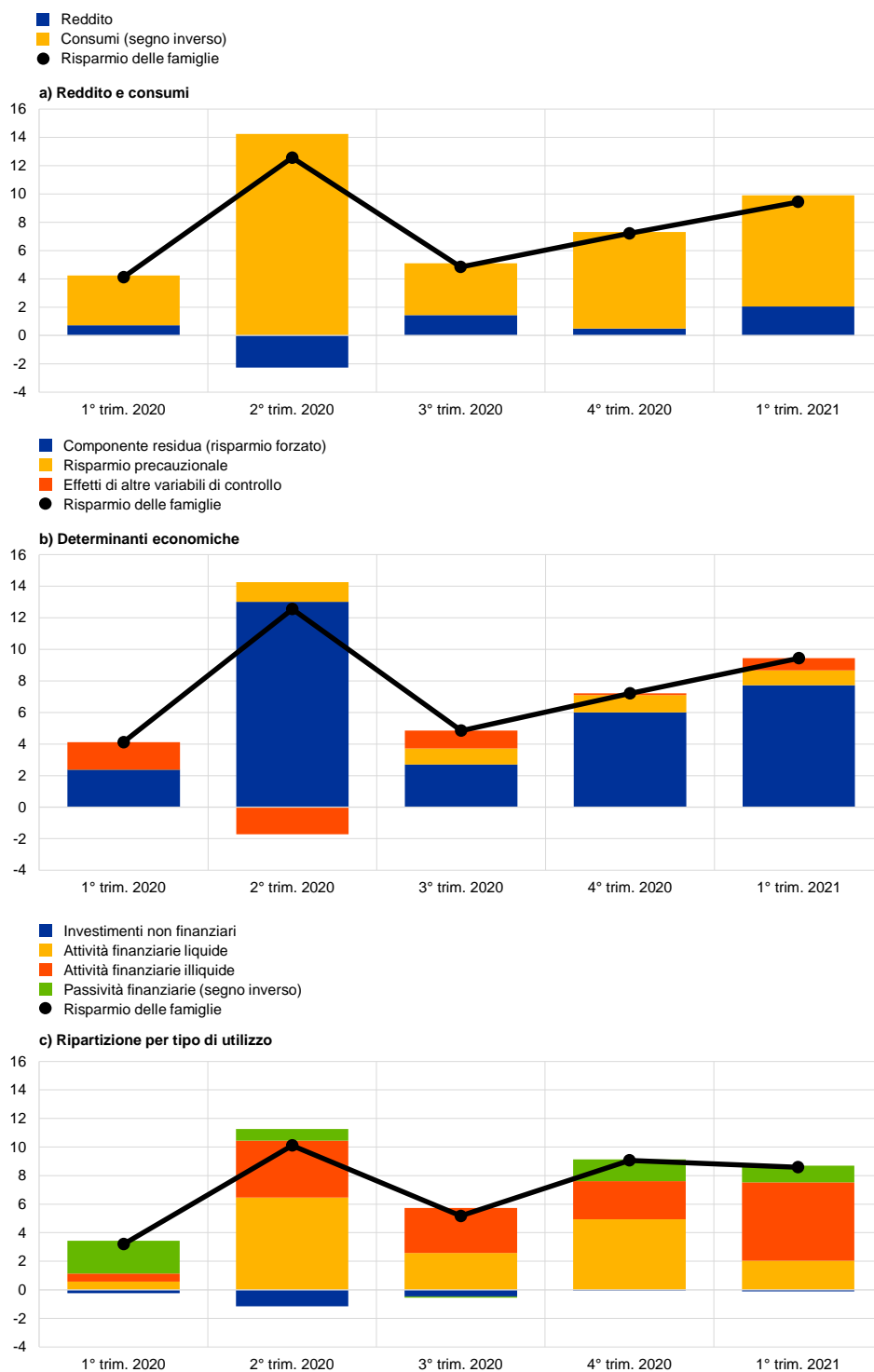
**L'aumento del risparmio è essenzialmente dovuto al calo dei consumi, dal momento che i trasferimenti di bilancio hanno stabilizzato il reddito delle famiglie.** Il pannello a) del grafico B mostra come l'aumento del risparmio delle famiglie rifletta principalmente una riduzione dei consumi. Grazie agli ingenti trasferimenti pubblici il reddito aggregato delle famiglie è stato interessato marginalmente dalla contrazione dell'attività economica. Tale situazione è molto diversa da quella verificatasi durante le due precedenti recessioni dell'area dell'euro, quando il reddito reale disponibile diminuì in misura significativa nonostante il calo molto più contenuto dei redditi da lavoro dipendente. Nel contempo però, il reddito disponibile in termini reali dell'area dell'euro non è cresciuto durante l'attuale crisi, a differenza di quanto avvenuto in altre economie avanzate, in cui i trasferimenti di bilancio hanno fornito un ulteriore stimolo al reddito disponibile delle famiglie (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 1 in questo numero del Bollettino). Ciò è dovuto alla natura più mirata del sostegno al reddito erogato nell'area dell'euro (ad esempio attraverso i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro), che è stato in larga misura subordinato al fatto che le famiglie avessero effettivamente registrato una diminuzione delle ore lavorate e quindi del proprio reddito da lavoro<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

## Grafico B

### Tasso di risparmio delle famiglie: tre scomposizioni

(pannelli a) e b): variazione rispetto al 4° trim. 2019; pannello c): variazione rispetto al trimestre corrispondente del 2019; punti percentuali di reddito disponibile e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: entrambi i pannelli a) e b) riportano dati destagionalizzati e mostrano la variazione del tasso di risparmio rispetto al quarto trimestre del 2019; il pannello c) riporta dati non destagionalizzati e mostra la variazione del tasso di risparmio rispetto al trimestre corrispondente del 2019. Il tasso di risparmio evidenziato nel pannello c) differisce lievemente da quello dei pannelli a) e b) a causa di discrepanze statistiche tra la contabilità finanziaria e non finanziaria e di un diverso trimestre di riferimento dovuto all'utilizzo di dati non destagionalizzati.



### **L'aumento del risparmio delle famiglie è stato in gran parte involontario.**

La scomposizione mostrata nel pannello b) del grafico B suggerisce che la maggior parte del risparmio aggiuntivo è stato involontario. A causa delle restrizioni imposte dai vari governi e dei timori di un possibile contagio, molte tipologie di servizi cui le famiglie avrebbero potuto destinare i propri consumi non erano di fatto disponibili (ad esempio ristorazione, concerti e viaggi), per cui i risparmi accantonati sono stati involontari o "forzati". Anche il risparmio precauzionale ha svolto un ruolo significativo, sebbene più limitato. I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro non solo hanno fornito una forma di compensazione immediata per la perdita di reddito da lavoro, ma hanno anche contribuito a mantenere l'occupazione esistente. Inoltre, la natura di questi trasferimenti di bilancio sembra aver concorso a contenere il rischio di perdite di reddito future e, di conseguenza, la necessità di risparmi precauzionali, sebbene tale effetto sia difficile da quantificare<sup>3</sup>.

### **Una quota elevata di questo incremento del risparmio è detenuta in attività**

**liquide.** Il pannello c) del grafico B mostra che circa la metà dei maggiori risparmi delle famiglie è stata investita in attività finanziarie liquide (ossia contante e depositi bancari). Per questo motivo, i recenti andamenti del tasso di risparmio sono colti abbastanza bene dalle variazioni dei flussi dei depositi delle famiglie (cfr. il grafico A). Tuttavia, occorre anche rilevare che gran parte del risparmio aggiuntivo è stato investito in attività meno liquide, come azioni e fondi di investimento, o è stato utilizzato per ridurre l'indebitamento del nucleo familiare. Ciononostante, il fatto che, per effetto della contrazione involontaria dei consumi e della sostanziale stabilità del reddito (aggregato) delle famiglie, gran parte del risparmio aggiuntivo sia detenuto in forma liquida pone in discussione la misura in cui l'utilizzo dell'eccesso di risparmi accantonati (ossia l'ammontare dei risparmi che superano i livelli precedenti la pandemia) possa fornire un ulteriore stimolo (attraverso il finanziamento della domanda repressa) alla ripresa dei consumi privati<sup>4</sup>. Tale ipotesi è esaminata nei paragrafi seguenti.

### **Il calo dei consumi riflette principalmente una flessione del ricorso ai servizi al**

**consumo.** L'iniziale calo dei consumi registrato durante la prima ondata della pandemia e le nuove flessioni osservate durante i successivi periodi di recrudescenza sono stati caratterizzati da una diminuzione della spesa in servizi in misura più accentuata rispetto alle precedenti recessioni (cfr. il grafico C). Tale dinamica ha rispecchiato la peculiare natura della pandemia, che ha reso necessaria l'imposizione di misure di distanziamento sociale. Quando i

<sup>3</sup> Cfr. Bayer, C., Born, B., Lueticke, R. e Mueller, G., "The Coronavirus Stimulus Package: How large is the transfer multiplier?" *CEPR Discussion Paper*, n. 14600, 2020.

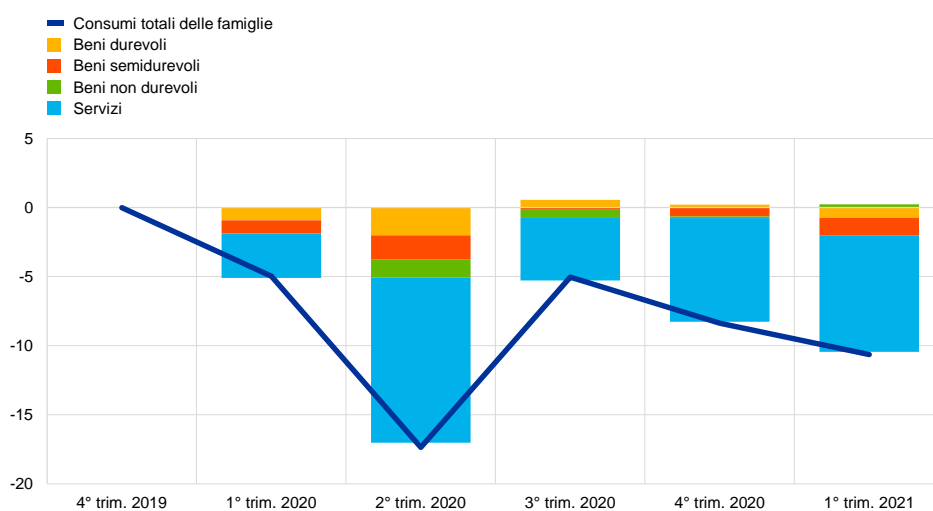
<sup>4</sup> Il risparmio in eccesso può essere quantificato come l'ammontare per il quale i risparmi delle famiglie durante la pandemia hanno superato il potenziale andamento controfattuale che avrebbero avuto in assenza della pandemia di COVID-19. Utilizzando come scenario controfattuale l'andamento del tasso di risparmio indicato dalle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2019, è possibile stimare l'ammontare cumulato del risparmio in eccesso a 540 miliardi di euro nel primo trimestre del 2021, ossia al 7,4 per cento del reddito disponibile annuo nel 2019 (cfr. il riquadro "Dinamica del tasso di risparmio delle famiglie e implicazioni per le prospettive economiche dell'area dell'euro" nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021*). Bilbie et al. (2021) utilizzano come scenario controfattuale il livello del tasso di risparmio antecedente la pandemia (cfr. Bilbie, F., Eggertsson, G. e Primiceri, G. "US 'excess savings' are not excessive", *VoxEU*, 1° marzo 2021). Diverse ipotesi plausibili circa l'andamento controfattuale dei risparmi delle famiglie in assenza della pandemia conducono a differenze relativamente contenute nell'ammontare stimato del risparmio in eccesso.

provvedimenti di chiusura sono stati resi temporaneamente meno rigidi nel terzo trimestre del 2020, la spesa per beni durevoli è tornata ai livelli precedenti la crisi pandemica, ma la ripresa dei servizi è rimasta modesta. Il calo dei consumi durante la pandemia, trainato dalla flessione nei servizi, lascia meno margini a possibili effetti legati alla domanda repressa una volta risolta la crisi sanitaria<sup>5</sup>. Sebbene la ripresa continui a dipendere fortemente da un recupero dei servizi, meno sensibili a tali effetti legati alla domanda repressa, ciò potrebbe essere in qualche misura compensato da processi di sostituzione a favore del consumo di beni durevoli<sup>6</sup>.

### Grafico C

#### Andamento dei consumi privati nell'area dell'euro

(variazione rispetto al 4° trim. 2019 in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: l'osservazione più recente risale al primo trimestre del 2021. Tutti i dati sono deflazionati e destagionalizzati.

**L'accumulo del risparmio durante la pandemia si è concentrato tra le famiglie in età più avanzata e a più alto reddito.** Dal grafico D emerge che il risparmio è cresciuto soprattutto tra le famiglie in età più avanzata e a più alto reddito, in linea con i risultati di diversi studi<sup>7</sup>. Innanzitutto, entrambe queste categorie di famiglie

<sup>5</sup> Cfr. Beraja, M. e Wolf, C., "Demand Composition and the Strength of Recoveries", Massachusetts Institute of Technology, *mimeo*, 2021. Sebbene il concetto di domanda repressa è spesso utilizzato in relazione ai beni durevoli, tale fenomeno potrebbe essere riferito anche alla spesa per servizi. Ad esempio, potrebbero esservi servizi "memorabili" legati al turismo e ai viaggi che potrebbero far emergere una forte domanda latente (cfr. Hai, R., Krueger, D. e Postlewaite, A., "On the welfare cost of consumption fluctuations in the presence of memorable goods", *Quantitative Economics*, Econometric society, 11(4), 1177-1214, 2020).

<sup>6</sup> La ripresa dei consumi di beni durevoli nel terzo trimestre del 2020 potrebbe essere stata indotta in parte da fattori temporanei. Ad esempio, la spesa per beni durevoli potrebbe essere stata sostenuta da acquisti a tantum di dispositivi dovuti alla necessità legata al telelavoro, ovvero ricreare a casa l'ambiente di un ufficio. Inoltre, è probabile che la riduzione temporanea dell'IVA in Germania nella seconda metà del 2020 abbia indotto un'anticipazione degli acquisti di beni durevoli, come evidenziato dalla successiva debolezza dei consumi di beni durevoli dopo la revoca di tale riduzione nella prima metà del 2021 (cfr. Clemens, M. e Röger, W., "Temporary VAT reduction during the lockdown", *DIW Discussion Paper*, n. 1944, 2021).

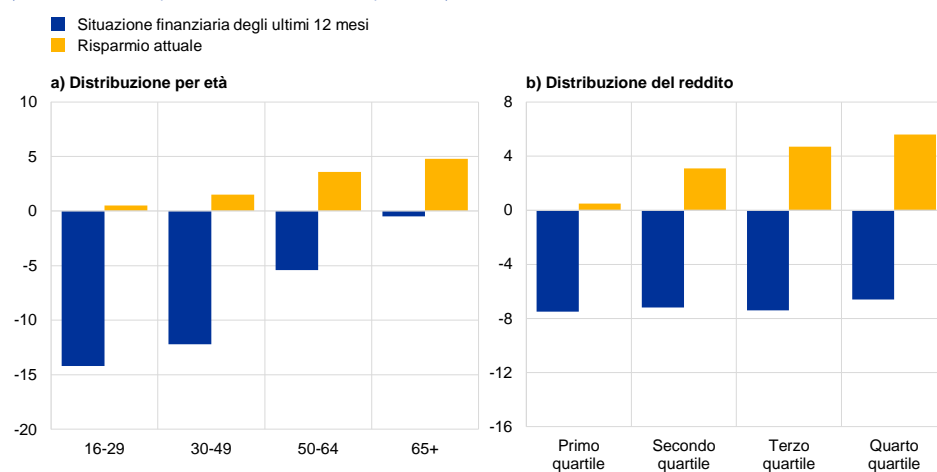
<sup>7</sup> Cfr. Bounie, D., Camara, Y., Fize, E., Galbraith, J., Landais, C., Lavest, C., Pazem, T. e Savatier, B., "Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Data", London School of Economics, *mimeo*, 2020; Hacioglu, S., Känzig, D. e Surico, P., "The distributional impact of the pandemic", *CEPR Discussion Paper*, n. 15101, 2021; e Friz, R. e Morice, F., "Will consumers save the EU recovery? – Insights from the Commission's consumer survey", *SUERF Policy Note*, n. 237, maggio 2021.

sono state in genere meno esposte alle perdite di reddito da lavoro, in quanto inattive o occupate in settori meno colpiti dagli effetti del distanziamento sociale<sup>8</sup>. In secondo luogo, il loro paniere di consumi contiene un maggior numero di servizi per i quali si è registrato un calo della domanda a causa delle misure di distanziamento sociale<sup>9</sup>. Poiché le famiglie in età più avanzata e quelle a più alto reddito sono generalmente meno soggette a vincoli di liquidità (o presentano una minore propensione marginale al consumo), ci si può attendere che la misura in cui il risparmio aggiuntivo sarà trasformato in consumi sarà relativamente bassa. Inoltre, secondo l'equivalenza ricardiana, tali categorie potrebbero essere più sensibili rispetto a futuri incrementi della tassazione volti a compensare il recente aumento del debito pubblico.

## Grafico D

### Situazione finanziaria delle famiglie e risparmio per età e distribuzione del reddito

(variazione del saldo percentuale, dicembre 2019-aprile 2021)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG ECFIN) della Commissione europea ed elaborazioni degli autori. Note: la revisione della situazione finanziaria delle famiglie e della loro capacità di risparmio è approssimata dalla variazione dei saldi netti tra dicembre 2019 e aprile 2021. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2021, in modo da coprire il periodo in cui si è verificato l'aumento del risparmio (cfr. il grafico A). Tutti i dati sono destagionalizzati.

**Gli indicatori ricavati dalle indagini non evidenziano un immediato e forte aumento dei consumi privati.** Secondo l'indagine della Commissione europea presso i consumatori, i cui risultati sono rappresentati nel grafico E, le famiglie prevedono che nei prossimi dodici mesi la spesa per acquisti di importo rilevante (ad esempio mobili, dispositivi elettrici/elettronici, ecc.) sarà analoga a quella sostenuta all'inizio del 2020. Inoltre, le loro intenzioni di acquisto di auto nei prossimi dodici mesi restano al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. Nonostante alcune categorie di spesa potrebbero beneficiare di una domanda eccezionalmente elevata, gli indicatori ricavati dalle indagini non mostrano che nel prossimo anno la diffusa domanda repressa finanziata dall'eccesso di risparmio accantonato durante la pandemia fornirà un forte impulso ai consumi privati.

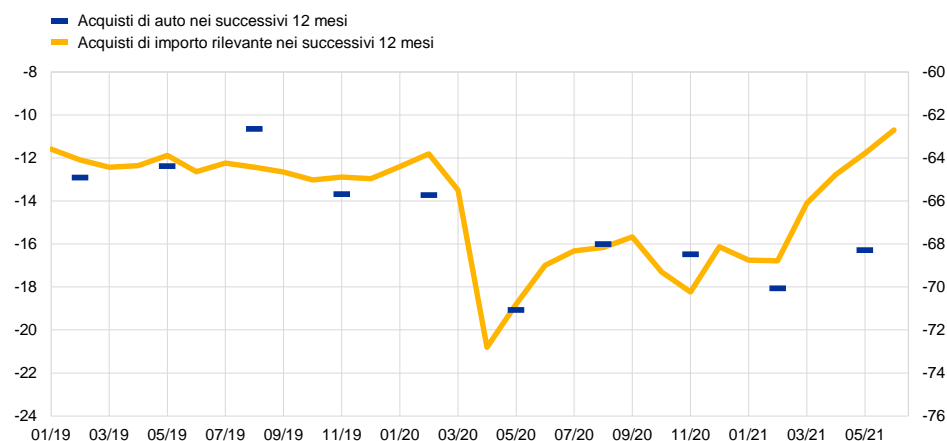
<sup>8</sup> L'andamento della situazione finanziaria delle famiglie nell'intera distribuzione del reddito è stato simile, dal momento che il sostegno è stato principalmente rivolto alle famiglie a più basso reddito, maggiormente esposte a settori di cui è stato necessario limitare l'attività.

<sup>9</sup> Cfr. il riquadro "COVID-19 e disuguaglianze reddituali nell'area dell'euro" all'interno dell'articolo *Politica monetaria e disuguaglianze* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

## Grafico E

### Intenzioni di spesa delle famiglie

(saldi percentuali)



Fonte: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG ECFIN) della Commissione europea.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2021 per gli acquisti di importo rilevante e al secondo trimestre del 2021 per gli acquisti di auto. Tutti i dati sono destagionalizzati.

**Lo shock causato dal COVID-19 ha determinato un marcato aumento del risparmio delle famiglie, ma le determinanti di tale incremento non sembrano indicare che esso fornirà un ulteriore forte stimolo all'atteso recupero dei consumi.** La pandemia di COVID-19 ha generato uno shock economico che ha avuto effetti complessi sui consumi privati e sui risparmi delle famiglie. Sebbene diversi fattori suggeriscano che l'eccesso di risparmio accantonato potrebbe essere facilmente utilizzato a fini di consumo, alla luce di altri fattori non è certo che ciò si verifichi. Nel complesso, la probabilità di un immediato ricorso all'eccesso di risparmio accantonato a fini di consumo futuri resta contenuta<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Per una trattazione dei meccanismi secondo cui l'adeguamento del tasso di risparmio e l'eccesso di risparmio accantonato incidono sulle prospettive per l'economia dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 2 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021*.

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

a cura di Catherine Elding, Friderike Kuik e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 63 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 28 giugno e il 7 luglio 2021<sup>1</sup>.

**Nel complesso tali contatti hanno segnalato una forte crescita, in un contesto in cui l'attività è stata influenzata principalmente da vincoli dal lato dell'offerta e dall'allentamento delle misure volte a contenere la pandemia di coronavirus (COVID-19).** L'alleggerimento delle misure ha dato luogo a una progressiva e parziale ripresa nei settori dei servizi interessati, che ha recato beneficio anche ai fornitori. Nel contempo, la domanda nel settore industriale ha continuato ad aumentare o si è confermata elevata, benché la produzione abbia mostrato un certo ritardo a causa dei persistenti vincoli dal lato dell'offerta.

**Con l'allentarsi delle misure di contenimento, l'attività nel settore dei servizi è stata la prima determinante della crescita nel secondo trimestre, sebbene la ripresa abbia continuato a essere disomogenea.** I referenti che operano nel settore dei viaggi e in quello ricettivo, o che sono esposti a tali settori, hanno descritto una graduale ripresa dell'attività nel secondo trimestre, seppure ancora su livelli molto contenuti. I rivenditori al dettaglio hanno segnalato una marcata crescita delle vendite in concomitanza con la riapertura dei punti vendita, ma hanno indicato, in generale, livelli di attività ancora in certa misura inferiori a quelli antecedenti la pandemia<sup>2</sup>, soprattutto per quanto riguarda i beni di qualità più elevata o di lusso, il cui commercio tradizionalmente beneficiava del turismo internazionale. La graduale riapertura delle attività ricettive e di intrattenimento ha sostenuto la crescita di servizi come quelli legati a media, pubblicità e occupazione. Al tempo stesso, i referenti attivi in servizi che non avevano risentito quasi per nulla della pandemia o ne avevano beneficiato (quali le telecomunicazioni e i servizi di consulenza e d'informazione) generalmente hanno indicato una crescita sostenuta o costante della loro attività.

**I referenti del settore industriale hanno segnalato una domanda ancora vivace, sebbene la produzione sia stata limitata da carenze di materiali e componenti.**

La carenza più grave ha continuato a essere quella dei semiconduttori, che aveva già significativamente inciso sulla produzione dei veicoli a motore, ma veniva avvertita in misura crescente anche in altri comparti dell'industria. Molti referenti hanno continuato a segnalare carenze di diversi materiali e componenti, nonché

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sulla natura e le finalità di tali contatti, cfr. l'articolo *L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Secondo quanto riferito, la riapertura dei punti vendita ha determinato un'impennata della spesa, ma il numero dei clienti ha in seguito mostrato la tendenza ad attestarsi su livelli ben inferiori a quelli precedenti la pandemia. Pertanto, sebbene i clienti che si recano negli esercizi commerciali verosimilmente spendano di più rispetto al periodo antecedente la pandemia, le vendite complessive nei negozi sono state ancora inferiori a quelle del 2019.

ritardi nella ricezione di input per effetto delle strozzature nei trasporti, in particolare in quello dei container. Pur avendo inciso principalmente sui costi, queste più ampie carenze hanno limitato in certa misura anche la produzione. Ciò, a sua volta, ha reso difficile valutare il vigore della domanda finale, poiché i clienti hanno anticipato gli acquisti in previsione di prezzi più elevati o hanno effettuato ordini in sovrannumero per garantirsi l'approvvigionamento. Nel contempo, in alcuni casi i tempi di consegna erano talmente lunghi da dissuadere i clienti dall'effettuare ordini. Ciononostante, non vi è stato quasi alcun segnale di indebolimento generalizzato della domanda.

**In prospettiva, le società contattate hanno previsto il protrarsi di una crescita vigorosa nei mesi estivi.** Portafogli ordini completi sosterranno l'attività nel settore industriale durante l'estate. Anche i referenti del settore dei servizi hanno previsto il protrarsi della crescita, nell'ipotesi di un ulteriore allentamento delle restrizioni legate alla pandemia. Permangono tuttavia notevoli incertezze sulle prospettive, soprattutto per l'autunno e l'inverno, che dipenderebbero dagli andamenti futuri della pandemia e, in particolare, della variante Delta e da altre possibili varianti del COVID-19.

**Le risposte date dai referenti hanno suggerito un aumento nell'andamento e nelle prospettive dell'occupazione rispetto alle edizioni precedenti dell'indagine.** I referenti dei servizi di collocamento hanno descritto una forte crescita dell'attività di assunzione, con i settori tecnologico e logistico tra i maggiori datori di opportunità. Le assunzioni nell'ambito ricettivo e del tempo libero sono in ripresa, pur rimanendo su livelli contenuti. Dopo un lungo periodo in cui cambiare lavoro si era rivelato difficile, si è registrata una domanda considerevole di cambi di carriera e diversi referenti hanno menzionato una "guerra dei talenti". L'accresciuto ricorso a forme di lavoro flessibili ha ampliato il novero dei candidati disponibili per alcuni impieghi, ma ha penalizzato le imprese che hanno bisogno di personale operativo in loco. Al momento della riapertura di alberghi ed esercizi commerciali le assunzioni sono state talvolta complesse, poiché molti ex dipendenti erano migrati verso settori meno colpiti dalla pandemia.

**Le società contattate nel settore industriale hanno segnalato un notevole aumento dei prezzi di vendita, mentre le dinamiche dei prezzi nel settore dei servizi sono state più moderate.** I prezzi delle materie prime e i costi di trasporto, aumentati notevolmente negli ultimi trimestri, si sono trasmessi in misura crescente ai prezzi industriali. I referenti hanno descritto un contesto molto favorevole per il trasferimento dei maggiori costi alla clientela, che era più interessata ad assicurarsi gli approvvigionamenti che a negoziare i prezzi. Alcuni referenti che operano a monte hanno segnalato margini crescenti, mentre la trasmissione è stata tendenzialmente meno completa negli stadi successivi della catena del valore. In prospettiva, la maggior parte delle società contattate nel settore industriale si aspettava che i prezzi delle materie prime d'interesse si stabilizzassero o diminuissero gradualmente, ma la trasmissione ai prezzi di vendita proseguisse per alcuni trimestri. La maggior parte prevedeva una certa trasmissione ai prezzi al consumo finali. I referenti del settore dei servizi hanno ritenuto più stabili le prospettive per i prezzi di vendita.

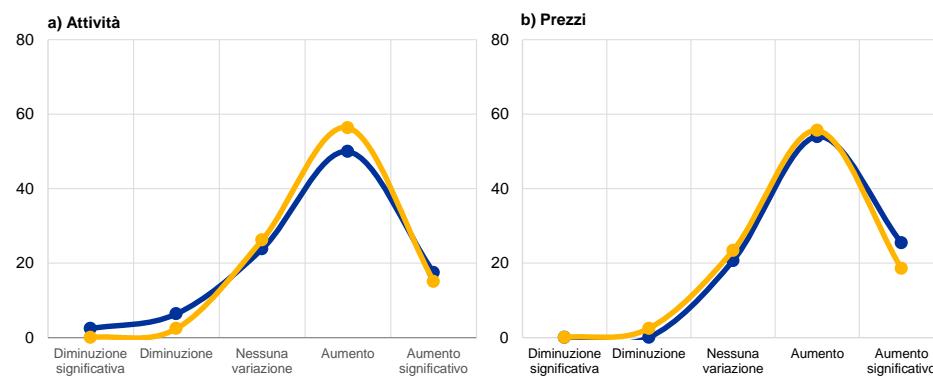
**Se da un lato i prezzi degli input industriali erano nettamente più elevati, dall'altro la situazione si attenuerebbe e le prospettive salariali sono rimaste moderate.** La maggior parte dei referenti ha affermato che gli investimenti in capacità produttiva avrebbero gradualmente riequilibrato l'offerta e la domanda nel settore industriale; pertanto, le insolite pressioni dal lato dei costi, pur potendo persistere per alcuni trimestri, in ultima analisi sarebbero transitorie. Pressioni dal lato dei costi più persistenti e più a lungo termine scaturirebbero invece dai costi normativi e di investimento necessari per la decarbonizzazione. Alcuni referenti hanno previsto un aumento dell'inflazione salariale nelle prossime tornate di contrattazione, dato l'attuale aumento dei prezzi al consumo e il recupero degli utili delle imprese nei settori di riferimento. Tuttavia tale effetto, in generale, dovrebbe essere contenuto.

### Grafico A

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

(percentuale degli intervistati)

- Trimestre precedente
- Trimestre in corso



Fonte: BCE.

Note: i risultati relativi al trimestre precedente riflettono la valutazione elaborata dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dai referenti circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi nel secondo trimestre del 2021. I risultati per il trimestre in corso riflettono la valutazione in merito a quanto affermato dai referenti circa le prospettive per l'attività e i prezzi nel terzo trimestre del 2021.

## Il ruolo degli andamenti settoriali per la crescita dei salari dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia

a cura di Gerrit Koester ed Eduardo Gonçalves

**Le conseguenze economiche della pandemia e le relative politiche di risposta pongono sfide per l'interpretazione delle dinamiche dei salari.** La crescita salariale a livello aggregato è generalmente valutata in termini di redditi per occupato o per ora lavorata<sup>1</sup>. La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha determinato una divergenza sostanziale tra redditi per occupato e retribuzioni orarie. L'elevato numero di lavoratori interessati dalle misure di integrazione salariale ha svolto un ruolo decisivo in tali andamenti, principalmente per le conseguenze sulle ore lavorate per addetto. Tali misure tendono a esercitare un impatto al ribasso sui redditi per occupato, perché nell'aderire a tali regimi i lavoratori generalmente conservano il proprio stato occupazionale, ma, in molti paesi, subiscono riduzioni salariali. Inoltre, i compensi previsti da tali regimi non sono inclusi nelle rilevazioni statistiche sui salari, se pagati direttamente agli impiegati<sup>2</sup>. Al contempo, esse producono un effetto al rialzo sulle retribuzioni orarie, dal momento che le ore lavorate tendono a subire riduzioni molto più marcate rispetto ai salari.

**La crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato (compensation per employee, CPE) era diminuita bruscamente all'inizio della pandemia, per poi tornare ai tassi precedenti la crisi nel primo trimestre del 2021.** Questa marcata evoluzione a V delle dinamiche rispecchia chiaramente l'andamento dell'attività economica, ma è atipica in quanto determinata più da adeguamenti delle retribuzioni che da variazioni nell'occupazione (cfr. il grafico A). Come termine di paragone, sebbene il numero di occupati si sia ridotto a ritmi paragonabili a quelli registrati durante la crisi finanziaria mondiale, i redditi totali da lavoro dipendente sono stati oggetto di adeguamenti molto più marcati nella crisi attuale, a causa del ruolo più decisivo svolto dalle misure di integrazione salariale. Tali misure hanno contribuito a preservare lo status occupazionale dei lavoratori dipendenti, ma hanno anche comportato una riduzione salariale, perché nella maggior parte dei paesi non tutte le ore perse sono state rimborsate mediante i regimi adottati e i relativi compensi sono stati per lo più registrati come sussidi piuttosto che come stipendi<sup>3</sup>. Con la ripresa dell'economia il numero delle ore lavorate è tornato alla normalità e si è fatto minore ricorso alle misure di integrazione salariale, con un conseguente adeguamento delle retribuzioni. Nel primo trimestre del 2021 la crescita sui dodici mesi dei salari è stata pari a zero e il tasso di crescita del numero di dipendenti sul periodo corrispondente si è confermato negativo, portando la crescita sui dodici mesi dei redditi per

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Cfr. anche il riquadro *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro "Andamento delle retribuzioni orarie e dei redditi per occupato dall'inizio della pandemia di COVID 19" dell'articolo *L'impatto della pandemia di COVID 19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.



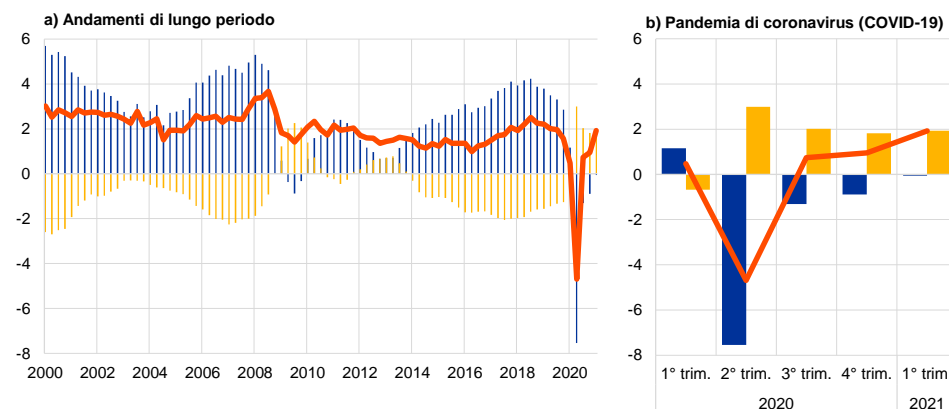
occupato all'1,9 per cento, un livello prossimo alla media di lungo periodo (dal 1999), pari al 2 per cento.

### Grafico A

#### Scomposizione della crescita dei redditi per occupato nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- Redditi da lavoro dipendente
- Lavoratori dipendenti (serie invertita)
- Redditi per occupato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

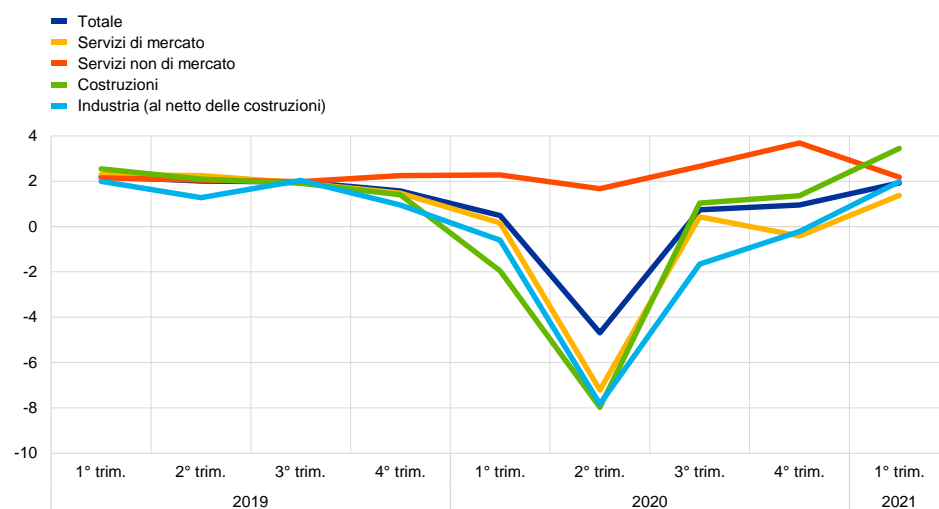
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021. Per entrambi i pannelli la serie relativa ai lavoratori dipendenti è invertita, cioè i valori positivi indicano una riduzione del numero dei dipendenti sul periodo corrispondente, mentre i valori negativi ne indicano un aumento.

**Gli andamenti della crescita aggregata dei redditi per occupato celano alcune rilevanti differenze tra i vari settori (cfr. il grafico B).** Con l'insorgere della crisi, la crescita salariale ha subito una forte flessione nel secondo trimestre del 2020, in misura analoga nei settori dei servizi di mercato, dell'industria (al netto delle costruzioni) e delle costruzioni. Nel terzo trimestre si è osservata una ripresa generale, che è proseguita fino all'inizio del 2021 per industria e costruzioni, mentre la crescita salariale dei servizi di mercato ha registrato un nuovo calo, benché più lieve, nel quarto trimestre del 2020, perché la pandemia aveva imposto un nuovo periodo di chiusura (lockdown), con particolari ripercussioni sui posti di lavoro nel settore dei servizi. Nell'ambito di tale comparto, i servizi non di mercato hanno rappresentato un'eccezione durante la pandemia, perché la relativa crescita salariale è rimasta prossima ai livelli precedenti la crisi fino all'estate del 2020 e ha registrato perfino un aumento notevole nella seconda metà dell'anno (raggiungendo il 3,7 per cento nel quarto trimestre), per poi diminuire di nuovo, fino al 2,2 per cento, nel primo trimestre del 2021. Per la spiccata crescita salariale, osservata nei servizi non di mercato nel secondo semestre del 2020, hanno svolto un ruolo importante i premi speciali erogati in molti paesi dell'area dell'euro soprattutto a favore dei lavoratori del settore sanitario, per l'ingente carico di lavoro sostenuto. Nel complesso, la dispersione della crescita dei redditi per occupato è rimasta più elevata rispetto al periodo antecedente la pandemia, evidenziando l'importanza di tenere conto degli andamenti settoriali nell'analisi della crescita salariale aggregata.

## Grafico B

### Crescita dei redditi per occupato nell'area dell'euro per i principali settori

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021. I servizi non di mercato comprendono la pubblica amministrazione, la difesa, l'istruzione, la sanità e gli altri servizi sociali.

### Le differenze manifestatesi tra i vari settori negli andamenti della crescita dei redditi per occupato rispecchiano il diverso impatto della pandemia e dei provvedimenti adottati per contenerla, in particolare l'adozione di misure di integrazione salariale.

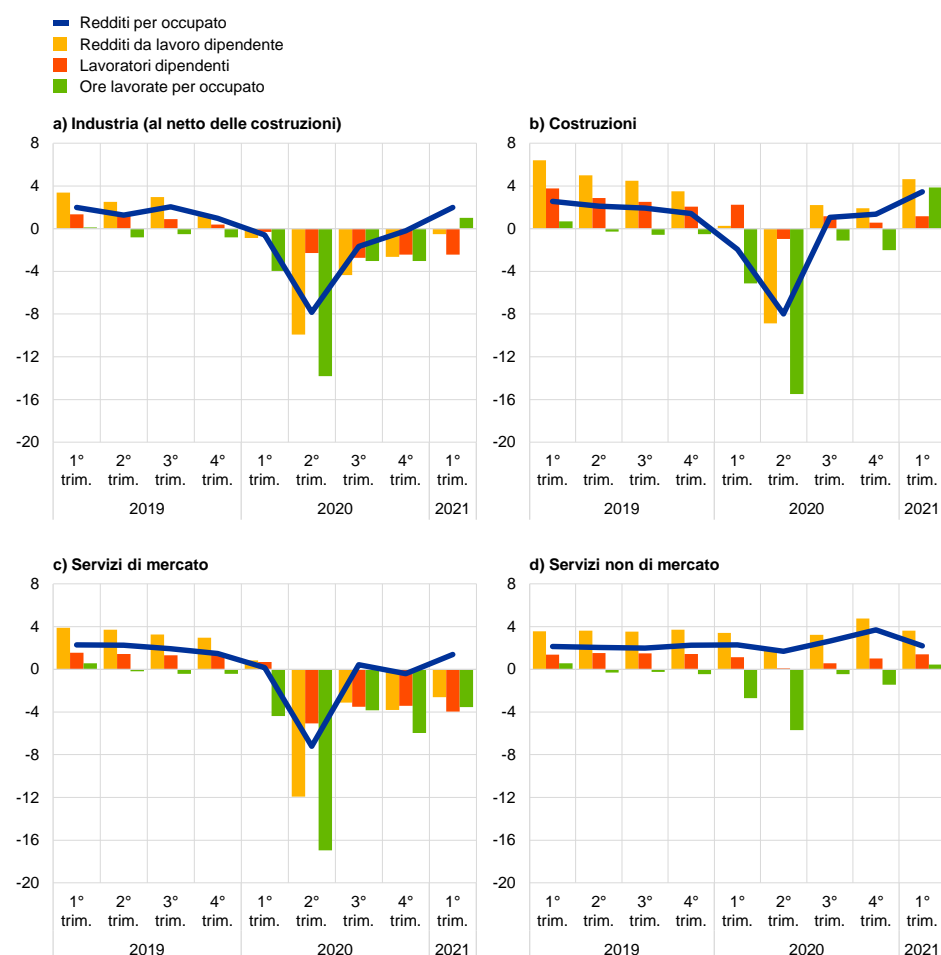
A differenza delle crisi passate, la pandemia ha colpito soprattutto il settore dei servizi di mercato, in quanto gran parte delle attività ivi comprese sono state interessate in modo particolare dalle restrizioni agli spostamenti fisici e dai lockdown. Non sono disponibili dati armonizzati per l'intera area dell'euro relativi all'adozione di misure di integrazione salariale nei vari settori, ma si possono ottenere delle informazioni grezze dagli adeguamenti relativi dell'occupazione e delle ore lavorate per occupato (cfr. il grafico C). Nel secondo trimestre del 2020 in tutti i settori si sono osservati ampi adeguamenti delle ore lavorate per impiegato rispetto all'occupazione. Nel comparto delle costruzioni l'occupazione ha registrato solo una lieve contrazione e la situazione si è nuovamente normalizzata piuttosto rapidamente a partire dal terzo trimestre del 2020. Il settore dell'industria è stato interessato da una riduzione più consistente dell'occupazione, che si è protratta fino al primo trimestre del 2021, mentre le ore lavorate per addetto sono tornate più velocemente a livelli consueti. Il conseguente minore ricorso a misure di integrazione salariale si è poi reso evidente nella continua ripresa dei redditi da lavoro dipendente. Il settore maggiormente colpito è stato quello dei servizi di mercato, con le perdite più ingenti nell'occupazione, che come nel caso dell'industria, si sono protratte fino al primo trimestre del 2021. Tuttavia, a differenza degli altri settori, le ore lavorate per impiegato sono diminuite nuovamente rispetto all'occupazione nel quarto trimestre dell'anno, con una conseguente ulteriore diminuzione dei redditi da lavoro dipendente, in linea con un nuovo ricorso a misure di integrazione salariale. Il comparto dei servizi non di mercato non ha registrato perdite nell'occupazione durante la crisi e la riduzione delle ore lavorate per impiegato nel secondo trimestre del 2020 è stata

accompagnata soltanto da lievi perdite nei redditi da lavoro dipendente. Quest'ultimo settore ha dimostrato una notevole capacità di tenuta rispetto agli altri relativamente a redditi da lavoro dipendente e crescita salariale.

### Grafico C

#### Andamenti per settore della crescita dei redditi per occupato nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021. I servizi non di mercato comprendono la pubblica amministrazione, la difesa, l'istruzione, la sanità e gli altri servizi sociali.

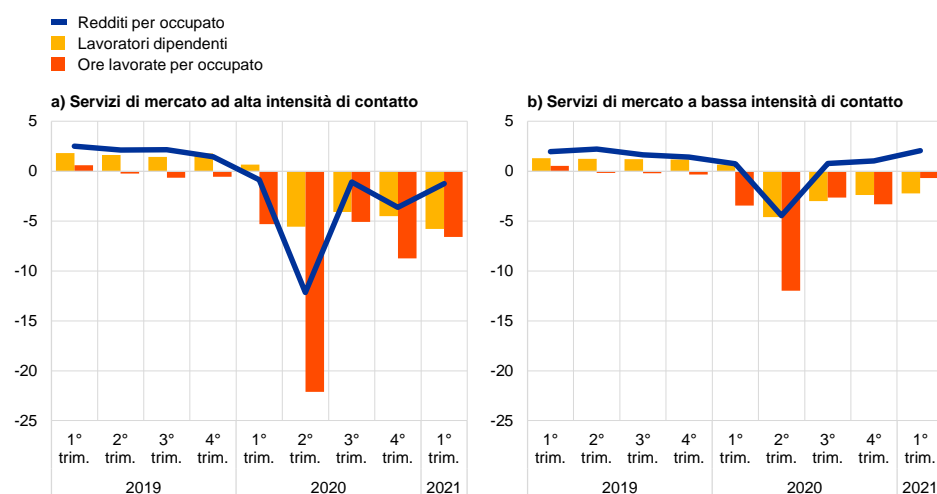
**L'impatto asimmetrico della pandemia è ancora più evidente se, all'interno del settore dei servizi di mercato, si distingue tra servizi a elevata e bassa intensità di contatto.** Poiché le restrizioni introdotte per contenere la diffusione della pandemia miravano a ridurre in particolare i contatti interpersonali, i servizi ad alta intensità di contatto (che comprendono il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i trasporti, i servizi alberghieri e di ristorazione) hanno risentito più dei servizi a bassa intensità di contatto (quali, tra gli altri: servizi di informazione e comunicazione, attività finanziarie e assicurative e attività immobiliari). Sebbene nel corso del 2020 la crescita dei redditi per occupato sia stata influenzata in misura sostanziale in entrambi i sottosettori, gli effetti sono stati molto più pronunciati per i servizi a elevata intensità di contatto a causa di una riduzione molto più elevata delle ore lavorate per occupato, dato il maggiore ricorso alle misure di integrazione salariale. La crescita

dei redditi per occupato nei servizi a bassa intensità di contatto è tornata positiva a partire dal terzo trimestre del 2020, raggiungendo il 2,0 per cento nel primo trimestre del 2021, dallo 0,8 e dall'1,0 per cento del terzo e quarto trimestre del 2020, rispettivamente. Ciononostante, la crescita dei redditi per occupato si è mantenuta negativa per i servizi a elevata intensità di contatto, a causa delle restrizioni imposte per la pandemia soprattutto in questo sottosectore (cfr. il grafico D).

### Grafico D

#### Andamenti salariali nei servizi di mercato a elevata e bassa intensità di contatto nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: i servizi di mercato ad alta intensità di contatto comprendono il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i trasporti, i servizi alberghieri e di ristorazione. I servizi di mercato a bassa intensità di contatto corrispondono ai servizi di mercato esclusi quelli ad alta intensità di contatto. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

**Si prevede che gli effetti della pandemia sulla crescita dei redditi per occupato continuino a influire sugli andamenti salariali nel 2021 e in tutti i settori.** Il forte decremento della crescita dei redditi per occupato osservato nel secondo trimestre del 2020 potrebbe determinare dei significativi effetti base nella crescita dei redditi per occupato durante il secondo trimestre del 2021. Tali effetti base al rialzo potrebbero manifestarsi nella misura più evidente nei settori maggiormente colpiti dalla pandemia, cioè i servizi ad alta intensità di contatto, ma avranno un ruolo importante anche in altri comparti. Poiché nei prossimi anni si prevede una graduale ripresa dei mercati del lavoro e un'attenuazione degli effetti legati alle misure di integrazione salariale, gli andamenti dei redditi per occupato dovrebbero tornare alla normalità nei principali settori dell'economia. In prospettiva una questione cruciale è se le negoziazioni salariali nei vari settori si prefiggeranno di compensare le perdite retributive temporanee dovute alla pandemia almeno in parte e per alcuni comparti, con un possibile aumento della crescita salariale nei prossimi anni.

## Andamenti recenti delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici nell'area dell'euro

a cura di Gerrit Koester, Ieva Rubene, Eduardo Gonçalves e Jakob Nordeman

**Il forte incremento dei costi degli input a livello mondiale ha determinato marcati aumenti dei prezzi all'importazione e alla produzione dei beni intermedi nell'area dell'euro (cfr. il grafico A).** Il brusco incremento dell'inflazione delle materie prime, i considerevoli aumenti dei costi del trasporto marittimo nonché l'insufficienza dell'offerta di alcune materie prime e beni intermedi hanno esercitato pressioni sui costi degli input nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Tali shock ai prezzi dei costi degli input generano pressioni inflazionistiche nelle prime fasi della catena di produzione e distribuzione. I recenti andamenti dei costi degli input hanno esercitato effetti al rialzo sui prezzi alla produzione al netto del settore energetico e delle costruzioni (sostanzialmente sui prezzi alla produzione nel settore manifatturiero), in cui hanno un peso considerevole i beni intermedi, sui quali si sono riflessi i rincari osservati soprattutto nel caso di metalli di base, sostanze chimiche e prodotti chimici. La misura in cui queste pressioni si trasmettono in ultima istanza alle fasi successive della catena di produzione e distribuzione e ai prezzi al consumo dei beni dipende da numerosi fattori, fra cui la durata di tali pressioni, il settore di attività delle imprese e la disponibilità di queste ultime ad assorbire tali pressioni riducendo i margini di profitto. Nel paniere dei consumi utilizzato ai fini dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro, i prezzi al consumo di questi beni rientrano nella categoria "beni industriali non energetici" (non-energy industrial goods, NEIG).

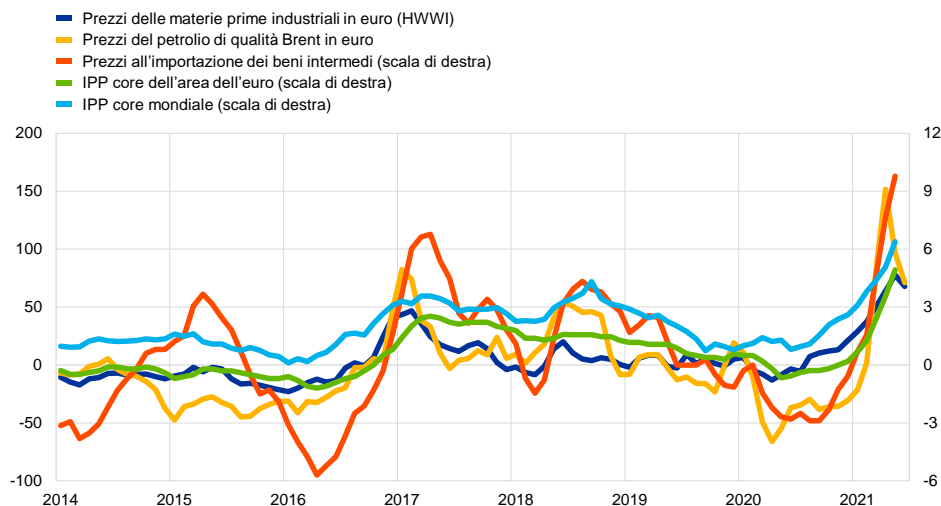
---

<sup>1</sup> Cfr. anche i riquadri *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo e La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro*, rispettivamente nei numeri 3/2021 e 4/2021 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Pressioni inflazionistiche nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'IPP core è l'indice dei prezzi alla produzione (IPP) relativo alle vendite sul mercato interno al netto del settore energetico e di quello delle costruzioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2021 per i prezzi delle materie prime industriali rilevati dall'HWWI e del petrolio di qualità Brent (in euro) e a maggio 2021 per le altre voci.

### Finora le pressioni sui prezzi sono state più contenute nelle ultime fasi della catena di formazione dei prezzi rispetto a quelle che hanno interessato le prime fasi (cfr. il grafico B).

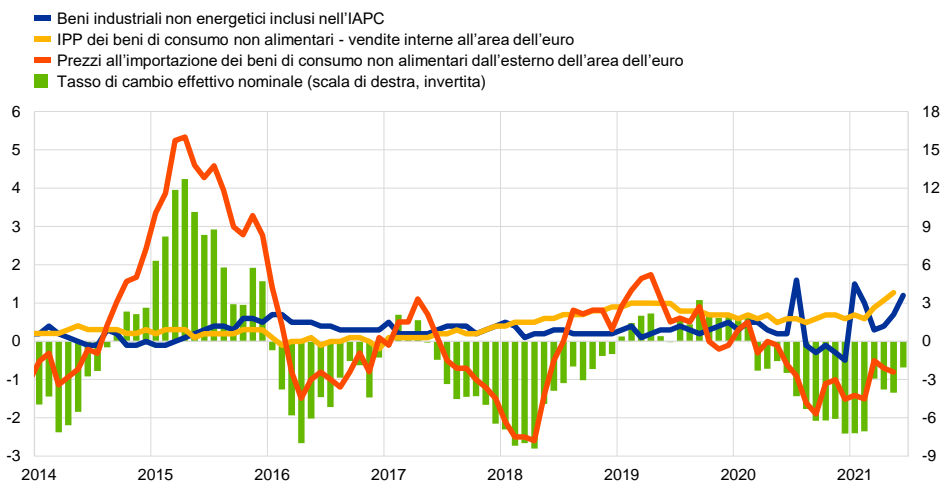
L'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari all'interno dell'area dell'euro, una misura significativa delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici facenti parte dell'IAPC, si è attestata all'1,0 per cento ad aprile, in rialzo dallo 0,9 per cento di marzo e dallo 0,6 per cento di febbraio. Sebbene detti tassi di variazione e il loro andamento appaiano modesti rispetto a quelli dei beni intermedi, i dati più recenti si sono collocati a un livello osservato durante la fase di fine ciclo del 2019 e ben al di sopra della media di lungo periodo, pari allo 0,6 per cento. Contestualmente, a maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari (le importazioni di beni finali rappresentano il 12 per cento del paniere dei beni industriali non energetici inclusi nell'IAPC)<sup>2</sup> è rimasto in territorio negativo, a -0,9 per cento. L'entità e l'andamento di questo tasso sono strettamente legati all'andamento del tasso di cambio dell'euro e continuano a risentire dell'apprezzamento della moneta unica rispetto al livello di un anno fa.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro *Monitoraggio della trasmissione del tasso di cambio all'inflazione* nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

## Grafico B

### Pressioni inflazionistiche nell'ultima fase della catena di formazione dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il tasso di cambio effettivo nominale è riportato su scala invertita e i valori negativi riflettono pertanto un apprezzamento.

Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2021 per l'inflazione dei beni industriali non energetici (stima preliminare) e per il tasso di cambio effettivo nominale e a maggio 2021 per le restanti voci. L'andamento dell'inflazione dei NEIG nella seconda metà del 2020 ha risentito fortemente della temporanea riduzione (da luglio a dicembre) delle aliquote IVA in Germania e inoltre, a luglio e agosto, delle variazioni dei prezzi nel periodo dei saldi estivi in diversi paesi dell'area dell'euro.

**In prospettiva, le pressioni al rialzo derivanti dalla recente dinamica dei costi degli input potrebbero ancora incidere sull'inflazione dei beni industriali non energetici, poiché la loro trasmissione ai prezzi al consumo avviene solitamente nell'arco di più di un anno.** I processi produttivi richiedono tempo, perciò vi sono spesso notevoli ritardi nella velocità con cui le pressioni sui costi si ripercuotono sulle diverse fasi della catena di formazione dei prezzi. Tra i fattori aggiuntivi che possono prolungare i tempi di trasmissione di tali pressioni ai prezzi figurano contratti di determinazione dei prezzi stessi a lungo termine, un'elevata percentuale di prezzi fissi e i tentativi delle imprese, soprattutto di quelle più grandi, volti a stabilizzare i costi degli input attraverso operazioni di copertura dei rischi.

L'analisi delle correlazioni fra tali fattori mostra che è necessario circa un anno affinché le variazioni dei prezzi dei beni intermedi si trasmettano all'inflazione dei beni industriali non energetici<sup>3</sup>. Una semplice analisi basata su una regressione in forma ridotta, che tiene conto anche di valutazioni relative alla domanda, rileva uno scarto temporale in qualche misura più lungo: circa sei mesi per la trasmissione delle variazioni dei prezzi dei beni intermedi ai prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari (con una proporzione della trasmissione relativamente contenuta, pari a circa un quarto) seguita da almeno un altro anno e mezzo per la trasmissione

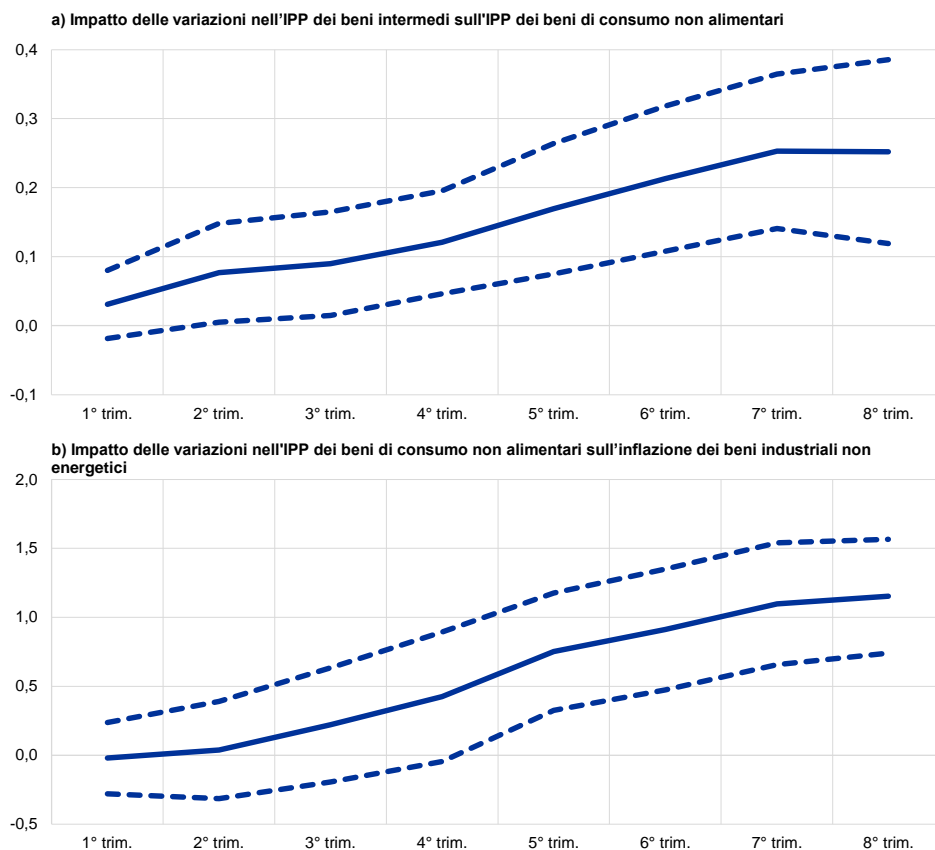
<sup>3</sup> Cfr. inoltre il riquadro *Le pressioni inflazionistiche alla luce dei recenti andamenti dei prezzi alla produzione* nel numero 3/2017 di questo bollettino.

completa (prossima a uno) di tali pressioni all'inflazione dei beni industriali non energetici (cfr. il grafico C)<sup>4</sup>.

### Grafico C

#### Profilo temporale dell'impatto delle variazioni degli indici dei prezzi alla produzione

(impatto percentuale cumulato dopo una variazione dell'1 per cento della variabile shock con intervalli di confidenza del 95 per cento)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee tratteggiate indicano intervalli di confidenza del 95 per cento. Sull'asse delle ascisse sono riportati i trimestri dopo l'impatto. L'equazione in forma ridotta è stimata utilizzando il metodo delle proiezioni locali elaborato in Jordà, Ó., "Estimation and Inference of Impulse responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, 2005, pagg. 161-182. Tale metodo consente di ottenere un profilo temporale dell'impatto della variabile di interesse. L'equazione di regressione rappresentata nel pannello a) include l'IPP dei beni intermedi (termine autoregressivo), l'IPP dei beni di consumo e produzione industriale manifatturiera totale al netto di energia e costruzioni; l'equazione di regressione rappresentata nel pannello b) include i beni di consumo non energetici (termine autoregressivo), l'IPP dei beni di consumo non alimentari e l'output gap. Il campione di stima è compreso tra il 1999 e il quarto trimestre del 2019, con tutte le variabili destagionalizzate e ritardate di un trimestre. L'output gap si articola in livelli; tutte le altre variabili in differenze logaritmiche.

#### Tuttavia, la trasmissione non è automatica ed è inoltre probabile che vari nel tempo.

In ogni fase le decisioni sui prezzi dipendono da una serie di altri fattori (fra cui il grado di utilizzo della capacità produttiva, le giacenze di magazzino, l'assorbimento dei profitti e il contesto concorrenziale). È quindi possibile che uno shock da costi che emerga in maniera evidente nella fase iniziale venga assorbito nelle varie successive fasi di produzione e commercio al dettaglio e che non si manifesti più nella fase di definizione dei prezzi al consumo finali. Considerando il

<sup>4</sup> La tesi generale secondo cui la trasmissione ai prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari è relativamente rapida e lo scarto nella trasmissione ai prezzi al consumo finali più lungo (pari a circa un anno in totale) è inoltre sostenuta da precedenti studi condotti dalla BCE. Cfr., ad esempio, Landau, B. e Skudelny, F., "Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area", *Working Paper Series*, n. 1104, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2009.

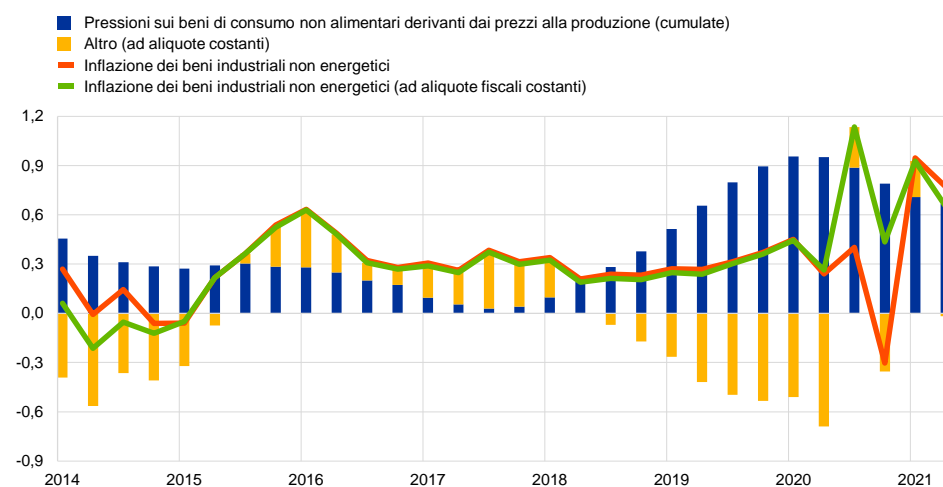


profilo temporale dell'impatto riportato nel grafico C, le pressioni al rialzo cumulate sui beni industriali non energetici derivanti dall'andamento dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari negli ultimi anni, sembrano riflettere essenzialmente l'andamento dei prezzi alla produzione fino al 2019; successivamente sono stati in parte compensati da altri fattori (cfr. il grafico D). L'impatto delle variazioni al rialzo dell'inflazione alla produzione negli ultimi mesi, pertanto, non si è ancora manifestato. Tuttavia, valutare tale trasmissione potrebbe essere complicato dalla recente forte volatilità dell'inflazione dei beni industriali non energetici dovuta alle variazioni dei prezzi nel periodo dei saldi estivi del 2020 e nel primo trimestre del 2021. Più in generale, la peculiare congiuntura determinata dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) potrebbe comportare alcuni scostamenti dai normali profili di trasmissione e non esclude la possibilità di una trasmissione più marcata del solito dei rincari degli input ai prezzi al consumo se, ad esempio, i margini delle imprese venissero compressi, emergesse una domanda repressa da parte dei consumatori e questi ultimi disponessero di risparmi inattesi per finanziarla<sup>5</sup>.

## Grafico D

### Pressioni cumulate sui beni industriali non energetici derivanti dall'andamento dei prezzi alla produzione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: effetti basati sul profilo riportato nel grafico C, calcolati utilizzando l'inflazione dei beni industriali non energetici ad aliquote fiscali costanti (per compensare le variazioni derivanti, ad esempio, dalla riduzione temporanea dell'IVA in Germania nella seconda metà del 2020). La voce "Altro" è calcolata come differenza tra l'inflazione dei beni industriali non energetici ad aliquote fiscali costanti e il contributo dell'impatto cumulato delle variazioni dell'IPP dei beni di consumo non alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021, che, per l'IPP dei beni di consumo non alimentari e l'inflazione dei NEIG ad aliquote fiscali costanti, riflette la media di aprile e maggio, e per l'inflazione dei NEIG include anche la stima preliminare di giugno.

### Nel complesso, andamenti anche lievemente più marcati dell'inflazione dei beni industriali non energetici non determinerebbero un sostanziale rafforzamento della dinamica dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro.

L'inflazione dei beni industriali non energetici ha mostrato la tendenza a essere relativamente contenuta nell'area dell'euro, collocandosi in media allo 0,6 per cento tra il 1999 e il 2019, rispetto alla media dell'1,4 per cento registrata nello stesso

<sup>5</sup> Cfr. anche il riquadro *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

periodo dall'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari<sup>6</sup>. Sebbene la pandemia abbia temporaneamente ridotto, in una certa misura, i consumi di servizi rispetto a quelli di beni, la dinamica dell'inflazione di fondo continua a essere determinata principalmente dall'inflazione dei servizi (con un peso di circa due terzi nello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari), nella quale sono le retribuzioni, non i prodotti intermedi o le materie prime, a rappresentare la gran parte dei costi legati agli input.

---

<sup>6</sup> Cfr. inoltre 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.

## L'impatto strutturale del passaggio dalle prestazioni definite alla contribuzione definita

a cura di Linda Fache Rousová, Angelica Ghiselli, Maddalena Ghio e Benjamin Mosk

**Nei paesi dell'area dell'euro i sistemi previdenziali si compongono, generalmente, di tre pilastri:** piani a ripartizione di tipo pubblico (primo pilastro); regimi pensionistici (a capitalizzazione) aziendali e professionali (secondo pilastro); pensioni private/assicurazioni sulla vita (terzo pilastro). Gli ultimi due si basano sui contributi forniti dal datore di lavoro o dai lavoratori e costituiscono un importante complemento al primo pilastro in alcuni paesi dell'area dell'euro, in particolare nei Paesi Bassi, dove le attività dei fondi pensione aziendali e professionali superano il 200 per cento del PIL.

**Con oltre 10.000 miliardi di euro di attività totali, le scelte di portafoglio delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione aziendali e professionali (CAFP) possono avere un impatto significativo sui mercati finanziari.**

Il presente riquadro si concentra sui fondi pensione aziendali e professionali e sulle compagnie di assicurazione del ramo vita, dato l'importante ruolo che svolgono nel fornire capitale a lungo termine all'economia e il contributo che apportano all'andamento dei mercati dei capitali nel loro complesso<sup>1</sup>. Dei due, il settore delle assicurazioni del ramo vita è il più ampio e rappresenta circa il 70 per cento delle attività in gestione<sup>2</sup>.

**Il calo di lungo periodo dei tassi di interesse a partire dalla fine degli anni '80 potrebbe lasciare un'impronta durevole sulla struttura del sistema finanziario attraverso la transizione, da parte dei CAF, verso prodotti a contribuzione definita (defined contribution, DC).** Nei regimi basati su fondi pensione a contribuzione definita e nei prodotti di assicurazione vita unit-linked, i rendimenti non sono garantiti e il rischio di investimento è a carico degli assicurati. Per contro, le tipologie tradizionali di prodotti dei CAF, ovvero i regimi di fondi pensione a prestazioni definite (defined benefits, DB) e i prodotti di assicurazione vita garantiti, promettono pagamenti futuri fissi per gli assicurati<sup>3</sup>. Il valore corrente dei pagamenti futuri è calcolato sulla base di tassi di sconto, generalmente ricavati da tassi di mercato. Tassi più bassi determinano valori correnti più elevati, tuttavia gli incrementi del valore corrente delle passività sono di norma compensati solo in parte da aumenti del valore delle attività. Il calo dei tassi intervenuto negli ultimi decenni

<sup>1</sup> Cfr. Scharfstein, D. S., "Presidential Address: Pension Policy and the Financial System", *Journal of Finance*, volume 73, numero 4, 2018.

<sup>2</sup> Secondo i dati della BCE relativi ai bilanci delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, nel quarto trimestre del 2020 le attività totali detenute dai CAF dell'area dell'euro ammontavano a 12.200 miliardi di euro, sebbene il dato includeva 1.300 miliardi di euro di attività detenute da compagnie di assicurazione non appartenenti al ramo vita e 700 miliardi di euro detenuti da compagnie di riassicurazione, che non ricadono nell'ambito di indagine del presente riquadro.

<sup>3</sup> Per semplicità, nel riquadro si utilizzano le diciture "prodotti a prestazioni definite (DB)" e "prodotti a contribuzione definita (DC)" in riferimento, rispettivamente, ai prodotti assicurativi del ramo vita non unit-linked e a quelli unit-linked/index-linked. Analogamente, non viene fatta distinzione tra prodotti unit-linked e prodotti index-linked, indicando talvolta entrambi soltanto come prodotti unit-linked.

rappresenta una sfida per i CAFD e potrebbe aver contribuito alla transizione di questi ultimi verso prodotti a contribuzione definita (cfr. il pannello a) del grafico A)<sup>4</sup>. Tale transizione è destinata a proseguire, soprattutto in considerazione del fatto che i fondi pensione olandesi (i più consistenti nell'area dell'euro) dovrebbero passare interamente a un regime a contribuzione definita entro il 2027 (cfr. le aree a righe nel pannello b) del grafico A)<sup>5</sup>. Il presente riquadro analizza l'impatto potenziale di questa transizione sulla curva dei rendimenti e sulla struttura del sistema finanziario<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> L'impatto del calo dei tassi di interesse sul settore dei CAFD è analizzato in una serie di studi, tra cui Holsboer, J., "The Impact of Low Interest Rates on Insurers", *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, volume 25, 2000, pagg. 38-58; Berdin, E., Kok, C., Mikkonen, K., Pancaro, C. e Vendrell Simon, J. M., "Euro area insurers and the low interest rate environment", monografia B, *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015; Comitato europeo per il rischio sistemico, *Lower for longer - macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment*, giugno 2021.

<sup>5</sup> Cfr. il [documento parlamentare 32043 n. 457 sul futuro del sistema pensionistico](#) (in olandese), 5 giugno 2019. Nel 2020 il piano è stato maggiormente strutturato. Cfr. la [lettera parlamentare sull'attuazione dell'accordo pensionistico](#) (in olandese), 6 luglio 2020.

<sup>6</sup> L'impatto potenziale viene valutato a parità di altre condizioni, ossia indipendentemente da altri sviluppi come il graduale rientro delle misure transitorie previste nel quadro della direttiva in materia di assicurazione e riassicurazione (Solvency II) e i possibili cambiamenti delle curve previste dalle normative. Alcuni di questi sviluppi potrebbero fornire ulteriori incentivi a passare più rapidamente a prodotti a contribuzione definita.

## Grafico A

Calo dei tassi di interesse dalla metà degli anni '80; transizione da parte dei CAFPP da prodotti DB a prodotti DC

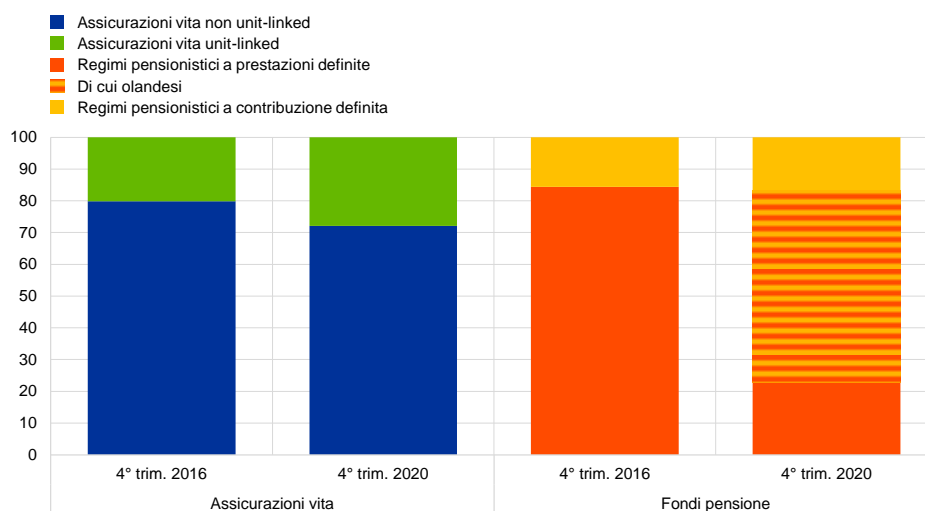
### a) Tassi di interesse

(valori percentuali)



### b) Entità delle passività DB e DC

(valori percentuali)



Fonti: OCSE (2021), Main Economic Indicators - base dati completa; Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), dati di bilancio sui fondi pensione; elaborazioni della BCE.

Note: la porzione di istogramma a righe si riferisce ai regimi a prestazioni definite (DB) olandesi, che dovrebbero interamente passare a regimi a contribuzione definita (DC) entro il 2027. I prodotti pensionistici ibridi sono inclusi nei prodotti a contribuzione definita.

**I CAFPP che presentano prodotti a prestazioni definite nei propri bilanci sono esposti al rischio di tasso di interesse a causa del divario di durata finanziaria (duration gap) negativo.** Con i prodotti a prestazioni definite, i CAFPP ricevono

pagamenti periodici (premi e contributi) da parte delle famiglie e li investono in attività (ad esempio, obbligazioni), mentre agli assicurati è garantito il pagamento di somme predefinite (prestazioni) in un tempo futuro. Il valore corrente delle attività e delle passività dei CAFPP aumenta al diminuire dei tassi di interesse (tassi di sconto). Tale sensibilità ai tassi di interesse, definita anche durata finanziaria (duration), tende a essere più accentuata dal lato delle passività rispetto a quello delle attività, originando un duration gap negativo. Pertanto, la posizione finanziaria dei CAFPP con

duration gap negativo si indebolisce quando i tassi di interesse si riducono su tutte le scadenze.

**Per ridurre il duration gap negativo, i CAFP possono incrementare la durata finanziaria delle loro attività<sup>7</sup>.** Ciò può avvenire mediante l'acquisto di obbligazioni a lungo termine o stipulando contratti di swap sui tassi di interesse (swap overlay) che prevedono la ricezione di un tasso fisso a fronte del pagamento di un tasso variabile<sup>8</sup>. Di conseguenza, i CAFP sono operatori rilevanti nel mercato sia per i titoli di Stato a lungo termine sia per gli swap sui tassi di interesse con ricezione di tasso fisso. Nello specifico, nel segmento delle scadenze a più lungo termine, le attività detenute dai CAFP rappresentano fino a due terzi del valore di tutti i titoli di Stato detenuti nell'area dell'euro e quasi la metà degli swap con ricezione di un tasso di interesse fisso, la maggior parte dei quali è detenuta dai fondi pensione olandesi (cfr. il grafico B).

---

<sup>7</sup> Le decisioni relative alle scelte di portafoglio dei CAFP tengono conto di molti fattori, tra cui il rischio di tasso di interesse. Per accrescere i redditi da capitale, i CAFP tendono ad aumentare le allocazioni su attività più rischiose, comprese le azioni.

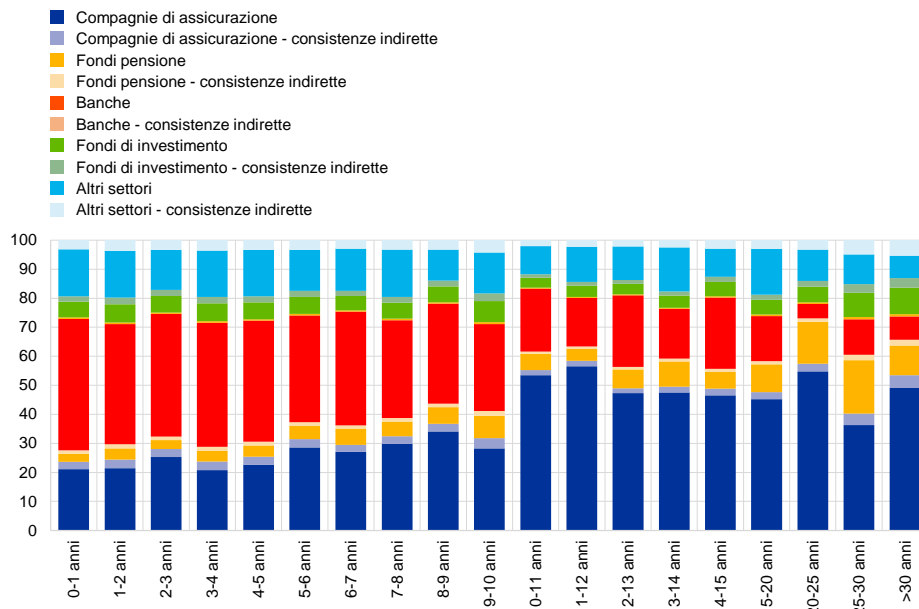
<sup>8</sup> L'impiego degli swap sui tassi di interesse non richiede un investimento iniziale ed è particolarmente appetibile per i regimi sottofinanziati. Cfr. Klingler, S. e Sundaresan, S., "[An Explanation of Negative Swap Spreads: Demand for Duration from Underfunded Pension Plans](#)", *BIS Working Papers*, n. 705, 2018.

## Grafico B

### CAFP nei segmenti a lunga scadenza dei mercati delle obbligazioni e degli swap sui tassi di interesse

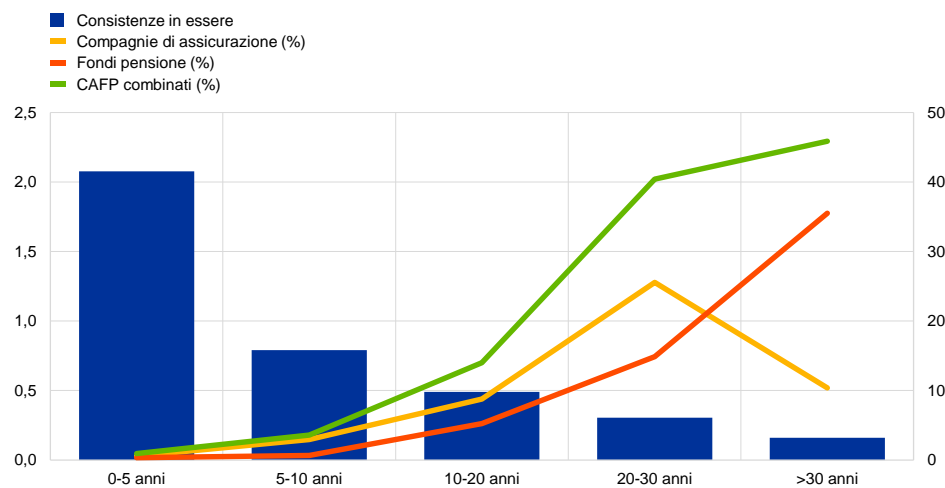
a) Consistenze in titoli di Stato detenute nell'area dell'euro: scomposizione per settore e intervalli di scadenza

(valori percentuali; 4° trim. 2020)



b) Quote di mercato degli swap sui tassi di interesse nell'area dell'euro per intervalli di scadenza

(migliaia di miliardi di euro; valori percentuali; 4° trim. 2020)



Fonti: dati EMIR, statistiche sulle disponibilità in titoli (Securities Holdings Statistics), elaborazioni della BCE.

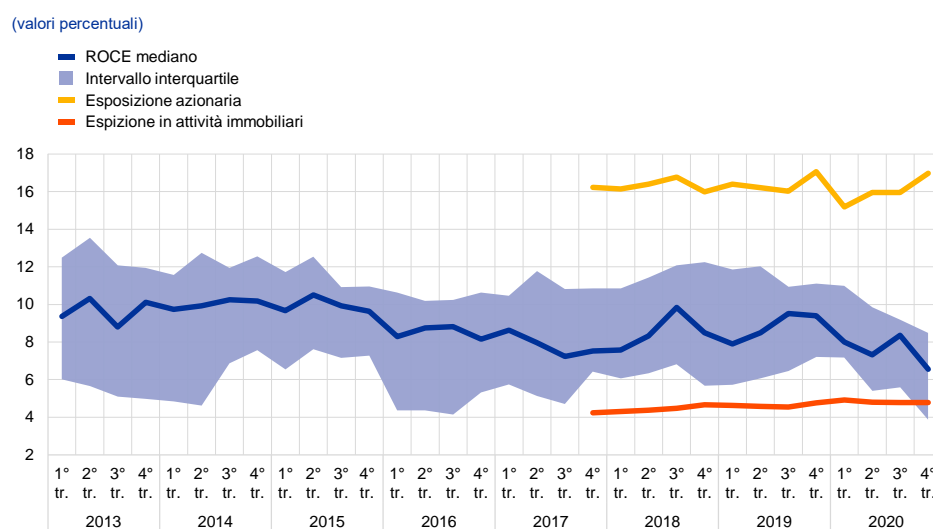
Note: pannello a) consistenze estere e dell'Eurosistema non incluse. Le consistenze indirette sono stimate in termini di quote di fondi di investimento dell'area dell'euro, attraverso le quali gli investimenti confluiscono nei titoli di Stato dell'area. A causa dell'indisponibilità di dati specifici per i singoli settori dell'area dell'euro, l'allocatione dei portafogli a favore dei titoli di Stato si basa sull'allocatione complessiva dei portafogli nel settore dei fondi di investimento dell'area. Pannello b): la data di riferimento è il 18 dicembre 2020. I dati riflettono i valori nozionali in essere relativi agli swap sui tassi di interesse con ricezione di tasso fisso. Le esposizioni sono compensate per ciascun ente per ogni intervallo di scadenza. Sono escluse le controparti centrali.

**I CAFP possono anche accettare un certo livello di rischio di tasso di interesse, perché la riduzione del duration gap potrebbe incidere negativamente sulla redditività.**

Le compagnie di assicurazione hanno incrementato gli investimenti in classi di attività più rischiose, come azioni, immobili e attività alternative<sup>9</sup>, che sono in grado di accrescere i loro redditi da capitale. Il rendimento mediano del capitale primario delle compagnie di assicurazione è diminuito solo lievemente negli ultimi anni, nonostante le difficoltà di tali compagnie nell'attuale contesto, e continua a oscillare intorno all'8 per cento (cfr. il grafico C). Più di recente, il clima di fiducia positivo sui mercati azionari che ha iniziato a riaffiorare a novembre 2020 ha favorito i corsi azionari dei titoli assicurativi<sup>10</sup>.

**Grafico C**

Compagnie di assicurazione: rendimento del capitale primario ed esposizioni verso classi di attività più rischiose



Fonti: Bloomberg L.P., Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, elaborazioni della BCE. Note: il rendimento del capitale primario (return on common equity, ROCE) si basa su un campione che include fino a 25 grandi compagnie di assicurazione dell'area dell'euro che offrono prodotti appartenenti sia al ramo vita sia al ramo danni. Le esposizioni azionarie e in attività immobiliari considerano l'intero settore assicurativo dell'area dell'euro; sono espresse in percentuale delle attività totali e risultano disponibili solo a partire dal quarto trimestre del 2017 a causa della limitata quantità di dati dell'EIOPA sulle esposizioni.

**In alternativa, i CAFP possono ridurre il duration gap negativo modificando la struttura delle passività.** In particolare, possono aumentare la quota di prodotti con rendimenti più bassi o non garantiti, come nel caso dei regimi pensionistici a contribuzione definita e dei prodotti assicurativi unit-linked. Le compagnie di assicurazione hanno incrementato l'offerta di tali prodotti e si è osservata una tendenza graduale in questa direzione (cfr. il pannello b) del grafico A), in base alla quale le consistenze delle passività variano più lentamente rispetto ai nuovi premi contabilizzati (variabile di flusso)<sup>11</sup>. Anche i fondi pensione aziendali e professionali

<sup>9</sup> Cfr. Fache Rousová, L. e Giuzio, M., "Insurers' investment in alternative assets", riquadro 9, *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2019.  
<sup>10</sup> Cfr. capitolo 4, *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2021.  
<sup>11</sup> Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, "Fixed income strategies of insurance companies and pension funds", *CGFS Papers*, n. 44, luglio 2011. Cfr. anche Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), *Impact of Ultra Low Yields on the Insurance Sector, Including First Effects of Covid-19 Crisis*, 17 luglio 2020.



possono allinearsi, ma in modo meno flessibile, perché la natura dei sistemi pensionistici è spesso stabilita dalla legge<sup>12</sup>.

**Il più grande sistema di fondi pensione aziendali e professionali dell'area dell'euro, il sistema pensionistico olandese, dovrebbe passare a un regime a contribuzione definita.** Il settore olandese dei fondi pensione opera attualmente in un regime a prestazioni definite ed è di gran lunga il più ampio dell'area dell'euro, con oltre 1.700 miliardi di euro di attività gestite. Nel 2019 è stato raggiunto uno storico accordo per un nuovo sistema che, secondo i piani, cesserà di essere basato sulle prestazioni definite e che dovrebbe entrare in vigore entro il 2023, con un periodo di transizione che terminerà nel 2027. Con la transizione dei fondi pensione olandesi, la quota dei fondi pensione a contribuzione definita dovrebbe salire da circa il 17 al 77 per cento (cfr. il pannello b) del grafico A).

**La transizione da un sistema a prestazioni definite a uno a contribuzione definita può modificare la domanda di determinate classi di attività poiché i due regimi hanno profili di rischio e di investimento differenti.**

Soprattutto, alcune prescrizioni regolamentari sono più vincolanti per i regimi a prestazioni definite e ciò influisce sulle scelte di portafoglio<sup>13</sup>. I sistemi a prestazioni definite fanno fronte a un limite minimo dei rendimenti attesi attraverso i coefficienti minimi di finanziamento obbligatori e all'esposizione al rischio di tasso di interesse attraverso le loro passività. Ciò offre loro incentivi maggiori a ridurre i duration gap negativi<sup>14</sup>. Pertanto, i portafogli a reddito fisso collegati a prodotti a prestazioni definite tendono ad avere scadenze più lunghe (cfr. il pannello a) del grafico D). I portafogli legati ai prodotti a prestazioni definite, inoltre, hanno un'allocazione generalmente bassa verso il comparto azionario, mentre vale il contrario per i portafogli collegati ai prodotti a contribuzione definita (cfr. il pannello b) del grafico D). I portafogli legati ai prodotti a contribuzione definita mostrano anche un'allocazione sorprendentemente elevata verso quote di fondi di investimento.

---

<sup>12</sup> Oltre al passaggio da prodotti a prestazioni definite a prodotti a contribuzione definita, i fondi pensione possono anche avere l'obbligo o l'incarico, da parte degli organi di regolamentazione, di aumentare i premi e i contributi, sospendere l'indicizzazione all'inflazione o ridurre le prestazioni.

<sup>13</sup> In aggiunta, rispetto alle singole famiglie, i CAFPs traggono beneficio dalle efficienze derivanti dalla condivisione dei rischi tra le varie generazioni e all'interno di queste, sebbene tale condivisione sia probabilmente meno efficiente per i prodotti a contribuzione definita. Cfr. anche Bodie, Z., Marcus, A.J. e Merton, R.C., "Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?", in Bodie, Z., Shoven, J.B. and Wise, D.A. (a cura di), *Pensions in the U.S. Economy*, University of Chicago Press, 1988.

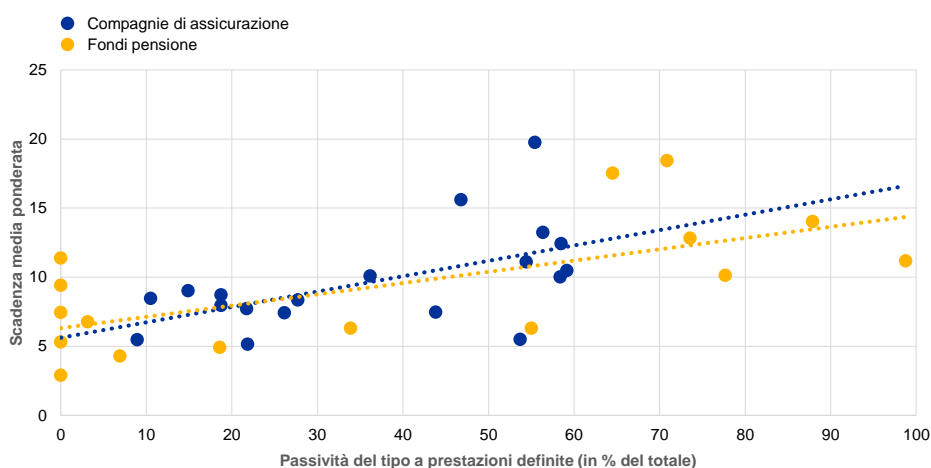
<sup>14</sup> Incentivi di questo tipo sono particolarmente presenti nel caso dei regimi a prestazioni definite e delle compagnie di assicurazione che operano in sistemi basati sul mercato, nei quali la valutazione di attività e passività è legata ai tassi di mercato.

## Grafico D

I prodotti a prestazioni definite investono maggiormente in titoli di debito a lungo termine; i prodotti a contribuzione definita sono investiti in misura preponderante in titoli azionari e quote di fondi di investimento

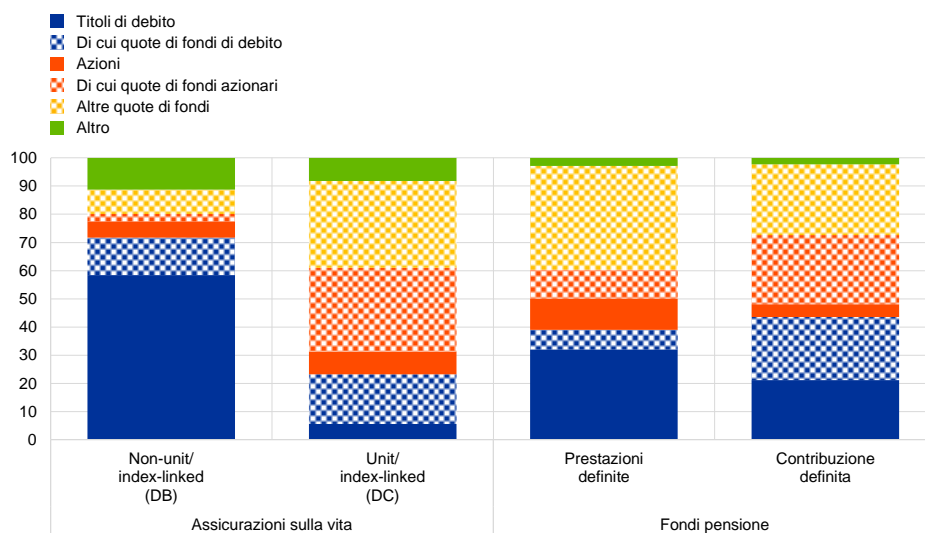
a) Scadenza dei portafogli di titoli di Stato dei CAFP e quota di prodotti a prestazioni definite – dati per paese

(valori percentuali; anni; 4° trim. 2020)



b) Mix di portafoglio dei CAFP per tipo di prodotto: confronto tra prodotti a prestazioni definite e prodotti a contribuzione definita

(valori percentuali; 4° trim. 2020)



Fonti: dati EIOPA, statistiche sulle disponibilità in titoli (Securities Holdings Statistics), dati di bilancio delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): le passività del tipo a prestazioni definite per le compagnie di assicurazione comprendono soltanto le assicurazioni vita non unit-linked in percentuale delle passività totali. Pannello b): le esposizioni per classi di attività sono calcolate utilizzando l'approccio "look through". Nello specifico, i titoli di debito includono i titoli di Stato e le obbligazioni societarie. Le altre quote di fondi comprendono tutte le quote diverse da quelle di fondi di debito o azionari.

**In particolare, una transizione verso prodotti a contribuzione definita potrebbe ridurre in maniera strutturale la domanda di obbligazioni e swap a**

**lungo termine.** Secondo il modello dell'habitat preferito<sup>15</sup>, la preferenza degli operatori di mercato per determinati segmenti di scadenze influisce sul profilo della curva dei rendimenti. L'evidenza empirica fornisce sostegno alla domanda da habitat preferito di obbligazioni a lungo termine da parte dei CAFPs. In primo luogo, si è riscontrato che i differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato a trenta e a dieci anni presentavano una correlazione negativa con il rapporto tra le attività dei CAFPs e il PIL<sup>16</sup>. In secondo luogo, anche l'impatto delle passate modifiche ai regimi di regolamentazione dei CAFPs fornisce evidenza di tale domanda da habitat preferito. L'incentivo ad adottare strategie di corrispondenza delle durate finanziarie risulta più forte quando esse sono valutate secondo i tassi di riferimento basati sul mercato<sup>17</sup>. Il passaggio verso tassi di riferimento basati sul mercato è stato tendenzialmente associato all'appiattimento e all'inversione delle curve dei rendimenti, come nel caso della riforma dei fondi pensione nel Regno Unito del 2004<sup>18</sup>. Per contro, una temporanea divergenza tra i tassi di mercato e quelli di riferimento ha determinato un'ondata di vendite nel mercato sottostante. Tale evidenza empirica suggerisce che una transizione verso i prodotti a contribuzione definita potrebbe determinare un incremento della pendenza della curva dei rendimenti.

**Anche la dinamica delle curve dei rendimenti può essere influenzata.** Il duration gap negativo di un CAFP generalmente si amplia quando i tassi di interesse diminuiscono a causa della convessità negativa del bilancio. La convessità negativa è dovuta principalmente a un effetto dovuto alla dimensione (size effect): la quantità di attività fruttifere di interessi tende a essere una frazione delle passività totali. Inoltre, la durata finanziaria (più lunga) delle passività reagisce a un calo dei tassi in misura maggiore rispetto alla durata finanziaria (più breve) delle attività. Per contrastare l'ampliamento del duration gap, i CAFPs possono ulteriormente accrescere la propria esposizione a obbligazioni e swap a lungo termine quando i tassi di interesse diminuiscono. Questa "domanda di copertura" (hedging demand) può in pratica amplificare gli shock ai tassi<sup>19</sup>. In un contesto caratterizzato da prodotti a contribuzione definita, tale meccanismo di amplificazione potrebbe divenire più debole.

**La transizione verso i prodotti a contribuzione definita potrebbe inoltre stimolare il finanziamento azionario e sostenere l'ulteriore crescita del settore dei fondi di investimento.** La maggiore allocazione azionaria per i prodotti unit-linked suggerisce che una transizione verso prodotti a contribuzione definita

---

<sup>15</sup> Per un'applicazione alla struttura per scadenze del modello dell'habitat preferito, cfr. Culbertson, J.M., "The Term Structure of Interest Rates," *The Quarterly Journal of Economics*, 1957, volume 71, numero 4, pagg. 485-517; Modigliani, F. e Sutch, R., "Innovations in Interest Rate Policy" *The American Economic Review*, volume 56, n. 1/2, 1966, pagg. 178-197; Vayanos, D. e Vila, J-L., "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates", *Econometrica*, volume 89, numero 1, 2021, pagg. 77-112.

<sup>16</sup> Cfr. Greenwood, R e Vissing-Jorgensen, A., "The Impact of Pensions and Insurance on Global Yield Curves", *Harvard Business School*, Working Paper 18-109, 2018.

<sup>17</sup> In un contesto di tassi di riferimento interamente basati sul mercato, un CAFP potrebbe teoricamente eliminare il proprio rischio di tasso di interesse duplicando la struttura per scadenze delle proprie passività mediante investimenti negli strumenti di mercato che compongono la curva di riferimento.

<sup>18</sup> Cfr. Greenwood, R. e Vayanos, D., "Price Pressure in the Government Bond Market", *The American Economic Review*, volume 100, n. 2, 2010.

<sup>19</sup> Le evidenze relative al settore assicurativo tedesco risultano coerenti con tale meccanismo di amplificazione. Cfr. Domanski, D., Hyun Song Shin e Sushko, V., "The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?", *IMF Economic Review*, volume 65, 2017, pagg. 113-153.

potrebbe accrescere la domanda di azioni. Tale transizione sarebbe in linea con il piano d'azione 2020 per l'unione dei mercati dei capitali, che punta a incoraggiare gli investitori istituzionali a effettuare maggiori investimenti nel finanziamento azionario. Inoltre, un costante passaggio verso prodotti unit-linked potrebbe rafforzare l'importanza del settore dei fondi di investimento e accrescere l'interconnessione tra le istituzioni finanziarie non bancarie.

**Il cambiamento strutturale sta inoltre trasferendo il rischio di investimento dai CAFI alle famiglie.** Nell'ambito dei regimi a contribuzione definita, l'accumulo di risparmi a fini pensionistici dipende più direttamente dall'andamento dei mercati e, in ultima istanza, dall'andamento dell'economia. I risparmi a fini pensionistici delle famiglie, pertanto, possono diventare più incerti e il reddito pensionistico distribuirsi in maniera più disomogenea<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Cfr. Piirits, M. e Vörk, A., "The effects on intra-generational inequality of introducing a funded pension scheme: A microsimulation analysis for Estonia", *International Social Security Review*, volume 72, numero 1, 2019, pagg. 33-57.

# Articoli

## 1 Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE

### 1 Introduzione

**La nuova strategia di politica monetaria della Banca centrale europea (BCE) è stata pubblicata l'8 luglio 2021.** Sebbene il mandato sia conferito alla BCE dai Trattati, quest'ultima è tenuta a delineare la propria strategia di politica monetaria. Tale strategia definisce come conseguire l'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, facendo riferimento a un insieme adeguato di strumenti, indicatori e obiettivi intermedi di politica monetaria, nonché come tenere conto di altre considerazioni, fatta salva la stabilità dei prezzi. Una strategia di politica monetaria persegue due finalità principali: in primo luogo, fornisce ai responsabili delle politiche un quadro analitico coerente che incorpora gli andamenti economici effettivi o attesi nelle decisioni di politica monetaria; in secondo luogo, funge da mezzo di comunicazione con il pubblico. La strategia di politica monetaria della BCE è stata rivista l'ultima volta nel 2003 e i cambiamenti intervenuti nel contesto economico e finanziario, nonché le principali sfide sul piano delle politiche, hanno reso necessario un aggiornamento. Questa panoramica illustra le motivazioni e le riflessioni alla base della strategia e i suoi elementi principali.

### 2 Il contesto economico e la narrativa dell'inflazione nel passato

**La strategia di politica monetaria della BCE, adottata nel 1998 e rivista nel 2003, era costituita da tre elementi principali.** In primo luogo, si basava su una *doppia formulazione dell'obiettivo della stabilità dei prezzi*, che comprendeva una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi intesa come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) inferiore al 2 per cento e, nell'ambito di tale definizione, l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione per l'area dell'euro su livelli "inferiori ma prossimi al 2 per cento"; in secondo luogo, aveva un *orientamento a medio termine* in considerazione degli sfasamenti temporali degli effetti della politica monetaria sull'inflazione; infine, l'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi era condotta sulla base di *due pilastri*: l'analisi economica e l'analisi monetaria, con una verifica incrociata delle informazioni per formare una valutazione complessiva unitaria.

**A partire dal precedente riesame della strategia di politica monetaria della BCE, risalente al 2003, il mondo ha registrato importanti cambiamenti che pongono le banche centrali, compresa la BCE, di fronte a numerose nuove sfide.** Di diretta rilevanza per la conduzione della politica monetaria è il fatto che

nell'area dell'euro (e a livello mondiale) gli andamenti strutturali hanno ridotto il tasso di interesse reale di equilibrio – il tasso di interesse coerente con l'obiettivo di inflazione e quello in cui l'economia opera al suo potenziale<sup>1</sup>. Vi è ampio consenso sul fatto che un calo della crescita della produttività, i fattori demografici e il persistente aumento della domanda di attività sicure e liquide a seguito della crisi finanziaria globale abbiano contribuito a ridurre il tasso di interesse reale di equilibrio, sebbene le stime restino soggette a incertezza. Il calo di tale tasso, unitamente a tassi di inflazione persistentemente bassi, ha accresciuto l'incidenza e la durata degli episodi in cui i tassi di interesse di riferimento nominali si collocano su valori prossimi al limite inferiore effettivo, fra cui quello attuale, in corso da più di dieci anni. Questa situazione fornisce un punto di partenza molto diverso rispetto al 2003, quando il tasso di interesse reale di equilibrio si stimava fosse significativamente più alto.

**Il calo del tasso di interesse reale di equilibrio ha ridotto il margine a disposizione per un allentamento monetario della politica convenzionale dei tassi di interesse a fronte di shock disinflazionistici.** Ciò rafforza la validità di mantenere un margine di inflazione a medio termine che consenta al tasso di interesse nominale di equilibrio di essere sufficientemente superiore al limite inferiore effettivo in modo da permettere un uso attivo della politica dei tassi di interesse in risposta ad andamenti avversi. In prossimità del limite inferiore effettivo è improbabile che la politica dei tassi di interesse sia sufficiente a preservare la stabilità dei prezzi in caso di shock disinflazionistici, che richiedono l'adozione di ulteriori strumenti di policy (per un'analisi dettagliata delle implicazioni, cfr. anche la sezione 3).

**Oltre al calo del tasso di interesse reale di equilibrio, il mondo è cambiato da altri punti di vista, che hanno influenzato l'economia dell'area dell'euro e il contesto in cui opera la politica monetaria.** L'area dell'euro è stata colpita da *diversi importanti shock*, quali la crisi finanziaria globale e la crisi del debito sovrano, e più di recente la pandemia di coronavirus (COVID-19), che hanno causato rallentamenti economici ed esercitato pressioni al ribasso sull'inflazione, rendendo quindi necessarie risposte rilevanti sul piano delle politiche. *La globalizzazione e la digitalizzazione* influiscono sulla struttura dei mercati dei beni, dei servizi e del lavoro, e hanno un effetto diretto sui prezzi che, interagendo con altri fattori, compresi i vincoli alla politica monetaria, possono incidere sull'inflazione oltre il breve termine. *L'evoluzione delle strutture finanziarie*, come l'aumento dell'intermediazione finanziaria attraverso il settore non bancario, ha modificato la trasmissione della politica monetaria. Anche *l'architettura istituzionale* dell'area dell'euro è stata oggetto di riforme sostanziali dal 2003, ma resta incompleta. I *cambiamenti climatici* – la sfida più importante di questo secolo per il genere umano – e le relative politiche di mitigazione modificano la struttura e la dinamica dell'economia e del sistema finanziario, incidendo in tal modo sulla stabilità dei prezzi. Anche il panorama della *comunicazione* è cambiato, essendo quello odierno

---

<sup>1</sup> Il tasso di interesse reale di equilibrio è in parte il risultato di scelte di policy. Ad esempio, l'impatto dell'evoluzione demografica sul tasso di interesse reale di equilibrio dipende da politiche quali l'età pensionabile stabilita per legge e le misure volte ad accrescere il tasso di partecipazione alla forza lavoro.

caratterizzato da una minore diffusione dei tradizionali mezzi di comunicazione (stampa), da destinatari più frammentati, polarizzati e attivisti, dalla crescente importanza dei canali di comunicazione diretti, come i social media, e dalla crescente domanda di verificabilità e di trasparenza da parte del pubblico.

**La robustezza di una nuova strategia dipende da una comprensione approfondita delle cause per cui l'inflazione a partire dal 2013 si è mantenuta su livelli persistentemente bassi (e inferiori all'obiettivo di inflazione della BCE).**

L'evidenza indica che è necessaria una combinazione di fattori interconnessi per spiegare il livello persistentemente basso dell'inflazione. Durante il primo decennio dell'Unione economica e monetaria (UEM) gli shock all'inflazione sono stati prevalentemente al rialzo. Nell'ultimo decennio si è verificato uno spostamento verso shock disinflazionistici durante e dopo la crisi finanziaria mondiale. Le *determinanti cicliche*, in particolare l'impatto disinflazionistico delle due recessioni del 2009 e del 2012, hanno interagito con le *tendenze strutturali* in atto (quali la globalizzazione, la digitalizzazione e i fattori demografici) in un contesto in cui il limite inferiore effettivo implica che gli shock disinflazionistici non possano essere facilmente contrastati dalla politica dei tassi di interesse. La persistenza di una bassa inflazione ha altresì contribuito a ridurre le *aspettative di inflazione*, che potrebbero essere divenute meno saldamente ancorate all'obiettivo di inflazione della BCE.

**L'adozione di misure non convenzionali di politica monetaria, soprattutto a partire dal 2014, ha contribuito in misura significativa a contrastare le spinte disinflazionistiche, a dissipare i timori di deflazione e a evitare una più pronunciata tendenza al ribasso delle aspettative di inflazione.**

Nell'ambito del riesame della strategia è stata condotta un'approfondita valutazione dell'insieme degli strumenti monetari non convenzionali della BCE, il cui esito è stato quello di rilevare che ciascuno di questi strumenti (fra cui tassi di interesse negativi, indicazioni prospettiche, acquisti di attività e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine) è riuscito ad accrescere il prodotto, l'occupazione e l'inflazione, e che i diversi strumenti si sono vicendevolmente rafforzati. Il Consiglio direttivo ritiene che tali misure siano state proporzionate, tenendo conto dei potenziali effetti collaterali, ad esempio sul settore finanziario e in tema di disuguaglianza. La prossimità dei tassi di interesse al limite inferiore effettivo e l'incertezza circa l'efficacia e gli effetti collaterali di altri strumenti hanno limitato la portata e la rapidità della risposta di politica monetaria agli shock disinflazionistici, contribuendo a mantenere i tassi di inflazione al di sotto dell'obiettivo di inflazione. La potenziale ambiguità circa il livello dell'obiettivo di inflazione nella *doppia formulazione dell'obiettivo* da parte della BCE e la percezione di un'asimmetria dell'obiettivo potrebbero aver ulteriormente contribuito alla persistenza di bassa inflazione ancorando in misura insufficiente le aspettative di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Infine, *le politiche di bilancio*, sulla scia dei timori per la sostenibilità del debito, hanno frenato la crescita e l'inflazione all'indomani della crisi finanziaria.

## 3 La nuova strategia di politica monetaria della BCE

### 3.1 L'obiettivo della stabilità dei prezzi

#### **Il riesame della strategia parte dal mandato della BCE, così come conferito.**

Il Consiglio direttivo è vincolato dal mandato primario della BCE di stabilità dei prezzi sancito all'articolo 127, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Poiché il Trattato non fornisce una definizione precisa di ciò che si intende per "mantenere la stabilità dei prezzi", spetta alla strategia di politica monetaria della BCE definire le modalità di attuazione di questo mandato da parte del Consiglio direttivo, in cui rientrano la scelta dell'indice dei prezzi e la modalità di quantificazione della stabilità dei prezzi. Tale quantificazione fornisce un valore di riferimento in relazione al quale la BCE dà conto del proprio operato e contribuisce al conseguimento della stabilità dei prezzi ancorando le aspettative di inflazione.

#### Misurazione dell'indice dei prezzi

#### **Lo IAPC complessivo resta l'indice adeguato per quantificare l'obiettivo di stabilità dei prezzi per l'area dell'euro e sarà mantenuto quale indice dei prezzi utilizzato per misurare l'inflazione dell'area dell'euro ai fini della politica monetaria.**

La valutazione dell'idoneità dello IAPC si basa su quattro criteri: *tempestività*, *affidabilità* (ad esempio, le revisioni sono infrequenti), *comparabilità* (nel tempo e tra paesi) e *credibilità*<sup>2</sup>. Dal 2003 la qualità dello IAPC come misura dell'inflazione per l'area dell'euro è stata migliorata significativamente dall'Eurostat e dagli istituti nazionali di statistica degli Stati membri dell'UE. Tali miglioramenti includono l'introduzione di aggiornamenti annuali delle ponderazioni della spesa, una migliore rappresentazione delle voci stagionali e la disponibilità di stime preliminari per tutti gli Stati membri. Sebbene l'obiettivo di stabilità dei prezzi sia quantificato in termini di inflazione complessiva, che rappresenta la misura più ampia del paniere dei consumi delle famiglie, il Consiglio direttivo continuerà a monitorare un'ampia gamma di indicatori dei prezzi, comprese le misure dell'inflazione di fondo che escludono alcune componenti volatili. Tali misure si sono dimostrate utili nel segnalare la probabile evoluzione dell'inflazione nell'orizzonte di medio periodo.

#### **Per accrescere ulteriormente la rappresentatività dello IAPC e la sua comparabilità fra paesi, il Consiglio direttivo ha deciso di proporre un piano d'azione per includere nello IAPC le abitazioni occupate dai proprietari (owner-occupied housing, OOH).**

Il Consiglio direttivo accoglie con grande favore il lavoro svolto dal Sistema statistico europeo. Sebbene i costi relativi agli alloggi rappresentino un'ampia parte della spesa delle famiglie, lo IAPC attualmente include solo in parte i costi per i servizi abitativi connessi alla proprietà, al mantenimento e all'utilizzo della propria abitazione sostenuti dai proprietari. Oltre agli aspetti pratici di misurazione, è anche difficile allineare pienamente tali costi alla base concettuale

<sup>2</sup> Tali criteri sono stati applicati anche nel riesame della strategia del 2003, cfr. Issing, O. (a cura di), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, BCE, 2003, pag. 12 e seguenti.



dello IAPC<sup>3</sup>. La BCE ritiene che per un'inclusione delle OOH il metodo da preferire sia l'approccio dell'acquisizione netta, basato sui prezzi di transazione che le famiglie sostengono per l'acquisto di abitazioni. Poiché l'indice dei prezzi delle OOH misurato con l'approccio dell'acquisizione netta incorpora attualmente una componente connessa all'investimento, la BCE sostiene i progetti di ricerca sui metodi di misurazione ottimali. Questi, in particolare, dovrebbero essere orientati a scorporare meglio la componente relativa al consumo da quella connessa all'investimento, essendo solo la prima rilevante per la politica monetaria.

**La tabella di marcia prevede quattro fasi principali nel passaggio all'utilizzo dello IAPC che includa i costi delle OOH quale principale indice a fini della politica monetaria.** La prima fase prevede la costruzione di un indice analitico per uso interno che includa le OOH con pesi approssimati. In parallelo, saranno avviate le necessarie attività di carattere giuridico; l'Eurostat intende continuare a lavorare alla compilazione statistica delle ponderazioni delle OOH, in vista della pubblicazione, in una seconda fase, probabilmente nel 2023, di uno IAPC trimestrale sperimentale che includa i costi delle OOH. In una terza fase, che sarà probabilmente completata entro il 2026, sarà disponibile un indice trimestrale ufficiale. Nella quarta fase l'obiettivo sarebbe quello di includere i costi delle OOH nello IAPC con frequenza mensile e in modo tempestivo, creando le premesse per il passaggio a uno IAPC comprendente i costi delle OOH come principale indice ai fini della politica monetaria. Al momento appare prematuro fornire un calendario preciso per la quarta fase.

**Durante il periodo di transizione il principale indice di riferimento per la politica monetaria resterà lo IAPC attuale.** Questo periodo di transizione durerà fino a quando l'indice delle OOH non avrà raggiunto gli standard qualitativi e di tempestività necessari per la piena integrazione nell'indice mensile dello IAPC. Tuttavia, durante il periodo di transizione l'indice trimestrale delle OOH a sé stante svolgerà un importante ruolo supplementare nella valutazione dell'impatto dei costi delle abitazioni sull'inflazione e informerà pertanto le valutazioni di politica monetaria del Consiglio direttivo.

## Un obiettivo quantitativo di inflazione

**Il mantenimento dell'obiettivo primario della BCE di stabilità dei prezzi può essere conseguito perseguendo un obiettivo quantitativo specifico.** Sebbene la stabilità dei prezzi possa essere considerata come quello stato in cui non è necessario prendere in considerazione le variazioni del livello generale dei prezzi nelle decisioni di consumo e investimento, questo criterio generale richiede una definizione numerica che possa guidare la conduzione della politica monetaria. Allo stato attuale il Consiglio direttivo ritiene che la stabilità dei prezzi sia preservata nel modo migliore perseguendo un obiettivo di inflazione pari al 2 per cento nel

---

<sup>3</sup> Lo IAPC coglie solo le variazioni dei prezzi di beni e servizi che, una volta acquistati, generano transazioni monetarie a fini di consumo. Le OOH generano transazioni monetarie solo quando le abitazioni sono costruite e vendute. Inoltre, è difficile stabilire con precisione se un'abitazione viene acquistata a fini di consumo o di investimento.

medio termine. La formulazione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi in termini di un obiettivo quantitativo specifico sostituisce la precedente doppia formulazione (che conteneva una definizione di stabilità dei prezzi in termini di inflazione compresa tra lo zero e il 2 per cento e, nell'ambito di tale definizione, il perseguimento di un livello di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento). Il nuovo obiettivo è semplice, chiaro e facile da comunicare, e dovrebbe pertanto contribuire a un più solido ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine.

## Livello obiettivo del 2 per cento

**Un obiettivo di inflazione pari al 2 per cento sottolinea l'impegno della BCE a fornire un adeguato margine di sicurezza per cautelarsi contro il rischio di deflazione e salvaguardare l'efficacia della politica monetaria nel rispondere agli shock disinflazionistici.** Tale rischio è più accentuato a fronte di una *maggiore prevalenza e durata degli episodi di raggiungimento del limite inferiore*, rispetto a quelle che erano le condizioni prevalenti nel 2003, dovuta principalmente al calo del tasso di interesse reale di equilibrio. Il livello di quest'ultimo e quello dell'obiettivo di inflazione determinano congiuntamente il margine di manovra disponibile in termini di tassi di interesse nominali. A parità di altre condizioni, un calo del tasso di interesse reale di equilibrio riduce il margine di manovra disponibile per la politica monetaria.

**Un obiettivo di inflazione pari a due punti percentuali tiene conto di una serie di considerazioni.** Gli studi basati sulle simulazioni mostrano che un obiettivo di inflazione del 2 per cento presenta buoni risultati in termini di stabilizzazione nel lungo periodo del livello medio dell'inflazione verso il suo obiettivo, di mantenimento di una varianza contenuta dell'inflazione e di riduzione della frequenza degli episodi in cui si raggiunge il limite inferiore. Al tempo stesso, un obiettivo del 2 per cento cerca di mitigare i costi sociali dell'aumento dell'inflazione, che aumentano in modo non lineare con il livello dell'obiettivo. Ciò spiega la scelta di un livello dell'obiettivo solo lievemente superiore (al 2 per cento) rispetto a quello fissato nel 2003. Inoltre, questa scelta riflette anche il fatto che nel tempo la BCE ha adeguato il proprio strumentario di politica monetaria per superare in parte i vincoli posti dal limite inferiore attraverso l'impiego di nuovi strumenti di politica monetaria che si sono dimostrati efficaci nel sospendere l'inflazione (cfr. la sezione 3.2).

**Tre fattori aggiuntivi, presenti già nel 2003 e sostanzialmente invariati da allora, richiedono un sufficiente margine di inflazione.** In primo luogo, un margine di inflazione consente una *correzione più ordinata degli squilibri macroeconomici fra i paesi dell'area dell'euro*, evitando che l'inflazione nei singoli paesi scenda persistentemente in territorio negativo. In secondo luogo, tenendo conto delle *rigidità al ribasso dei salari nominali*, un margine di inflazione riduce il rischio che i rallentamenti macroeconomici si riflettano prevalentemente in un aumento eccessivo della disoccupazione. In terzo luogo, tale margine permette di tenere conto della presenza di *distorsioni nella misurazione* dello IAPC, considerato che una distorsione di misurazione positiva implica un tasso di inflazione "vero" inferiore al livello misurato.

## Simmetria dell'obiettivo di inflazione

**La nuova strategia declina l'obiettivo della stabilità dei prezzi nei termini di un obiettivo univoco e simmetrico.** La precedente doppia formulazione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi è riuscita ad ancorare le aspettative di inflazione su livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dal Consiglio direttivo al momento dell'introduzione dell'euro, in tempi in cui la BCE doveva consolidare la propria credibilità in un contesto in cui i principali timori riguardavano livelli di inflazione troppo elevati. Successivamente, tuttavia, questa doppia formulazione potrebbe aver determinato una possibile ambiguità circa il livello dell'obiettivo di inflazione e la percezione di un'asimmetria dell'obiettivo, il che – in prossimità del limite inferiore effettivo – potrebbe aver contribuito al contesto di bassa inflazione.

**La simmetria dell'obiettivo di inflazione implica che il Consiglio direttivo considera parimenti indesiderabili deviazioni negative e positive dell'inflazione rispetto all'obiettivo stesso.** L'obiettivo simmetrico del due per cento fornisce un ancoraggio chiaro per le aspettative di inflazione a più lungo termine, il che è fondamentale per il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fluttuazioni temporanee e moderate dell'inflazione effettiva, sia al di sopra che al di sotto dell'obiettivo di medio termine del 2 per cento, sono inevitabili; tuttavia, scostamenti ampi e persistenti possono destabilizzare le aspettative di inflazione a più lungo termine. Ciò vale sia per un'inflazione troppo elevata, sia per un'inflazione troppo bassa. Di conseguenza, è importante che la politica monetaria reagisca con determinazione a deviazioni ampie e durevoli dell'inflazione dall'obiettivo in entrambe le direzioni. Il limite inferiore effettivo e il basso tasso di interesse reale di equilibrio, se persistenti, fanno sì che il rischio di fasi prolungate con tassi di inflazione inferiori all'obiettivo sia particolarmente pronunciato (le implicazioni di tale circostanza sulla risposta della politica monetaria della BCE vengono illustrate nella sezione 3.2). Ancorare in modo esplicito l'impegno alla simmetria nel nuovo quadro di riferimento strategico elimina ogni residua percezione di ambiguità sulle aspirazioni del Consiglio direttivo. In particolare, il 2 per cento non dovrebbe essere interpretato come un limite massimo.

## L'orientamento a medio termine

**La nuova strategia conferma l'orientamento a medio termine della politica monetaria, che ha permesso al Consiglio direttivo di rispondere in maniera flessibile agli shock economici.** L'orientamento a medio termine è importante per tenere conto delle *incertezze* nel processo inflazionistico e nel meccanismo di trasmissione, al fine di riconoscere il controllo imperfetto dell'inflazione da parte della politica monetaria nel breve periodo, a causa della *variabilità degli sfasamenti temporali di trasmissione* all'economia e all'inflazione. Poiché diverse tipologie di shock possono sospingere l'inflazione e l'attività economica reale nella stessa direzione (come nel caso degli shock dal lato della domanda) o creare un trade-off temporaneo (come nel caso degli shock dal lato dell'offerta), l'orientamento a medio termine fornisce anche la *flessibilità decisionale* necessaria a valutare l'origine degli shock e a guardare oltre gli shock temporanei che potrebbero svanire

spontaneamente, *in tal modo evitando volatilità superflua* nell'attività economica e nell'occupazione.

**Un orientamento di medio periodo consente al Consiglio direttivo di tenere conto, nelle proprie decisioni di politica monetaria, di altre considerazioni rilevanti per il perseguimento della stabilità dei prezzi (cfr. anche la sezione 3.3).** Ad esempio, l'orientamento a medio termine garantisce flessibilità nel tenere conto dell'andamento dell'*occupazione* in risposta a shock economici che danno luogo a un temporaneo trade-off tra occupazione e stabilizzazione dell'inflazione nel breve termine, senza mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi nel medio termine. Tale orientamento consente inoltre alla BCE di tenere conto, ove opportuno, della *stabilità finanziaria* alla luce dell'interdipendenza tra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria. Il ricorso a tale flessibilità potrebbe anche essere il risultato di un'attenta valutazione della proporzionalità delle appropriate misure di politica monetarie (come spiegato di seguito).

### La valutazione della proporzionalità quale parte integrante delle decisioni di politica monetaria

**Ciascuna decisione di politica monetaria del Consiglio direttivo si basa su una valutazione dell'orientamento di politica monetaria, nonché della scelta e delle caratteristiche degli strumenti.** La valutazione effettuata dalla BCE sull'*orientamento di politica monetaria* determina se quest'ultima contribuisca agli andamenti economici, finanziari e monetari in modo da mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'adeguato orientamento di politica monetaria si realizza attraverso *la scelta, la struttura e la calibrazione degli strumenti*, sia presi singolarmente, sia combinati fra loro.

**Nel prendere le decisioni di politica monetaria, il Consiglio direttivo valuta sistematicamente la proporzionalità delle proprie misure.** Tale valutazione include un'analisi dei *benefici* e dei possibili *effetti collaterali* delle misure di politica monetaria, della loro *interazione* e del loro *equilibrio nel tempo*. La valutazione dei benefici si applica sia in termini di trasmissione alle condizioni di finanziamento, sia in termini di effetto desiderato sull'inflazione, mentre la valutazione dei possibili effetti collaterali riguarda gli effetti indesiderati sull'economia reale e sul sistema finanziario. La valutazione della proporzionalità tiene conto dell'incertezza circa l'efficacia e gli effetti collaterali degli strumenti di politica monetaria, nonché dei rischi di un disancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine dall'obiettivo del 2 per cento. La valutazione della proporzionalità è particolarmente importante alla luce dell'uso di strumenti di politica monetaria diversi dai tassi di riferimento standard. Il risultato di tale valutazione può influire sia sulla calibrazione di tali misure, sia sulle caratteristiche tecniche con cui vengono progettate, che può essere modificata per limitare gli effetti collaterali (ad esempio attraverso l'esclusione dei mutui ipotecari delle famiglie nelle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine) oppure per contrastare effetti collaterali indesiderati (come l'introduzione di un sistema a due livelli per la remunerazione della liquidità in eccesso).

## 3.2 Implicazioni del limite inferiore effettivo per la politica monetaria

### Nuovi strumenti di politica monetaria nello strumentario della BCE

**Poiché è probabile che il tasso di interesse reale di equilibrio rimanga su livelli bassi, è prudente che la politica monetaria tenga conto del limite inferiore effettivo dei tassi di interesse nominali.** Dopo il riesame del 2003, il tasso di interesse reale di equilibrio nell'area dell'euro è diminuito in misura significativa. Le aspettative di mercato attuali indicano che il tasso rimarrà basso nel corso del prossimo decennio. La BCE, al pari di altre importanti banche centrali, ha dovuto trovare nuove modalità oltre la politica convenzionale dei tassi di interesse per adeguare l'orientamento della politica monetaria al fine di contrastare la distorsione deflazionistica indotta dal limite inferiore effettivo. Episodi caratterizzati da tassi di riferimento prossimi al limite inferiore effettivo possono derivare da un basso tasso di interesse reale di equilibrio o da shock disinflazionistici ampi e persistenti che hanno spinto i tassi di interesse al ribasso, oppure da una combinazione dei due fattori. Un'ulteriore complicazione specifica dell'area dell'euro è stata la frammentazione osservata in seguito alla crisi del debito sovrano, che ha ostacolato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e, se non gestita, avrebbe esacerbato i rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi.

**Gli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla BCE a partire dalla crisi finanziaria si sono dimostrati efficaci nel contrastare le pressioni disinflazionistiche e continueranno a essere parte integrante dello strumentario della BCE in prossimità del limite inferiore effettivo.** Il principale strumento della politica monetaria è l'insieme dei tassi di riferimento della BCE. Congiuntamente alla possibilità di ridurre i tassi di interesse portandoli su valori negativi, il ricorso a strumenti aggiuntivi quali le indicazioni prospettive (forward guidance), gli acquisti di attività e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dipenderà, come già in passato, dal contesto specifico e sarà calibrato al fine di raggiungere l'obiettivo di inflazione della BCE nel medio termine. Poiché è probabile che in futuro il limite inferiore effettivo dei tassi di interesse rappresenterà ancora un vincolo talvolta stringente, questi strumenti aggiuntivi continueranno ad avere la loro importanza. Essi ampliano lo spazio di manovra delle politiche espansive, sebbene entro certi limiti. Al tempo stesso, il Consiglio direttivo riconosce la necessità di limitare i possibili effetti collaterali dei nuovi strumenti di politica monetaria e ribadisce pertanto il suo impegno a continuare a svolgere un'attenta valutazione di proporzionalità e ad adeguare le caratteristiche delle misure previste da tali strumenti in modo da ridurre al minimo gli effetti collaterali, senza compromettere la stabilità dei prezzi.

## Tenere conto dell'asimmetria indotta dal limite inferiore effettivo

### **Il limite inferiore effettivo dei tassi di interesse nominali limita la capacità della politica convenzionale dei tassi di interesse di contrastare gli shock disinflazionistici.**

Se da un lato le banche centrali possono, perlomeno in linea di principio, aumentare illimitatamente i tassi di interesse nominali, dall'altro lo spazio per l'abbassamento dei tassi in territorio negativo è limitato, a causa del limite inferiore relativo al contante e della possibile presenza di un tasso di inversione basato sulle circostanze contingenti, a fronte del quale le riduzioni dei tassi di interesse perdono efficacia. Questa limitata capacità di ridurre i tassi, se non gestita, determinerà persistenti deviazioni al ribasso dell'inflazione rispetto all'obiettivo, in particolare quando l'economia è ripetutamente colpita da shock disinflazionistici. Ciò potrebbe portare le aspettative di inflazione a collocarsi al di sotto del tasso fissato dalla banca centrale come obiettivo e questo rischio è particolarmente elevato se l'obiettivo di inflazione è percepito come un limite massimo. Le indicazioni prospettiche (forward guidance), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, i tassi di interesse negativi e gli acquisti di attività hanno contribuito a superare in parte i vincoli indotti dal limite inferiore e continueranno a essere utilizzati, come più opportuno. Il Consiglio direttivo continuerà a rispondere in maniera flessibile alle nuove sfide che via via si presenteranno, e a considerare nel perseguimento del proprio obiettivo di inflazione l'introduzione di nuovi strumenti di politica monetaria, purché proporzionati e se necessari.

### **L'impegno a conseguire un obiettivo di inflazione simmetrico richiede interventi di politica monetaria particolarmente vigorosi o duraturi quando l'economia è prossima al limite inferiore effettivo, così da evitare che le deviazioni negative dall'obiettivo di inflazione diventino radicate.**

Una risposta particolarmente vigorosa o persistente alle deviazioni negative è giustificata dall'esigenza di sostenere l'ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine al 2 per cento, contribuendo al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Ciò significa che, di fronte a forti shock avversi, la risposta di politica monetaria della BCE comprenderà, ove opportuno e sulla base di un'attenta analisi di proporzionalità, un uso particolarmente deciso degli strumenti di politica monetaria. Inoltre, più in prossimità del limite inferiore effettivo, potrebbe rendersi necessario un uso più prolungato di questi strumenti. Ciò potrebbe anche comportare un periodo transitorio in cui l'inflazione è moderatamente superiore all'obiettivo.

## Il ruolo stabilizzante delle politiche di bilancio e di altre politiche

### **Le politiche di bilancio e di altra natura sono importanti per la stabilizzazione macroeconomica, soprattutto in prossimità del limite inferiore effettivo.**

Una politica di bilancio anticiclica richiede un'azione risoluta durante le grandi recessioni, ma richiede anche, elemento essenziale, la ricostituzione di riserve una volta che la ripresa dell'economia torna a essere salda, in modo da assicurare la sostenibilità del debito. Stabilizzando l'economia in periodi di grave recessione, assicurando nel contempo la sostenibilità del debito, anche la politica di bilancio

fornisce il suo miglior contributo alla stabilità dei prezzi. Contribuendo alla stabilizzazione macroeconomica, una politica di bilancio anticiclica amplifica l'efficacia della politica monetaria. Mentre in circostanze normali il ruolo di stabilizzazione della politica di bilancio può essere in larga misura ricondotto all'azione degli stabilizzatori automatici, le misure discrezionali di una politica di bilancio anticiclica sono importanti nei periodi di crisi e in particolare in prossimità del limite inferiore dei tassi di interesse. In primo luogo, l'esperienza maturata in seguito alla crisi finanziaria mondiale del 2008-2009, alla crisi del 2011-2012 nell'area dell'euro e alla pandemia mondiale nel 2020-2021 suggerisce che un'efficace stabilizzazione macroeconomica richiede una politica di bilancio e una politica monetaria che nei periodi di crisi si complementino. In secondo luogo, vi sono ampie evidenze empiriche secondo cui una politica di bilancio espansiva è particolarmente efficace quando i tassi di interesse sono prossimi al limite inferiore. Inoltre, le politiche di bilancio e strutturali possono sostenere la crescita della produttività e dell'offerta di lavoro, contribuendo a invertire la tendenza del tasso di interesse reale di equilibrio e quindi a creare margini di manovra per la politica monetaria. Infine, il completamento dell'UEM, compresa l'unione bancaria e l'unione dei mercati dei capitali, è essenziale per rafforzare la capacità dell'area dell'euro di assorbire gli shock.

### 3.3 Ulteriori considerazioni rilevanti per il perseguimento della stabilità dei prezzi

**Fatta salva la stabilità dei prezzi, nelle decisioni di politica monetaria il Consiglio direttivo tiene conto di altre considerazioni che rilevano per la conduzione della politica monetaria.** Sarà spesso necessario tenere conto di tali considerazioni per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Nel contempo, le misure di politica monetaria hanno un impatto sull'economia e sulle politiche economiche. Il Trattato richiede specificamente all'Eurosistema di sostenere le politiche economiche generali dell'Unione europea al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del Trattato sull'Unione europea. Tali obiettivi includono una crescita economica equilibrata, un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che miri alla piena occupazione e al progresso sociale, e un elevato livello di tutela e miglioramento della qualità dell'ambiente, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi. L'Eurosistema contribuisce altresì all'ordinata conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti per quanto riguarda la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario. Infine, l'Eurosistema agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse.

**Nel tenere conto di tali considerazioni, il Consiglio direttivo fonda la propria valutazione, in particolare, sulla rilevanza delle stesse per l'obiettivo primario della BCE e per la capacità della BCE di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione, al fine di contribuire al raggiungimento degli obiettivi dell'Unione.** Ad esempio, nell'adeguare i propri strumenti di politica monetaria, il Consiglio direttivo, laddove due configurazioni degli strumenti considerati siano in



pari misura favorevoli e non lesive della stabilità dei prezzi, sceglie la configurazione che sostiene al meglio le politiche economiche generali dell'Unione in relazione a crescita, occupazione e inclusione sociale, e che tutela la stabilità finanziaria e favorisce l'attenuazione dell'impatto dei cambiamenti climatici, con lo scopo di contribuire al conseguimento degli obiettivi dell'Unione.

## La complementarità della stabilità dei prezzi con una crescita economica equilibrata e la piena occupazione

**In larga misura, una crescita economica equilibrata, la piena occupazione e la stabilità dei prezzi costituiscono obiettivi tra loro coerenti.** Se le aspettative di inflazione a più lungo termine sono ancorate, l'inflazione si collocherà sul livello obiettivo se l'attività economica e l'occupazione si attestano sui propri livelli potenziali. L'orientamento a medio termine della strategia di politica monetaria della BCE tiene conto delle situazioni in cui l'inflazione, da un lato, e l'attività economica e l'occupazione, dall'altro, si muovono temporaneamente in direzioni differenti a causa di variazioni dal lato dell'offerta. Ad esempio, in presenza di uno shock negativo dal lato dell'offerta, il Consiglio direttivo potrebbe decidere di estendere l'orizzonte su cui l'inflazione deve tornare su livelli coerenti con la definizione dell'obiettivo al fine di evitare cali pronunciati nell'attività economica e nell'occupazione che, se persistenti, potrebbero a loro volta compromettere la stabilità dei prezzi nel medio termine. Una difficoltà pratica è la non osservabilità del prodotto potenziale e dell'occupazione di equilibrio, rispetto ai quali valutare l'attività e l'occupazione corrente. Su tale base, nel 2003 la BCE non si è impegnata con stime specifiche del prodotto potenziale o del tasso naturale di disoccupazione; analogamente, nell'ambito della valutazione attuale il Consiglio direttivo ha ritenuto importante esaminare una serie di stime e tener conto dell'incertezza, dell'eterogeneità e dei cambiamenti strutturali in atto che delineano le prospettive per l'attività economica e l'occupazione nell'area dell'euro e nei suoi paesi membri. Il Consiglio direttivo continuerà inoltre a valutare l'interazione bidirezionale tra distribuzione di reddito e ricchezza e politica monetaria.

## Tenere conto delle considerazioni relative alla stabilità finanziaria

**La stabilità finanziaria è un presupposto essenziale per la stabilità dei prezzi e viceversa.** In condizioni di tensione nei mercati finanziari, le misure di politica monetaria finalizzate al mantenimento della stabilità dei prezzi in genere contribuiscono a ripristinare la stabilità finanziaria, contrastando le disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria ed evitando effetti di retroazione negativi a livello macrofinanziario e fenomeni di deflazione del debito. In relazione all'accumularsi di rischi per la stabilità finanziaria, le politiche macroprudenziali e microprudenziali costituiscono la prima linea di difesa. In molti casi le politiche macroprudenziali e la politica monetaria sono complementari. Ad esempio, le politiche macroprudenziali che evitano l'accumulo di squilibri riducono la probabilità di crisi finanziarie future con effetti negativi sulla stabilità dei prezzi. La politica



monetaria può influire anche sui rischi per la stabilità finanziaria. In una direzione, l'orientamento accomodante della politica monetaria può ridurre il rischio di credito stimolando i livelli di attività e la dinamica dell'inflazione. Nella direzione opposta, l'orientamento accomodante della politica monetaria può incoraggiare l'accumulo di leva finanziaria o accrescere la sensibilità dei prezzi delle attività. Considerazioni simmetriche si applicano durante le fasi di inasprimento della politica monetaria.

**Alla luce dei rischi per la stabilità dei prezzi generati dalle crisi finanziarie, vi sono chiare motivazioni dal punto di vista concettuale affinché la BCE tenga conto nelle decisioni di politica monetaria delle implicazioni per la stabilità finanziaria.** Ciò riflette i limiti della politica macroprudenziale esistenti nelle varie fasi del ciclo finanziario, le interazioni fra politica macroprudenziale e politica monetaria e le possibili ripercussioni della politica monetaria sulla stabilità finanziaria. Nel contempo, è importante evitare l'errata percezione secondo cui la politica monetaria ha la responsabilità di garantire la stabilità finanziaria. Il Consiglio direttivo non attua politiche sistematiche di "leaning against the wind" (in cui l'orientamento della politica monetaria diviene sistematicamente più restrittivo quando un rischio sistemico si accumula) o di "cleaning" (in cui l'orientamento della politica monetaria diviene sistematicamente più accomodante quando un rischio sistemico si concretizza). Segue piuttosto un approccio flessibile nel tener conto delle considerazioni relative alla stabilità finanziaria. Qualsiasi reazione della politica monetaria ai timori per la stabilità finanziaria dipenderà dalle circostanze prevalenti e sarà guidata dalle implicazioni per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. A tal fine, la preparazione delle decisioni di politica monetaria sarà arricchita da ulteriori informazioni su valutazioni relative alla stabilità finanziaria, nel contesto della revisione del quadro analitico della BCE (cfr. la sezione 4).

## Tenere conto dell'impatto dei cambiamenti climatici

**Il Consiglio direttivo si impegna, nell'ambito del mandato della BCE, ad assicurare che l'Eurosistema tenga pienamente conto delle implicazioni dei cambiamenti climatici e della transizione in materia di emissioni di carbonio per la politica monetaria e l'attività di banca centrale.** Affrontare i cambiamenti climatici e la transizione in materia di emissioni di carbonio rappresenta una sfida importante a livello mondiale e una priorità per le politiche dell'Unione europea. Mentre i governi hanno la responsabilità primaria e gli strumenti per affrontare i cambiamenti climatici, il mandato della BCE stabilisce che la BCE valuti l'impatto dei cambiamenti climatici e integri ulteriormente le considerazioni relative al clima nel quadro delle proprie politiche, poiché i rischi fisici e di transizione connessi al cambiamento climatico hanno implicazioni sia per la stabilità dei prezzi, sia per la stabilità finanziaria, e influiscono sul valore e sul profilo di rischio delle attività detenute nel bilancio dell'Eurosistema. Qualsiasi azione deve sempre essere analizzata valutando in che misura essa condiziona la capacità del Consiglio direttivo di mantenere la stabilità dei prezzi.

**Il Consiglio direttivo si è impegnato a realizzare un ambizioso piano d'azione in materia di clima al fine di includere in misura maggiore le considerazioni**

#### **relative ai cambiamenti climatici nel quadro di riferimento della politica monetaria (cfr. il comunicato stampa).**

Il piano d'azione delinea i principali ambiti degli interventi in corso e pianificati dalla BCE allo scopo di riflettere in modo più sistematico le considerazioni relative ai cambiamenti climatici nelle proprie operazioni di politica monetaria. In primo luogo, la BCE migliorerà significativamente la propria capacità di modellizzazione analitica e macroeconomica e svilupperà indicatori statistici per promuovere la comprensione dell'impatto a livello macroeconomico delle politiche relative al clima e alla transizione riguardante le emissioni di carbonio. In secondo luogo, il Consiglio direttivo modificherà l'assetto operativo della politica monetaria in relazione alla divulgazione delle informazioni, alla valutazione dei rischi, agli acquisti delle attività del settore societario e al sistema delle garanzie.

## **4 Il quadro analitico integrato della BCE**

### **I cambiamenti strutturali pervasivi che hanno interessato l'economia e i sistemi finanziari mondiali e dell'area dell'euro a partire dal 2003 hanno comportato un costante aggiornamento degli strumenti analitici e del quadro di riferimento della BCE.**

I cambiamenti strutturali descritti nella Sezione 2 si sono riverberati sul potenziale di crescita dell'economia dell'area dell'euro, sul tasso di interesse reale di equilibrio, sul processo inflazionistico e sulla trasmissione della politica monetaria. Ciò ha richiesto che la BCE integrasse tali tendenze nella sua valutazione periodica e nel processo di preparazione della politica monetaria. Alla luce di tali cambiamenti, l'analisi economica e l'analisi monetaria sono evolute in diversi modi, che dovrebbero essere formalizzati all'interno del quadro analitico della BCE. I cambiamenti apportati all'analisi economica riflettono la disponibilità di nuove fonti di dati e di informazioni, nonché gli sviluppi nella modellizzazione e nei profili computazionali, l'importante ruolo svolto dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE nel delineare una panoramica delle prospettive a medio termine per l'attività economica e l'inflazione, nonché l'analisi più sistematica delle (variazioni delle) tendenze strutturali. L'analisi monetaria è passata dal suo ruolo principale, ossia individuare i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-più lungo periodo, a una maggiore enfasi sull'offerta di informazioni per la valutazione della trasmissione della politica monetaria. Questo passaggio riflette l'indebolimento del legame empirico tra aggregati monetari e inflazione, le disfunzioni nella trasmissione della politica monetaria durante la crisi finanziaria mondiale e l'ampliamento dello strumentario di politica monetaria della BCE.

### **Alla luce di tali cambiamenti, le decisioni di politica monetaria della BCE si baseranno su un quadro analitico integrato rivisto che mette insieme due analisi: l'analisi economica e l'analisi monetaria e finanziaria.**

Il quadro integrato tiene conto dei legami intrinseci tra le strutture sottostanti, gli shock e i processi di aggiustamento contemplati dalle rispettive analisi. Entrambe le analisi forniscono informazioni preziose e, quindi, contribuiscono congiuntamente a una valutazione esaustiva e affidabile delle prospettive e dei rischi per la stabilità dei prezzi su diversi orizzonti temporali. Il nuovo quadro sostituirà il precedente quadro analitico basato su due pilastri e interromperà la verifica incrociata delle informazioni desunte

dall'analisi monetaria con quelle derivanti dall'analisi economica. Per supportare l'analisi integrata saranno necessari ulteriori investimenti nello sviluppo degli strumenti di analisi, allo scopo di modellizzare e comprendere i legami macrofinanziari e le interazioni tra le misure di politica monetaria, la loro trasmissione all'economia e i loro effetti sulla stabilità del sistema finanziario.

**L'analisi economica si incentra sugli andamenti economici in termini reali e nominali.** Essa si basa sull'analisi degli *andamenti a breve termine* della crescita economica, dell'occupazione e dell'inflazione, sulla valutazione delle *determinanti degli shock* che colpiscono l'economia dell'area dell'euro, sulle *proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE* circa le principali variabili macroeconomiche su un orizzonte di medio periodo, nonché su una esaustiva *valutazione dei rischi* per la crescita economica e la stabilità dei prezzi. Debita enfasi sarà data all'*analisi periodica delle tendenze strutturali* e alle loro implicazioni per l'inflazione, il prodotto potenziale e il tasso di interesse reale di equilibrio; il ruolo e l'importanza delle *eterogeneità* e delle *non linearità*; il ricorso a dati granulari di recente pubblicazione, comprese *indagini sulle aspettative*, come ad esempio la nuova indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey).

**L'analisi monetaria e finanziaria si è riorientata in maniera significativa rispetto al riesame del 2003 in risposta alle sfide emerse durante e dopo la crisi finanziaria globale.** L'analisi monetaria e finanziaria attribuisce un ruolo importante all'esame degli indicatori monetari e finanziari, con particolare attenzione al funzionamento del *meccanismo di trasmissione della politica monetaria*, soprattutto attraverso i canali del credito, dei prestiti bancari, dell'assunzione di rischio e della determinazione dei prezzi delle attività. Tali valutazioni agevolano l'individuazione di possibili variazioni nella trasmissione (connesse ad esempio a fattori strutturali come l'aumento dell'intermediazione finanziaria non bancaria) o di disfunzioni nella trasmissione, dovute ad esempio a frammentazione o a tensioni sui mercati. L'analisi monetaria e finanziaria consente inoltre una valutazione più sistematica dell'*accumularsi di vulnerabilità e squilibri finanziari a più lungo termine* e delle loro possibili implicazioni per i rischi estremi per il prodotto e l'inflazione. Valuta inoltre la misura in cui le *misure macroprudenziali mitigano i possibili rischi per la stabilità finanziaria* che sono rilevanti dal punto di vista della politica monetaria. L'analisi monetaria e finanziaria riconosce quindi che la stabilità finanziaria è un presupposto fondamentale per la stabilità dei prezzi.

**Il quadro analitico integrato continuerà a tener conto delle informazioni desunte dagli aggregati monetari e creditizi.** Tali aggregati, unitamente ad altre variabili utilizzate per valutare il funzionamento della trasmissione monetaria e finanziaria, continueranno a essere pienamente inclusi nel nuovo quadro di riferimento, dando conto della loro rilevanza attuale per la valutazione dell'accumularsi di vulnerabilità e rischi per la stabilità dei prezzi. Inoltre, nell'ambito dell'analisi monetaria e finanziaria verrà periodicamente condotta una valutazione approfondita dell'interazione tra politica monetaria e stabilità finanziaria. Tale valutazione sarà esaminata nelle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, sulla base della "Financial Stability Review" e di altri documenti rilevanti.

## 5 La comunicazione delle decisioni di politica monetaria della BCE

**Nel tempo l'importanza della comunicazione di politica monetaria è aumentata considerevolmente. La comunicazione di politica monetaria è divenuta di per sé uno strumento di politica monetaria e le indicazioni prospettive (forward guidance) ne sono un esempio di particolare rilievo.** Tanto più la politica monetaria viene compresa, non solo da parte degli esperti ma anche da parte del pubblico, tanto più essa sarà efficace. La comunicazione, inoltre, svolge un ruolo fondamentale nell'assicurare che la BCE, in quanto banca centrale indipendente, assolva il proprio obbligo di rendere conto del proprio operato nei confronti del pubblico e preservi credibilità e legittimità. Una comunicazione coerente, chiara ed efficace, indirizzata a destinatari diversi, è pertanto essenziale e il Consiglio direttivo è impegnato a spiegare quanto più chiaramente possibile la sua strategia e le sue decisioni di politica monetaria a tutti i destinatari.

**Il Consiglio direttivo ha esaminato attentamente la comunicazione sequenziale delle proprie decisioni di politica monetaria, al fine di migliorare le informazioni fornite e la loro accessibilità da parte dei diversi destinatari.**

La comunicazione delle decisioni di politica monetaria continuerà a basarsi su quattro prodotti che hanno dimostrato la propria validità: il comunicato stampa, la dichiarazione introduttiva, che sarà rinominata "Dichiarazione di politica monetaria", il Bollettino economico e i resoconti di politica monetaria. La dichiarazione di politica monetaria sarà razionalizzata e resa più chiara. La struttura verrà adeguata, con particolare attenzione a una narrazione integrata, in linea con il nuovo quadro analitico delineato nella sezione 4. La dichiarazione non farà più riferimento alla nozione di verifica incrociata tra i pilastri, ma fornirà una narrazione della decisione di politica monetaria che si basa sulle informazioni provenienti dall'analisi economica, monetaria e finanziaria. I resoconti di politica monetaria, introdotti nel 2015, continueranno a fornire informazioni sull'intera gamma di temi presi in esame durante le deliberazioni di politica monetaria del Consiglio direttivo. Il Bollettino economico continuerà a fornire una visione d'insieme della situazione economica e un'analisi di questioni di attualità rilevanti per la politica monetaria. Verrà arricchito da analisi più approfondite su questioni monetarie e finanziarie e fornirà un aggiornamento periodico sulle valutazioni della BCE in materia di proporzionalità. Inoltre, verranno compiuti ulteriori sforzi per renderlo più comprensibile e coinvolgente. Questi prodotti saranno integrati da una versione delle comunicazioni di politica monetaria rivolta al pubblico generale, con più livelli di approfondimento e perfezionata dal punto di vista grafico.

**Il riesame della strategia della BCE ha fortemente beneficiato dei contributi ricevuti attraverso le attività di "ascolto" dell'Eurosistema.** Nel periodo del riesame l'Eurosistema ha organizzato numerosi eventi con la comunità accademica, le organizzazioni della società civile e il pubblico in senso ampio e ha anche intrattenuto scambi con i parlamenti nazionali e con il Parlamento europeo<sup>4</sup>. Inoltre, la BCE ha ricevuto circa 4.000 risposte a una serie di quesiti posti attraverso

<sup>4</sup> Cfr. la [relazione di sintesi sull'evento "La BCE ti ascolta"](#) e la [panoramica degli eventi tenuti dalle banche centrali nazionali](#).

il portale “La BCE ti ascolta”. Tutti questi contributi sono confluiti nelle decisioni del Consiglio direttivo nel contesto del riesame della strategia. Alcuni dei principali messaggi messi in evidenza includono l’effetto negativo dell’inflazione sulla vita quotidiana dei cittadini; l’incidenza considerevole del costo delle abitazioni sui livelli di inflazione percepiti dai cittadini; molti intervistati ritengono che la misura dell’inflazione debba tener conto più efficacemente dei costi delle abitazioni; preoccupazioni circa gli effetti collaterali delle politiche della BCE; esortazioni rivolte alla BCE affinché promuova la crescita economica e l’occupazione e contribuisca alla tutela dell’ambiente, senza travalicare il proprio mandato; l’opinione secondo cui le banche centrali devono spiegare meglio il proprio ruolo e utilizzare un linguaggio comprensibile ed esempi chiari per coinvolgere il pubblico in senso ampio. Il Consiglio direttivo intende rendere gli eventi di comunicazione una caratteristica strutturale dell’interazione dell’Eurosistema con il pubblico. Tali eventi futuri avranno sia una dimensione di “ascolto”, sia una dimensione di “spiegazione”, per dare modo al pubblico di comprendere la strategia di politica monetaria della BCE e le sue implicazioni.

## 6 Un ciclo di riesame periodico

**In un mondo in rapida evoluzione, la strategia di politica monetaria della BCE dovrà verosimilmente essere rivista e adeguata con maggiore regolarità.**

Sebbene cambiamenti di questo genere siano difficili da prevedere, fra i contesti in cui nei prossimi anni sono prevedibili sviluppi suscettibili di alterare il panorama economico e finanziario in cui opera la politica monetaria si annoverano: possibili progressi legati alla moneta digitale; miglioramenti nell’architettura dell’UEM; cambiamenti strutturali in atto nel sistema finanziario dell’area dell’euro, compreso il ruolo crescente dei soggetti non bancari; ulteriori shock economici o finanziari di rilievo per l’area dell’euro e/o le economie mondiali; ulteriori cambiamenti strutturali che influiscono sul processo inflazionistico, sul tasso di interesse reale di equilibrio o sul potenziale di crescita. In tale contesto, il Consiglio direttivo intende valutare con cadenza regolare l’adeguatezza della propria strategia di politica monetaria. La prossima valutazione è prevista per il 2025.

## 2 L'uso dell'apprendimento automatico e dei big data per analizzare il ciclo economico

a cura di Dominik Hirschbühl, Luca Onorante e Lorena Saiz

### 1 Introduzione

**I responsabili delle politiche assumono decisioni in tempo reale in base a informazioni incomplete sulla situazione economica corrente.** Per valutare lo stato dell'economia le banche centrali e gli analisti economici si affidano in larga misura alle statistiche ufficiali nonché a dati "soft" e alle indagini. Sebbene sia disponibile un'ampia gamma di dati convenzionali di elevata qualità, i dataset sono pubblicati con ritardi che vanno da pochi giorni o settimane a diversi mesi dopo il periodo di riferimento. Per tali motivi, le banche centrali stanno vagliando le modalità per sfruttare dati più tempestivi e utilizzare metodi più sofisticati per migliorare l'accuratezza nella previsione di variabili rilevanti per la conduzione delle politiche.

**Negli ultimi anni le istituzioni che svolgono attività di policy hanno iniziato a esplorare nuove fonti di dati e metodi statistici alternativi per la valutazione in tempo reale dell'attività economica.** Dopo la crisi finanziaria hanno intensificato l'impegno a utilizzare sistematicamente i dati micro e quelli ricavati dalle indagini ai fini di una stima più accurata delle variazioni dei consumi aggregati, degli investimenti e del mercato del lavoro. Parallelamente, i progressi tecnologici hanno consentito agli utenti di iniziare a esaminare fonti non convenzionali quali i dati testuali e le immagini di articoli di stampa, social media e Internet, insieme ai dati numerici provenienti dai dati sui pagamenti. Inoltre, sono attualmente disponibili metodi statistici alternativi, come gli alberi di regressione, le reti neurali e le macchine a vettori di supporto, che possono contribuire a sfruttare appieno le indicazioni potenziali ricavabili da tali fonti di dati.

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha accelerato questa tendenza.**

La crisi collegata alla pandemia ha mostrato che i "big data" possono fornire segnali tempestivi sullo stato dell'economia e contribuire a tenere traccia dell'andamento dell'attività economica insieme ai dati più tradizionali. Ai big data si fa solitamente riferimento con la formula delle "Tre V" poiché sono considerati dati caratterizzati da elevati livelli di volume, velocità e varietà<sup>1</sup>. Il volume elevato è dovuto alle massicce quantità di dati generati a seguito del proliferare di dispositivi, servizi e interazione umana. L'alta velocità si riferisce alla rapidità con cui i dati vengono creati ed elaborati. La grande varietà è connessa all'ampia gamma e complessità delle fonti e della tipologia dei dati<sup>2</sup>. I big data hanno il vantaggio di essere disponibili ad alta frequenza; tuttavia, spesso sono relativamente destrutturati e, per definizione, sono

<sup>1</sup> Sebbene negli ultimi anni siano state aggiunte altre "V" all'elenco, queste ultime non sono universalmente accettate poiché è difficile quantificarle (ad esempio "veridicità", ossia attendibilità dei dati e "valore", inteso come possibile apporto dei big data in termini di valore sociale o economico).

<sup>2</sup> Cfr. Hammer, C., Kostroch, D.C. e Quirós-Romero, G., "Big Data: Potential, Challenges and Statistical Implications", *Staff Discussion Notes*, vol. 2017, n. 006, Fondo monetario internazionale, 2017.

di grandi dimensioni. Ciò pone diversi problemi ai modelli econometrici tradizionali. Alcuni di questi possono essere risolti grazie all'applicazione di algoritmi di apprendimento automatico (machine learning, ML), che hanno anche il beneficio di cogliere, potenzialmente, relazioni non lineari complesse. Sebbene non vi sia un'unica definizione di apprendimento automatico, il concetto di fondo è che i computer (le macchine) sono in grado di imparare dai dati precedenti, individuare andamenti generali – spesso caratterizzati da relazioni non lineari – e fare previsioni utilizzando algoritmi che colgono tali andamenti. L'apprendimento automatico è pertanto un sottoinsieme dell'intelligenza artificiale e gran parte dei suoi metodi si basa in larga misura su concetti derivanti dalle discipline statistiche e dalla teoria dell'apprendimento statistico<sup>3</sup>.

**Il presente articolo esamina il modo in cui le istituzioni che svolgono attività di policy, come gli organismi internazionali e le banche centrali, utilizzano i big data e/o i metodi di apprendimento automatico per analizzare il ciclo economico.** In particolare, tali nuove fonti di dati e nuovi strumenti sono utilizzati per migliorare la stima del valore corrente e le previsioni a breve termine del PIL in termini reali. Sono inoltre impiegati per acquisire indicazioni utili a valutare gli andamenti ciclici e costruire narrazioni. Si forniscono alcuni esempi illustrativi.

**Il presente articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 passa in rassegna le principali fonti di big data che le banche centrali e gli altri organismi responsabili delle politiche hanno esaminato negli ultimi anni ai fini dell'analisi del ciclo economico. Essa fornisce una panoramica della letteratura esistente, comprendendo anche due esempi di come i big data sono stati utilizzati per monitorare gli andamenti dell'attività economica e del mercato del lavoro durante la pandemia. La sezione 3 esamina i principali vantaggi dei metodi di ML nella gestione dei big data e nell'analisi del ciclo economico. Tale sezione include due esempi che utilizzano articoli di giornali per costruire misure del clima di fiducia e dell'incertezza relativa alla politica economica. La sezione 4 presenta le principali conclusioni e discute le opportunità e le sfide che le banche centrali devono affrontare quando utilizzano l'apprendimento automatico e i big data.

## 2 In che modo i big data contribuiscono alla valutazione dello stato attuale dell'economia?

**Negli ultimi tempi gli organismi che svolgono attività di policy hanno iniziato a incorporare big data strutturati e non strutturati nella propria analisi economica.** I big data possono essere strutturati, come quelli raccolti in grandi dataset finanziari che possono essere incrociati con i bilanci societari, oppure non strutturati. Questi ultimi includono dati su vasta scala e quasi in tempo reale desunti da Internet (ad esempio i volumi di dati relativi alle ricerche online, i dati ricavati da social network come Twitter e Facebook, gli articoli di giornali) e dati di grande

---

<sup>3</sup> L'intelligenza artificiale può essere definita come la disciplina informatica incentrata sullo sviluppo di macchine che simulano le funzioni cognitive umane quali l'apprendimento o la capacità di risolvere i problemi.



volume provenienti da fonti non ufficiali (ad esempio dalle piattaforme di negoziazione e dai sistemi di pagamento o da tecnologie basate su sistemi GPS).

**I dati strutturati, come quelli provenienti dalle transazioni finanziarie e di pagamento, possono fornire informazioni essenziali in tempo reale per la valutazione dei consumi aggregati e dell'attività economica.** Con l'aumento dell'utilizzo di carte di credito e di debito per l'acquisto di beni e servizi, i dati sottostanti alle operazioni finanziarie hanno fornito informazioni utili per monitorare i consumi e l'attività economica. Al contempo, i dati sui pagamenti si rendono disponibili tempestivamente e sono soggetti a poche revisioni in quanto registrazioni finanziarie. Le banche centrali avevano già iniziato a considerare questi dati come una preziosa fonte di informazioni prima dell'insorgere della pandemia. Alcune analisi basate su dati relativi a Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo e Spagna, tra gli altri, rilevano che i dati sui sistemi di pagamento al dettaglio (ossia i pagamenti con carte di credito e di debito presso i punti vendita e i prelievi bancomat) hanno contribuito alle previsioni su vendite al dettaglio, consumi privati (soprattutto di beni non durevoli) e persino sul PIL in termini reali nella precedente fase espansiva<sup>4</sup>. Per l'Italia sono stati segnalati alcuni miglioramenti nell'accuratezza delle previsioni quando nei modelli di stima del valore corrente del PIL sono state incluse informazioni provenienti da pagamenti fortemente aggregati ma di importo elevato (ad esempio Target2)<sup>5</sup>.

**Per quanto riguarda i big data non strutturati, l'uso di dati testuali tratti dai giornali per comprendere e prevedere il ciclo economico è aumentato significativamente negli ultimi anni.** Nell'analisi del ciclo economico sono stati utilizzati dati testuali provenienti da giornali e social media al fine di costruire misure approssimative di variabili non osservabili, quali il "clima di fiducia" o l'"incertezza", probabilmente collegate alle fluttuazioni macroeconomiche. Tali approssimazioni sono ricavabili a costi relativamente bassi (a differenza delle costose misure basate sulle indagini) e tempestivamente (ad esempio con cadenza giornaliera) utilizzando metodi automatici di elaborazione del linguaggio naturale. Ad esempio, gli indicatori del clima di fiducia basati sulle notizie possono fungere da indicatori preventivi delle crisi finanziarie<sup>6</sup>. Gli indici del clima di fiducia e dell'incertezza relativa alla politica economica basati su articoli di giornali per l'Italia e la Spagna si sono dimostrati utili a monitorare l'attività economica in tempo reale e a stimare il valore corrente

---

<sup>4</sup> Per i Paesi Bassi, cfr. Verbaan, R., Bolt, W. e van der Cruysen, C., "Using debit card payments data for nowcasting Dutch household consumption", *DNB Working Papers*, n. 571, De Nederlandsche Bank, 2017. Per la Spagna, cfr. Conesa, C., Gambacorta, L., Gorjon, S. e Lombardi, M.J., "The use of payment systems data as early indicators of economic activity", *Applied Economics Letters*, vol. 22, n. 8, 2015, pagg. 646-650. Per il Portogallo, cfr. Esteves, P., "Are ATM/POS data relevant when nowcasting private consumption?", *Working Paper*, n. 25/2009, Banco de Portugal, 2009. Per la Norvegia, cfr. Aastveit, K.A., Fastbø, T.M., Granziera, E., Paulsen, K.S. e Torstensen, K.N., "Nowcasting Norwegian household consumption with debit card transaction data", *Working Paper*, n. 17/2020, Norges Bank, 2020.

<sup>5</sup> Per l'Italia, cfr. Aprigliano, V., Ardizzi, G. e Monteforte, L., "Using Payment System Data to Forecast Economic Activity", *International Journal of Central Banking*, vol. 15, n. 4, ottobre 2019, pagg. 55-80.

<sup>6</sup> Cfr. Huang, C., Simpson, S., Ulybina, D. e Roitman, A., "News-based Sentiment Indicators", *IMF Working Paper*, vol. 2019, n. 273, Fondo monetario internazionale, 2019.



del PIL<sup>7</sup>. Analogamente, in Belgio il clima di fiducia medio giornaliero ricavato dai media economici si è rivelato utile per stimare il clima di fiducia attuale dei consumatori basato sulle indagini<sup>8</sup>. La BCE ha utilizzato dati provenienti dalla stampa per ottenere indicatori giornalieri del clima di fiducia relativi ai quattro principali paesi dell'area dell'euro e all'area nel suo insieme. Tali indicatori evidenziano una elevata correlazione con gli indicatori del clima di fiducia basati sulle indagini e il PIL in termini reali; si ritiene inoltre che siano utili per stimare il valore corrente del PIL, soprattutto all'inizio del trimestre, quando non sono ancora disponibili gli indicatori più tradizionali (ad esempio le indagini) relativi al trimestre corrente (cfr. il riquadro 3 nella sezione 3). Inoltre, per lo stesso gruppo di paesi sono stati stimati gli indici di incertezza relativi alla politica economica. I metodi di apprendimento automatico utilizzati consentono altresì di scomporre l'incertezza in sottocomponenti che segnalano le fonti principali (cfr. il riquadro 4 nella sezione 3).

**Analogamente, i dati sulle ricerche in Internet hanno iniziato a essere impiegati anche nei modelli di previsione a breve termine.** Diversi studi dell'Eurosistema dimostrano che le ricerche online possono fornire informazioni sulle future decisioni di consumo. Fra gli esempi recenti figurano l'analisi che collega i dati delle ricerche effettuate sul motore di ricerca Google alle vendite di autovetture nell'area dell'euro, l'uso dei dati delle stesse ricerche per migliorare il modello della stima corrente del PIL in Germania e l'analisi che si avvale di indicatori sintetici basati sulle ricerche su Google per la previsione dei consumi privati in Spagna. Per l'area dell'euro nel suo complesso, i dati tratti da Google forniscono informazioni utili per la stima del PIL corrente in mancanza di informazioni macroeconomiche (ossia nelle prime quattro settimane del trimestre), ma non appena si rendono disponibili i dati ufficiali relativi al trimestre corrente, il loro potere relativo di previsione dei valori attuali diminuisce<sup>9</sup>.

**I dati basati su Internet possono inoltre contribuire a una stima del grado di saturazione dei mercati del lavoro e immobiliare.** L'analisi riguardante il mercato del lavoro statunitense indica che l'inclusione di indicatori relativi alle ricerche di un lavoro basati sul motore di ricerca Google migliora l'accuratezza delle previsioni sulla disoccupazione, in particolare sull'orizzonte a medio termine (ossia da tre a dodici

---

<sup>7</sup> Per l'Italia, cfr. Aprigliano, V., Emiliozzi, S., Guaitoli, G., Luciani, A., Marcucci, J. and Monteforte, L., "The power of text-based indicators in forecasting the Italian economic activity", *Working Papers*, n. 1321, Banca d'Italia, 2021. Per la Spagna, cfr. Aguilar, P., Ghirelli, C., Pacce, M. e Urtasun, A., "Can news help measure economic sentiment? An application in COVID-19 times", *Economics Letters*, vol. 199, 2021, e Ghirelli, C., Pérez, J.J. e Urtasun, A., "A new economic policy uncertainty index for Spain", *Economics Letters*, vol. 182, 2019, pagg. 64-67.

<sup>8</sup> Cfr. Algaba, A., Borms, S., Boudt, K. e Verbeken, B., "Daily news sentiment and monthly surveys: A mixed-frequency dynamic factor model for nowcasting consumer confidence", *Working Paper Research*, n. 396, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2021.

<sup>9</sup> Per una stima corrente delle vendite di autovetture nell'area dell'euro, cfr. Nymand-Andersen, P. e Pantelidis, E., "Google econometrics: nowcasting euro area car sales and big data quality requirements", *Statistics Paper Series*, n. 30, BCE, 2018. Per la stima corrente dei consumi privati in Spagna, cfr. Gil, M., Pérez, J.J., Sanchez Fuentes, A.J. e Urtasun, A., "Nowcasting Private Consumption: Traditional Indicators, Uncertainty Measures, Credit Cards and Some Internet Data", *Working Paper*, n. 1842, Banco de España, 2018. Per una stima corrente del PIL tedesco, cfr. Götz, T.B. e Knetsch, T.A., "Google data in bridge equation models for GDP", *International Journal of Forecasting*, vol. 35, n. 1, gennaio-marzo 2019, pagg. 45-66. Per la stima corrente del PIL dell'area dell'euro, cfr. Ferrara, L. e Simoni, A., "When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage", *Working Paper*, n. 717, Banque de France, 2019.

mesi)<sup>10</sup>. Negli ultimi tempi, è stata costruita nell'area dell'euro, per l'economia irlandese, una misura del grado di saturazione del mercato del lavoro basata sul numero di click effettuati sulle offerte di lavoro<sup>11</sup>. Per quanto riguarda il mercato immobiliare, un'analisi relativa all'Italia ha rilevato che le metriche basate su dati ottenuti tramite web-scraping da un portale di servizi immobiliari online possono costituire un indicatore anticipatore dei prezzi delle abitazioni<sup>12</sup>. Durante la pandemia, le ricerche condotte su Google su argomenti inerenti le misure di integrazione salariale e i licenziamenti hanno fornito alcune prime indicazioni sul forte impatto della pandemia e delle relative misure di politica economica. Inoltre, i dati online sulle offerte di lavoro e sulle assunzioni nell'area dell'euro hanno integrato le statistiche ufficiali (cfr. il riquadro 1).

## Riquadro 1

### Il monitoraggio degli andamenti del mercato del lavoro durante la pandemia

---

a cura di Vasco Botelho e Agostino Consolo

Il presente riquadro mostra come i dati ad alta frequenza sulle assunzioni siano stati utili per monitorare gli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia. La crisi causata dal COVID-19 ha avuto un forte impatto al ribasso sul numero di assunzioni nel mercato del lavoro dell'area dell'euro. Le misure di chiusura (lockdown) e di contenimento hanno ridotto la domanda di lavoro e scoraggiato le attività di ricerca di alcuni lavoratori che hanno perso il lavoro ritrovandosi inattivi<sup>13</sup>. Inoltre, sia l'accresciuta incertezza macroeconomica durante la crisi del COVID-19, sia l'ampio ricorso alle misure di integrazione salariale hanno ulteriormente ridotto gli incentivi ad assumere per le imprese, sebbene per ragioni diverse. Tale maggiore incertezza ha incoraggiato le imprese a ridurre i costi operativi e a rinviare eventuali piani di espansione delle forze di lavoro. Per contro, le misure di integrazione salariale hanno sostenuto l'occupazione e tutelato i posti di lavoro, incentivando così il mantenimento dei livelli occupazionali e consentendo alle imprese di evitare elevati costi di riassunzione alla ripresa dell'espansione economica<sup>14</sup>.

Il tasso di assunzione fornito da LinkedIn integra le informazioni ricavabili dai dati statistici ufficiali, fornendo un indicatore tempestivo ad alta frequenza sulle assunzioni lorde nell'area dell'euro durante la pandemia<sup>15</sup>. Le assunzioni nell'area dell'euro sono osservabili solo in maniera imperfetta nei dati statistici ufficiali, analizzando le transizioni fra lo stato di occupazione e non occupazione.

---

<sup>10</sup> Cfr. D'Amuri, F. e Marcucci, J., "The predictive power of Google searches in forecasting US unemployment", *International Journal of Forecasting*, vol. 33, n. 4, ottobre-dicembre 2017, pagg. 801-816.

<sup>11</sup> Inoltre, è stato dimostrato che i dati sulle offerte di lavoro online possono fornire informazioni dettagliate sulle competenze più richieste dai datori di lavoro nonché sulle posizioni e le retribuzioni più cercate dai lavoratori. Cfr. Adrjan, P. e Lydon, R., "Clicks and jobs: measuring labour market tightness using online data," *Economic Letters*, vol. 6, 2019, Central Bank of Ireland, 2019.

<sup>12</sup> Cfr. Loberto, M., Luciani, A. e Pangallo, M., "The potential of big housing data: an application to the Italian real-estate market", *Working Papers*, n. 1171, Banca d'Italia, 2018.

<sup>13</sup> Per una valutazione approfondita dell'impatto della pandemia sul mercato del lavoro dell'area dell'euro, 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>14</sup> Il mantenimento dei livelli occupazionali può essere definito come la parte del fattore lavoro che non è 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, dopo una fase recessiva.

<sup>15</sup> Per una stima iniziale dell'impatto della pandemia sul mercato del lavoro dell'area dell'euro tramite l'uso di dati ad alta frequenza e del tasso di assunzione fornito da LinkedIn, cfr. il riquadro *Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

Quando si utilizzano dati ufficiali per stimare le politiche di assunzione nell'area dell'euro, emergono due principali motivi di cautela. In primo luogo, i dati ufficiali non sono molto tempestivi, poiché in genere diventano disponibili solo due trimestri più tardi. In secondo luogo, tali dati consentono solo di quantificare i flussi netti dell'occupazione (in entrata o in uscita) e non forniscono nessuna informazione sulle transizioni da un posto di lavoro a un altro<sup>16</sup>. Il tasso di assunzione fornito da LinkedIn offre un segnale più tempestivo ad alta frequenza, in grado di fornire informazioni sul numero di assunzioni nell'area dell'euro. Esso incorpora dati ad alta frequenza sulle assunzioni lorde, che individuano sia i passaggi da uno stato di non occupazione a uno stato di occupazione, sia le transizioni da un impiego a un altro.

Il tasso di assunzione standardizzato fornito da LinkedIn è dapprima calcolato per ciascuno dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (Francia, Germania, Italia e Spagna, AE-4) filtrando gli andamenti stagionali e le tendenze artificiali specifiche per paese relative all'andamento sul mercato di LinkedIn. Le informazioni relative ai paesi AE-4 sono aggregate come media ponderata dei tassi di assunzione standardizzati per paese e utilizzano l'occupazione come ponderazione. Il tasso di assunzione dell'AE-4 è diminuito significativamente all'inizio della pandemia, per poi recuperare nella seconda metà del 2020 (cfr. il pannello a) del grafico A). Dopo essersi attestato su un livello superiore di circa il 6 per cento rispetto alla media nei primi due mesi del 2020, ad aprile dello stesso anno è sceso improvvisamente a un livello inferiore del 63 per cento rispetto alla media dopo l'inizio della crisi del COVID-19 e ha segnato quindi un lento recupero, superando il suo livello medio a novembre 2020. È quindi tornato al di sotto della media a gennaio 2021, quando sono state imposte misure di chiusura più stringenti, per poi recuperare di nuovo terreno. È interessante notare che durante la pandemia il calo del numero di assunzioni ha registrato un andamento parallelo all'aumento delle misure di integrazione salariale. Ad aprile 2021 il tasso standardizzato di assunzione era superiore del 14 per cento rispetto alla media dell'aggregato AE-4.

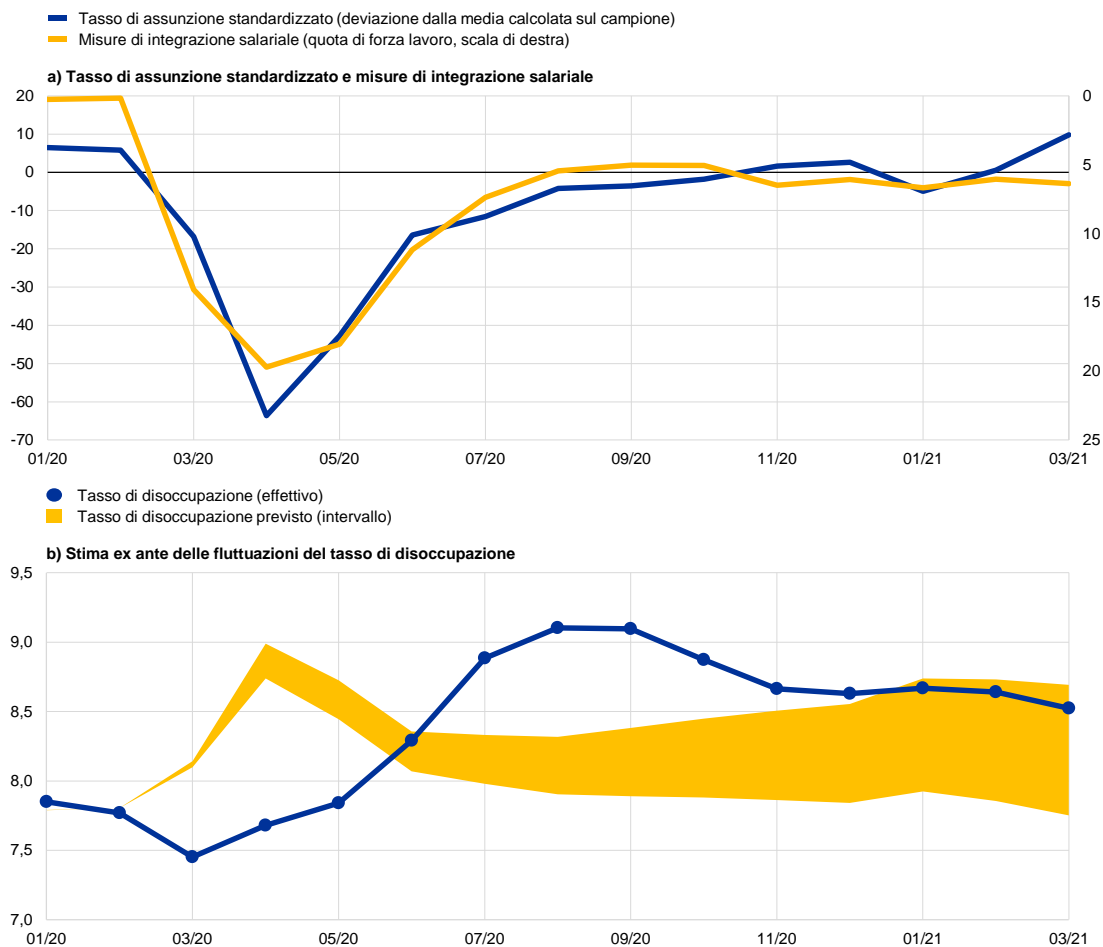
---

<sup>16</sup> Le transizioni da uno stato di occupazione a un altro raccolgono informazioni sia sulle transizioni da un impiego a un altro, sia sui lavoratori che non hanno cambiato impiego durante lo stesso periodo (la stragrande maggioranza). Tuttavia, le transizioni tra posti di lavoro sono importanti per l'aggiustamento del mercato del lavoro poiché contribuiscono positivamente alla crescita dei salari nominali. Cfr. Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Şahin, A. e Schuh, R., "Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations over the Business Cycle?", *American Economic Review*, vol. 107, n. 5, pagg. 353-357, 2017, in cui si evidenzia questo risultato con riferimento agli Stati Uniti, e Berson, C., De Philippis, M. e Viviano, E., "Job-to-job flows and wage dynamics in France and Italy", *Questioni di economia e finanza*, n. 563, Banca d'Italia, 2020, in cui si individua un risultato simile per la Francia e l'Italia, sebbene in misura minore.

## Grafico A

### Monitoraggio del mercato del lavoro dell'AE-4 con l'uso di dati ad alta frequenza

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, LinkedIn, Istituto tedesco per la ricerca sull'occupazione (IAB), ifo Institute, Ministero del lavoro, dell'occupazione e dell'inclusione economica francese, Istituto nazionale di previdenza sociale italiano (INPS), Ministero spagnolo dell'inclusione, della previdenza sociale e dell'immigrazione ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il tasso di assunzione è calcolato come percentuale dei membri di LinkedIn che hanno iniziato un'attività lavorativa in un dato mese e hanno aggiunto un nuovo datore di lavoro al proprio profilo nello stesso mese, diviso per il numero totale di membri di LinkedIn in quel dato paese. Per correggere le tendenze artificiali correlate all'andamento di mercato della piattaforma e gli andamenti stagionali e i picchi dovuti a date di calendario specifiche, sono stati filtrati, per ciascun paese, gli effetti di una serie di variabili dummy mensili e un trend lineare annuale sul tasso di assunzione. Ciò consente di esprimere il tasso di assunzione standardizzato stimato come deviazione percentuale dalla media del campione. La previsione del tasso di disoccupazione mensile fa seguito al riquadro *Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino, a partire da gennaio 2020, e pertanto implica che l'intervallo delle previsioni plausibili per il tasso di disoccupazione nel periodo 2020-2021 dipenda dal tasso di disoccupazione di dicembre 2019.

Le informazioni ad alta frequenza fornite dal tasso di assunzione possono anche essere utilizzate per stimare le oscillazioni del tasso di disoccupazione durante la pandemia. Facendo seguito al riquadro *Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino, viene condotto un esercizio previsivo che collega le informazioni ad alta frequenza del tasso di assunzione fornite da LinkedIn ai tassi di avviamento al lavoro e utilizza l'andamento implicito di questi ultimi come approssimazione del tasso di disoccupazione in condizioni di equilibrio, a un determinato momento. Tale valore viene poi utilizzato per prevedere le

oscillazioni del tasso di disoccupazione durante la pandemia<sup>17</sup>. Si confrontano quindi le oscillazioni del tasso di disoccupazione osservate a partire da marzo 2020 con quelle implicite contenute nelle informazioni ad alta frequenza all'interno del tasso di assunzione standardizzato per l'aggregato AE-4.

La previsione del tasso di disoccupazione che utilizza il tasso di assunzione ad alta frequenza fornisce un segnale anticipato dell'aumento del tasso di disoccupazione per l'aggregato AE-4. Il pannello b) del grafico A confronta il tasso di disoccupazione effettivo con la previsione condizionata ex ante del tasso di disoccupazione che utilizza il tasso di assunzione ad alta frequenza e si basa sul tasso di disoccupazione di dicembre 2019. Il picco del segnale anticipatore del tasso di disoccupazione previsto ad aprile 2020, pari all'8,8 per cento, è di entità comparabile al picco del tasso di disoccupazione effettivo, pari al 9,1 per cento, segnato ad agosto 2020. Più di recente, a marzo 2021 il tasso di disoccupazione effettivo dell'aggregato AE-4 era pari all'8,5 per cento, all'interno del plausibile intervallo compreso tra il 7,8 e l'8,7 per cento previsto utilizzando il tasso di assunzione ad alta frequenza. Il picco anticipatore del tasso di disoccupazione previsto è stato determinato dalla contrazione del tasso di assunzione ad alta frequenza, che ha rispecchiato il blocco delle assunzioni in seguito all'ampio ricorso alle misure di integrazione salariale, e ha consentito alle cessazioni di rimanere sostanzialmente costanti nel periodo iniziale della pandemia. Per contro, gran parte delle recenti variazioni del tasso di disoccupazione (compresa la sua stabilizzazione) sono riconducibili a un aumento del tasso di cessazione.

---

**L'esperienza acquisita con i dati strutturati e non strutturati prima della pandemia ha consentito il rapido ricorso a modelli in grado di agevolare la valutazione in tempo reale della situazione economica durante la pandemia.**

In particolare, tali dati sono stati impiegati per valutare il grado di capacità produttiva inutilizzata nel mercato del lavoro e per misurare il calo dell'attività economica, sia dal punto di vista dell'offerta, sia della domanda. In questo periodo di improvvise turbative economiche, dati ad alta frequenza alternativi, come i consumi elettrici, i pagamenti con carte, le offerte di lavoro, le statistiche sulla qualità dell'aria e sulla mobilità sono stati cruciali al fine di ottenere una panoramica tempestiva dell'impatto della pandemia e delle relative misure di contenimento sulla situazione economica, settimane prima della diffusione dei dati effettivi e di quelli ricavati dalle indagini. I dati sui pagamenti sono stati fondamentali per comprendere gli andamenti dei consumi privati, che rappresentano una delle componenti della domanda più

---

<sup>17</sup> Analogamente, vengono elaborati diversi profili per il tasso di disoccupazione previsto sulla base dei coefficienti di lungo periodo stimati per i tassi di avviamento al lavoro e per le ipotesi alla base dei tassi di cessazione dei rapporti di lavoro. Relativamente a questi ultimi, prendiamo in considerazione due scenari: a) nessuna variazione rispetto al quarto trimestre del 2019 e b) un aumento mensile dei tassi di separazione comparabile alla metà di quello osservato durante il mese medio nel periodo della crisi finanziaria mondiale. Questa è un'importante avvertenza nel presente esercizio. I tassi di cessazione hanno risentito anche del significativo sostegno fornito dalle politiche economiche a favore sia delle imprese sia dei lavoratori, compreso l'ampio ricorso a misure di integrazione salariale. In quanto tale, l'impatto che una riduzione del sostegno offerto dalle politiche economiche potrebbe avere sul tasso di separazione e sul tasso di disoccupazione, con la ripresa dell'attività economica, richiede un'analisi più approfondita.

gravemente colpite dalla crisi<sup>18</sup>. Il consumo di input essenziali quali l'elettricità, il gas e il carburante è stato utilizzato come approssimazione della produzione in alcuni settori. È stato particolarmente importante anche comprendere in modo tempestivo gli andamenti nel settore dei servizi, con particolare attenzione alle piccole imprese in alcune attività di tale settore, come il turismo, che hanno subito le conseguenze peggiori della crisi. Le informazioni ad alta frequenza disponibili per questi settori hanno fatto riferimento principalmente alle vendite (ad esempio nelle dichiarazioni fiscali e nei pagamenti con carte), alle prenotazioni online e alle ricerche su Google. Altri indicatori, quali il trasporto di merci, il numero di voli e la qualità dell'aria, hanno fornito approssimazioni in forma grezza dell'attività economica.

**Un modo efficace per sintetizzare le informazioni desunte da una serie di indicatori ad alta frequenza consiste nell'uso di strumenti di tracciamento, o indici, dell'attività economica.** Il riquadro 2 offre un esempio di indice economico settimanale di attività nell'area dell'euro elaborato dalla BCE. Analogamente, il Centro comune di ricerca e la Direzione generale per gli Affari economici e finanziari della Commissione europea hanno monitorato la crisi generata dal COVID-19 mediante l'impiego combinato di indicatori macroeconomici tradizionali e un elevato numero di indicatori non convenzionali, in tempo reale ed estremamente eterogenei, riferiti alle quattro maggiori economie dell'area dell'euro<sup>19</sup>. Hanno messo a punto uno strumentario che incorpora una serie di modelli diversi, lineari e non lineari, e numerosi metodi di apprendimento automatico, al fine di sfruttare l'ampia gamma di indicatori presenti nella serie di dati per la stima del valore corrente del PIL. Le previsioni del PIL sono prodotte dapprima stimando l'intera serie di modelli (migliaia) a cui viene poi applicato un processo di selezione automatica finalizzato a ottenere una media delle previsioni e a produrne una riassuntiva finale.

## Riquadro 2

### Un indice economico settimanale di attività per l'area dell'euro

a cura di Gabriel Pérez-Quirós e Lorena Saiz

Dall'inizio della pandemia molte banche centrali e istituzioni internazionali hanno sviluppato degli indici economici sperimentali giornalieri o settimanali di attività, ottenuti combinando vari indicatori ad alta frequenza<sup>20</sup>. Ad esempio il Weekly Economic Index (WEI), l'indice economico settimanale della Federal Reserve Bank of New York, combina sette indicatori settimanali dell'economia

<sup>18</sup> Ad esempio, Carvalho et al. hanno impiegato i dati degli acquisti con carte di credito per monitorare l'impatto della pandemia sui consumi in Spagna. Ne sono emerse notevoli variazioni in termini di consumi a seguito dell'imposizione e dell'allentamento dei provvedimenti di chiusura (lockdown), sia a livello nazionale, sia regionale, in particolare per quanto concerne il paniere dei beni delle famiglie a basso reddito. Cfr. Carvalho, V.M., Hansen, S., Ortiz, Á., García, J.R., Rodrigo, T., Rodriguez Mora, S. e Ruiz, J., "Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data", *CEPR Discussion Papers*, n. 14642, Centre for Economic Policy Research, 2020.

<sup>19</sup> Tra tali indicatori rientrano, in particolare: ricerche su Google, visualizzazioni di pagine di Wikipedia, indicatori della qualità dell'aria (perché l'inquinamento rappresenta un indicatore dell'attività), microdati sul trasporto aereo, indicatori basati sulle notizie relative a temi quali l'economia, la disoccupazione e l'inflazione, indicatori della fiducia basati sulle notizie, prezzi dell'elettricità e consumi corretti per le condizioni meteorologiche, indicatori desunti dai dati di Airbnb, indicatori di mobilità desunti da dati della telefonia mobile, indicatori di mobilità desunti da Google e dati sui pedaggi del traffico pesante.

<sup>20</sup> Molti studi sono stati presentati al seminario "Tracking the economy with high-frequency data" tenutosi il 16 ottobre 2020 presso la BCE.

statunitense<sup>21</sup>. Sulla base di una metodologia simile, l'indice settimanale di attività (weekly activity index, WAI) pubblicato dalla Deutsche Bundesbank per l'economia tedesca, combina nove indicatori settimanali, includendo altresì la produzione industriale mensile e il PIL trimestrale<sup>22</sup>. Inoltre, l'OCSE ha sviluppato un indice settimanale di attività per diversi paesi basato sui dati desunti da Google Trends<sup>23</sup>.

Sebbene questi indicatori destino interesse, il loro sviluppo presenta tre importanti difficoltà tecniche. In primo luogo, il breve intervallo di tempo disponibile per i dati ad alta frequenza li rende meno affidabili per stabilire relazioni econometriche che si dimostrino stabili nel tempo, rispetto alle lunghe serie temporali degli indicatori economici mensili<sup>24</sup>. In secondo luogo, gli indicatori ad alta frequenza contengono molto rumore, mostrano andamenti stagionali complessi e, in taluni casi, potrebbero essere soggetti a revisioni frequenti dei dati. Nelle circostanze eccezionali che hanno caratterizzato la crisi legata al COVID-19, tali indicatori hanno fornito molte informazioni, con un elevato rapporto segnale-rumore (signal-to-noise ratio), ma in circostanze normali è lecito domandarsi se essi non aggiungano soltanto rumore al segnale già attendibile ottenuto dagli indicatori mensili standard<sup>25</sup>. In terzo luogo, la procedura per la selezione degli indicatori non è stata standardizzata. Finora la maggior parte degli studi si è basata su indicatori ad alta frequenza già disponibili per ciascuna economia. L'assenza di procedure di selezione armonizzate riduce l'ampiezza delle informazioni ricavate dagli studi cross-section e accentua il problema di rappresentatività sopra richiamato.

Nell'indice economico settimanale di attività per l'area dell'euro proposto nel presente riquadro tali questioni tecniche sono affrontate combinando degli indicatori mensili affidabili, che storicamente hanno dimostrato una buona capacità predittiva, con degli indicatori ad alta frequenza (non standard) tempestivi. Gli indicatori sono stati selezionati in base a diversi criteri: a) disponibilità di una serie storica di adeguata lunghezza (almeno tre anni), b) assenza di eccessivo rumore e c) significatività statistica e importanza economica del peso dell'indicatore rispetto all'aggregato che li combina tutti (nel caso dell'indicatore illustrato in questa sede una componente principale)<sup>26</sup>.

La struttura dell'indice si basa sul metodo dell'analisi delle componenti principali con dati non bilanciati, come descritto da Stock e Watson<sup>27</sup>. Innanzitutto si calcola col metodo dell'analisi delle

<sup>21</sup> Cfr. Lewis, D.J., Mertens, K., Stock, J.H. e Trivedi, M., "[Measuring Real Activity Using a Weekly Economic Index](#)", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 920, 2020.

<sup>22</sup> Cfr. Eraslan, S. e Götz, T., "[An unconventional weekly activity index for Germany](#)", *Technical Paper*, n. 02/2020, Deutsche Bundesbank, 2020.

<sup>23</sup> Cfr. Woloszko, N., "[Tracking activity in real time with Google Trends](#)", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1634, OCSE, 2020.

<sup>24</sup> I lettori potrebbero essere interessati ai seguenti sondaggi raccomandati in letteratura: Banbura, M., Giannone, D. e Reichlin, L., "[Nowcasting](#)", in Clements, M.P. e Hendry D.F. (a cura di), *Oxford Handbook of Economic Forecasting*, Oxford University Press, 2011, pagg. 63-90; Camacho, M., Pérez-Quirós, G. e Poncela, P., "[Short-term Forecasting for Empirical Economists: A Survey of the Recently Proposed Algorithms](#)", *Foundations and Trends in Econometrics*, vol. 6, n. 2, 2013, pagg. 101-161.

<sup>25</sup> Cfr. Delle Chiaie, S. e Pérez-Quirós, G., "High frequency indicators. why? when? and how? A users' guide", mimeo, 2021.

<sup>26</sup> Gli indicatori con frequenza settimanale sono: consumo di elettricità, l'indice tedesco sui pedaggi del traffico pesante, ricerche su Google (ristoranti, occupazione, viaggi, alberghi) e indici finanziari (CISS, EURO STOXX, VSTOXX). Gli indicatori con frequenza mensile sono: trasporto cargo via aerea e occupazione per i quattro maggiori paesi dell'area dell'euro, produzione industriale dell'area dell'euro, ordinativi industriali, immatricolazioni di automobili, vendite al dettaglio (volume), esportazioni di beni all'interno e all'esterno dell'area dell'euro (valore), prodotto composito del PMI e indice del clima economico.

<sup>27</sup> Cfr. Stock, J.H. e Watson, M.W., "[Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes](#)", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 20, numero 2, 2002, pagg. 147-162.



componenti principali un indice basato soltanto su serie settimanali per compensare le osservazioni mancanti all'inizio e, se necessario, alla fine del campione. Le serie settimanali sono convertite in tassi di crescita sul mese precedente<sup>28</sup>. Se necessario, si utilizzano metodi di destagionalizzazione per eliminare eventuali effetti stagionali. Nel secondo passaggio, le variabili mensili sono convertite in settimanali imputando lo stesso livello mensile per tutte le settimane del mese. Successivamente, si calcolano i tassi di crescita sul mese precedente per ogni settimana. Sulla base di tutte queste informazioni, si applica di nuovo il metodo dell'analisi delle componenti principali includendo tutti gli indicatori originariamente disponibili con frequenza settimanale e mensile. La prima componente principale è l'indice che rappresenta l'andamento dell'attività mensile con frequenza settimanale (cfr. il pannello a) del grafico A)<sup>29</sup>. La visualizzazione dell'indice per livelli e con frequenza mensile rende conto dell'entità della perdita di prodotto generata dalla pandemia in confronto ai livelli precedenti. Quel che è più importante è che l'andamento dell'indice per livelli nel 2020 rispecchia molto bene quello del PIL (cfr. il pannello b) del grafico A). Nel complesso la performance relativamente positiva dell'indice, che segna un buon equilibrio tra gli indicatori caratterizzati da tempestività e quelli caratterizzati da affidabilità, lo rende uno strumento di valutazione utile dell'attività economica in tempo reale.

---

<sup>28</sup> Poiché alcuni mesi hanno cinque settimane e altri quattro, la convenzione adottata è che il tasso di crescita mensile della quinta settimana del mese sia sempre confrontato con l'ultima settimana del mese precedente.

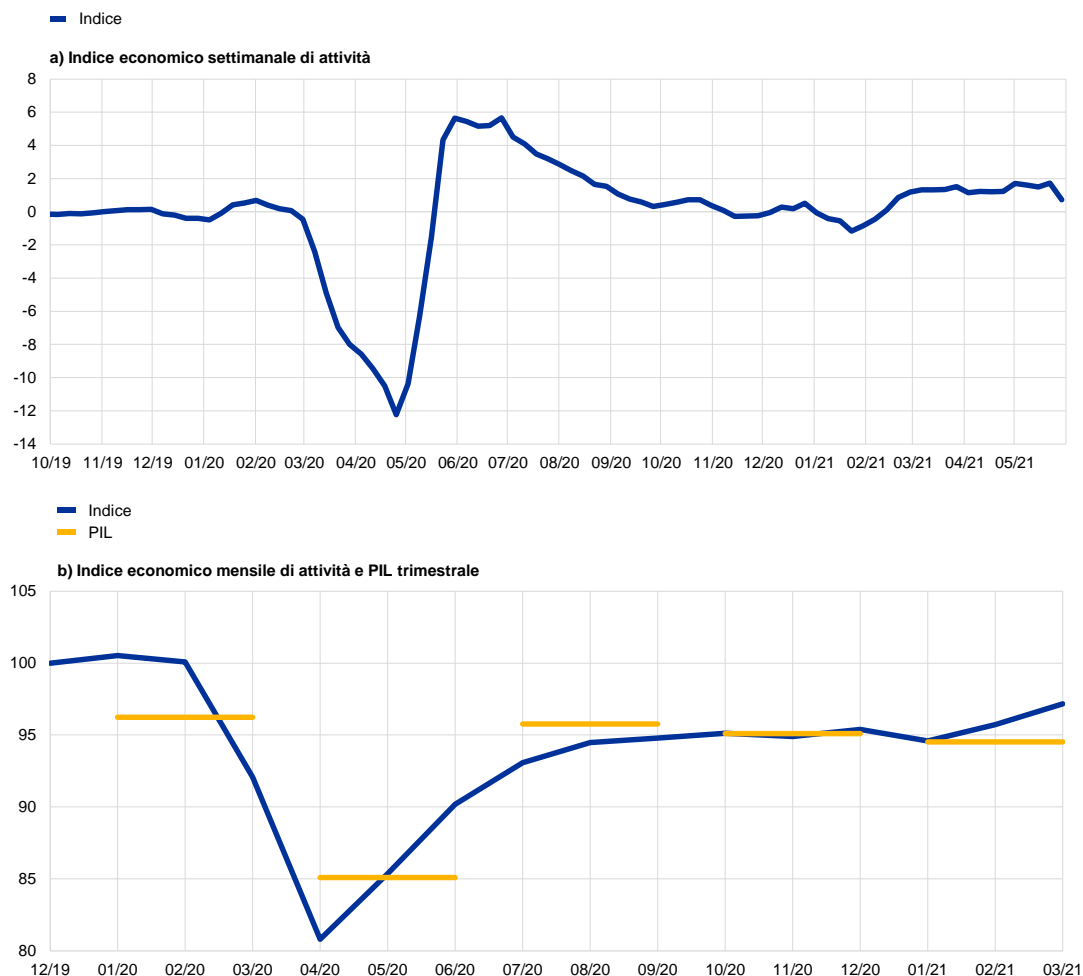
<sup>29</sup> Per come è strutturato, l'indice non ha unità in quanto il metodo dell'analisi delle componenti principali comporta la standardizzazione dei dati. Occorre pertanto riscalarlo per renderlo compatibile con la media e la varianza della crescita del PIL in termini reali. Il fattore di scala può essere determinato utilizzando la relazione tra attività mensile e attività trimestrale spiegata da Mariano e Murasawa. Cfr. Mariano, R.S. e Murasawa, Y., "A new coincident index of business cycles based on monthly and quarterly series", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 18, numero 4, 2003, pagg. 427-443.



## Grafico A

### Indice economico di attività per l'area dell'euro

(pannello a): percentuali sul mese precedente; pannello b): livelli, 100 = dicembre 2019 o 4° trim. 2019)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE ed Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono alla settimana del 29 maggio 2021 per gli indici e al 1° trimestre 2021 per il PIL.

### 3 Cosa rende gli algoritmi di apprendimento automatico strumenti utili all'analisi dei big data?

**I big data possono contribuire al miglioramento delle previsioni del PIL e di altri aggregati macroeconomici, ma è con l'impiego degli algoritmi di apprendimento automatico che può esprimersi il loro pieno potenziale.**

La sezione 2 mostra che in molti casi il miglioramento della capacità predittiva è legato a situazioni specifiche, come, ad esempio, in caso di indisponibilità degli indicatori mensili tradizionali per il trimestre di riferimento. La presente sezione si focalizza sullo schema di modellizzazione, partendo dal presupposto che i metodi di apprendimento automatico contribuiscono a beneficiare dei vantaggi dell'utilizzo dei big data. L'obiettivo principale delle tecniche di apprendimento automatico consiste nell'individuare particolari andamenti nei dati o nel predire una variabile di riferimento. Sebbene gli algoritmi di apprendimento automatico stimino e convalidino

modelli predittivi in un sottoinsieme di dati (insieme di addestramento, training sample), il loro fine ultimo consiste nell'ottenere il miglior risultato predittivo sulla base di un sottoinsieme di dati diverso (insieme di verifica, test sample). La distinzione tra metodi di apprendimento automatico e metodi tradizionali non è netta, perché anche alcuni metodi tradizionali (come la regressione lineare o l'analisi delle componenti principali) sono piuttosto diffusi nella letteratura sull'apprendimento automatico. Tale letteratura ha tuttavia generato un'ampia gamma di modelli innovativi e sofisticati destinati ad arricchire notevolmente lo strumentario a disposizione degli esperti di economia applicata. Va inoltre notato che, finora, l'apprendimento automatico è stato destinato per lo più alla previsione, mentre l'econometria più tradizionale e l'analisi statistica hanno anche l'obiettivo di svelare le relazioni causali tra le variabili economiche<sup>30</sup>. Ciò è in rapida evoluzione, in quanto sempre più ricercatori nel campo dell'apprendimento automatico si occupano di inferenza e causalità, malgrado tale ricerca di frontiera non sia ancora ampiamente diffusa nel contesto delle politiche<sup>31</sup>. L'obiettivo della presente sezione consiste nell'analizzare come l'apprendimento automatico possa integrare con profitto i metodi econometrici tradizionali, in particolare sfruttando le opportunità di analisi del ciclo economico offerte dai big data. In questa sezione vengono inoltre passati in rassegna numerosi contributi forniti alla previsione/stima corrente del PIL (cfr. il riquadro 3) e forniti esempi di come gli algoritmi di apprendimento automatico possano produrre informazioni utili ai fini delle politiche, per esempio evidenziando le fonti di incertezza per la politica economica (cfr. il riquadro 4).

**La vastità delle nuove banche dati disponibili spesso rappresenta di per sé un ostacolo all'impiego dell'econometria tradizionale.** Al fine di ridimensionare la quantità di dati sono state adottate diverse tecniche, tra cui metodi tradizionali, come i modelli fattoriali e l'analisi delle componenti principali, ma più frequentemente versioni più moderne di apprendimento automatico. Sebbene una descrizione dei metodi specifici non rientri nell'ambito del presente articolo, è importante notare che i metodi di apprendimento automatico presentano molte caratteristiche utili per la sintesi dei dati, che consentono di ridurre in modo mirato grandi quantità di dati in una selezione di indicatori gestibili.

**Il primo vantaggio fondamentale dei metodi di apprendimento automatico consiste nella loro capacità di estrarre e selezionare le informazioni pertinenti da grandi volumi di dati non strutturati.** Quando si trattano big data la presenza di una vasta quantità di informazioni per lo più irrilevanti genera il problema della selezione dei dati. Ciò è amplificato dalla presenza di serie di dati ampie e non strutturate<sup>32</sup>. In alcuni casi semplici, chi fa una previsione può selezionare le variabili manualmente; ciò è di norma possibile quando si stimano quantità molto specifiche. Il fondamentale studio di Choi e Varian su Google Trends, ad esempio, si concentra

<sup>30</sup> Cfr. Chakraborty, C. e Joseph, A., "Machine learning at central banks", *Staff Working Paper*, n. 674, Bank of England, 2017, per una buona panoramica dei concetti e delle applicazioni dell'apprendimento automatico nel contesto delle funzioni di banca centrale e di analisi delle politiche.

<sup>31</sup> Cfr. ad esempio: Farrell, M.H., Liang, T. e Misra, S., "Deep Neural Networks for Estimation and Inference", *Econometrica*, vol. 89, n. 1, 2021, o Semenova, V., Goldman, M., Chernozhukov, V. e Taddy, M., "Estimation and Inference on Heterogeneous Treatment Effects in High-Dimensional Dynamic Panels", *arXiv.org*, 2021.

<sup>32</sup> Cfr. Giannone, D., Lenza, M. e Primiceri, G., "Economic Predictions with Big Data: The Illusion of Sparsity", *Econometrica*, di prossima pubblicazione.

sulle vendite di automobili, sulle richieste di sussidi di disoccupazione, sui progetti di viaggio e sulla fiducia dei consumatori<sup>33</sup>. Quando si ha a che fare con aggregati macroeconomici, il problema della scelta delle variabili pertinenti diventa immediatamente ingestibile. I metodi di apprendimento automatico offrono strumenti molto utili al fine di selezionare le variabili maggiormente informative e sfruttarne il potenziale informativo. Per migliorare l'accuratezza delle previsioni si sono dimostrate diffuse ed efficaci anche numerose tecniche derivanti dalla letteratura sulla media dei modelli. Secondo tali metodi, prima si stima un ampio numero di modelli econometrici, poi se ne valuta la capacità predittiva e infine si ottiene la previsione finale attraverso una media delle previsioni ottenute dai modelli migliori, facendo quindi riferimento a tali modelli e alle variabili esplicative che forniscono informazioni utili. Analogamente, i cosiddetti metodi di apprendimento "ensemble", quali foreste casuali e bagging, combinano diverse "viste" dei dati forniti dai vari modelli, rendendo le previsioni più flessibili e affidabili.

**Il secondo vantaggio fondamentale dei metodi di apprendimento automatico consiste nella capacità di rilevare forme piuttosto generali di non linearità.**

Si tratta di un vantaggio generale dei metodi di apprendimento automatico, indipendentemente dal volume dei dati in questione; tuttavia il punto è che, per loro natura intrinseca, i big data potrebbero rivelarsi particolarmente inclini alle non linearità. I dati provenienti dai social network, ad esempio, rappresentano un buon modo per comprendere tali non linearità intrinseche. In questo caso un argomento specifico può generare effetti a cascata o valanga in rete, impossibili da incanalare in modelli di regressione lineari. Altri esempi sono rappresentati da Google Trends e dalle categorie di ricerca di Google, compilate attraverso algoritmi di apprendimento automatico che determinano la categoria a cui appartiene una determinata ricerca in Internet<sup>34</sup>. Ad esempio, anche i dati testuali sono ottenuti applicando algoritmi di apprendimento automatico altamente non lineari alle notizie. Più in generale, non linearità e interazioni tra variabili sono comuni in macroeconomia a causa dell'esistenza di frizioni finanziarie e incertezza. Secondo diversi studi i metodi di apprendimento automatico possono essere utili per le previsioni macroeconomiche, in quanto colgono meglio le non linearità (cfr., ad es., Coulombe et al.). Tali metodi sono ad esempio in grado di rilevare, tra le altre cose, la relazione non lineare esistente tra condizioni di finanziamento e attività economica, fornendo quindi previsioni più accurate dell'attività e in particolare di recessioni (cfr. il riquadro 3). Inoltre i metodi di apprendimento automatico sono in grado di fornire previsioni migliori rispetto ai metodi standard (es.: modelli di credit scoring, regressione logistica) in materia di inadempienze di consumatori e aziende, in quanto colgono le

---

<sup>33</sup> Cfr. Choi, H. e Varian, H., "Predicting the Present with Google Trends", *Economic Record*, vol. 88, numero 1, The Economic Society of Australia, giugno 2012, pagg. 2-9.

<sup>34</sup> Questi dati sono disponibili solo come serie storiche "semi processate"; in particolare essi vengono prima depurati dal trend in base a criteri noti a Google, per poi essere riscaldati in valori compresi tra 0 e 100.

relazioni non lineari esistenti tra l'incidenza delle inadempienze e le caratteristiche dei singoli<sup>35</sup>.

**La pandemia di COVID-19 è un'importante fonte di non linearità.** Durante la pandemia, molte variabili macroeconomiche hanno registrato valori estremi, lontani dall'intervallo di valori passati. Metodi econometrici come l'analisi lineare delle serie storiche cercano di individuare gli andamenti medi nei dati passati. Se i dati attuali sono molto diversi, estrapolazioni lineari dagli andamenti passati possono produrre risultati distorti. Le banche centrali, la Commissione europea e altre istituzioni hanno adeguato i propri schemi di stima corrente al fine di utilizzare dati non standard e catturare le non linearità<sup>36</sup>.

**In conclusione, le tecniche di apprendimento automatico rappresentano lo strumento principale atto a rilevare un'ampia serie di fenomeni, impossibili da quantificare altrimenti.** L'esempio più rilevante degli ultimi anni è il drastico aumento di analisi di dati testuali. Oggi si analizzano ampi corpora testuali per poi convertirli in numeri utilizzabili da chi si occupa di previsioni. Ad esempio, attualmente numerosi indicatori di fiducia basati su testi, puntuali, ma contenenti molto rumore, integrano le indagini tradizionali, disponibili con ritardi considerevoli e nelle quali gli operatori non necessariamente "votano con il loro comportamento", nonché indicatori desunti dal mercato, in cui le aspettative e altri fattori quali l'avversione al rischio appaiono accentuati nei dati. A una prima generazione di studi basati sul conteggio delle parole sono seguiti approcci più sofisticati<sup>37</sup>. Le istituzioni pubbliche, e in particolare le banche centrali, si avvalgono altresì di tecniche di seconda generazione, basate sull'apprendimento senza supervisione, per valutare l'impatto delle proprie comunicazioni. Infine, secondo Baker et al., concetti finora difficilmente quantificabili, come l'incertezza delle politiche economiche, attualmente vengono stimati sulla base delle loro conseguenze economiche e impiegati per le previsioni<sup>38</sup>. I riquadri 3 e 4 forniscono alcuni esempi in merito.

---

<sup>35</sup> Cfr. Coulombe, P.G., Leroux, M., Stefanovic, D. e Surprenant, S., "How is Machine Learning Useful for Macroeconomic Forecasting?", [arXiv.org](https://arxiv.org/abs/2007.00000), 2020. Per le probabilità di recessione, cfr. Vrontos, S.D., Galakis, J. e Vrontos, I.D., "Modelling and predicting U.S. recessions using machine learning techniques", *International Journal of Forecasting*, vol. 37, numero 2, 2021, pagg. 647-671.

Per l'impiego di foreste casuali al fine di rilevare non linearità tra condizioni di finanziamento e attività economica, cfr. Kiley, M.T., "Financial Conditions and Economic Activity: Insights from Machine Learning", *Finance and Economics Discussion Series*, 2020-095, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020. Per le previsioni dei fallimenti dei consumatori, cfr. Albanesi, S. e Vamossy, D.F., "Predicting Consumer Default: A Deep Learning Approach", *NBER Working Paper Series*, n. w26165, National Bureau of Economic Research, 2019. Per i fallimenti delle imprese, cfr. Pike, T., Sapriza, H. e Zimmermann, T., "Bottom-up leading macroeconomic indicators: An application to non-financial corporate defaults using machine learning", *Finance and Economics Discussion Series*, 2019-070, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019.

<sup>36</sup> Cfr., ad esempio, Huber, F., Koop, G., Onorante, L., Pfarrhofer, M. e Schreiner, J., "Nowcasting in a pandemic using non-parametric mixed frequency VARs", *Journal of Econometrics*, in stampa, 2020.

<sup>37</sup> Cfr. Le, Q. e Mikolov, T., "Distributed Representations of Sentences and Documents", *Proceedings of the 31st International Conference on Machine Learning*, vol. 32, 2014, pagg. 1188-1196.

<sup>38</sup> Cfr. Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, numero 4, 2016, pagg. 1593-1636.

### Riquadro 3

Previsioni a brevissimo termine della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro elaborate attraverso il clima di fiducia desunto dai giornali

a cura di Julian Ashwin, Eleni Kalamara e Lorena Saiz

Il presente riquadro illustra gli indicatori del clima economico per l'area dell'euro, ricavati da articoli di stampa nei quattro maggiori paesi dell'area nelle loro principali lingue nazionali<sup>39 40</sup>.

Disponibili con frequenza giornaliera, tali indicatori contengono segnali economici tempestivi comparabili a quelli provenienti da noti indicatori del clima di fiducia, come l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Essi possono inoltre migliorare in modo consistente le previsioni a brevissimo termine della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro.

In letteratura vengono generalmente seguiti due approcci per creare gli indicatori del clima di fiducia a partire da dati testuali. Il più diffuso è l'uso di semplici conteggi di termini basati su insiemi predefiniti di parole, noti come dizionari o glossari. Tuttavia, la maggior parte dei dizionari è stata sviluppata per la lingua inglese. Per l'area dell'euro, il contesto multilinguistico rende necessario lo sviluppo di nuovi dizionari per altre lingue oppure la traduzione dei testi in inglese. In alternativa, metodi basati su modelli caratterizzati da calcoli più complessi quali il raggruppamento semantico o la modellizzazione dei contenuti (topic modelling) sono in grado di ricavare elementi che possono essere approssimati al clima di fiducia e alle sue determinanti. Nel presente riquadro, le misure del clima di fiducia si basano sui conteggi di parole all'interno degli articoli tradotti in inglese, prendendo a riferimento numerosi dizionari di lingua inglese ben noti<sup>41</sup>. Per motivi di spazio, sono riportate solo le misure del clima di fiducia che si riferiscono al dizionario basato sulla stabilità finanziaria e al dizionario per uso generale VADER<sup>42</sup>.

A prescindere dal dizionario utilizzato, e nonostante una certa interferenza, le misure del clima di fiducia basate sui giornali sono fortemente correlate con l'indicatore PMI composito nel periodo tra il 2000 e il 2019 (cfr. il pannello a) del grafico A). Ciò conferma che tali misure danno di fatto un'indicazione del clima di fiducia. Tuttavia, la scelta del dizionario è importante per individuare i punti di svolta. La prima misura del clima di fiducia coglie molto bene la Grande recessione, il che non è sorprendente data la natura finanziaria di questa crisi. Tale misura, tuttavia, non riesce a dar conto della crisi legata al COVID-19 (cfr. il pannello b) del grafico A), sebbene la sua evoluzione sia coerente con il comportamento dei mercati finanziari e le condizioni di finanziamento, che si sono mantenute favorevoli grazie alla vigorosa risposta sul piano delle politiche. Per contro, il dizionario per uso generale è più coerente e robusto nel tempo. Sarebbe pertanto che la natura degli

<sup>39</sup> Il presente riquadro riassume i principali risultati dello studio di Ashwin, Kalamara e Saiz. Ashwin, J., Kalamara, E. e Saiz, L., "Nowcasting Euro Area GDP with News Sentiment: A Tale of Two Crises", manoscritto, 2021.

<sup>40</sup> Gli articoli provengono dai 15 maggiori quotidiani stampati in Francia, Germania, Italia e Spagna. Sono stati estratti dalla banca dati Dow Jones Factiva per il periodo dal 1° gennaio 1998 al 31 dicembre 2020.

<sup>41</sup> Gli articoli di giornale sono tradotti in inglese utilizzando l'API Google Translate. Sono stati effettuati controlli di robustezza confrontando tale metodo con l'uso di dizionari nelle lingue nazionali o addirittura con la traduzione dei dizionari in inglese. Nel complesso, la traduzione degli articoli in inglese fornisce i risultati più solidi e affidabili.

<sup>42</sup> Il dizionario per la stabilità finanziaria è tratto da Correa, R., Garud, K., Londono-Yarce, J.-M. e Misleng, N., "Constructing a Dictionary for Financial Stability", *IFDP Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, giugno 2017. Il dizionario VADER (Valence Aware Dictionary and sEntiment Reasoner) è tratto da Hutto, C.J. e Gilbert, E., "VADER: A Parsimonious Rule-based Model for Sentiment Analysis of Social Media Text", *Eighth International AAAI Conference on Weblogs and Social Media (8th ICWSM 2014)*, Ann Arbor, MI, giugno 2014.

shock economici svolga un ruolo significativo nell'individuare il dizionario più appropriato da utilizzare.

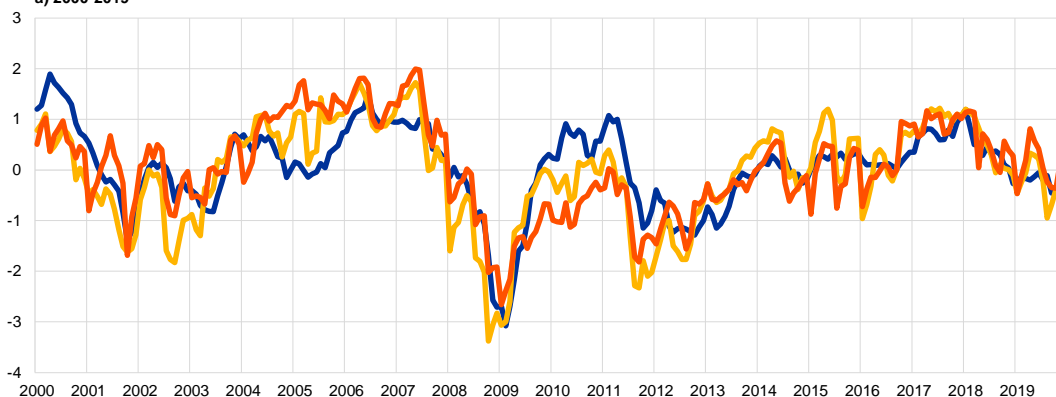
## Grafico A

### PMI e indicatori del clima di fiducia desunti dai giornali per l'area dell'euro

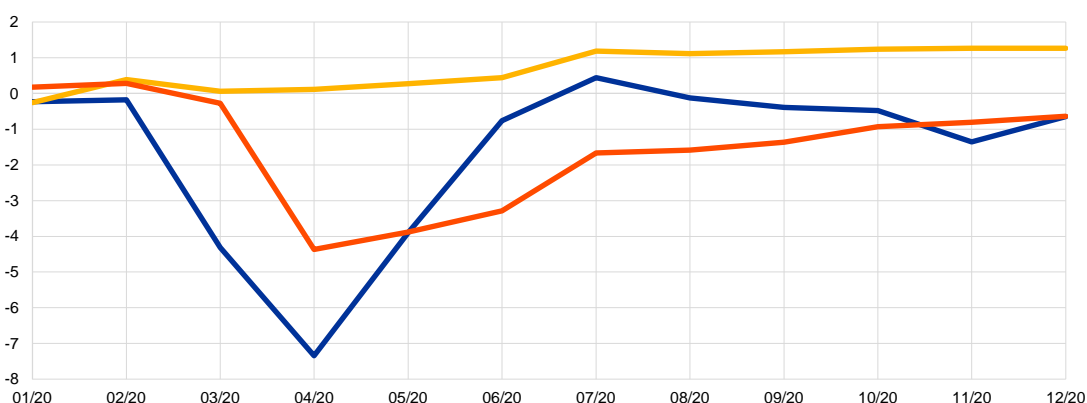
(unità standardizzate)

■ Indicatore PMI composito  
■ Indicatore del clima di fiducia desunto dai giornali (stabilità finanziaria)  
■ Indicatore del clima di fiducia desunto dai giornali (VADER)

a) 2000-2019



b) 2020



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Factiva, IHS Markit ed Eurostat.

Note: l'indicatore del clima di fiducia desunto dai giornali si riferisce ad articoli pubblicati nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro. La misura utilizzata è la somma di termini positivi e negativi che impiegano un dizionario per la stabilità finanziaria (Correa et al.) o il VADER, un dizionario di uso più generale. L'indicatore PMI composito e gli indicatori del clima di fiducia desunti dai giornali sono standardizzati utilizzando la media e la varianza storiche.

Diversi studi hanno rilevato che l'analisi testuale può migliorare significativamente le previsioni delle principali variabili macroeconomiche<sup>43</sup>. Si riscontrano alcuni miglioramenti (non riportati) nell'accuratezza delle previsioni per le stime a brevissimo termine del PIL in tempo reale ricavate utilizzando l'indicatore PMI composito e gli indicatori del clima di fiducia basati sui testi come variabili predittive principali. In genere si concentrano nelle stime a brevissimo termine prodotte nella prima metà del trimestre (ossia nelle prime sei settimane), quando la maggior parte degli altri indicatori utilizzati per le stime del PIL a brevissimo termine non sono ancora disponibili.

<sup>43</sup> Cfr. ad esempio, Thorsrud, L.A., "Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 38, n. 2, 2020, pagg. 393-409; Larsen, V.H. e Thorsrud, L.A., "The value of news for economic developments", *Journal of Econometrics*, vol. 210, n. 1, 2019, pagg. 203-218; Kalamara, E., Turrell, A., Redl, C., Kapetanios, G. e Kapadia, S., "Making text count: economic forecasting using newspaper text", *Staff Working Paper*, n. 865, Bank of England, maggio 2020; Shapiro, A.H., Sudhof, M. e Wilson, D.J., "Measuring news sentiment", *Journal of Econometrics*, in stampa, 2020.

Tale risultato è in linea con altri lavori presenti in letteratura; tuttavia, un aspetto rilevante consiste nel fatto che il tipo di modello è importante per cogliere appieno i veri benefici della tempestività delle informazioni ricavate dai testi. I metodi lineari standard (ad esempio la regressione lineare con i minimi quadrati ordinari) funzionano bene in periodi di calma quando non si verificano variazioni di rilievo nelle prospettive economiche. In presenza di shock economici estremi, tuttavia, i modelli di apprendimento automatico possono cogliere le non linearità e filtrare il rumore (cfr. il grafico B). Le regressioni ridge hanno colto meglio la crisi finanziaria, come dimostra il fatto che hanno la più bassa radice dell'errore quadratico medio (REQM), soprattutto se si include la misura del clima di fiducia basata sul dizionario per la stabilità finanziaria. Tuttavia le reti neurali, che hanno registrato i risultati peggiori durante la crisi finanziaria, si sono dimostrate i modelli più efficienti durante la pandemia. Ciò potrebbe essere spiegato dal fatto che, prima della crisi finanziaria, non vi erano state altre crisi simili nell'insieme di addestramento da cui il modello poteva apprendere. Di fatto, una delle critiche nei confronti dei modelli di apprendimento automatico più complessi consiste nel fatto che essi necessitano di ampie quantità di dati per apprendere (ovvero sono "affamati di dati").

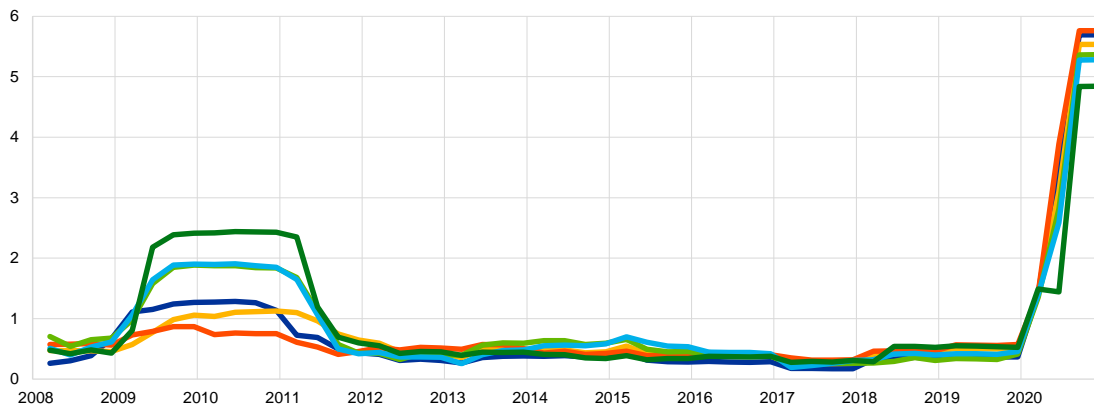
## Grafico B

### Accuratezza delle previsioni

#### REQM

(punti percentuali)

- Regressione lineare OLS (VADER)
- Regressioni ridge (VADER)
- Regressioni ridge (stabilità)
- Boosting (VADER)
- Foreste casuali (VADER)
- Rete neurale (VADER)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le REQM su una finestra mobile di otto trimestri. Le previsioni sono aggiornate alla fine del primo mese del trimestre di riferimento. La variabile di riferimento è l'edizione della crescita del PIL in termini reali riferita al 24 marzo 2021.

## Riquadro 4

### Le fonti dell'incertezza nelle politiche economiche dell'area dell'euro e il loro impatto sulle componenti della domanda

a cura di Andrés Azqueta-Gavaldón, Dominik Hirschbühl, Luca Onorante e Lorena Saiz

Il presente riquadro descrive come l'analisi tramite big data e apprendimento automatico (machine learning, ML) possa essere applicata alla misurazione dell'incertezza utilizzando dati testuali. Analogamente al "clima di fiducia", l'incertezza non è direttamente osservabile e può essere



misurata solo utilizzando metodi di approssimazione. La letteratura recente ha mostrato che i dati testuali possono fornire buone approssimazioni per tale variabile latente. Ad esempio, il lavoro fondamentale svolto da Baker, Bloom e Davies ha proposto di creare un indicatore di incertezza sulla politica economica (Economic policy uncertainty, EPU) utilizzando una serie predefinita di parole chiave negli articoli di giornale<sup>44</sup>. Recenti ricerche svolte dalla BCE hanno condotto alla costruzione di un indicatore EPU nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro applicando algoritmi di apprendimento automatico agli articoli di giornale<sup>45</sup>. Il principale vantaggio di tale approccio è che può essere facilmente applicato a diverse lingue senza affidarsi a parole chiave, dato che l'algoritmo alla base classifica il testo in argomenti senza informazioni preventive. Questa caratteristica lo rende meno soggetto a bias di selezione; inoltre, tale approccio individua i temi alla base dell'incertezza sulla politica economica aggregata (ad esempio, l'incertezza in materia di politica di bilancio, monetaria o commerciale) negli articoli di stampa. Ciò può essere particolarmente utile per la costruzione delle narrazioni e dell'analisi economica<sup>46</sup>. I metodi di apprendimento automatico applicati a un campione di articoli di giornale pubblicati in Francia, Germania, Italia e Spagna, nel periodo in esame dal 2000 al 2019, hanno evidenziato in modo coerente i seguenti temi o fonti di incertezza sulla politica economica: politica monetaria; politica di bilancio; politica governativa, commerciale e geopolitica; normativa europea; normativa nazionale e politica energetica.

L'incertezza legata alla politica economica deriva da varie fonti che influiscono in modi diversi sulle decisioni dei consumatori e delle imprese. Ad esempio, l'aumento dell'incertezza in merito ai dazi futuri può avere un impatto sulla decisione di un'impresa riguardo alla costruzione di un nuovo impianto produttivo o all'avvio di esportazioni verso un nuovo mercato. Ciò è dovuto al fatto che le condizioni future sono particolarmente rilevanti per le decisioni costose e irreversibili. Per contro, l'incertezza circa l'orientamento futuro della politica monetaria può essere importante per le decisioni di spesa sia da parte delle imprese che dei consumatori, poiché influenzerà le loro aspettative sugli andamenti economici futuri e sulle condizioni di finanziamento.

Una semplice analisi autoregressiva vettoriale strutturale (SVAR) conferma che l'aumento dell'EPU (basato sull'apprendimento automatico) ha un significativo impatto negativo sui consumi privati e sugli investimenti delle imprese, approssimati dagli investimenti in macchinari e attrezzature nell'area dell'euro. L'effetto sugli investimenti è maggiore che sui consumi, a indicare che l'incertezza potrebbe avere un impatto maggiore dal lato dell'offerta<sup>47</sup>. Per quanto riguarda le fonti dell'incertezza sulla politica economica, l'attenzione si concentra unicamente sull'incertezza relativa all'energia, al commercio e alla politica monetaria per motivi di spazio. Come previsto, gli shock legati all'incertezza sulla politica monetaria hanno un chiaro impatto negativo sia sugli investimenti sia sui consumi. Per contro, l'impatto dell'aumento dell'incertezza relativa alle politiche commerciali

---

<sup>44</sup> Cfr. Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, 2016, pagg. 1593-1636.

<sup>45</sup> Più nello specifico, per individuare le parole più strettamente correlate a "economia" e "incertezza" nell'ambito di ciascuna lingua si utilizza un modello della borsa di parole (bag-of-words) continuo. Viene poi applicato un algoritmo di allocazione latente di Dirichlet (Latent Dirichlet Allocation, LDA) per classificare gli articoli di stampa in argomenti. Cfr. Azqueta-Gavaldón, A., Hirschtühl, D., Onorante, L. e Saiz, L., "Economic policy uncertainty in the euro area: an unsupervised machine learning approach", *Working Paper Series*, n. 2359, BCE, gennaio 2020.

<sup>46</sup> Cfr. il riquadro *Fonti di incertezza sulla politica economica nell'area dell'euro: un approccio di machine learning* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

<sup>47</sup> Cfr. Born, B. e Pfeifer, J., "Policy risk and the business cycle", *Journal of Monetary Economics*, vol. 68, 2014, pagg. 68-85, e Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P., Kuester, K. e Rubio-Ramírez, J., "Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity", *American Economic Review*, vol. 105, n. 11, 2015, pagg. 3352-3384.

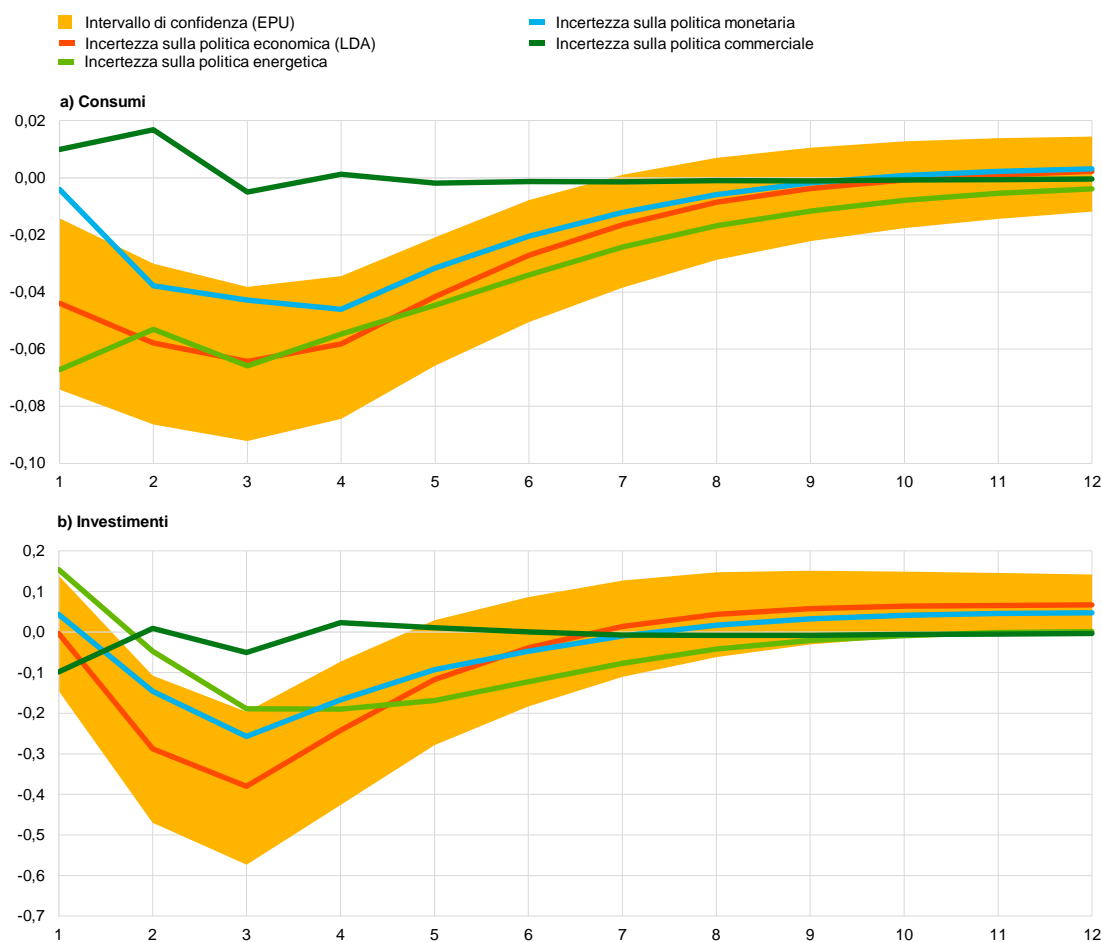


in entrambi i casi non è significativo. Inoltre, l'aumento dell'incertezza legata alle politiche energetiche riduce i consumi in misura maggiore rispetto ad altre fonti, mentre il suo effetto sugli investimenti, ancorché più debole, è più persistente nel tempo. Sebbene si tratti di risultati aggregati, è probabile che l'EPU svolga un ruolo più rilevante per gli investimenti di capitale a livello di impresa che a livello aggregato<sup>48</sup>.

## Grafico A

Risposte a impulso dei consumi (pannello a) e degli investimenti (pannello b) agli shock di incertezza sulla politica economica

(asse delle ordinate: punti percentuali; asse delle ascisse: trimestri)



Fonti: Azqueta-Gavaldón et al. ed Eurostat.

Note: le risposte a impulso illustrano la reazione dei consumi e degli investimenti a uno shock pari a una deviazione standard in ciascuna delle misure di incertezza sulla politica economica. Vengono stimate attraverso autoregressioni strutturali vettoriali bayesiane e gli shock sono identificati utilizzando una scomposizione di Cholesky le cui variabili seguono il seguente ordine: esportazioni di beni e servizi, misura dell'incertezza sulla politica economica, consumi privati, investimenti in macchinari e attrezzature, tasso ombra a breve termine ed Euro Stoxx. Tutte le variabili sono espresse in tassi di crescita trimestrali, ad eccezione del tasso ombra a breve termine, che è espresso in livelli. Il periodo di stima è compreso tra il 2000 e il 2019. Le misure dell'incertezza sono standardizzate in modo tale che l'entità dello shock sia comparabile. L'intervallo di confidenza corrisponde all'intervallo di credibilità del 68 per cento dello SVAR con l'indice di incertezza sulla politica economica.

<sup>48</sup> Ad esempio, Gulen e Ion riscontrano evidenze del fatto che la relazione trasversale fra incertezza sulle politiche economiche e investimenti di capitale non è uniforme, essendo significativamente più forte per le imprese con un grado più elevato di irreversibilità degli investimenti e per quelle che dipendono maggiormente dalla spesa pubblica. Husted, Rogers e Sun documentano che l'incertezza riguardo alla politica monetaria ritarda notevolmente gli investimenti a livello di impresa negli Stati Uniti. Cfr. Gulen, H. e Ion, M., "Policy Uncertainty and Corporate Investment", *Review of Financial Studies*, vol. 29, n. 3, 2016, pagg. 523-564, e Husted, L., Rogers, J. e Sun, B., "Monetary policy uncertainty", *Journal of Monetary Economics*, vol. 115, 2020, pagg. 20-36.

## 4 Osservazioni conclusive, sfide e opportunità

**Nel presente articolo è stato illustrato come i metodi legati ai big data e all'apprendimento automatico possano integrare l'analisi standard del ciclo economico.** Ne è un esempio la pandemia di coronavirus, che rappresenta uno shock straordinario. Questa crisi ha favorito la diffusione e l'affinamento delle tecniche di apprendimento automatico e dei big data a un ritmo senza precedenti. In particolare, ha dimostrato che fonti alternative di dati possono fornire segnali più tempestivi sullo stato dell'economia e contribuire a monitorare l'attività economica. Ha inoltre rappresentato una importante dimostrazione di non linearità nell'economia, che ha richiesto l'adeguamento dei modelli esistenti o lo sviluppo di nuovi approcci. A tale riguardo, i metodi di apprendimento automatico possono gestire le non linearità più facilmente dei metodi tradizionali. Oltre a offrire nuove opportunità, tali nuove fonti di dati e nuovi metodi pongono anche alcune difficoltà.

**I big data consentono di utilizzare una gamma più ampia di indicatori tempestivi per le previsioni (ad esempio indicatori basati su testi o basati su Internet) anche se, in alcuni casi, ciò può comportare problemi di replicabilità e responsabilità.** Gli indicatori del clima di fiducia basati sui testi sono particolarmente utili, ad esempio, poiché possono essere prodotti automaticamente con maggiore frequenza e a costi inferiori rispetto agli indicatori basati sulle indagini. Mentre la costruzione dei dati economici convenzionali, come la produzione industriale, segue procedure armonizzate per assicurare l'elevata qualità, la continuità e la comparabilità nel tempo e fra i paesi, i dati alternativi non sono raccolti principalmente a fini di analisi economica, né provengono e sono convalidati da istituti di statistica indipendenti. Pertanto, la loro applicazione nei processi decisionali espone le banche centrali a diversi rischi, dal momento che la replicabilità dei risultati e la responsabilità per il proprio operato potrebbero essere compromesse. Poiché i dati alternativi sono raccolti per altri fini (ad esempio, le transazioni con carta di credito) o derivano da un altro genere di servizi (ad esempio, articoli di stampa provenienti dalla digitalizzazione dei giornali), essi spesso contengono molto rumore e richiedono un attento trattamento. Inoltre, l'esistenza di significativi problemi di accessibilità dei dati e di limitazioni alla loro condivisione potrebbe, in alcuni casi, pregiudicare la replicabilità dei risultati. Tutti questi rischi richiedono un'attenta considerazione quando si investono risorse scarse nello sviluppo di software e nella gestione degli aspetti legali, nonché nella personalizzazione delle infrastrutture informatiche<sup>49</sup>.

**Sebbene utili come integrazioni, al momento tali strumenti non possono essere considerati sostituti dei dati e dei metodi standard a causa dei problemi legati all'interpretabilità e all'inferenza statistica.** I metodi di apprendimento automatico possono aiutare a superare le carenze dei big data e a sfruttare appieno il loro potenziale. Insieme ai big data, i metodi di apprendimento automatico sono in grado di conseguire risultati migliori dei metodi statistici tradizionali e di fornire un

---

<sup>49</sup> Doerr et al. rilevano che una sfida fondamentale per le banche centrali consiste nel realizzare l'infrastruttura informatica necessaria. Per la maggior parte delle applicazioni relative all'analisi del ciclo economico, il potere di calcolo richiesto è piuttosto basso. Cfr. Doerr, S., Gambacorta, L. e Serena, J.M., "Big data and machine learning in central banking", *BIS Working Papers*, n. 930, Banca dei regolamenti internazionali, 2021.

quadro accurato degli andamenti economici. Nonostante la buona capacità di previsione, la complessità dei metodi rende spesso difficile interpretare le revisioni delle previsioni e soprattutto comunicarle. Tuttavia, si stanno compiendo rapidi progressi nel migliorare l'interpretabilità delle tecniche di apprendimento automatico (basate, più di recente, sui valori di Shapley)<sup>50</sup>. Inoltre, tali tecniche non sono state originariamente concepite per individuare le relazioni causali, che sono essenziali per i responsabili delle politiche. Migliorare la capacità dei metodi di apprendimento automatico di cogliere il nesso di causalità è al momento la sfida principale, che potrebbe renderli promettenti integrazioni o possibili alternative ai metodi consolidati<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> Joseph ha proposto un nuovo quadro di riferimento basato sulle regressioni Shapley che generalizza l'inferenza statistica per i modelli non lineari o non parametrici, come le reti neurali artificiali, le macchine a vettori di supporto e le foreste casuali. Cfr. Joseph, A., "[Parametric inference with universal function approximators](#)", *Staff Working Paper*, n. 784, Bank of England, 2019, rivisto in data 22 luglio 2020.

<sup>51</sup> Cfr. Farrell, M.H., Liang, T. e Misra, S., "[Deep Neural Networks for Estimation and Inference](#)", *Econometrica*, vol. 89, n. 1, gennaio 2021, pagg. 181-213.

### 3 Il ruolo degli interventi pubblici per il settore delle società non finanziarie durante la crisi legata al COVID-19

a cura di Celestino Girón e Marta Rodríguez-Vives

#### 1 Introduzione

**La pandemia e le misure di contenimento adottate hanno causato perturbazioni dell'economia a livello mondiale, inducendo il ricorso a sostanziosi interventi pubblici per sostenere le imprese.** Allo scopo di prevenire le conseguenze negative delle restrizioni imposte in tutto il mondo, i governi dei vari paesi hanno rapidamente dispiegato una serie di diversi strumenti volti ad attenuare l'impatto della crisi sul settore societario.

**Nell'area dell'euro la maggior parte degli interventi pubblici nel 2020 e nella prima metà del 2021 sono stati incentrati sull'attenuazione dei rischi di liquidità e di solvibilità e sul sostegno all'occupazione nel settore delle società non finanziarie (SNF). Circa due terzi dei pacchetti di bilancio approvati hanno fornito sostegno diretto alle imprese e ai loro lavoratori, oltre alle garanzie statali sui prestiti.** L'entità esatta di tale sostegno è difficile da stimare, dal momento che le misure inizialmente adottate sono state prorogate e sono stati poi attuati nuovi provvedimenti in funzione dell'evolversi della crisi legata al COVID-19, con differenze in termini di paesi e di strumenti di bilancio<sup>1</sup>. Come mostrato nella tavola 1, il sostegno alle SNF per l'aggregato dell'area dell'euro, compresi i regimi di cassa integrazione, è stato pari a circa il 2,6 per cento del PIL nel 2020 all'interno di un pacchetto di bilancio corrispondente al 4,1 per cento del PIL<sup>2</sup>. Nel 2021, a fronte di misure di contenimento che hanno frenato le economie dell'area dell'euro, l'assistenza alle SNF è proseguita, soprattutto nella prima metà dell'anno, e dovrebbe raggiungere dimensioni sostanzialmente simili a quelle del 2020. Inoltre, le risorse destinate alle garanzie statali sui prestiti hanno avuto un valore pari al 19 per cento del PIL nel 2020 e si prevede che resteranno su livelli comparabili a quelli del 2021.

---

<sup>1</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.

<sup>2</sup> Le misure a sostegno dell'occupazione possono derivare da scelte discrezionali o da meccanismi automatici previsti dai sistemi di previdenza e assistenza sociale vigenti. Tuttavia, le elaborazioni degli autori riguardano solo misure discrezionali appositamente adottate nel contesto della crisi legata al COVID-19, principalmente sotto forma di sussidi e trasferimenti alle imprese, compresi i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro.

## Tavola 1

Sostegno di bilancio nell'area dell'euro durante la crisi legata al COVID-19 (in percentuale del PIL)

	2020	2021	2022
<b>Pacchetto di bilancio complessivo</b>	4,1	4,4	1,5
di cui: sostegno alle SNF	2,6	2,5	0,7
<b>Risorse destinate alle garanzie statali</b>	19,1	19,2	n.a.

Fonte: proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise) formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2021.

Note: il pacchetto di bilancio complessivo è calcolato in termini di variazioni discrezionali della spesa pubblica e delle entrate pubbliche, regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, differimenti o crediti di imposta temporanei, ma non comprende immissioni di capitale e stabilizzatori automatici di bilancio (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2). Ai fini del presente articolo, per sostegno alle SNF si intendono trasferimenti diretti, sussidi alle imprese e regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro.

**Nell'area dell'euro gli interventi pubblici hanno attenuato la flessione del prodotto e le perdite di occupazione e reddito, fornendo nel contempo riserve di liquidità al settore delle SNF.** Complessivamente, è stata evitata una contrazione molto più marcata dell'attività economica. Nel 2020 la crescita economica dell'area dell'euro, pur rimanendo saldamente in territorio negativo, è stata migliore del previsto, registrando il -6,8 per cento anziché il -7,8 per cento anticipato dalla Commissione europea nelle previsioni dell'autunno 2020. Gli effetti delle misure di sostegno alle SNF sul reddito delle famiglie, ad esempio attraverso misure di integrazione salariale, hanno anche contribuito a mitigare l'impatto della crisi sul prodotto. Tali interventi, unitamente a scelte improntate alla cautela sul fronte del risparmio e dell'assunzione di prestiti, hanno altresì fornito un apporto nel ridurre al minimo i rischi di liquidità e quindi determinato un incremento delle riserve di liquidità in termini aggregati<sup>3</sup>. Inoltre, la forte risposta dei governi a sostegno del settore delle SNF ha permesso, insieme ad altri fattori, di prevenire tensioni nel settore bancario durante la crisi causata dal COVID-19.

**Il presente articolo esamina gli interventi pubblici nel settore delle SNF dell'area dell'euro dal punto di vista dei loro bilanci, concentrandosi principalmente sulle evidenze disponibili per il 2020.** L'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 illustra l'ampia gamma di misure di bilancio di cui dispongono i governi per sostenere il settore delle SNF; la sezione 3 analizza gli effetti degli interventi pubblici sui bilanci delle SNF nel corso del 2020; nella sezione 4 vengono descritte alcune possibili conseguenze per i bilanci pubblici, mentre nella sezione 5 sono esposte le osservazioni conclusive.

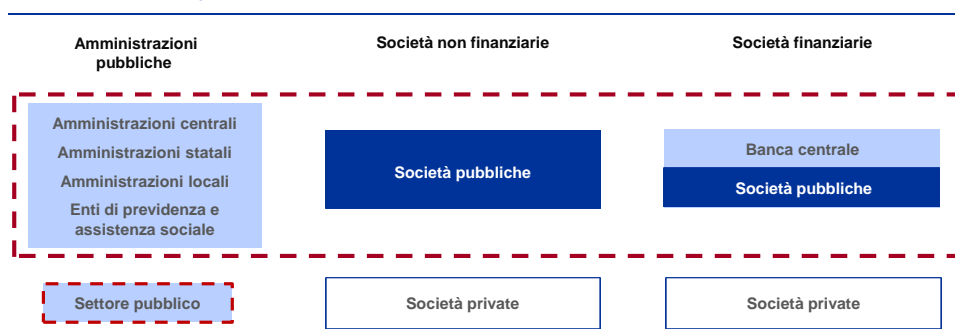
## 2 Gli interventi pubblici nel settore delle società non finanziarie: concetti chiave, definizioni e misure

**Misure di sostegno pubblico mirate e tempestive a favore delle imprese costituiscono una parte importante dello strumentario cui i governi possono**

<sup>3</sup> Secondo alcune elaborazioni della BCE, in un'ipotesi di politiche invariate, circa il 20-25 per cento delle imprese in Spagna, Germania e Francia sarebbero state esposte a rischi di illiquidità nel 2020, mentre la Commissione europea stimava che circa il 35 per cento delle imprese dell'UE a 27 sarebbe stato soggetto a carenze di liquidità in uno scenario intermedio (cfr. l'articolo *L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro* nel numero 7/2020 di questo Bollettino).

**ricorrere per far fronte a un periodo di crisi.** Nel caso specifico di una pandemia, il sostegno pubblico alle imprese risulta più comprensibile alla luce degli effetti perturbativi che le restrizioni imposte dai governi per ragioni di salute pubblica hanno sulla produzione e sui servizi. L'analisi che segue è principalmente incentrata sul settore delle SNF, che comprende tutte le imprese pubbliche e private produttrici di beni e/o fornitrici di servizi non finanziari (per una distinzione tra questo settore e quello delle società finanziarie cfr. la figura 1)<sup>4</sup>.

**Figura 1**  
Amministrazioni pubbliche, società finanziarie e non finanziarie



Fonti: rappresentazione a cura degli autori, basata sul manuale per le statistiche di finanza pubblica dell'FMI e sul manuale SEC 2010. Nota: le società pubbliche sono soggetti controllati per più del 50 per cento dallo Stato, i cui bilanci possono essere consolidati con quello del settore delle amministrazioni pubbliche.

**Le principali tesi a favore di interventi pubblici temporanei sono motivate dalla riduzione delle vulnerabilità delle imprese in periodi di tensione, che può contribuire ad assicurare la stabilità macroeconomica e finanziaria (ad esempio tutelando l'occupazione e il reddito delle famiglie)<sup>5</sup>.** Ciò è particolarmente importante per le grandi imprese a rilevanza sistemica, ma anche per le piccole e medie imprese (PMI), data la loro diffusa presenza in molti paesi europei. In generale, le tesi contrarie agli interventi pubblici a sostegno delle imprese potrebbero invece essere legate, tra l'altro, a possibili distorsioni della concorrenza e dell'efficienza nella fornitura di beni e servizi, nonché agli oneri che ne derivano per le finanze pubbliche e ai rischi per la sostenibilità dei conti pubblici<sup>6</sup>. Tuttavia, tali argomentazioni risultano meno pertinenti nel contesto di una pandemia, in cui si verificano turbolenze sui mercati causate dalle restrizioni imposte per ragioni di salute pubblica. Inoltre, tali rischi vengono attenuati grazie al quadro normativo in

<sup>4</sup> Le società pubbliche sono entità giuridiche indipendenti che operano sul mercato, sono soggette al controllo di apposite autorità statali e vengono spesso definite imprese di proprietà pubblica. In pratica, esse comprendono in genere società erogatrici di servizi di pubblica utilità e di trasporto o partnership pubblico-private mirate alla realizzazione di grandi progetti di investimento. Tra le società pubbliche di tipo finanziario (S.12 nella contabilità nazionale) figurano la banca centrale e tutte le società pubbliche che svolgono attività di intermediazione finanziaria e attività finanziarie accessorie, nonché compagnie di assicurazione e fondi pensione. Questa categoria comprende in genere banche nazionalizzate e/o banche di sviluppo, controllate per più del 50 per cento dallo Stato. Secondo una definizione più ampia di "settore pubblico" il bilancio di quest'ultimo dovrebbe essere consolidato e comprendere il settore delle amministrazioni pubbliche oltre alle società pubbliche finanziarie e non finanziarie.

<sup>5</sup> Inoltre, anche altri stimoli fiscali all'economia possono essere considerati uno strumento complementare di politica economica a disposizione dei governi per favorire la ripresa della domanda/attività e quindi dei redditi delle imprese. Dal lato della spesa, tale è tipicamente il caso degli investimenti. Dal lato delle entrate, ciò avviene in genere attraverso la riduzione delle imposte indirette. Un'analisi esaustiva degli stimoli di bilancio all'economia esula tuttavia dalla trattazione del presente articolo.

<sup>6</sup> Cfr. Lojusch Hartwig, D., Rodríguez-Vives, M. e Slavik, M., "The size and composition of government debt in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 132, Banca centrale europea, ottobre 2011.

materia di aiuti di Stato in vigore a livello dell'UE e al ruolo delle autorità garanti della concorrenza. Nel complesso, il successo degli interventi pubblici dipende da diversi fattori, fra cui la rapidità della ripresa del PIL, il costo del finanziamento (ossia i rendimenti dei titoli di Stato), la strategia adottata per la graduale revoca delle forme di sostegno erogate e il tasso di recupero, che dipende a sua volta dal tipo di strumenti di bilancio utilizzati e dalla qualità delle garanzie.

### **Gli interventi pubblici nel settore societario possono essere diretti o indiretti.**

Dal lato della spesa, lo strumento più comune è costituito dai sussidi o dai trasferimenti forniti direttamente al settore delle SNF. Dal lato delle entrate, vi è un'ampia gamma di sgravi fiscali e misure di previdenza sociale. L'alternativa è data dall'agevolare il finanziamento delle imprese mediante garanzie pubbliche, prestiti diretti, trasferimenti o immissioni di capitale. In termini di politica da adottare, la scelta tra trasferimenti definitivi alle imprese e immissioni di capitale non è sempre semplice. Nel caso di imprese più piccole potrebbe essere più opportuno optare per dei trasferimenti, poiché sarebbe troppo difficile gestire le partecipazioni azionarie. Forme di sostegno di bilancio mirate o immissioni di capitale a favore di imprese fortemente indebitate potrebbero invece essere preferibili all'erogazione di prestiti e garanzie aggiuntivi, in quanto riducono il rischio di fallimenti e, nel caso delle immissioni di capitale, consentono allo Stato di influire sulle decisioni aziendali<sup>7</sup>. Anche gli interventi sulle partecipazioni azionarie o in strumenti convertibili in azioni hanno un effetto favorevole sugli incentivi all'investimento delle imprese, poiché evitano un possibile eccesso di debito. Al fine di orientare le risorse disponibili in modo efficiente e sostenibile è importante distinguere le imprese economicamente sostenibili da quelle che non lo sono, che operano in perdita nel lungo periodo e quindi dipendono dall'assistenza pubblica per sopravvivere.

**La risposta iniziale a sostegno del settore delle SNF durante la pandemia è stata per lo più generalizzata e intesa a preservare la struttura produttiva preesistente.** Sebbene i diversi paesi abbiano adottato provvedimenti nazionali in varia misura e con tempistiche differenti, la risposta di bilancio iniziale è stata incentrata sul contenimento dell'impatto della crisi sull'economia quale prerequisito per una rapida ripresa dopo la pandemia. Gli interventi nel settore delle SNF erano quindi mirati a ridurre al minimo le insolvenze legate alla crisi e l'uscita di imprese sane dal mercato, nonché la perdita di posti di lavoro. In tal modo, è stato indirettamente tutelato anche il settore delle società finanziarie (ad esempio le banche) e il nesso fra banche ed emittenti sovrani<sup>8</sup>. Successivamente, si è prestata attenzione anche a creare le condizioni necessarie per una ripresa sostenuta e a promuovere cambiamenti strutturali, ossia la transizione verso un'economia verde e la digitalizzazione. Il programma Next Generation EU (NGEU) già approvato a luglio 2020 per un importo complessivo che raggiunge 750 miliardi di euro, di cui il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) è il fulcro, dovrebbe svolgere un ruolo importante. L'obiettivo principale dell'RRF è sostenere investimenti pubblici e privati che siano accompagnati da riforme

<sup>7</sup> Cfr. Mojon, B., Rees, D. e Schmieder, C., "How much stress could Covid put on corporate credit? Evidence using sectoral data", *BIS Quarterly Review*, marzo 2021, pagg.55-70.

<sup>8</sup> Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020 e *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2021. Tuttavia, i rischi derivanti dal nesso fra banche ed emittenti sovrani continuano a essere rilevanti e potrebbero incidere sulla ripresa nell'area dell'euro.

strutturali negli Stati membri nel periodo 2021-2026<sup>9</sup>. Si tratta di un'opportunità unica per rafforzare il potenziale di crescita, la creazione di posti di lavoro e la resilienza socio-economica dei paesi che aderiscono all'Unione.

**La tavola 2 sintetizza le diverse tipologie di interventi pubblici introdotti all'inizio del periodo di chiusure generalizzate (lockdown) imposte a marzo/aprile 2020 allo scopo di sostenere le SNF in maniera diretta o indiretta, e le successive proroghe disposte nel resto del 2020 e nel 2021.** Alcuni strumenti hanno un impatto a breve termine e rientrano nell'ambito delle politiche di bilancio discrezionali nazionali (ad esempio differimenti di imposta, sovvenzioni o sussidi a tantum, sostegno al reddito da lavoro), mentre altri sono di natura più finanziaria e sono caratterizzati da un orizzonte di medio-lungo periodo, come nel caso di passività potenziali e ricapitalizzazioni. Analogamente, in alcuni paesi dell'area dell'euro sono stati resi disponibili strumenti finanziari come moratorie e ristrutturazioni dei debiti. È stata anche introdotta una serie di misure volte a fornire stimoli all'economia e quindi ad avere effetti indiretti sulle SNF, come la riduzione delle imposte dirette e indirette e la crescita degli investimenti pubblici (cfr. la tavola 2).

## Tavola 2

Tassonomia degli interventi pubblici nel settore delle SNF attuati nell'area dell'euro durante la crisi legata al COVID-19 e loro impatto sui conti pubblici

Interventi di bilancio discrezionali diretti	Obiettivo	Impatto sul disavanzo pubblico (aumento del disavanzo, se non diversamente specificato)	Impatto sul debito pubblico
<b>Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro</b>	Sostegno all'occupazione e aiuti alle imprese	Spesa (sussidi e prestazioni sociali)	Sì
<b>Sovvenzioni/sussidi diretti</b>	Sostegno alla liquidità	Spesa (sussidi)	Sì
<b>Immissione di capitali, compresi trasferimenti in conto capitale alle società</b>	Sostegno alla liquidità	Spesa (trasferimenti in conto capitale)	Sì
<b>Differimenti di imposte e contributi previdenziali</b>	Sostegno alla liquidità	Nessun incremento del disavanzo, solo adeguamenti per cassa/competenza	Nessuno, gli interventi devono essere finanziati solo nel breve termine
<b>Investimenti delle amministrazioni pubbliche</b>	Sostegno all'economia	Spesa (investimenti fissi lordi)	Sì
<b>Riduzione delle imposte indirette</b>	Sostegno all'economia	Entrate	Sì
<b>Riduzione delle imposte dirette e dei contributi previdenziali</b>	Sostegno all'economia	Entrate	Sì
<b>Trasferimenti alle imprese</b>	Sostegno all'economia	Spesa (prestazioni sociali)	Sì

<sup>9</sup> Si prevede che il ricorso ai [fondi del Dispositivo per la ripresa e la resilienza](#) raggiungerà i 672,5 miliardi di euro (di cui 312,5 miliardi di euro in sovvenzioni e 360 miliardi di euro in prestiti a prezzi costanti risalenti al 2018). Tuttavia è ancora troppo presto per valutare quale sarà l'effettivo livello di utilizzo di tali fondi e in quale misura ne beneficeranno le aziende.



Interventi di natura finanziaria	Obiettivo	Impatto sul disavanzo	Impatto sul debito
<b>Prestiti</b>	Sostegno alla liquidità	Reddito da interessi (riduzione del disavanzo) Possibile spesa per interessi se l'intervento deve essere finanziato (differenza tra gli interessi applicati dallo Stato e il costo del debito aggiuntivo)	Raccordo disavanzo-debito, variazione delle attività finanziarie nette compresa l'immissione di capitali Possibile impatto sul debito se l'intervento deve essere finanziato dallo Stato (riserve di liquidità non disponibili)
<b>Immissione di capitali, compresa l'acquisizione di partecipazioni azionarie nelle società</b>	Sostegno alla solvibilità Interventi a favore di imprese sistemiche e strategiche, limitazioni alla distribuzione di dividendi/alle retribuzioni dei dirigenti, strategia di uscita	Reddito da interessi (riduzione del disavanzo) Possibile spesa per interessi se l'intervento deve essere finanziato	Raccordo disavanzo-debito, variazione delle attività finanziarie nette, tra cui immissioni di capitale Possibile impatto sul debito se l'intervento deve essere finanziato dallo Stato
<b>Garanzie statali</b>	Garanzie fornite a tutti i settori dell'economia	Spesa (trasferimenti in conto capitale) in caso di escussione delle garanzie (aumento del disavanzo) Reddito da commissioni su garanzie (riduzione del disavanzo)	Passività potenziali in caso di escussione
<b>Moratoria sui debiti</b>	Sostegno alla liquidità		
<b>Ristrutturazione dei debiti</b>	Sostegno alla solvibilità		

Fonte: tassonomia a cura degli autori.

**Nel complesso, la risposta alla crisi causata dal COVID-19 in termini di sostegno al settore delle SNF ha visto il ricorso a una più ampia gamma di strumenti rispetto alle crisi precedenti.** Innanzitutto, è stato reso disponibile un maggior numero di strumenti a livello nazionale, quali la proroga delle scadenze fiscali, il differimento delle imposte, tempistiche più rapide per i rimborsi fiscali, disposizioni più generose in materia di sostegni o esenzioni fiscali, anche per quanto concerne i contributi previdenziali. Inoltre, per tutelare le retribuzioni dei lavoratori sono stati adottati regimi generalizzati e dotati di ingenti risorse, in alcuni casi attraverso sussidi alle SNF, che superano i meccanismi automatici esistenti. Durante la pandemia circa due terzi delle imprese dell'area dell'euro hanno fatto ricorso ad almeno una delle misure di sostegno pubblico introdotte<sup>10</sup>.

**La risposta di bilancio dei vari paesi, di entità considerevole, è stata resa possibile grazie all'applicazione della flessibilità contemplata dal quadro giuridico vigente.** A livello europeo, tale flessibilità comprende: a) l'attivazione della clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto di stabilità e crescita e b) l'allentamento delle norme sugli aiuti di Stato, che ha consentito ai paesi di sostenere le aziende con misure aggiuntive rispetto agli interventi di bilancio

<sup>10</sup> Secondo un'indagine della BCE, nell'area dell'euro circa il 55 per cento delle grandi imprese e il 48 per cento delle PMI hanno fatto ricorso a forme di sostegno pubblico al fine di 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, mentre circa il 24 per cento delle prime e il 32 per cento delle seconde si sono avvalse di altri regimi di sostegno pubblico. Secondo alcune analisi econometriche, le imprese più vulnerabili e quelle per le quali era stato registrato un calo dei prestiti bancari avevano maggiori probabilità di beneficiare di questo tipo di misure di bilancio (cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di sostegno di bilancio sul fabbisogno di liquidità delle imprese durante la pandemia* nel numero 4/2021 di questo Bollettino).

ammessi da tali norme<sup>11</sup>. A livello nazionale sono stati adottati provvedimenti di natura giuridica, come la sospensione temporanea dell'obbligo, ove presente, di presentare istanza di fallimento da parte delle imprese insolventi e moratorie sui debiti<sup>12</sup>. Tali interventi pubblici sono stati a loro volta sostenuti da una politica monetaria accomodante, per cui le misure di bilancio e quelle di politica monetaria si sono integrate reciprocamente durante la pandemia.

**Infine, anche l'Unione europea ha fornito cospicue forme di sostegno alle imprese in risposta alla crisi legata al COVID-19.** Innanzitutto, da ottobre 2020 lo strumento di prestito per attenuare i rischi di disoccupazione in emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE) ha reso disponibili 100 miliardi di euro per il finanziamento dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro adottati a livello nazionale. Di tale dotazione, gli Stati membri avevano utilizzato 94,3 miliardi di euro alla data di aggiornamento delle informazioni utilizzate ai fini del presente articolo. Inoltre, il Fondo di garanzia paneuropeo della Banca europea per gli investimenti fornisce garanzie del valore di 25 miliardi di euro per finanziamenti aggiuntivi pari a 200 miliardi di euro a favore delle imprese, con particolare attenzione alle PMI, anche attraverso banche di sviluppo nazionali. Infine, si prevede che anche il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF), entrato in vigore il 19 febbraio 2021, fornirà sostegno alle aziende, sebbene in maniera più indiretta. Secondo le proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise, BMPE) formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021, lo stimolo di bilancio atteso dalla spesa finanziata tramite l'RRF dovrebbe essere pari ad almeno lo 0,5 per cento del PIL in ragione d'anno a livello dell'area dell'euro<sup>13</sup>.

### 3 L'impatto degli interventi pubblici sui bilanci delle società non finanziarie durante la crisi legata al COVID-19

**La crisi ha avuto un rapido effetto sui bilanci del settore delle SNF.** Il rapporto fra debito e valore aggiunto lordo è cresciuto notevolmente nell'area dell'euro, sia per effetto del calo dell'attività economica, sia per il brusco aumento della preferenza per le attività liquide dovuto alla crescente incertezza. Benché l'andamento dei bilanci sia analogo a quello che ha caratterizzato altre fasi degli ultimi 20 anni, il ruolo delle misure di sostegno pubblico in questa occasione presenta alcune caratteristiche distintive.

**Nella presente sezione quale principale strumento analitico viene utilizzata una scomposizione delle variazioni del debito riportato nei conti per settore istituzionale, definito come prestiti e titoli di debito consolidati, e ripartito per**

---

<sup>11</sup> Il 23 marzo 2020 il Consiglio dell'UE ha approvato l'attivazione della clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto di stabilità e crescita, che consente agli Stati membri di adottare misure di bilancio temporanee in risposta alla crisi causata dal COVID-19, pur rispettando il corpus normativo del Patto stesso. Cfr. [la dichiarazione pubblicata al riguardo](#).

<sup>12</sup> Cfr. *Financial Stability Review*, Deutsche Bundesbank, 2020.

<sup>13</sup> Tale percentuale è in linea con lo stimolo di bilancio stimato nelle previsioni della primavera 2021 elaborate dalla Commissione europea, anch'esso dell'ordine dello 0,5 per cento del PIL.

**contropartite di impieghi e risorse (cfr. il grafico 1).** La dinamica del debito è illustrata in termini di fattori di leva finanziaria tra loro associati e derivanti da:

- la necessità di sopperire alla carenza di fondi propri (capitale azionario e utili non distribuiti) per finanziare investimenti in attività illiquide, qui denominata “deficit di finanziamento a lungo termine”. Tale scarto è positivo quando gli investimenti in attività illiquide superano i fondi propri raccolti e si amplia, ad esempio, per effetto di un incremento negli investimenti lordi o di un calo degli utili non distribuiti. A parità di altre condizioni, un ampliamento di tale scarto può determinare un maggior fabbisogno di debito<sup>14</sup>;
- l’accumulo di attività liquide che, a parità di altre condizioni (comprese fonti di finanziamento alternative come il capitale di rischio), determina un aumento del fabbisogno di debito;
- l’accumulo netto delle scorte indotto dal ciclo economico, che esercita anch’esso pressioni in termini di leva finanziaria, come nel caso dell’accumulo di attività liquide;
- il “differenziale tra crescita e tassi di interesse”, corrispondente a una misura dell’eccesso di oneri per interessi rispetto alla crescita del valore aggiunto. Tale differenziale coglie le variazioni del rapporto tra debito e valore aggiunto dovute a meccanismi automatici non direttamente collegati alle attuali scelte societarie sul fronte dell’indebitamento: i pagamenti per interessi dipendono dal debito accumulato in passato e la crescita del valore aggiunto incide sul rapporto attraverso un effetto denominatore.

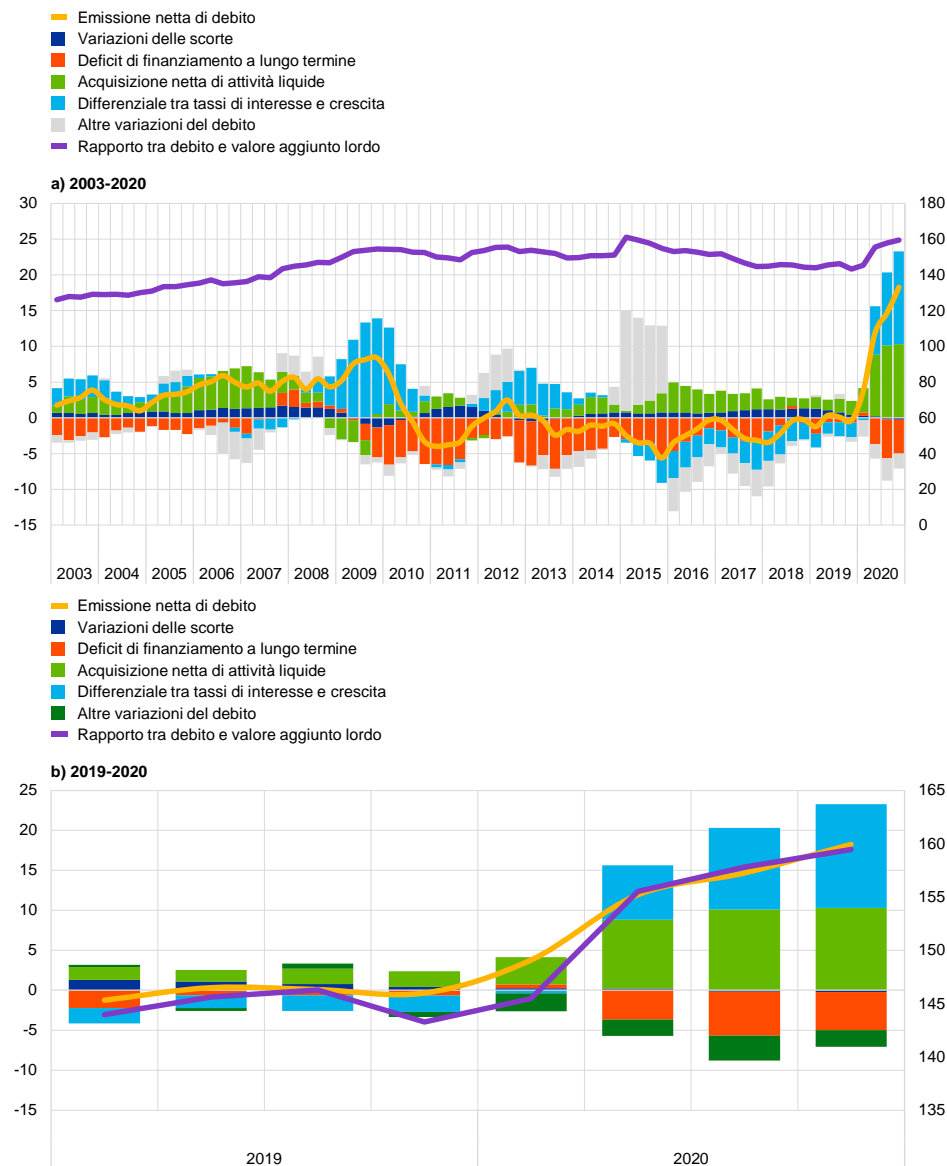
---

<sup>14</sup> Più precisamente, le transazioni alla voce “deficit di finanziamento a lungo termine” sono calcolate come: a) investimenti fissi, più b) acquisizioni nette di attività finanziarie diverse da moneta, depositi, titoli di debito e strumenti finanziari derivati (vale a dire attività meno liquide; tale componente è principalmente costituita da acquisizioni di titoli azionari e crediti commerciali attivi, meno c) utili non distribuiti (misurati come risparmi societari) più interessi versati (che vengono contabilizzati alla voce “differenziale tra crescita e tassi di interesse”), meno d) capitali raccolti.

## Grafico 1

### Contributi alle variazioni del debito delle società non finanziarie nell'area dell'euro

(somme di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto delle imprese)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: le serie storiche riportate negli istogrammi rappresentano flussi mobili cumulati di quattro trimestri relativi a impieghi e risorse delle società non finanziarie quali riportati nei conti per settore istituzionale, escluse le emissioni di debito e incluse le variazioni di attività e passività non dovute a transazioni, ed espressi in percentuale del valore aggiunto lordo nei quattro trimestri. I flussi sono suddivisi per categoria analitica, come illustrato nel testo e nella nota 18 a piè di pagina. La discrepanza statistica tra flussi finanziari e non finanziari è inclusa nel "deficit di finanziamento a lungo termine". Nella serie storica "differenziale tra tassi di interessi e crescita" è incluso un flusso nozionale negativo, che corrisponde a ciò che si ottiene applicando il tasso di crescita del valore aggiunto lordo durante i quattro trimestri allo stock di passività legate ai debiti all'inizio dei quattro trimestri; questo fa sì che la somma algebrica della misura delle porzioni degli istogrammi sia uguale alla variazione complessiva del rapporto fra debito e valore aggiunto lordo nel corso dei quattro trimestri.

La linea mostra la somma degli istogrammi corrispondenti alle transazioni, che dal punto di vista aritmetico è pari all'emissione netta di debito in percentuale del valore aggiunto lordo nei quattro trimestri.

Il grafico 1 mostra le variazioni del rapporto fra debito societario e valore aggiunto lordo attribuibili alle quattro dinamiche illustrate sopra, che sommate corrispondono all'emissione complessiva netta di debito rappresentata dalla linea gialla (emissione lorda al netto dei rimborsi). Il grafico mostra anche le variazioni del debito

riconducibili ad altri fattori (rivalutazioni, riclassificazioni e altri trattamenti a fini statistici) e al livello del rapporto stesso (scala di destra).

**La crisi legata al COVID-19 ha dato luogo a un differenziale tra tassi di interesse e crescita sfavorevole (porzione blu chiaro degli istogrammi del grafico 1) che, per quanto verosimilmente temporaneo, ha rappresentato una determinante importante dell'aumento della leva finanziaria.** Tale andamento è stato causato da un crollo dell'attività economica, mentre il sostegno fornito dalla politica monetaria ha mantenuto i differenziali dei tassi di interesse su livelli contenuti. Ciò contrasta con le evidenze relative al periodo 2008-2009, quando l'aumento del differenziale tra tassi di interesse e crescita fu causato dall'effetto congiunto di crescita negativa e differenziali elevati, e al periodo 2012-2013, quando l'alto livello dei differenziali aveva caratterizzato gli andamenti nel corso della crisi del debito sovrano.

**Nella crisi attuale le attività liquide (porzione verde chiaro degli istogrammi del grafico 1) stanno avendo un ruolo significativamente diverso rispetto a quello avuto all'inizio della crisi finanziaria internazionale.** Nelle circostanze attuali le attività liquide hanno rappresentato il fattore principale alla base dell'aumento del rapporto tra debito e valore aggiunto registrato nel 2020 a seguito dell'impennata dei prestiti nel primo semestre e del calo degli investimenti di capitale causato dallo shock indotto dal COVID-19<sup>15</sup>. Ciò si è anche tradotto in un andamento contenuto del debito societario netto. Analogamente, come già nelle crisi passate, la riduzione delle scorte (porzione blu scuro degli istogrammi) connessa alla ridotta attività sta contribuendo negativamente all'accumulo di debito societario.

**La crisi legata al COVID-19 ha determinato altresì una variazione del deficit di finanziamento a lungo termine (porzione rossa degli istogrammi).** Dopo la crisi finanziaria mondiale tale deficit aveva rappresentato una forza di riduzione della leva finanziaria sostenuta e robusta, che rispecchiava il livello contenuto di investimenti e la preferenza a ricorrere al capitale di rischio e a fonti interne di finanziamento. Nel 2018 e 2019 tale forza iniziava a esaurirsi, sulla scia dell'aumento degli investimenti fissi<sup>16</sup>. Tale tendenza ha subito un arresto improvviso a causa della crisi legata al COVID-19 e il deficit ha nuovamente iniziato a dare un contributo significativo al processo di riduzione della leva finanziaria, paragonabile a quello osservato dopo la crisi finanziaria internazionale, dal 2008 al 2013.

**Gli interventi pubblici sono visibili nell'aumento del contributo fornito da sussidi e immissioni di capitale alle risorse complessive nel corso dell'anno 2020.** Il grafico 2 mostra le risorse derivanti dal sostegno pubblico suddivise in due categorie: "sussidi", che comprendono i trasferimenti correnti e le

<sup>15</sup> Mentre nel periodo 2008-2009 il settore delle società non finanziarie aveva reagito alla mancanza di finanziamenti a breve termine ricorrendo alle attività liquide accumulate negli anni precedenti, nell'attuale congiuntura la diversa natura dello shock ha prodotto un accumulo di liquidità senza precedenti, che ha potenziato una tendenza positiva in essere dal 2014.

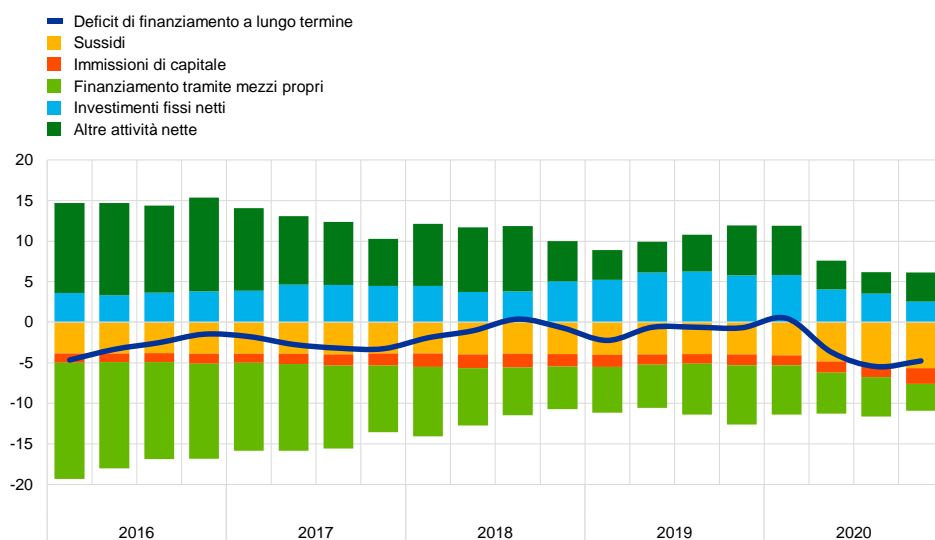
<sup>16</sup> Negli anni compresi tra il 2010 e il 2015 i valori relativi al deficit di finanziamento erano generalmente compresi nell'intervallo tra -3 e -7 per cento, in netta contrapposizione col periodo precedente la crisi finanziaria, caratterizzato da valori tipicamente superiori al -2 per cento e, dalla fine del 2007 alla metà del 2009, perfino in territorio positivo (cioè il finanziamento tramite mezzi propri non era sufficiente a coprire gli investimenti a lungo termine). Il grafico 2 mostra l'evoluzione di tale deficit al 2016, anno in cui la dinamica che aveva caratterizzato la fase successiva alla crisi iniziava a venire meno.

misure di sostegno alle retribuzioni<sup>17</sup>, e “immissioni di capitale”, che comprendono sia i trasferimenti in conto capitale, sia l’acquisizione di partecipazioni azionarie da parte delle amministrazioni pubbliche<sup>18</sup>. Il peso relativo attribuito a sussidi e immissioni di capitale è stato elevato dalla fine dell’anno 2017, principalmente a causa di un generale calo del finanziamento tramite mezzi propri da parte di privati (dovuto soprattutto a una minore raccolta di capitale azionario rispetto a periodi precedenti, anche in ragione di una preferenza per l’emissione di obbligazioni). Nel 2020 si è registrata un’accelerazione di tale tendenza, con un aumento di sussidi e immissioni di capitale, mentre il finanziamento tramite mezzi propri da parte di privati ha continuato ad attestarsi su livelli contenuti principalmente per effetto di un calo del margine operativo al lordo dei sussidi (pari a 1,4 punti percentuali del valore aggiunto dalla fine del 2019, somme di quattro trimestri).

## Grafico 2

### Deficit di finanziamento del settore delle SNF nell’area dell’euro

(somme di quattro trimestri in percentuale del valore aggiunto lordo societario)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: quanto figura al di sotto della linea corrisponde alle risorse mobili, risultanti dalla contabilità settoriale e relative a quattro trimestri (esse rappresentano quindi contributi negativi al deficit di finanziamento e indicano pertanto la necessità di finanziarsi mediante debito); al di sopra della linea sono raffigurati gli impieghi (contributi positivi al deficit e al fabbisogno di debito), espressi in percentuale del valore aggiunto lordo nei quattro trimestri. Risorse e impieghi sono scomposti per categoria analitica, come illustrato nel testo e nella nota 14 a piè di pagina. La discrepanza statistica tra impieghi e risorse è inclusa nella voce “altre attività nette”.

### Nel complesso le risorse fornite dagli interventi pubblici nell’ultimo trimestre del 2020 rappresentavano il 70 per cento dei fondi propri complessivi

<sup>17</sup> In alcuni paesi dell’area dell’euro non tutte le misure di integrazione salariale hanno effetti sulla contabilità settoriale delle società non finanziarie, ma forniscono piuttosto un sostegno diretto al reddito delle famiglie. Si potrebbe quindi affermare che l’analisi qui presentata sottostimi l’effettivo sostegno alle risorse delle SNF.

<sup>18</sup> Le componenti residue del deficit di finanziamento comprendono: “finanziamento tramite mezzi propri da parte di privati” (emissione di capitale azionario e utili non distribuiti, corretti per le misure di sostegno pubblico e il pagamento di interessi), investimenti in termini reali corretti per la svalutazione dello stock di capitale (investimenti fissi netti) e altri investimenti, in particolare in attività finanziarie a lungo termine (“altre attività nette”).

La scomposizione mostrata nel grafico 2 corrisponde alle voci descritte nella nota 14 a piè di pagina, ma gli utili non distribuiti e le azioni emesse sono ulteriormente suddivisi in contributi derivanti da interventi di sostegno pubblico e altre sottocomponenti, definite congiuntamente “finanziamento tramite mezzi propri da parte di privati”.

**accantonati dal settore delle SNF, rispetto a una quota media inferiore al 40 per cento prima del 2020.** L'aumento considerevole delle sovvenzioni e delle iniezioni di capitale e la brusca diminuzione degli investimenti fissi e dei finanziamenti a lungo termine hanno fatto sì che nel 2020 per la prima volta le sovvenzioni e le iniezioni di capitale fossero superiori agli investimenti fissi e agli investimenti finanziari a lungo termine.

#### 4 Interventi pubblici e relativi rischi per i bilanci degli Stati

**Gli interventi pubblici nel settore delle SNF comportano costi espliciti e impliciti a carico dei bilanci delle pubbliche amministrazioni.** In primo luogo, i pacchetti di misure di bilancio discrezionali adottati per contrastare la crisi causata dal COVID-19 nel corso dell'anno 2020, e poi prorogati nel 2021, sono consistiti principalmente in provvedimenti di bilancio diretti, con effetti immediati e considerevoli sul saldo di bilancio. In secondo luogo, le amministrazioni pubbliche hanno perso una percentuale del gettito fiscale a causa delle restrizioni imposte sull'economia<sup>19</sup>. Inoltre, la crisi ha avuto conseguenze anche sul debito pubblico, per via delle misure di sostegno finanziario pubblico erogate sotto forma di immissioni di capitale di rischio e prestiti. Infine, ulteriori passività potenziali, sostanzialmente costituite da crediti assistiti da garanzie statali, in futuro potrebbero ripercuotersi sul debito pubblico, in base ai rischi legati all'effettivo utilizzo. Sussiste inoltre il rischio che le società non finanziarie private possano essere costrette a rientrare nella sfera di competenza pubblica.

**La crisi generata dal COVID-19 sta avendo un forte impatto sui conti pubblici, con un conseguente aumento nel breve periodo del rapporto tra disavanzo e PIL e del rapporto debito pubblico e PIL.** Il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro è aumentato dallo 0,6 per cento del PIL nel 2019 al 7,2 per cento nel 2020, cioè di circa 700 miliardi. La determinante principale, oltre al calo della crescita economica, è stata l'adozione di misure discrezionali dal lato della spesa, a fronte di una diminuzione solo lieve delle entrate totali rispetto al 2019.

**Il rapporto debito pubblico/PIL per l'area dell'euro è aumentato dall'83,9 per cento del PIL nel 2019 al 98,0 per cento nel 2020<sup>20</sup>.** Le amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro hanno aumentato le proprie consistenze di debito di 1.100 miliardi di euro rispetto al 2019. Si prevede tuttavia che il rapporto tra debito pubblico e PIL registri un picco massimo nel 2021, pari a circa il 100 per cento del PIL, per poi diminuire lievemente, principalmente per effetto di differenziali favorevoli tra interessi e crescita e disavanzi in miglioramento. Il forte incremento delle consistenze del debito osservato nel 2020 non deriva soltanto dagli ingenti disavanzi registrati, ma riflette anche i prestiti e le iniezioni di capitale di rischio a favore delle imprese e altre acquisizioni di attività finanziarie che non sono rilevabili nei dati relativi al disavanzo, bensì nel raccordo disavanzo-debito, che ha raggiunto 400 miliardi nell'area dell'euro (2,4 per cento del PIL). Nel 2020 l'acquisizione netta di attività finanziarie ha

<sup>19</sup> Sebbene il differimento delle imposte sia spesso riportato dagli Stati membri fra i costi totali dei pacchetti, di norma esso non incide sul saldo di bilancio.

<sup>20</sup> Cfr. gli [indicatori pubblicati dall'Eurostat il 22 aprile 2021](#).

raggiunto livelli storicamente alti per diverse ragioni: a) l'accumulo di significativi importi di circolante e depositi (2,0 per cento del PIL), riflesso del fatto che i paesi hanno preso in prestito fondi emettendo debito per prevenire il fabbisogno di liquidità; b) concessioni di prestiti e iniezioni di capitale di rischio (0,5 per cento del PIL), derivanti da misure di politica economica volte a fornire finanziamenti pubblici alle imprese; c) "altri crediti" (-0,1 per cento del PIL, che riflettono ratei e risconti passivi). L'elevata emissione di obbligazioni osservata nel 2020 è stata principalmente costituita da debito a lungo termine (cioè con scadenza superiore a un anno), che ha rappresentato il 61 per cento del fabbisogno complessivo dell'area dell'euro, mentre il debito a breve termine è stato pari al 33 per cento.

### **L'assunzione di passività potenziali da parte dei governi offre sostegno**

**all'intera economia.** Al fine di evitare che le carenze di liquidità si trasformassero in rischi di insolvenza, soprattutto per le PMI, da marzo-aprile 2020 molti governi hanno assunto nuove passività potenziali, principalmente sotto forma di prestiti garantiti direttamente dallo Stato, che non trovano riscontro nelle statistiche ufficiali sul debito. I diversi assetti giuridici a livello nazionale rendono difficile un confronto fra le garanzie pubbliche concesse alle imprese, dato che alcuni regimi di garanzie sono stati introdotti di recente e altri erano già in vigore prima dell'inizio della crisi. Attualmente la posizione fuori bilancio è pari in media a circa 2.000 miliardi di euro (19 per cento del PIL) per il 2020, a fronte del 9 per cento del PIL alla fine del 2019. Tuttavia finora l'entità delle possibili perdite per gli emittenti sovrani, sebbene considerevole, sembra essere nel complesso contenuta, in quanto il ricorso alle garanzie è stato pari a non oltre il 4 per cento circa del PIL a livello aggregato a fine 2020, malgrado notevoli differenze tra paesi<sup>21</sup>. Sebbene sia difficile elaborare una quantificazione armonizzata delle garanzie statali a sostegno del settore delle SNF nei vari paesi e nel tempo, il grafico 3 ne fornisce una stima per i paesi dell'area dell'euro nel 2020<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Tale cifra riflette l'importo massimo di fondi pubblici impegnati nell'intera dotazione di garanzie disponibili (e non gli importi totali mobilitati, inclusi i finanziamenti privati a effetto leva).

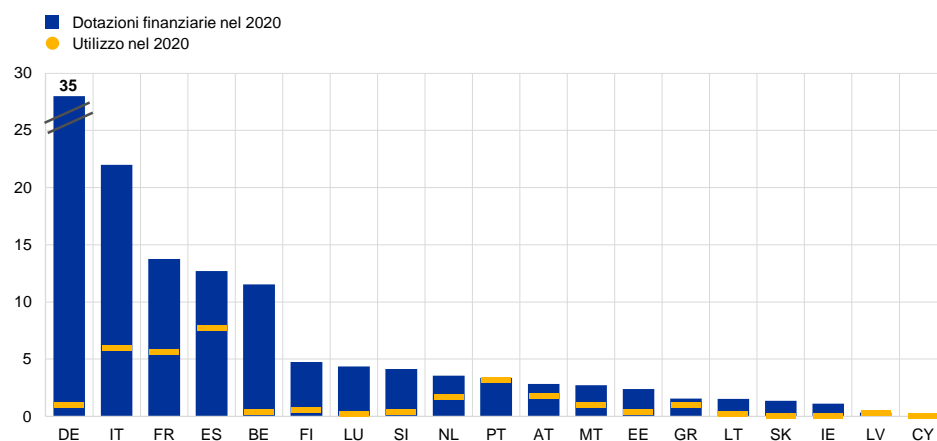
<sup>22</sup> Si noti che nel grafico non viene fatta alcuna distinzione tra i destinatari del sostegno, che si tratti di grandi imprese, PMI o piccoli imprenditori, né tra i diversi profili di rischio di ciascuna categoria.



### Grafico 3

#### Dotazioni finanziarie destinate alle garanzie statali e loro utilizzo nel 2020 nei paesi dell'area dell'euro

(dotazioni finanziarie destinate alle garanzie statali (e relativo utilizzo), in percentuale del PIL)



Fonte: stime fornite dal gruppo di lavoro sulla finanza pubblica nell'ambito delle proiezioni macroeconomiche generali (BMPE) formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021 e dal rapporto del CERS *Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic* pubblicato a febbraio 2021.

#### I risultati delle imprese pubbliche pongono un ulteriore rischio al rialzo per il debito pubblico, anche in assenza di garanzie pubbliche esplicite.

Se si realizzano perdite, le imprese pubbliche accrescono i rischi aggiuntivi per i bilanci degli Stati<sup>23</sup>. I dati Eurostat mostrano che i volumi delle passività del settore delle SNF pubbliche erano limitati prima della pandemia<sup>24</sup>. Tuttavia, tale situazione potrebbe variare nel tempo, come è avvenuto durante la crisi finanziaria mondiale. L'esperienza suggerisce che le privatizzazioni e dismissioni più riuscite devono essere adeguatamente preparate, nel senso che potrebbe essere necessario opporre resistenza a eventuali pressioni a favore di nuove privatizzazioni. Gli orientamenti dell'OCSE suggeriscono che l'impatto di tali transazioni su una specifica impresa, su un determinato mercato e sull'economia nel suo complesso dovrebbe essere considerato con attenzione e ciò potrebbe far sì che, per qualche tempo, le partecipazioni pubbliche continuino a restare nei portafogli delle relative amministrazioni pubbliche<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> Il concetto di settore pubblico (cfr. la figura 1) può essere un utile strumento aggiuntivo per monitorare i rischi per i bilanci pubblici in tale contesto (cfr. IMF *Fiscal Monitor* dell'FMI, ottobre 2018).

<sup>24</sup> Cfr. *Products Eurostat News*, Eurostat, 29 gennaio 2021, basato sulla Direttiva 2011/85 del Consiglio (nota come "six-pack"). Tuttavia, dalla crisi finanziaria internazionale il settore pubblico finanziario ha dimensioni relativamente consistenti grazie agli aumenti delle immissioni di capitale pubblico e alle società di gestione degli attivi. Alcune di queste società (denominate società veicolo o special purpose vehicles, SPV) rientrano nel perimetro del settore pubblico (Commissione europea, 2015).

<sup>25</sup> Secondo gli orientamenti dell'OCSE in merito alla governance interna delle imprese di proprietà pubblica, al fine di evitare che vengano addotte motivazioni improprie, sarebbe opportuno comunicare al pubblico una chiara logica alla base di una nuova riprivatizzazione. L'operazione deve essere effettuata in un contesto di sana concorrenza. Il ruolo dei consulenti in materia di privatizzazioni e la loro indipendenza sono fondamentali. Una valutazione e un prezzo di vendita appropriati sono una condizione importante per il successo dell'operazione e, in genere, si basano sul principio del valore equo di mercato (fair market value). Per assicurare l'integrità del processo nel caso in cui un governo intendesse realizzare una cessione al di sotto del valore di mercato, le ragioni di tale operazione dovrebbero essere chiaramente identificate, giustificate e trasparenti sin dall'inizio.

## 5 Osservazioni conclusive

**Il sostegno fornito dai governi dell'area dell'euro alle SNF durante la crisi legata al COVID-19, unitamente a un parziale ricorso alla flessibilità disponibile nell'ambito del quadro giuridico europeo e nazionale, ha finora evitato gravi turbative come una lunga serie di dichiarazioni di fallimento.** Nel corso del 2020 i paesi dell'area dell'euro hanno introdotto diverse misure di sostegno che, tra l'altro, hanno contribuito a un aumento senza precedenti delle attività liquide detenute nei bilanci delle imprese, poiché gli investimenti privati sono stati inibiti dall'incertezza economica. Le risorse pubbliche hanno concorso alla sostenibilità del debito societario, consentendo alle SNF di accrescere le proprie riserve di liquidità per attutire shock futuri. Tuttavia, esistono sensibili differenze fra imprese e paesi. Inoltre, il ricorso alle garanzie sui prestiti è stato relativamente modesto, il che, pur rispecchiando in parte un certo inasprimento delle condizioni creditizie, suggerisce altresì che la domanda nella maggior parte dei paesi è stata contenuta. Ciononostante, i modesti livelli del ricorso alle garanzie sui prestiti potrebbero subire variazioni nel prossimo futuro. Oltre ai prestiti garantiti dallo Stato, i governi possono fornire capitale e prestiti diretti. A seconda dell'entità e della durata della crisi legata al COVID-19, potrebbero concretizzarsi rischi derivanti da ulteriori apporti di capitale. Nel complesso, potenziali rischi potrebbero discendere da un inasprimento del nesso fra banche ed emittenti sovrani.

**Le forme e l'entità del sostegno pubblico al settore societario si evolveranno ulteriormente nel corso del 2021 e oltre, in funzione dell'andamento della pandemia, delle misure di contenimento e del ritmo della ripresa economica.**

Dopo il consistente sostegno di bilancio fornito nel periodo 2020-2021 a livello nazionale, l'UE apporterà un contributo sempre più importante agli investimenti e alla ripresa economica. I fondi che saranno erogati nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza sono inoltre intesi ad agevolare la transizione digitale ed ecologica delle economie europee. Secondo le proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise) formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021, l'area dell'euro registrerebbe una forte ripresa, con una crescita del 4,6 per cento nel 2021 e del 4,7 per cento nel 2022. Al fine di ridurre le esposizioni delle amministrazioni pubbliche, nonché di limitare la dipendenza delle aziende dal sostegno ufficiale, man mano che la ripresa acquisirà slancio, sarà importante passare da un sostegno generalizzato a forme di assistenza sempre più mirate a determinati settori e imprese. Al tempo stesso, sarà auspicabile evitare possibili effetti di propagazione derivanti da squilibri settoriali specifici che potrebbero interessare le banche (attraverso prestiti e crediti deteriorati) e che rafforzerebbero eventuali nessi negativi tra emittenti sovrani e settore finanziario<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Cfr. [Financial Stability Review](#), BCE, maggio 2021.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	1,4	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	-6,4	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	-11,4	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
3° trim.	7,8	7,5	16,9	5,3	3,0	12,4	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
4° trim.	1,9	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,6	1,2	1,6	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 1° trim.	0,8	1,6	-1,6	-1,0	0,6	-0,3	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,4	0,0	1,1
2021 gen.	-	-	-	-	-	-	1,6	1,8	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	0,4	1,3
apr.	-	-	-	-	-	-	3,3	2,4	4,2	1,5	-0,4	0,9	1,6
mag.	-	-	-	-	-	-	3,8	2,9	5,0	2,1	-0,1	1,3	2,0
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	5,4	2,5	0,2	.	1,9

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

## 1.2 Principali partner commerciali, 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					Per memoria: area dell'euro	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		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	-4,4	-4,6	-4,2
2020 3° trim.	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	7,9	8,6	7,3
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	4,9	2,0	8,0
2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	.	.	.
2021 gen.	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,6	4,2	5,1
feb.	54,3	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	3,7	2,1	5,5
mar.	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,9	2,0	8,0
apr.	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,5	53,3	4,7	2,0	7,6
mag.	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,6	53,6	.	.	.
giu.	56,2	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	53,0	57,3	51,8	.	.	.

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 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
giu.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-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 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
giu.	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2020 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
giu.	455,3	4.105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4.238,5	28.943,2

Fonte: Refinitiv.

## 2 Andamenti finanziari

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	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 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	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,58	1,31
mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
apr.	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
mag. <sup>(p)</sup>	0,01	0,34	0,19	0,58	4,89	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,32	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32

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 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	2,00	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	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
mag. <sup>(p)</sup>	-0,01	-0,23	0,19	1,80	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46

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	35
2019	1.283	550	18	.	85	406	61	415	177	80	47	73	38	38
2020	1.527	454	144	.	97	714	118	455	177	70	45	114	49	49
2020 dic.	1.527	454	144	.	97	714	118	336	164	60	30	51	31	40
2021 gen.	1.584	495	141	.	99	718	131	493	246	46	37	121	43	41
feb.	1.544	475	143	.	102	702	121	371	164	44	32	103	27	31
mar.	1.583	486	148	.	94	726	130	458	218	50	30	118	43	43
apr.	1.558	474	144	.	98	706	136	413	180	40	39	107	47	27
mag.	1.531	462	147	.	99	692	130	409	187	4.	37	105	33	27
<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	17.243	3.892	3.169	.	1.451	8.006	725	295	68	70	.	27	114	16
2020 dic.	17.243	3.892	3.169	.	1.451	8.006	725	204	40	104	.	17	36	7
2021 gen.	17.314	3.897	3.130	.	1.459	8.093	736	315	90	52	.	21	133	19
feb.	17.511	3.904	3.188	.	1.459	8.209	751	325	57	84	.	20	144	19
mar.	17.709	3.967	3.231	.	1.475	8.274	763	371	107	94	.	27	125	17
apr.	17.713	3.952	3.223	.	1.470	8.308	760	316	64	77	.	17	146	12
mag.	17.832	3.946	3.240	.	1.484	8.393	769	276	46	73	.	23	121	12

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	6.639,0
2020	18.770,2	4.345,9	3.313,3	.	1.547,5	8.720,3	843,2	8.448,7	469,3	1.321,5	6.658,0
2020 dic.	18.770,2	4.345,9	3.313,3	.	1.547,5	8.720,3	843,2	8.448,7	469,3	1.321,5	6.658,0
2021 gen.	18.898,6	4.392,0	3.271,3	.	1.557,6	8.810,9	866,8	8.331,8	446,6	1.317,4	6.567,8
feb.	19.055,1	4.379,5	3.331,6	.	1.560,4	8.911,4	872,2	8.649,0	520,6	1.407,6	6.720,8
mar.	19.291,7	4.453,1	3.378,7	.	1.568,5	8.999,1	892,4	9.237,8	542,9	1.467,6	7.227,3
apr.	19.270,9	4.426,0	3.367,1	.	1.568,2	9.013,8	895,7	9.457,6	554,3	1.467,6	7.435,6
mag.	19.362,4	4.407,6	3.387,0	.	1.583,8	9.085,1	898,9	9.655,7	575,7	1.508,9	7.571,1
<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	2,6	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2020 dic.	7,4	1,2	2,6	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2021 gen.	7,4	0,3	2,8	.	11,6	11,3	25,5	1,3	-0,1	4,5	0,7
feb.	7,7	-0,3	4,0	.	10,8	11,8	25,1	1,5	-0,1	4,7	0,9
mar.	8,5	2,2	4,1	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1
apr.	7,0	0,9	4,5	.	8,2	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5
mag.	5,6	0,2	5,0	.	5,7	8,1	12,3	2,3	1,4	6,1	1,6

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

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 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
2° trim.	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
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
giu.	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2021 giu.	-0,9	-0,3	-0,4	0,0	-1,0	0,0	-0,6	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,8
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2021 giu.	-2,9	-0,9	-4,6	-0,2	0,6	9,5	1,2	-4,5	1,7	-3,5	2,1	7,0

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 esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2020 2° trim.	28.147,8	28.214,2	-66,5	11.309,8	9.464,6	9.868,7	11.969,9	-66,0	6.130,3	6.779,7	905,0	15.309,0
3° trim.	28.066,2	28.063,8	2,5	11.116,0	9.314,9	10.009,8	12.055,5	-91,9	6.122,8	6.693,4	909,6	15.148,3
4° trim.	28.335,8	28.453,7	-118,0	10.976,2	9.408,4	10.700,4	12.347,1	-75,2	5.854,6	6.698,3	879,8	14.809,7
2021 1° trim.	29.619,9	29.737,7	-117,8	11.320,4	9.605,4	11.436,4	13.070,4	-115,2	6.128,8	7.061,9	849,5	15.416,3
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2021 1° trim.	260,5	261,6	-1,0	99,6	84,5	100,6	115,0	-1,0	53,9	62,1	7,5	135,6
<i>Transazioni</i>												
2020 2° trim.	135,7	111,9	23,8	69,3	177,9	377,2	202,6	40,8	-354,8	-268,6	3,2	-
3° trim.	184,7	86,7	98,0	24,7	-2,3	96,2	78,8	-31,8	92,3	10,3	3,4	-
4° trim.	31,2	-94,7	125,8	-97,9	13,5	355,0	-239,9	-19,6	-208,4	131,8	2,1	-
2021 1° trim.	513,5	428,7	84,8	70,6	7,7	259,7	165,4	7,2	179,1	255,5	-3,0	-
2020 dic.	-199,1	-249,1	50,0	-113,3	-9,6	176,3	-124,1	-30,6	-233,2	-115,4	1,7	-
2021 gen.	328,5	283,3	45,2	61,6	19,5	95,9	92,0	13,7	158,2	171,8	-0,9	-
feb.	119,8	101,0	18,8	21,5	4,9	84,2	-2,7	-1,0	16,7	98,8	-1,6	-
mar.	65,2	44,4	20,8	-12,5	-16,7	79,6	76,2	-5,6	4,2	-15,1	-0,5	-
apr.	208,9	208,2	0,7	38,5	13,8	62,2	46,0	4,6	102,7	148,4	0,7	-
mag.	110,2	76,2	33,9	41,2	38,9	63,4	-7,1	-2,4	6,6	44,4	1,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2021 mag.	943,7	569,9	373,8	27,5	53,1	949,6	186,6	-22,3	-15,6	330,1	4,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 mag.	8,3	5,0	3,3	0,2	0,5	8,4	1,6	-0,2	-0,1	2,9	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	11.589,5	11.120,5	6.224,9	2.369,1	2.431,1	1.176,6	747,0	500,9	95,5	469,0	5.577,7	5.108,7
2019	11.952,4	11.540,2	6.379,4	2.455,9	2.653,2	1.257,0	771,0	618,5	51,7	412,2	5.761,7	5.349,6
2020	11.359,2	10.933,6	5.904,9	2.573,3	2.487,7	1.215,6	680,8	584,1	-32,2	425,6	5.177,0	4.751,4
2020 2° trim.	2.611,6	2.530,2	1.346,7	633,9	546,9	274,3	143,3	127,6	2,6	81,5	1.114,1	1.032,6
3° trim.	2.907,9	2.767,8	1.528,7	649,1	619,6	310,0	179,3	128,5	-29,7	140,1	1.302,7	1.162,6
4° trim.	2.912,7	2.773,7	1.488,8	660,5	635,6	316,5	183,0	134,3	-11,1	139,0	1.364,3	1.225,3
2021 1° trim.	2.927,6	2.790,3	1.472,7	663,4	644,1	324,1	184,8	133,4	10,1	137,3	1.395,7	1.258,4
<i>in percentuale del PIL</i>												
2020	100,0	96,3	52,0	22,7	21,9	10,7	6,0	5,1	-0,3	3,7	-	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 2° trim.	-11,4	-12,0	-12,6	-2,6	-19,3	-12,0	-17,4	-32,9	-	-	-18,5	-20,0
3° trim.	12,4	10,2	14,1	5,3	13,0	13,2	24,8	-0,5	-	-	16,6	11,6
4° trim.	-0,6	-0,4	-2,9	0,5	2,6	1,6	1,9	6,0	-	-	3,9	4,9
2021 1° trim.	-0,3	-0,6	-2,2	-0,2	0,1	1,1	1,3	-3,6	-	-	0,6	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,9	1,8	1,5	1,1	3,1	3,7	3,9	0,6	-	-	3,6	3,7
2019	1,4	2,2	1,3	1,7	6,7	3,5	2,0	21,2	-	-	2,4	4,4
2020	-6,4	-6,3	-7,9	1,4	-7,4	-4,9	-12,5	-6,3	-	-	-9,0	-8,9
2020 2° trim.	-14,4	-14,0	-16,1	-1,6	-20,2	-13,9	-26,7	-24,4	-	-	-21,1	-20,7
3° trim.	-4,0	-4,1	-4,6	3,0	-4,4	-3,3	-8,4	-1,2	-	-	-8,6	-9,3
4° trim.	-4,6	-6,6	-7,4	3,1	-10,7	-1,0	-5,3	-31,5	-	-	-4,8	-9,0
2021 1° trim.	-1,3	-4,0	-5,3	2,9	-6,3	2,4	6,4	-31,8	-	-	-0,6	-6,2
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 2° trim.	-11,4	-11,8	-6,7	-0,6	-4,5	-1,3	-1,0	-2,2	-0,1	0,3	-	-
3° trim.	12,4	9,9	7,4	1,3	2,8	1,4	1,4	0,0	-1,5	2,5	-	-
4° trim.	-0,6	-0,4	-1,5	0,1	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	-	-
2021 1° trim.	-0,3	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,6	0,3	-	-
<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	1,4	2,2	0,7	0,4	1,4	0,4	0,1	0,9	-0,3	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2020 2° trim.	-14,4	-13,6	-8,6	-0,3	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-0,8	-	-
3° trim.	-4,0	-4,0	-2,4	0,6	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	0,0	-	-
4° trim.	-4,6	-6,4	-4,0	0,6	-2,5	-0,1	-0,3	-2,1	-0,6	1,8	-	-
2021 1° trim.	-1,3	-3,8	-2,8	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	-0,2	2,5	-	-

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) Include 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	10.385,3	174,5	2.055,6	528,1	1.961,0	501,8	474,8	1.166,3	1.208,6	1.957,8	356,8	1.204,2
2019	10.710,7	177,1	2.074,8	569,2	2.036,3	533,3	475,9	1.202,3	1.252,8	2.022,0	366,9	1.241,7
2020	10.229,4	175,2	1.939,7	559,5	1.794,5	547,0	463,6	1.210,0	1.168,2	2.052,5	319,2	1.129,8
2020 2° trim.	2.353,5	45,0	429,5	125,5	382,7	129,9	113,2	294,3	265,4	496,5	71,7	258,2
3° trim.	2.616,0	43,6	498,3	143,7	472,8	140,6	115,7	304,4	294,6	519,6	82,8	291,9
4° trim.	2.622,1	43,2	512,6	147,9	456,5	140,1	115,4	306,1	301,1	522,5	76,5	290,6
2021 1° trim.	2.641,3	43,5	527,6	147,3	451,2	142,0	117,6	308,0	303,3	524,6	76,2	286,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,5	11,8	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	0,4	-14,7	-12,6	-21,3	-4,1	-2,6	-2,6	-14,1	-6,3	-23,6	-9,3
3° trim.	12,2	0,5	16,3	13,8	23,0	7,4	2,8	2,9	11,2	9,1	22,7	14,2
4° trim.	-0,5	0,0	3,1	2,0	-3,8	-0,8	-0,5	-0,1	1,4	-1,3	-11,4	-1,5
2021 1° trim.	0,0	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	1,6	1,4	-0,1	0,5	0,1	-0,9	-3,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,9	-0,2	1,8	2,4	1,6	6,7	1,0	1,3	3,9	0,9	1,1	1,7
2019	1,3	0,6	-0,7	2,9	2,1	5,3	0,7	1,7	1,8	1,0	1,5	1,5
2020	-6,3	-0,1	-7,0	-5,5	-13,4	1,2	-1,8	-1,0	-8,0	-2,5	-17,3	-7,1
2020 2° trim.	-14,4	0,1	-18,4	-15,1	-26,2	-3,7	-3,8	-2,8	-16,5	-7,9	-28,6	-14,7
3° trim.	-4,1	0,6	-5,0	-3,8	-9,3	3,2	-1,4	-0,4	-7,3	0,4	-12,2	-3,2
4° trim.	-4,6	-0,4	-1,5	-1,6	-12,6	1,2	-1,4	-1,0	-6,0	-1,2	-22,3	-4,7
2021 1° trim.	-1,3	0,0	3,3	0,4	-8,2	3,7	1,1	0,1	-2,7	0,9	-17,6	-1,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 2° trim.	-11,7	0,0	-2,8	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,7	-1,2	-0,8	-
3° trim.	12,2	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	0,6	-
4° trim.	-0,5	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 1° trim.	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,9	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 2° trim.	-14,4	0,0	-3,6	-0,8	-5,0	-0,2	-0,2	-0,3	-1,9	-1,5	-1,0	-
3° trim.	-4,1	0,0	-1,0	-0,2	-1,8	0,2	-0,1	0,0	-0,9	0,1	-0,4	-
4° trim.	-4,6	0,0	-0,3	-0,1	-2,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-0,8	-
2021 1° trim.	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,0	0,0	-0,3	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	3,4	1,5	4,0	-1,0	2,7	3,2	1,4	0,4
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	-10,4	-3,4	-7,5	-5,9	-13,5	-1,8	-3,2	-6,4	-7,7	-2,0	-13,3
2020 2° trim.	-17,0	-15,9	-22,1	-6,6	-16,4	-18,0	-27,3	-6,2	-6,6	-16,8	-17,1	-6,5	-28,0
3° trim.	-4,8	-4,6	-5,4	-1,7	-5,8	-0,9	-8,8	-2,1	-2,4	-3,2	-6,6	-0,2	-6,3
4° trim.	-6,2	-5,8	-8,1	-2,3	-5,5	-2,4	-13,3	-0,6	-2,1	-2,6	-5,3	-0,7	-12,5
2021 1° trim.	-3,1	-3,0	-3,4	1,4	-1,4	4,7	-11,4	1,8	0,7	1,9	-2,0	1,8	-9,7
<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	0,0	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	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
2020	-6,2	-5,6	-8,6	-0,4	-5,7	-6,4	-10,3	-3,0	-2,5	-6,4	-5,4	-2,7	-10,2
2020 2° trim.	-14,5	-13,3	-20,1	-3,1	-14,5	-17,3	-22,9	-6,7	-5,6	-15,8	-13,1	-6,7	-23,5
3° trim.	-2,8	-2,6	-3,2	1,0	-3,2	-1,8	-4,8	-3,0	-1,6	-3,5	-3,2	-0,8	-2,7
4° trim.	-4,5	-4,0	-6,4	0,0	-3,2	-3,1	-9,0	-1,9	-1,5	-3,5	-3,2	-1,6	-8,9
2021 1° trim.	-1,2	-1,1	-1,8	1,8	0,8	3,3	-6,2	-0,3	1,2	1,6	-0,4	0,5	-4,8

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			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018	163,438	3,9	13,380	8,2	3,8	10,913	7,3	2,467	17,2	6,879	7,9	6,501	8,6	2,1
2019	164,209	3,6	12,406	7,6	3,3	10,102	6,7	2,304	16,0	6,352	7,2	6,054	7,9	2,2
2020	162,523	3,6	12,743	7,8	3,0	10,266	6,9	2,477	17,7	6,553	7,6	6,189	8,2	1,7
2020 2° trim.	159,963	3,6	11,895	7,4	2,5	9,499	6,5	2,396	17,8	6,253	7,3	5,643	7,6	1,6
3° trim.	163,000	3,7	13,832	8,5	3,1	11,127	7,5	2,706	19,2	7,096	8,2	6,737	8,9	1,7
4° trim.	163,169	3,6	13,144	8,1	3,2	10,665	7,1	2,479	17,9	6,756	7,8	6,388	8,4	1,9
2021 1° trim.	162,171	3,7	13,643	8,4	3,2	10,985	7,4	2,658	18,7	6,932	8,0	6,711	8,9	2,1
2020 dic.	-	-	13,230	8,2	-	10,718	7,2	2,512	18,1	6,787	7,8	6,443	8,5	-
2021 gen.	-	-	13,241	8,2	-	10,659	7,2	2,581	18,6	6,831	7,9	6,410	8,5	-
feb.	-	-	13,253	8,2	-	10,683	7,2	2,570	18,5	6,815	7,9	6,438	8,6	-
mar.	-	-	13,100	8,1	-	10,533	7,1	2,566	18,4	6,650	7,7	6,450	8,6	-
apr.	-	-	13,098	8,1	-	10,557	7,2	2,541	18,4	6,690	7,8	6,408	8,5	-
mag.	-	-	12,792	7,9	-	10,389	7,1	2,403	17,5	6,575	7,6	6,217	8,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Nei casi in cui i dati annuali e trimestrali dell'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi sono ottenuti come medie semplici dei dati mensili. A causa dell'impiego della metodologia integrata sulle statistiche sociali europee c'è un'interruzione nelle serie a partire dal primo trimestre del 2021. 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	1,1	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	-2,0	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,8	1,8
2020	-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,7	-5,3	-5,7	-10,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-25,0
2020 3° trim.	-6,8	-7,2	-5,7	-11,8	-2,0	-4,0	-2,3	-7,7	2,5	2,5	3,6	-4,9	-6,9
4° trim.	-1,6	-1,6	1,4	-3,2	-2,7	-1,7	-1,1	-1,7	1,5	4,5	1,2	-13,8	-9,2
2021 1° trim.	3,4	3,5	4,9	5,1	-0,3	0,8	2,9	6,8	2,4	2,6	3,1	-5,3	3,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,8
2021 gen.	0,4	0,1	1,6	1,7	-3,0	0,6	-2,5	-1,7	-4,8	6,2	-10,8	-10,8	-18,8
feb.	-1,8	-2,0	-0,6	-2,8	-3,2	-1,8	-5,2	1,4	-1,2	2,6	-3,2	-3,2	-20,8
mar.	11,7	12,5	13,9	17,4	5,0	3,8	20,0	23,5	13,7	-0,5	27,9	27,9	88,2
apr.	39,4	42,6	38,6	64,6	24,5	13,5	45,2	68,8	23,3	3,7	42,4	42,4	262,5
mag.	20,5	22,1	24,1	27,6	12,7	7,1	13,6	48,7	9,0	0,1	14,8	14,8	49,5
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,4
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2021 gen.	1,1	1,0	0,2	1,1	0,6	0,5	0,7	2,0	-5,0	1,0	-9,8	-0,9	-22,5
feb.	-1,3	-1,3	-0,9	-2,4	0,1	-1,7	-1,7	1,5	4,3	-0,5	8,8	4,5	-1,1
mar.	0,5	0,6	0,9	-0,3	2,1	1,7	4,0	3,3	4,0	1,9	6,0	-1,1	0,2
apr.	0,6	0,6	0,9	1,0	2,2	2,0	-0,4	2,9	-3,9	-1,7	-6,1	-1,3	-0,4
mag.	-1,0	-0,8	-0,2	-1,6	-1,9	-1,9	0,9	-0,8	4,6	-0,2	8,8	8,1	1,7
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6

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 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
2° trim.	114,3	11,7	.	-5,5	4,3	0,7	10,5	.	63,1	62,7	54,7	56,8
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	0,5	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1
giu.	117,9	12,7	-	-3,3	5,1	4,5	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5

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
2018	12,5	93,4	1,8	2,1	6,1	2,7	4,7	35,5	5,9	76,9	2,0	7,2	1,5
2019	13,0	93,7	1,9	2,6	5,1	6,1	3,8	35,0	5,5	76,3	2,1	4,1	1,8
2020	19,6	96,2	-0,2	4,1	-4,9	5,0	4,7	30,8	3,7	83,9	3,2	-14,8	2,0
2020 2° trim.	16,7	94,8	-3,3	3,3	-15,1	4,1	4,3	31,5	4,1	82,0	2,3	-27,7	1,7
3° trim.	17,9	95,5	1,1	3,6	-3,4	3,6	4,2	31,0	3,6	82,9	2,8	-14,9	1,9
4° trim.	19,6	96,2	0,7	4,1	0,2	5,0	4,7	30,8	3,7	83,9	3,2	-15,0	2,0
2021 1° trim.	20,8	96,3	0,3	4,8	6,5	7,5	4,6	31,9	4,8	84,8	3,9	-3,2	2,2

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.	871,7	845,2	26,5	466,8	412,0	193,5	182,4	183,9	179,6	27,5	71,2	11,2	15,8
3° trim.	953,0	884,9	68,0	548,3	455,8	194,0	187,0	181,8	179,1	28,9	63,0	11,5	10,4
4° trim.	1.011,9	924,6	87,4	581,3	479,0	220,1	193,4	181,1	173,7	29,5	78,5	23,6	24,5
2021 1° trim.	1.051,4	948,8	102,5	603,7	497,3	224,1	201,9	193,8	174,4	29,8	75,2	15,2	11,7
2020 dic.	338,5	303,0	35,5	195,6	160,1	73,4	63,8	59,8	54,1	9,6	24,9	14,8	13,3
2021 gen.	353,8	307,5	46,3	200,8	157,7	75,5	65,9	67,8	58,8	9,7	25,1	4,2	3,6
feb.	351,1	316,8	34,4	200,9	164,1	74,5	66,9	65,7	58,9	10,1	26,9	3,7	3,7
mar.	346,4	324,6	21,8	202,0	175,5	74,2	69,1	60,3	56,7	10,0	23,2	7,3	4,4
apr.	349,2	327,1	22,1	204,5	179,3	75,2	66,1	58,8	58,2	10,7	23,5	4,6	3,5
mag.	345,9	334,2	11,7	208,7	184,1	73,5	67,2	54,9	60,0	8,8	22,9	5,1	3,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2021 mar.	4.018,2	3.707,8	310,4	2.315,6	1.940,5	853,5	777,2	731,9	704,9	117,3	285,3	63,5	58,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2021 mar.	35,4	32,6	2,7	20,4	17,1	7,5	6,8	6,4	6,2	1,0	2,5	0,6	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	446,5	217,5	87,7	133,1	369,3	419,8	217,8	77,6	118,8	318,3	26,0
3° trim.	-8,7	-11,4	531,5	248,4	108,3	165,2	448,0	469,2	242,6	84,7	133,8	359,3	34,1
4° trim.	-2,8	-5,9	568,3	265,3	114,0	178,0	478,2	492,5	261,6	86,6	135,0	379,1	35,3
2021 1° trim.	0,6	0,3	582,0	279,5	114,7	174,8	470,8	512,5	284,4	91,0	130,0	372,4	45,8
2020 dic.	2,6	-1,0	192,2	90,0	39,0	59,2	160,5	165,5	88,2	29,6	44,6	128,5	13,0
2021 gen.	-8,9	-14,2	191,7	92,3	37,5	57,8	155,6	163,6	89,6	29,2	41,8	119,1	14,0
feb.	-2,3	-2,8	192,6	92,1	39,0	57,4	161,6	169,1	93,4	30,0	42,8	126,4	15,6
mar.	12,5	19,4	197,7	95,2	38,2	59,6	153,7	179,8	101,4	31,8	45,3	126,9	16,2
apr.	46,7	37,7	198,0	94,6	39,5	60,3	164,5	184,6	105,5	30,6	45,9	133,3	16,8
mag.	31,9	35,1	195,1	.	.	.	158,4	185,8	.	.	.	132,8	.
<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	81,5	86,3	76,2	79,0	79,1	91,6	89,1	94,9	96,9	90,7	81,5
3° trim.	-7,1	-6,9	98,5	100,1	95,5	99,6	97,9	101,8	97,0	105,9	110,4	104,1	81,1
4° trim.	-1,5	-1,0	104,3	105,9	99,5	106,3	103,4	105,5	102,6	107,5	110,9	109,0	84,6
2021 1° trim.	0,8	0,2	104,5	108,1	100,5	101,9	100,4	104,8	103,2	111,9	105,6	105,3	83,4
2020 dic.	0,3	1,1	104,7	107,5	97,4	107,1	104,2	106,8	103,9	109,8	112,5	110,8	83,9
2021 gen.	3,9	3,5	104,9	106,7	101,3	105,3	103,2	104,9	101,8	108,8	109,5	109,8	86,7
feb.	-7,9	-11,0	103,6	107,1	98,3	102,2	99,5	102,2	100,6	106,9	103,1	101,7	84,4
mar.	-1,9	-3,4	104,2	107,3	103,3	100,6	103,8	103,8	101,5	111,1	104,4	107,2	85,1
apr.	11,5	15,6	105,6	109,9	99,8	102,9	97,8	108,5	107,6	117,6	109,4	106,9	80,6
mag.	41,6	24,9	104,6	107,0	103,5	103,3	103,5	109,7	110,0	112,2	109,3	110,7	83,3

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<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 energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
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 3° trim.	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,3	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	-0,5	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	-0,4	1,5	6,5	0,6	1,0	1,4	
2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,3	1,4	-0,5	3,7	0,2	1,8	2,4	
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	0,1	-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	1,4	-0,1	0,7	0,0	1,5	2,2	
mag.	107,4	2,0	1,0	2,6	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,8	0,2	1,9	2,4	
giu.	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,1	1,3	0,1	1,8	2,5	

	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	20				
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 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
2° trim.	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
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.	0,5	0,7	0,0	3,8	0,7	13,1	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,8	1,6
giu.	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7

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 dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.



## 4 Prezzi e costi

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

in perc. del totale nel 2015	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	
	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	1,7
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	5,1	2,8
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	1,1
4° trim.	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,5	6,0	-0,9
2021 1° trim.	105,9	2,1	1,3	1,4	2,6	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,8	6,2	.
2020 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	0,9	-0,4	-1,0	0,7	-0,7	-	-	-
feb.	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	1,0	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-
mar.	106,9	4,4	3,5	2,4	4,4	1,2	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	-
apr.	107,9	7,6	5,8	3,6	6,9	1,4	1,0	0,8	1,1	20,6	-	-	-
mag.	109,3	9,6	7,1	4,9	9,2	1,8	2,0	2,0	1,3	25,1	-	-	-

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)

in perc. del totale	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
									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,4	1,4	1,8	1,5	1,8	2,0	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,4	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,8	1,5	1,1	1,9	2,3	0,9	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	106,9	1,6	1,1	0,6	3,3	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 3° trim.	106,4	0,9	0,7	0,1	2,1	1,0	-1,9	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
4° trim.	107,3	1,3	0,9	0,1	2,9	0,4	-1,4	-2,5	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 1° trim.	108,2	1,7	1,7	1,1	2,4	1,1	1,0	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,2	24,6
2° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,0	38,6	20,8	56,4	36,0	20,8	54,4
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	17,5	54,0	33,8	19,4	51,4
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,3	21,0	61,9	37,3	19,4	59,5
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	39,1	24,1	53,4	36,7	23,5	52,1

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 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
2° trim.	30,1	18,2	8,5	15,6	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
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	17,5	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6
giu.	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6

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	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,4	2,6	1,9	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,6	1,4	2,8	3,7	1,8
2020 2° trim.	115,7	4,2	4,9	1,9	4,3	4,0	1,7
3° trim.	105,1	1,7	2,2	0,0	1,5	2,2	1,7
4° trim.	116,4	2,8	3,4	0,7	2,3	4,0	1,9
2021 1° trim.	104,7	1,6	2,2	-0,9	1,3	1,9	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 manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2018	103,4	1,9	0,8	1,6	2,3	2,1	0,0	0,3	3,6	1,6	2,5	2,1
2019	105,2	1,8	0,8	3,2	0,8	1,0	0,5	0,6	1,9	1,3	2,8	1,6
2020	109,9	4,5	-2,6	2,9	4,6	6,2	0,7	0,6	1,0	5,5	6,0	13,9
2020 2° trim.	113,4	8,1	-4,3	10,6	7,7	11,8	2,7	1,7	-3,9	8,0	10,6	18,7
3° trim.	108,3	2,7	-2,8	0,8	6,1	4,2	-1,7	-0,1	3,1	5,2	2,9	10,7
4° trim.	109,8	3,8	-1,7	-1,1	3,9	5,0	1,6	1,4	3,2	5,4	5,9	23,2
2021 1° trim.	110,2	1,3	1,4	-3,3	4,4	1,5	0,0	0,4	2,5	3,0	2,4	16,9
<b>Redditi per occupato</b>												
2018	105,3	2,2	1,0	1,9	2,0	2,1	2,7	2,4	3,0	2,6	2,1	3,1
2019	107,3	2,0	3,3	1,6	1,7	1,8	2,2	1,8	2,1	1,8	2,2	2,5
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,4	-1,6	-4,6	0,4	-0,5	0,2	-0,5	2,6	-2,5
2020 2° trim.	102,0	-4,7	-0,4	-7,7	-7,8	-12,5	-1,8	-1,0	-5,2	-5,5	1,7	-9,9
3° trim.	108,5	0,7	0,7	-1,6	1,2	-1,3	0,3	-0,6	2,4	1,0	2,6	0,9
4° trim.	108,9	0,9	0,2	-0,2	1,6	-3,8	1,4	0,6	1,3	1,1	3,7	-0,5
2021 1° trim.	109,2	1,9	1,8	2,1	3,5	-1,3	1,8	1,9	2,3	2,1	2,1	1,4
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2018	101,8	0,3	0,2	0,3	-0,3	0,1	2,7	2,1	-0,6	1,0	-0,4	1,0
2019	102,0	0,2	2,6	-1,5	0,9	0,8	1,7	1,1	0,2	0,5	-0,5	0,9
2020	97,0	-4,9	3,2	-5,2	-6,0	-10,2	-0,2	-1,1	-0,8	-5,7	-3,2	-14,4
2020 2° trim.	89,9	-11,9	4,1	-16,5	-14,4	-21,7	-4,4	-2,7	-1,3	-12,4	-8,0	-24,1
3° trim.	100,1	-2,0	3,6	-2,3	-4,6	-5,3	2,1	-0,6	-0,7	-4,0	-0,2	-8,9
4° trim.	99,1	-2,8	2,0	0,9	-2,2	-8,3	-0,1	-0,7	-1,9	-4,0	-2,1	-19,2
2021 1° trim.	99,1	0,6	0,4	5,6	-0,9	-2,8	1,8	1,6	-0,1	-0,9	-0,3	-13,3
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2018	105,0	1,9	0,6	2,0	1,0	1,9	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	3,6	2,2	1,9	2,0	2,1	1,4	2,5	2,0	2,4	2,8
2020	112,8	5,2	2,6	3,1	4,0	5,8	3,1	1,7	5,4	4,6	5,0	6,6
2020 2° trim.	117,3	9,8	4,1	7,1	9,1	12,4	4,6	4,2	6,8	7,4	7,9	12,3
3° trim.	111,3	3,4	0,6	1,5	2,3	4,0	3,4	0,6	5,3	4,4	3,1	3,2
4° trim.	113,5	5,1	1,9	2,9	3,7	5,4	2,7	1,8	5,5	4,2	5,2	6,9
2021 1° trim.	114,3	3,1	0,2	1,1	-0,3	5,7	2,2	0,9	2,8	3,0	1,7	4,0
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2018	102,0	0,2	-0,3	0,4	-0,9	0,1	2,5	1,9	-1,3	0,7	-0,5	0,7
2019	102,5	0,5	3,2	-1,0	1,1	1,2	1,5	0,9	0,2	0,7	-0,4	1,0
2020	103,9	1,4	3,5	0,7	0,4	0,2	2,9	1,5	5,9	-0,3	-0,5	-4,6
2020 2° trim.	105,6	3,1	7,3	-2,3	3,5	1,6	2,5	3,2	17,1	0,7	-1,5	-0,8
3° trim.	103,6	0,8	2,5	0,9	-2,9	-0,5	5,2	1,0	2,9	-0,7	0,6	-6,1
4° trim.	104,5	1,8	2,0	4,3	0,8	0,7	1,7	0,7	1,6	-0,7	-0,5	-11,2
2021 1° trim.	105,0	1,9	-1,3	4,9	-4,1	3,6	2,0	0,4	-1,8	-0,5	-0,6	-8,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2018	1.164,2	7.114,7	8.278,9	1.128,3	2.298,9	3.427,2	11.706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12.384,3
2019	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,1	2.362,4	3.435,5	12.383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13.011,0
2020	1.359,2	8.898,3	10.257,5	1.039,9	2.447,3	3.487,3	13.744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,9
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	10.257,5	1.039,9	2.447,3	3.487,3	13.744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,9
2021 1° trim.	1.391,8	9.144,7	10.536,5	985,2	2.483,7	3.468,9	14.005,4	109,8	612,4	16,8	738,9	14.744,3
2020 dic.	1.359,2	8.898,3	10.257,5	1.039,9	2.447,3	3.487,3	13.744,7	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,9
2021 gen.	1.380,4	8.995,2	10.375,6	1.004,0	2.456,9	3.460,8	13.836,4	111,3	630,0	29,1	770,5	14.606,9
feb.	1.390,5	9.068,1	10.458,7	984,3	2.472,4	3.456,7	13.915,3	108,8	608,8	34,2	751,8	14.667,1
mar.	1.391,8	9.144,7	10.536,5	985,2	2.483,7	3.468,9	14.005,4	109,8	612,4	16,8	738,9	14.744,3
apr.	1.402,4	9.180,2	10.582,6	965,5	2.486,2	3.451,7	14.034,3	109,3	607,2	24,2	740,7	14.775,0
mag. <sup>(p)</sup>	1.411,7	9.236,8	10.648,5	964,4	2.486,1	3.450,5	14.099,0	107,2	608,5	32,3	748,0	14.847,0
	Transazioni											
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	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	233,8	266,4	-58,3	37,9	-20,5	245,9	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	205,1
2020 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	93,9	115,1	-36,8	11,2	-25,6	89,5	10,4	-17,0	-3,0	-9,6	79,9
feb.	10,2	72,2	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	5,6	-18,3	59,7
mar.	1,2	67,7	68,9	-1,7	11,1	9,5	78,4	0,3	3,6	-16,8	-12,9	65,5
apr.	10,6	44,6	55,2	-17,3	2,6	-14,7	40,6	0,3	-5,1	7,4	2,5	43,1
mag. <sup>(p)</sup>	9,3	58,9	68,2	-0,4	-0,1	-0,5	67,7	-1,9	1,3	8,5	7,9	75,6
	Variazioni percentuali											
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	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 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.	9,8	12,7	12,3	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,5	11,4	-15,9	10,5	9,2
mag. <sup>(p)</sup>	9,1	12,0	11,6	-11,4	4,1	-0,7	8,3	8,7	9,8	60,4	11,3	8,4

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	11	12	13
<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	1.106,7	237,8	508,9
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	1.106,7	237,8	508,9
2021 1° trim.	3.070,9	2.618,1	301,1	143,8	7,8	7.825,2	5.109,3	422,2	2.292,9	0,8	1.126,2	209,1	492,0
2020 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	1.106,7	237,8	508,9
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	1.114,7	229,5	508,2
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	1.119,9	226,9	497,4
mar.	3.070,9	2.618,1	301,1	143,8	7,8	7.825,2	5.109,3	422,2	2.292,9	0,8	1.126,2	209,1	492,0
apr.	3.051,0	2.605,7	294,9	143,0	7,4	7.843,8	5.129,3	417,6	2.295,9	0,9	1.127,6	225,2	493,5
mag. <sup>(a)</sup>	3.059,0	2.615,2	295,4	141,7	6,8	7.874,1	5.165,1	411,8	2.296,4	0,8	1.143,5	229,4	488,7
<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	41,1
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	10,7	-29,3	-16,8
2020 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	0,2	-18,1	-5,5
apr.	-15,3	-8,8	-5,4	-0,7	-0,3	20,2	21,1	-4,2	3,1	0,1	7,2	16,5	1,7
mag. <sup>(a)</sup>	9,1	10,4	0,8	-1,4	-0,6	30,7	36,2	-5,8	0,5	-0,2	17,3	4,3	-4,9
<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 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.	12,8	14,8	4,7	-2,7	26,2	8,3	11,5	-10,4	5,4	4,0	8,7	-0,7	5,9
mag. <sup>(a)</sup>	8,9	11,6	-5,7	-3,9	47,4	7,9	11,3	-11,2	4,9	-13,7	11,4	-0,8	6,0

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	12.301,2	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	12.301,2	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 dic.	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,4	11.927,3	12.301,2	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	4.721,1	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.	6.098,5	1.002,6	5.093,5	14.416,4	12.037,1	12.392,9	4.751,0	6.191,2	944,4	150,4	1.505,5	873,8
mag. <sup>(a)</sup>	6.133,2	1.004,3	5.127,1	14.455,1	12.063,7	12.414,4	4.746,0	6.212,9	947,7	157,1	1.505,8	885,6
<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	735,8	540,2	561,2	288,9	209,2	26,3	15,8	167,2	28,4
2020 2° trim.	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
3° trim.	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	120,5	3,6	60,8	10,1	9,7	30,0	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 dic.	79,3	-5,8	85,3	73,1	16,9	43,1	-6,2	19,0	-6,9	11,0	11,5	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.	25,2	8,6	15,9	-23,9	-4,0	-12,1	-24,4	27,4	-2,2	-4,7	-12,6	-7,3
mag. <sup>(a)</sup>	37,1	1,7	35,3	41,4	30,8	22,4	-2,9	22,6	4,4	6,7	0,0	10,7
<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 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.	18,0	-0,5	22,9	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,8	-3,5	7,0	9,0
mag. <sup>(a)</sup>	15,4	-0,2	19,4	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,5	1,8	5,6	9,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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	895,7	1.017,7	2.870,5	6.173,5	6.435,8	694,8	4.785,0	693,7
2020 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.	4.721,1	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	698,1	4.761,7	693,7
mar.	4.784,0	4.902,0	895,7	1.017,7	2.870,5	6.173,5	6.435,8	694,8	4.785,0	693,7
apr.	4.751,0	4.870,0	870,5	996,4	2.884,1	6.191,2	6.451,4	690,0	4.808,7	692,6
mag. <sup>(p)</sup>	4.746,0	4.859,8	871,9	972,7	2.901,5	6.212,9	6.471,2	691,1	4.829,7	692,1
<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.	3,6	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 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.	-24,4	-27,4	-21,8	-19,4	16,7	27,4	25,3	-0,7	27,9	0,2
mag. <sup>(p)</sup>	-2,9	-11,5	2,0	-23,1	18,2	22,6	21,0	1,5	21,2	-0,1
<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 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.	2,6	3,2	-9,9	3,6	6,8	4,3	3,8	0,3	5,4	1,4
mag. <sup>(p)</sup>	1,5	1,9	-7,6	-2,6	6,1	4,3	3,9	0,6	5,4	0,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
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	748,8	6.967,3	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,5	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.	748,8	6.967,3	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,5	130,1	139,2
2021 1° trim.	699,4	6.894,1	1.898,3	41,2	1.984,7	2.969,9	1.398,0	383,8	127,3	130,3
2020 dic.	748,8	6.967,3	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,5	130,1	139,2
2021 gen.	678,8	6.925,6	1.912,4	42,0	1.970,4	3.000,8	1.472,5	430,0	147,4	146,7
feb.	684,7	6.880,4	1.905,2	41,4	1.971,9	2.961,9	1.433,5	420,1	145,4	145,7
mar.	699,4	6.894,1	1.898,3	41,2	1.984,7	2.969,9	1.398,0	383,8	127,3	130,3
apr.	727,1	6.839,6	1.869,4	41,2	1.968,4	2.960,6	1.448,4	378,4	132,9	131,3
mag. <sup>(p)</sup>	690,4	6.834,6	1.868,1	40,7	1.943,5	2.982,3	1.469,1	314,6	133,5	130,9
<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	-32,8	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-45,1	155,8	-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.	-57,2	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-111,2	100,0	-9,8	-8,1
2021 1° trim.	-49,4	-23,4	-14,8	-0,9	-33,5	25,8	4,1	-187,1	-2,8	-8,8
2020 dic.	-4,7	14,6	-17,4	-0,4	-5,8	38,3	-57,8	111,4	-18,1	-7,9
2021 gen.	-70,1	-38,3	-5,8	-0,1	-30,6	-1,7	37,5	-117,5	17,3	7,5
feb.	5,9	4,3	-7,3	-0,5	-1,8	13,9	-3,2	-20,9	-2,0	-1,0
mar.	14,8	10,5	-1,7	-0,3	-1,1	13,6	-30,2	-48,8	-18,1	-15,4
apr.	27,6	-19,2	-21,2	0,0	-2,9	4,9	48,4	1,8	5,6	1,0
mag. <sup>(p)</sup>	-36,7	-27,8	-0,7	-0,3	-21,4	-5,4	-8,1	-59,4	0,6	-0,4
<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	-0,2	-1,2	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2020 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.	52,8	-0,9	-1,1	-13,9	-6,0	3,2	-	-	-18,3	-23,8
mar.	56,5	-0,2	-1,2	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
apr.	27,9	-0,2	-2,0	-10,9	-4,2	4,0	-	-	-29,2	-35,4
mag. <sup>(p)</sup>	5,4	-0,8	-2,3	-9,6	-5,0	3,2	-	-	-32,1	-38,1

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	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	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
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.	15,7	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.	15,9	14,5	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,0	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
mag.	15,8	14,4	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
giu.	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
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 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 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 21 luglio 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-21-005-IT-N (online)