



BANCA CENTRALE EUROPEA  
EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 2 / 2021



# Indice

<b>Andamenti economici e monetari</b>	<b>2</b>
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	8
2 Andamenti finanziari	18
3 Attività economica	24
4 Prezzi e costi	30
5 Moneta e credito	37
6 Andamenti della finanza pubblica	45
<b>Riquadri</b>	<b>49</b>
1 Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020	49
2 Lo stock di capitale nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia di COVID-19	56
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021	63
4 L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19	69
5 Il ruolo dei margini di profitto nell'adeguamento allo shock da COVID-19	76
6 Pesi dello IAPC per il 2021 e relative implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione	82
7 Verso un recepimento efficace del pacchetto per la ripresa economica dell'UE	87
<b>Articoli</b>	<b>92</b>
1 Politica monetaria e disuguaglianze	92
2 Comprendere le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori: il ruolo dell'incertezza	115
3 Il paradosso delle banconote: comprendere la domanda di contante al di là dell'uso a fini transattivi	133
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici e monetari

## Quadro generale

**Nonostante le attese di un miglioramento della situazione economica complessiva nel corso del 2021, l'incertezza continua a caratterizzare le prospettive economiche a breve termine, in particolare per quanto riguarda la dinamica della pandemia di coronavirus (COVID-19) e la rapidità delle campagne vaccinali.** La ripresa della domanda a livello mondiale e le ulteriori misure di bilancio sostengono l'attività mondiale e dell'area dell'euro. Tuttavia, i tassi persistentemente elevati dei contagi, la diffusione delle varianti del virus, nonché l'estensione e l'inasprimento delle misure di contenimento che ne conseguono gravano sull'attività economica dell'area dell'euro nel breve periodo. In prospettiva, le campagne vaccinali in corso, unitamente al graduale allentamento previsto per le misure di contenimento, alimentano le attese di un deciso recupero dell'attività economica durante il 2021. L'inflazione è aumentata negli ultimi mesi principalmente in ragione di alcuni fattori transitori e dell'incremento della componente energetica. Al tempo stesso, le pressioni di fondo sui prezzi si mantengono contenute, in un contesto di debolezza della domanda e di significativa capacità inutilizzata nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Pur prevedendo un aumento graduale delle spinte inflazionistiche di fondo, le ultime proiezioni degli esperti confermano prospettive di inflazione a medio termine sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio previsivo condotto a dicembre 2020 e inferiori all'obiettivo di inflazione perseguito dal Consiglio direttivo.

**In tale situazione rimane essenziale preservare condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia.** Il Consiglio direttivo valuta le condizioni di finanziamento esaminando un insieme olistico e multiforme di indicatori, che interessano l'intero meccanismo di trasmissione della politica monetaria: dai tassi di interesse privi di rischio e i rendimenti dei titoli sovrani, ai rendimenti delle obbligazioni societarie, alle condizioni del credito bancario. I tassi di interesse di mercato hanno registrato un incremento a partire dall'inizio dell'anno, ponendo rischi per le condizioni di finanziamento nel loro complesso. Le banche ricorrono ai tassi di interesse privi di rischio e ai rendimenti dei titoli sovrani come principale riferimento per la determinazione delle condizioni di erogazione del credito. Se considerevole e persistente, l'aumento dei tassi di interesse di mercato, ove non contrastato, potrebbe tradursi in un inasprimento prematuro delle condizioni di finanziamento per tutti i settori dell'economia. Un tale sviluppo sarebbe indesiderato in un momento in cui resta ancora necessario preservare condizioni di finanziamento favorevoli per ridurre l'incertezza e rafforzare la fiducia, sostenendo così l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. In questo contesto, e sulla base di una valutazione congiunta delle condizioni di finanziamento e delle prospettive di inflazione, il Consiglio direttivo si attende che nel prossimo trimestre gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) siano condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi di quest'anno.

## Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo dell'11 marzo 2021

**Dopo la recessione indotta dalla pandemia di coronavirus, l'economia internazionale ha evidenziato un recupero più rapido rispetto alle attese formulate nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2020.** Nel contempo, i fattori avversi alla crescita si sono intensificati con l'aggravarsi della pandemia, al volgere dell'anno. La recrudescenza dei contagi ha indotto i governi a imporre nuovamente rigorose misure di chiusura (lockdown), in particolare nelle economie avanzate. L'impatto avverso di tali misure sulla crescita a livello mondiale è già visibile negli ultimi dati a disposizione. In prospettiva, la pandemia si conferma il principale fattore che determinerà gli andamenti economici. Le campagne di vaccinazione hanno gradualmente acquisito slancio, sebbene con velocità diverse a seconda dei paesi. Tuttavia, il grado di immunizzazione è ancora troppo basso per consentire la revoca delle misure di contenimento. Il pacchetto di stimolo fiscale approvato lo scorso dicembre negli Stati Uniti e l'accordo fra Unione europea e Regno Unito sugli scambi commerciali danno sostegno alle prospettive riguardanti il contesto esterno all'area dell'euro per quest'anno. La crescita del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe raggiungere il 6,5 per cento nel 2021, per poi rallentare fino al 3,9 per cento nel 2022 e al 3,7 per cento nel 2023. Ciò fa seguito alla contrazione stimata del 2,4 per cento di tale parametro nel 2020. L'accordo commerciale tra Unione europea e Regno Unito e la ripresa più vigorosa prospettata per le economie avanzate giustificano le revisioni al rialzo del dato sulla domanda estera dell'area dell'euro, che dovrebbe aumentare dell'8,3 per cento nell'anno in corso, del 4,4 per cento nel 2022 e del 3,2 per cento nel 2023. Tali valori implicano revisioni al rialzo pari a 1,7 e 0,3 punti percentuali, rispettivamente, per il 2021 e il 2022. I rischi per le proiezioni di base sulla crescita internazionale sono orientati verso l'alto, con le ulteriori misure di stimolo fiscale pianificate dal Presidente Biden che costituiscono uno dei principali rischi al rialzo. Le simulazioni basate sui modelli indicano che tali misure faranno aumentare il livello del PIL in termini reali negli Stati Uniti del 2-3 per cento, portando l'economia al di sopra del proprio potenziale, a fronte, tuttavia, di un impatto sull'inflazione probabilmente moderato.

**Le condizioni finanziarie nell'area dell'euro si sono lievemente inasprite dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre 2020, in un contesto di maggiore propensione al rischio.** Nel periodo in esame (dal 10 dicembre 2020 al 10 marzo 2021), la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata verso l'alto e ha aumentato la propria inclinazione. Al momento la curva non segnala aspettative di una riduzione dei tassi nel brevissimo termine. I differenziali sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono rimasti stabili, con la crescita dei rendimenti che è stata trainata da un aumento dei tassi privi di rischio, sostenuti da una solida propensione al rischio, a sua volta alimentata dalle misure di stimolo fiscale e monetario. I prezzi delle attività rischiose sono aumentati conseguentemente. Sul mercato dei cambi, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è lievemente indebolito.

**Dopo il forte recupero della crescita nel terzo trimestre del 2020, nel quarto trimestre il PIL in termini reali dell'area dell'euro si è contratto**

**dello 0,7 per cento.** Analizzando l'intero anno, si stima che nel 2020 il PIL in termini reali si sia ridotto del 6,6 per cento, con l'attività economica nel quarto trimestre dell'anno che si è collocata su un livello del 4,9 per cento inferiore a quello rilevato a fine 2019, prima della pandemia. I dati economici, i risultati delle indagini congiunturali e gli indicatori ad alta frequenza pervenuti segnalano per il primo trimestre del 2021 una protratta debolezza dell'economia, ascrivibile al persistere della pandemia e delle misure di contenimento. È pertanto probabile che il PIL in termini reali segni un'ulteriore contrazione nel primo trimestre dell'anno. Gli andamenti economici continuano a essere disomogenei tra i vari paesi e settori; il comparto dei servizi è maggiormente colpito dalle restrizioni alle interazioni sociali e alla mobilità rispetto al settore industriale, che registra una ripresa più rapida. Nonostante il sostegno offerto a famiglie e imprese attraverso misure di bilancio, i consumatori restano cauti a causa della pandemia e del suo effetto su occupazione e reddito. Inoltre, la più fragile situazione patrimoniale delle imprese e l'elevata incertezza sulle prospettive economiche continuano a gravare sugli investimenti delle imprese stesse.

**In prospettiva, le campagne di vaccinazione in atto e il graduale allentamento delle misure di contenimento, al netto di ulteriori sviluppi avversi associati alla pandemia, sostengono le aspettative di un solido recupero dell'attività economica nel corso del 2021.** Nel medio periodo, la ripresa dell'economia dell'area dell'euro dovrebbe essere sorretta dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e da una ripresa della domanda al graduale venir meno delle misure di contenimento.

**Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2021 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro.** Le proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 4,0 per cento nel 2021, al 4,1 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2020, le prospettive per l'attività economica sono sostanzialmente invariate.

**Nel complesso, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro nel medio termine risultano più equilibrati, benché nel breve periodo permangano rischi al ribasso.** Da un lato, le migliori prospettive per la domanda mondiale, sostenuta dalle ingenti misure di stimolo fiscale, e il progredire delle campagne di vaccinazione sono incoraggianti. Dall'altro lato, la pandemia in corso, con il diffondersi delle varianti del virus, e le sue implicazioni per le condizioni economiche e finanziarie continuano a rappresentare una fonte di rischi al ribasso.

**Nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi ha registrato un brusco aumento allo 0,9 per cento a gennaio e febbraio 2021, dal -0,3 per cento di dicembre 2020.** L'incremento dell'inflazione complessiva riflette una serie di fattori idiosincratichi, quali il termine della riduzione temporanea delle aliquote IVA in Germania, lo slittamento del periodo dei saldi in alcuni paesi dell'area dell'euro e l'impatto delle modifiche più consistenti del consueto ai pesi dello IAPC per il 2021, come pure l'andamento più vigoroso della componente energetica dell'inflazione. Sulla base dei prezzi correnti dei contratti future sul petrolio l'inflazione complessiva dovrebbe verosimilmente aumentare nei prossimi mesi. Ci si attende, tuttavia, una certa volatilità durante l'anno, di riflesso al mutare delle dinamiche dei fattori che

attualmente sospingono l'inflazione al rialzo. Agli inizi dell'anno prossimo questi fattori non dovrebbero più riverberarsi nei tassi di inflazione sui dodici mesi. Le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero in una certa misura aumentare quest'anno per effetto degli attuali vincoli dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda interna. Nel complesso, tuttavia, le pressioni dovrebbero rimanere contenute, di riflesso anche alle moderate spinte salariali e al passato apprezzamento dell'euro. Una volta venuto meno l'impatto della pandemia, la riduzione della consistente capacità produttiva inutilizzata, sostenuta da politiche monetarie e di bilancio accomodanti, contribuirà a un graduale incremento dell'inflazione nel medio termine. Per quanto riguarda le attese di inflazione più a lungo termine, le misure desunte dalle indagini e gli indicatori ricavati dai mercati rimangono su livelli modesti, sebbene questi ultimi abbiano continuato ad aumentare gradualmente.

**Questa valutazione si riflette sostanzialmente nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2021 per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, che indica un tasso annuo di inflazione dell'1,5 per cento nel 2021, dell'1,2 per cento nel 2022 e dell'1,4 per cento nel 2023.** Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive di inflazione sono state corrette al rialzo per il 2021 e il 2022, soprattutto per effetto di fattori temporanei e dei più elevati prezzi dei beni energetici, mentre restano invariate per il 2023. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è attesa all'1,0 per cento nel 2021 e all'1,1 per cento nel 2022, prima di salire all'1,3 per cento nel 2023.

**Le dinamiche monetarie nell'area dell'euro hanno continuato a riflettere l'impatto della pandemia di coronavirus.** A gennaio 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si è collocata al 12,5 per cento, dopo il 12,4 e l'11,0 per cento registrati, rispettivamente, a dicembre e a novembre 2020. La forte espansione monetaria ha continuato a essere sostenuta dagli acquisti di attività in atto da parte dell'Eurosistema, che restano la principale fonte di creazione della moneta. A fronte della preferenza tuttora maggiore per la liquidità e del basso costo opportunità di detenere le forme di moneta più liquide, l'aggregato monetario ristretto M1 seguita a fornire il principale contributo alla crescita dell'aggregato monetario ampio. I prestiti al settore privato sono stati caratterizzati da un andamento in certa misura più debole per quanto riguarda il credito alle società non finanziarie e da una buona tenuta dei prestiti alle famiglie. Il flusso mensile del credito alle società non finanziarie ha proseguito la moderazione osservata sin dalla fine dell'estate. Al tempo stesso, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato, al 7,0 per cento, dopo il 7,1 registrato a dicembre, riflettendo ancora l'aumento molto marcato dei prestiti nella prima metà dell'anno. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile al 3,0 per cento a gennaio, dopo il 3,1 per cento di dicembre, a fronte di un consistente flusso mensile positivo. Nel complesso, le misure del Consiglio direttivo, unitamente ai provvedimenti adottati dai governi nazionali e dalle altre istituzioni europee, restano essenziali per sostenere le condizioni del credito bancario e l'accesso al finanziamento, in particolare per i soggetti maggiormente colpiti dalla pandemia.

**In conseguenza del rallentamento economico molto brusco causato dal dilagare della pandemia di coronavirus, accompagnatosi a una reazione dal vigore senza precedenti in termini di politiche di bilancio, si stima che nell'area dell'euro il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche sia salito al 7,2 per cento del PIL nel 2020, dopo lo 0,6 per cento segnato nel 2019.**

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2021 vedono il disavanzo di bilancio scendere al 6,1 per cento del PIL nel 2021 e al 2,4 per cento alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2023. Anche se tale percorso porterà il debito pubblico dell'area dell'euro ad aumentare fino al 95 per cento del PIL nel 2023, circa 11 punti percentuali in più rispetto al periodo precedente la crisi, occorre notare che l'impatto avverso sulla posizione di bilancio sarà con ogni probabilità lievemente minore rispetto a quanto generalmente atteso all'inizio della pandemia. Un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimane nondimeno essenziale. A tal fine, occorrerebbe confermare il sostegno delle politiche di bilancio nazionali, data la debolezza della domanda da parte di imprese e famiglie per via della pandemia in corso e delle misure di contenimento a essa associate. Come misura complementare, il pacchetto Next Generation EU svolgerà un ruolo chiave, contribuendo a una ripresa più rapida, solida e uniforme. Incrementerà la capacità di tenuta economica e il potenziale di crescita degli Stati membri dell'UE, in particolar modo se i fondi verranno destinati a una spesa pubblica produttiva, accompagnata da politiche strutturali tese a migliorare la produttività.

## Decisioni di politica monetaria

L'11 marzo 2021 il Consiglio direttivo ha assunto le seguenti decisioni volte a preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori economici nel periodo della pandemia, al fine di sostenere l'attività economica e salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine.

1. Il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a condurre gli acquisti netti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), con una dotazione finanziaria totale di 1.850 miliardi di euro, almeno sino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus. Sulla base di una valutazione congiunta delle condizioni di finanziamento e delle prospettive di inflazione, il Consiglio direttivo si attende che nel prossimo trimestre gli acquisti nell'ambito del PEPP siano condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi di quest'anno. Gli acquisti verranno condotti in maniera flessibile in base alle condizioni di mercato, allo scopo di evitare un inasprimento delle condizioni di finanziamento incompatibile con il contrasto dell'effetto al ribasso della pandemia sul profilo di inflazione previsto. In aggiunta, la flessibilità degli acquisti nel tempo, fra le varie classi di attività e fra i diversi paesi continuerà a sostenere l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Se sarà possibile garantire condizioni di finanziamento favorevoli mediante flussi di acquisti di attività che, nell'orizzonte degli acquisti netti in ambito PEPP, non esauriscono la dotazione, quest'ultima non dovrà necessariamente essere utilizzata per intero. Allo stesso modo, la dotazione può

essere ricalibrata se necessario a mantenere siffatte condizioni di finanziamento che contribuiscano a contrastare lo shock negativo della pandemia sul profilo dell'inflazione. Inoltre, il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno fino alla fine del 2023. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.

2. Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) proseguiranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che gli acquisti mensili netti nell'ambito del PAA proseguiranno finché necessario a rafforzare l'effetto di accomodamento dei tassi di riferimento della BCE e termineranno poco prima che il Consiglio stesso comincerà a innalzare detti tassi. Il Consiglio direttivo intende altresì continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
3. Il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Si prevede che essi permangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo, ma inferiore, al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione e tale convergenza non si sarà coerentemente riflessa nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.
4. Infine, il Consiglio direttivo continuerà a fornire abbondante liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento. In particolare, la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) si conferma un'attraente fonte di finanziamento per le banche e sostiene il credito erogato da queste ultime a imprese e famiglie.

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



*Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2021 dagli esperti della BCE, dopo la recessione seguita all'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19), l'economia internazionale ha evidenziato un recupero più rapido rispetto al previsto. Tuttavia, al volgere dell'anno i fattori avversi alla crescita si sono poi intensificati allorché la recrudescenza dei contagi ha indotto i governi a imporre nuovamente misure di chiusura (lockdown) più rigorose, in particolare nelle economie avanzate. L'impatto avverso di tali misure sulla crescita mondiale è già visibile nei dati più recenti. La pandemia si conferma il principale fattore che determinerà gli andamenti economici futuri. Le campagne di vaccinazione hanno gradualmente acquisito slancio, sebbene a velocità diverse nei vari paesi. Il livello di immunità, tuttavia, è ancora troppo basso per consentire la revoca delle misure di contenimento. Il pacchetto di stimolo fiscale approvato lo scorso dicembre negli Stati Uniti e l'accordo fra Unione europea e Regno Unito sugli scambi commerciali sostengono le prospettive dell'anno in corso per il contesto esterno all'area dell'euro. Il PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 6,5 per cento nel 2021, per poi rallentare e raggiungere il 3,9 per cento nel 2022 e il 3,7 per cento nel 2023, facendo seguito alla contrazione segnata nel 2020, pari, secondo le stime, al 2,4 per cento. L'accordo commerciale tra Unione europea e Regno Unito e la più vigorosa ripresa prospettata per le economie avanzate spiegano le revisioni al rialzo della domanda estera dell'area dell'euro, che dovrebbe aumentare dell'8,3 per cento nell'anno in corso e, rispettivamente, del 4,4 e del 3,2 per cento nel 2022 e nel 2023. Tali valori implicano revisioni al rialzo di 1,7 punti percentuali per il 2021 e di 0,3 punti percentuali per il 2022. I rischi per lo scenario di base delle proiezioni relativi alla crescita mondiale sono orientati verso l'alto, poiché le ulteriori misure di stimolo fiscale programmate dal Presidente Biden costituiscono un fondamentale rischio al rialzo. Secondo simulazioni basate su modelli, tali misure determineranno un incremento del PIL in termini reali degli Stati Uniti pari al 2-3 per cento e condurranno l'economia al di sopra del proprio potenziale, pur esercitando, probabilmente, un impatto moderato sull'inflazione.*

## Attività economica e commercio a livello mondiale

**La ripresa dell'economia mondiale dalla recessione indotta dalla pandemia è stata più rapida rispetto alle attese.** Gli investimenti mondiali, che beneficiano di condizioni di finanziamento favorevoli nel contesto del forte sostegno offerto dalla politica monetaria, sono già prossimi ai livelli precedenti la pandemia. Tuttavia, la ripresa dei consumi mondiali, sorretta da provvedimenti di bilancio volti a rafforzare il reddito e a preservare l'occupazione, continua a evidenziare ritardi, poiché le misure di contenimento in vigore gravano sui servizi ad alta intensità di contatti. Nel terzo trimestre del 2020 la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) ha subito un forte rialzo, aumentando del 7,4 per cento, ovvero 0,7 punti percentuali in più rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema. Un ritmo di ripresa più dinamico è stato osservato sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Dopo tale netto rialzo, si prevede

che nel quarto trimestre del 2020 la ripresa dell'attività economica mondiale sia proseguita al ritmo vigoroso, ma più moderato, del 2,1 per cento, segnando una crescita pur sempre superiore a quella prevista dalle precedenti proiezioni.

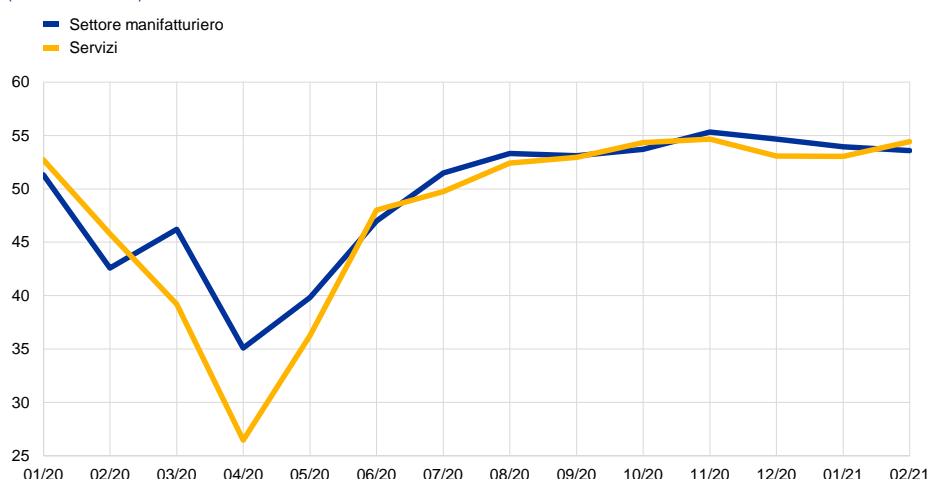
**Al volgere dell'anno i fattori avversi alla ripresa si sono intensificati con l'aggravarsi della pandemia a livello mondiale.** L'aumento di nuovi casi di contagio ha indotto i governi a imporre nuovamente provvedimenti di chiusura più rigorosi, in particolare nelle economie avanzate, mentre nelle economie emergenti sono state introdotte misure di contenimento meno restrittive. Nel complesso, tuttavia, i nuovi lockdown comportano una flessione della crescita mondiale nel primo trimestre del 2021, come dimostrano gli indicatori ad alta frequenza dell'attività nelle principali economie avanzate.

**I dati delle indagini segnalano una vigorosa dinamica espansiva, ma rivelano anche differenze tra settori e paesi.** L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), esclusa l'area dell'euro, relativo al prodotto indica il proseguire della ripresa economica a livello internazionale all'inizio del 2021. Dopo aver segnato incrementi lievemente meno dinamici al volgere dell'anno, a febbraio tale indice si è attestato su valori prossimi alla sua media di lungo periodo, soprattutto per effetto della più rapida crescita osservata nel settore dei servizi. Per contro, il PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) relativo al settore manifatturiero continua a rallentare, pur confermandosi saldamente in territorio espansivo (cfr. il grafico 1). I dati relativi al PMI composito per il prodotto suggeriscono il rafforzarsi dell'attività economica negli Stati Uniti, in Cina, in India e in Russia, indicando contemporaneamente una riduzione dell'attività nel Regno Unito, in Giappone e in Brasile.

### Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021.

**Le condizioni finanziarie internazionali si confermano accomodanti, nonostante il recente inasprimento provocato dall'ondata di vendite sui mercati dei titoli di Stato.** Dalle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a

dicembre 2020, i progressi compiuti nell'approvazione e nella distribuzione dei vaccini, nonché l'avvio delle campagne di immunizzazione, hanno risollevato la fiducia degli investitori. Insieme all'accordo commerciale sulla Brexit raggiunto in extremis e a politiche di sostegno all'economia, ciò ha beneficiato le attività finanziarie cicliche e rischiose. Le condizioni finanziarie internazionali continuano a essere complessivamente molto accomodanti, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Più recentemente, il miglioramento delle prospettive per l'economia mondiale, sostenuto dai positivi andamenti legati alla pandemia e alle notizie relative all'ulteriore stimolo di bilancio negli Stati Uniti, ha provocato un'ondata di vendite sui mercati internazionali dei titoli di Stato. I mercati azionari mondiali hanno inizialmente beneficiato dell'ottimismo circa le prospettive. Tale tendenza al rialzo, tuttavia, si è arrestata alla fine di febbraio, quando le preoccupazioni per il forte aumento dei rendimenti hanno innescato un'ampia ondata di vendite sui mercati azionari. Nel frattempo, una misura delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti, basata sul mercato e ricavata dai prezzi delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, è salita al livello più alto mai registrato dal 2014.

#### **Le prospettive per l'economia mondiale continuano a essere plasmate dall'evoluzione della pandemia e dalle relative misure di contenimento.**

Le più rigorose misure di contenimento hanno contribuito a stabilizzare le recenti ondate di nuovi contagi e ciò, insieme all'aumento delle vaccinazioni, promette un migliore contenimento della pandemia e, quindi, una graduale eliminazione dei provvedimenti di chiusura. Nel contempo, l'impatto delle misure di distanziamento sociale sui servizi ad alta intensità di contatti rimane significativo, sebbene sia probabile che l'effetto economico complessivo da esse esercitato si riveli più contenuto di quello provocato dai lockdown introdotti tra marzo e aprile del 2020. Ciò riflette il fatto che le chiusure sono divenute più mirate e i soggetti economici hanno modificato il proprio comportamento al fine di limitare l'impatto negativo di tali provvedimenti sull'attività. A fronte di tale scenario, il ritmo della ripresa mondiale dovrebbe subire un marcato rallentamento nel primo trimestre del 2021, per risalire successivamente.

#### **Tra le notizie positive, il pacchetto di stimolo fiscale approvato negli Stati Uniti lo scorso dicembre e l'accordo commerciale tra Unione europea e Regno Unito determinano migliori prospettive per il 2021.**

Tali notizie, entrambe segnalate come rischi al rialzo per le prospettive mondiali nelle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema e ora incluse nello scenario di base, dovrebbero fornire ulteriore sostegno alla crescita. Lo stimolo fiscale deliberato negli Stati Uniti lo scorso dicembre ammonta a 900 miliardi di dollari (4,4 per cento del PIL). È destinato al sostegno diretto ai redditi di famiglie e imprese e dovrebbe determinare un incremento dell'attività del paese nell'anno in corso. Inoltre, l'accordo commerciale tra UE e Regno Unito sostituisce l'ipotesi di una Brexit senza accordo alla base delle proiezioni precedenti. Esso garantisce il libero scambio di beni e l'assenza di quote tra UE e Regno Unito (in modo simile all'accordo economico e commerciale globale tra il Canada e l'Unione europea), imprimendo così slancio all'attività e al commercio dell'economia britannica nell'orizzonte di proiezione.

**Il PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe complessivamente aumentare del 6,5 per cento nel 2021, per poi rallentare e raggiungere il 3,9 e il 3,7 per cento, rispettivamente, nel 2022 e nel 2023.** Ciò fa seguito alla

contrazione segnata nel 2020, pari, secondo le stime, al 2,4 per cento. La crescita è stata rivista al rialzo di 0,7 punti percentuali nel 2021, poiché l'impatto positivo dell'effetto di trascinamento ascrivibile alla dinamica espansiva migliore delle attese sul finire dello scorso anno e quello delle politiche economiche più favorevoli sono compensati solo in parte dall'impatto negativo esercitato sulla crescita dalle più rigide misure di contenimento nel breve periodo. Per il biennio 2022-2023 l'espansione del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) rimane sostanzialmente invariata rispetto alle proiezioni precedenti.

**Negli Stati Uniti le prospettive per l'attività sono sostenute dalle misure di stimolo fiscale emanate lo scorso dicembre.** Dopo una ripresa più forte del

previsto nella seconda metà del 2020, al volgere dell'anno l'attività economica ha segnato un rallentamento, allorché sono state introdotte misure di contenimento più restrittive per far fronte al peggioramento della situazione sanitaria<sup>1</sup>. Poiché si ipotizza che quest'ultima migliori nel corso dell'anno, secondo le proiezioni l'economia recupererà tali perdite. In risposta al rallentamento, tuttavia, a dicembre è stato approvato un ulteriore pacchetto di stimolo fiscale, pari al 4,4 per cento del PIL, che dovrebbe favorire la crescita nel 2021. A seguito della decelerazione segnata dalla spesa per consumi alla fine del 2020, le misure pubbliche di stimolo, sotto forma di erogazioni dirette, hanno dato impulso al reddito e al tasso di risparmio delle famiglie. A gennaio i dati ad alta frequenza relativi alle carte di credito e alle vendite al dettaglio hanno evidenziato una marcata ripresa. Sebbene l'inflazione sia rimasta stabile nello stesso mese, le aspettative su di essa sono in rialzo. A gennaio l'inflazione al consumo complessiva è rimasta invariata all'1,4 per cento e l'inflazione di fondo è scesa all'1,4 per cento. Tuttavia, le prospettive di inflazione a breve termine indicano forti effetti base, in gran parte riconducibili ai corsi petroliferi, che potrebbero spingere l'inflazione al di sopra del 2 per cento. Inoltre, le migliori prospettive di crescita hanno innalzato le aspettative di inflazione ricavate dai mercati al 2,2 per cento.

**L'ampio stimolo fiscale aggiuntivo previsto dalla nuova amministrazione rappresenta un importante rischio al rialzo per le attuali proiezioni.** Il pacchetto

fiscale aggiuntivo, che porta il totale delle misure a 1.900 miliardi di dollari (8,9 per cento del PIL), include il rinnovo dei sussidi di disoccupazione, ulteriori erogazioni a tantum alle famiglie e un aumento della spesa a livello sia locale sia statale per il finanziamento della sanità e dell'istruzione pubbliche. Esso costituisce un significativo rischio al rialzo rispetto all'attuale scenario di riferimento. Secondo simulazioni basate su modelli, determinerebbe un incremento del PIL in termini reali degli Stati Uniti tra il 2 e il 3 per cento, conducendo l'economia al di sopra del proprio potenziale, mentre

---

<sup>1</sup> Per un confronto tra i risultati economici degli Stati Uniti e quelli dell'area dell'euro durante la pandemia, cfr. il riquadro *Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020* in questo numero del Bollettino.

eserciterebbe un impatto moderato sull'inflazione. Comporterebbe, inoltre, ricadute positive sulla crescita di altre economie, inclusa l'area dell'euro<sup>2</sup>.

**Nel Regno Unito è probabile che il rigido lockdown e il decumulo delle scorte riportino la crescita in territorio negativo nel primo trimestre del 2021.** Nel quarto trimestre del 2020 il risultato del PIL migliore del previsto ha rispecchiato per lo più fattori specifici, come l'aumento della spesa pubblica e l'accumulo di scorte in previsione della Brexit, suggerendo inoltre che le restrizioni alla mobilità legate alla pandemia, introdotte verso la fine dell'anno, abbiano limitato l'attività molto meno che durante il rigido lockdown attuato nella primavera del 2020. Per quest'anno, tuttavia, i dati delle indagini e gli indicatori ad alta frequenza dell'attività segnalano un brusco rallentamento dell'economia per effetto dei nuovi rigorosi provvedimenti di chiusura all'inizio dell'anno, suggerendo un significativo calo della crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2021. Il contributo negativo fornito dalle scorte potrebbe aggravare tale fase di rallentamento, dato che le iniziali perturbazioni alla frontiera tra UE e Regno Unito e i minori livelli di incertezza sul completamento dell'accordo commerciale hanno contribuito a un certo decumulo. Secondo un'indagine condotta presso le imprese, si stima che a gennaio 2021 le esportazioni del Regno Unito verso l'UE siano diminuite del 68 per cento rispetto a un anno prima. In prospettiva, se i rapidi progressi in tema di vaccinazioni alleggeriranno la situazione sanitaria, è probabile che nel corso del secondo trimestre si assista a un ulteriore graduale allentamento delle misure di contenimento. Ciò potrebbe dare avvio a una ripresa della crescita, sostenuta da un aumento dei consumi e da un recupero degli investimenti privati. L'accordo commerciale tra UE e Regno Unito, che garantisce il libero scambio di beni e l'assenza di quote, ha contribuito a evitare interruzioni nell'interscambio al volgere dell'anno. Pertanto, rispetto all'ipotesi di una Brexit senza accordo contenuta nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, nell'orizzonte delle attuali previsioni l'economia dovrebbe seguire una traiettoria più positiva in termini di prodotto e interscambio. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è lievemente aumentata a gennaio, passando allo 0,7 per cento dallo 0,6 per cento di dicembre, ma dovrebbe segnare un marcato rialzo nel breve periodo. L'aumento dei prezzi di energia e gas, dopo il calo segnato lo scorso anno, e la fine della riduzione temporanea dell'IVA sul settore ricettivo ad aprile determineranno un incremento dei prezzi al consumo.

**In Cina l'attività economica ha registrato andamenti inaspettatamente positivi nel quarto trimestre, suggerendo che la ripresa dalla pandemia prosegue ininterrotta.** L'attività ha registrato una rapida ripresa, sostenuta dal recupero della produzione, dagli investimenti pubblici e dalla forte domanda estera. Nel complesso, l'economia cinese è tornata alla sua traiettoria di crescita precedente la pandemia. Il PIL cinese è aumentato del 2,3 per cento nel 2020 e gli ultimi dati a più alta frequenza continuano a indicare il protrarsi di una crescita robusta, pur segnalandone una dinamica più moderata. Tuttavia, poiché il sostegno delle politiche è incentrato su investimenti e credito, potrebbero ulteriormente aumentare i rischi per la stabilità finanziaria. I consumi hanno segnato un recupero più graduale, ma nel corso

---

<sup>2</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro ["Rischi per le prospettive degli Stati Uniti e dell'area dell'euro connessi all'American Rescue Plan"](#) nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021*.

dell'ultimo anno la fiducia dei consumatori è notevolmente cresciuta, e la spesa per consumi si è quasi completamente ristabilita sui livelli del 2019 dato il dissiparsi dei timori relativi a una recrudescenza della pandemia. La rapida ripresa dallo shock pandemico in Cina suggerisce inoltre che gli effetti negativi di lungo periodo saranno probabilmente limitati.

**In Giappone, nell'ultimo trimestre del 2020, l'attività economica ha dimostrato una capacità di tenuta maggiore rispetto a quanto inizialmente previsto.**

Dopo il netto recupero segnato nel terzo trimestre, il PIL in termini reali è cresciuto del 3 per cento su base trimestrale, a un ritmo superiore al previsto, sostenuto da una forte ripresa degli investimenti delle imprese private e da una robusta crescita dei consumi privati e delle esportazioni. Tuttavia, all'inizio di gennaio un'impennata dei contagi da COVID-19 ha innescato misure di contenimento più restrittive. Nel primo trimestre l'attività dovrebbe di conseguenza diminuire, anche se in misura più moderata rispetto alla primavera 2020. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è significativamente aumentata, raggiungendo il -0,6 per cento a gennaio dal -1,2 per cento di dicembre, poiché i maggiori effetti del calo dei corsi dell'energia sono stati più che compensati da un netto rialzo dell'inflazione di fondo (al netto delle componenti alimentare ed energetica).

**Negli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale è proseguita la ripresa della crescita economica nel quarto trimestre del 2020.** In prospettiva, è probabile che all'inizio del 2021 l'aggravarsi della pandemia e i rigidi provvedimenti di chiusura gravino temporaneamente sulla ripresa. Ipotizzando che le restrizioni siano allentate nei prossimi mesi, l'attività dovrebbe riacquistare progressivamente slancio, sostenuta da un orientamento di bilancio e monetario accomodante.

**Nei grandi paesi esportatori di materie prime il ritmo della ripresa è modesto, mentre il margine per ulteriori politiche di sostegno è limitato.** In Russia, nel terzo trimestre, la ripresa ha beneficiato di ampie politiche di sostegno e di un migliore controllo della diffusione del virus. Si stima, tuttavia, che nel breve periodo i lockdown più rigorosi attuati per controllare l'aumento dei nuovi contagi gravino sull'attività. Nel corso del 2021 un miglioramento della situazione sanitaria dovrebbe, in ogni caso, favorire la crescita. È inoltre probabile che l'economia benefici dei rincari del petrolio registrati negli ultimi mesi. In Brasile, lo scorso anno, le autorità hanno varato un consistente pacchetto di misure di stimolo fiscale, incluse erogazioni dirette in contanti alle famiglie a basso reddito, che ha sostenuto la ripresa economica. Tuttavia, dato il venir meno degli effetti di tali misure e il successivo aggravarsi della pandemia, si stima che nel breve periodo la crescita subisca un rallentamento.

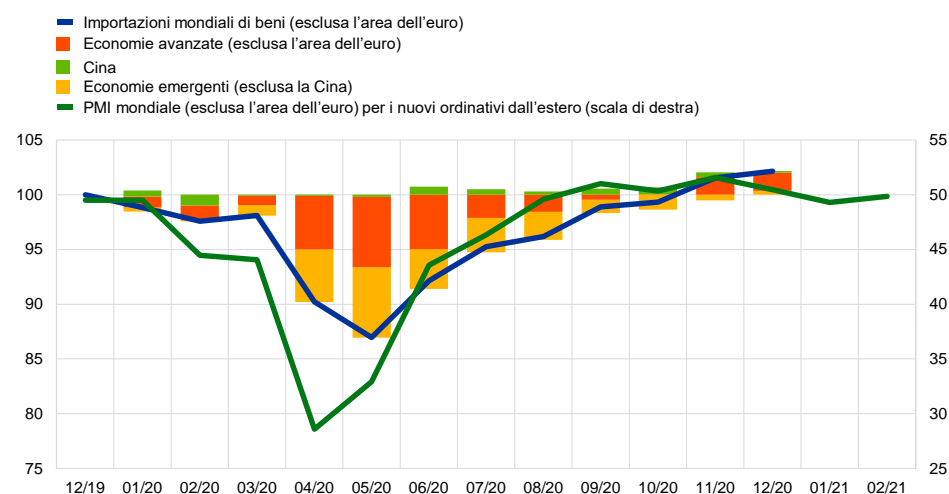
**In Turchia la crescita del PIL in termini reali ha segnato un netto recupero nel terzo trimestre e in quello successivo la ripresa è proseguita.** Il rapido recupero è stato in gran parte sostenuto dalla forte crescita del credito, mentre l'impatto negativo delle misure di contenimento è stato per lo più limitato ai settori ricettivo e turistico. Con la graduale riduzione delle misure di stimolo, tuttavia, l'espansione dovrebbe rallentare in futuro, soprattutto quella dei consumi privati connessi al credito. Nel medio periodo, il recente mutamento di direzione delle politiche, in particolare da parte della banca centrale, dovrebbe spingere la crescita al di sotto della media storica.

**La ripresa del commercio internazionale è stata dinamica, in quanto gli scambi di beni hanno registrato un rapido recupero insieme alla produzione industriale mondiale.** Alla fine del 2020 le importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) erano già ritornate ai livelli precedenti la pandemia, mentre lo scambio internazionale di servizi si conferma depresso. I dati sull'interscambio nominale suggeriscono che a novembre il commercio mondiale di servizi permaneva di circa il 27 per cento al di sotto del livello segnato alla fine del 2019 e una quota considerevole di tale perdita era riconducibile ai servizi legati a viaggi e turismo. L'emergere di pressioni sulle catene mondiali di approvvigionamento incrementa le difficoltà di ripresa del commercio mondiale nel breve termine. Il netto recupero dell'attività manifatturiera nel secondo semestre del 2020 e il conseguente aumento dei nuovi ordinativi dall'estero hanno esercitato pressioni sull'offerta in alcuni mercati e sulla capacità di trasporto marittimo a livello mondiale. Ciò ha prolungato i termini di consegna dei fornitori, come dimostrano i livelli storicamente elevati degli indici PMI a livello mondiale relativi a questo aspetto. Anche i costi del trasporto navale sono bruscamente aumentati, in parte per effetto di una ripresa degli scambi disomogenea. Il netto recupero dell'interscambio in Cina e in Asia orientale ha determinato una carenza di container per la spedizione, che giacciono inutilizzati nei porti dell'Europa e del Nord America. Un altro segnale di rallentamento della dinamica nel settore manifatturiero internazionale sono i nuovi ordinativi dall'estero, che a gennaio sono scesi al di sotto della soglia espansiva per la prima volta dallo scorso settembre, confermandosi al di sotto di tale soglia a febbraio (cfr. il grafico 2).

## Grafico 2

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

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021 per i dati relativi al PMI e a dicembre 2020 per le importazioni mondiali di beni.

**Le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) sono state significativamente riviste al rialzo e dovrebbero aumentare del 9,0 per cento nel 2021, prima di rallentare e raggiungere il 4,1 e il 3,4 per cento, rispettivamente, nel 2022 e nel 2023.** Ciò fa seguito alla contrazione del commercio mondiale segnata nel 2020, pari, secondo le stime, al 9,1 per cento. Rispetto alle proiezioni

macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, le importazioni mondiali e, in particolare, la domanda estera dell'area dell'euro sono state significativamente riviste al rialzo per effetto dell'accordo commerciale tra UE e Regno Unito e, in misura minore, della più forte ripresa prospettata per le economie avanzate. Secondo le proiezioni, di conseguenza, la domanda estera dell'area dell'euro aumenterà dell'8,3 per cento quest'anno, del 4,4 nel 2022 e del 3,2 nel 2023, determinando revisioni al rialzo di 1,7 punti percentuali nel 2021 e di 0,3 punti percentuali nel 2022. Per il 2023 la domanda estera dell'area dell'euro si conferma invariata rispetto alle proiezioni di dicembre. I dati più positivi pervenuti verso la fine dello scorso anno, insieme all'aumento delle importazioni previsto per i principali partner commerciali dell'area dell'euro, suggeriscono che lo scostamento rispetto agli andamenti precedenti la pandemia si è notevolmente ridotto, come avvenuto per la crescita del PIL mondiale in termini reali.

**I rischi per lo scenario di base delle proiezioni relative alla crescita mondiale sono orientati verso l'alto.** Oltre al citato stimolo fiscale aggiuntivo programmato dall'amministrazione del Presidente Biden, e in linea con i precedenti esercizi di proiezione, per le prospettive mondiali sono utilizzati due scenari alternativi allo scopo di illustrare l'incertezza che circonda il futuro corso della pandemia. Tali scenari riflettono l'interazione tra l'evolvere della situazione sanitaria e il relativo profilo delle misure di contenimento<sup>3</sup>. Altri rischi per le prospettive mondiali riguardano una riduzione più rapida del previsto dei risparmi accumulati durante la pandemia nelle economie avanzate, che a sua volta potrebbe sostenere i consumi privati e le importazioni. Per contro, un'improvvisa rivalutazione del rischio sui mercati finanziari potrebbe determinare deflussi di capitale e il deprezzamento delle valute nelle economie emergenti vulnerabili, ostacolando così la loro ripresa. L'esigua capacità produttiva nei settori connessi alle tecnologie dell'informazione e la carenza di container nel settore del trasporto marittimo, inoltre, potrebbero incrementare i rischi per le catene globali del valore e il commercio internazionale. Inoltre, gli elevati e crescenti livelli di indebitamento di tutte le economie avanzate ed emergenti comportano ulteriori rischi al ribasso per la crescita nel medio periodo.

## Andamenti dei prezzi a livello mondiale

**I prezzi delle materie prime sono notevolmente aumentati e i corsi petroliferi sono prossimi ai livelli precedenti la pandemia.** Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono aumentate di circa il 35 per cento rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, in un contesto caratterizzato da tagli unilaterali all'offerta da parte dell'Arabia Saudita, dal miglioramento delle prospettive per la domanda mondiale, sostenuta dal robusto recupero del settore manifatturiero a livello internazionale, e dalle aspettative di crescita per gli Stati Uniti. Inoltre, i corsi petroliferi hanno beneficiato di una ripresa mondiale delle attività rischiose. Tale aumento dei prezzi del petrolio ha determinato la pendenza discendente assunta dalla curva dei contratti future e ciò significa che le

<sup>3</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro "[Scenari alternativi per le prospettive economiche dell'area dell'euro](#)" nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021*.



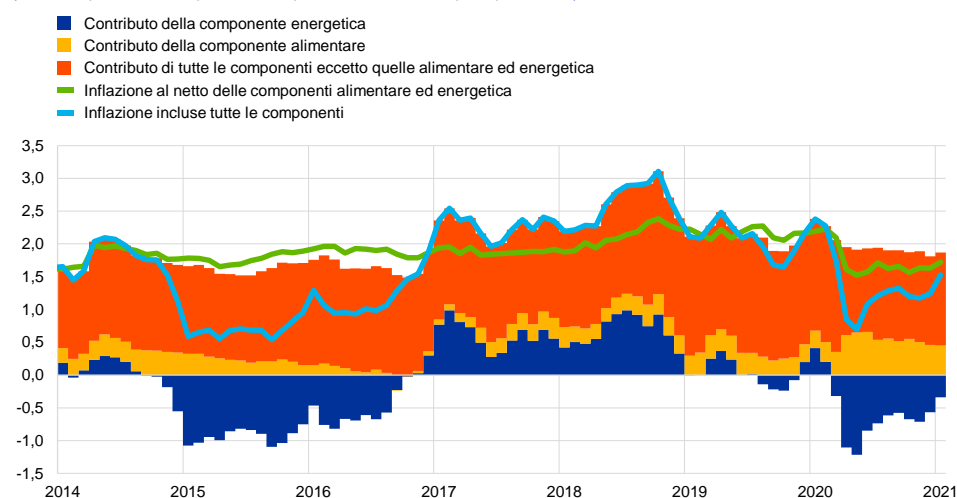
attuali quotazioni sono superiori a quelle ipotizzate alla fine dell'orizzonte di proiezione. Anche i prezzi dei metalli hanno beneficiato della robusta domanda internazionale a fronte di restrizioni all'offerta in alcuni importanti esportatori mondiali, segnando un incremento del 10 per cento dalle proiezioni di dicembre. Le quotazioni delle materie prime sia metalliche sia alimentari sono aumentate ben al di sopra dei livelli precedenti la pandemia.

**A gennaio l'inflazione complessiva a livello mondiale è aumentata a causa di un contributo meno negativo dei prezzi dell'energia.** Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita all'1,5 per cento a gennaio, dall'1,2 per cento di dicembre 2020 (cfr. il grafico 3). L'inflazione dei beni alimentari è stata sostanzialmente stabile, mentre il contributo negativo fornito dall'inflazione dei beni energetici si è in certa misura ridotto. L'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo al netto delle componenti alimentare ed energetica è lievemente aumentata, passando all'1,7 per cento a gennaio dall'1,6 per cento del mese precedente. L'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è salita in tutte le economie avanzate, ma è rimasta in territorio negativo in Giappone. Quanto alle principali economie emergenti non appartenenti all'OCSE, in Cina l'inflazione complessiva sui dodici mesi è tornata in territorio negativo dopo il temporaneo rialzo segnato a dicembre.

### Grafico 3

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

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2021.

**Il netto aumento dei prezzi delle materie prime dovrebbe determinare un incremento dei prezzi al consumo a livello mondiale.** Nel breve termine l'aumento dell'inflazione complessiva sarà ulteriormente accentuato dall'effetto base positivo dovuto all'iniziale reazione dei prezzi delle materie prime a livello mondiale allo shock pandemico della primavera del 2020. Tale andamento emerge anche dai prezzi all'esportazione in valuta nazionale dei concorrenti dell'area dell'euro, che dovrebbero segnare una vivace dinamica di crescita nel corso del 2021. È tuttavia probabile che

tale aumento dell'inflazione sia transitorio, dato il notevole livello di capacità produttiva inutilizzata nell'economia mondiale, soprattutto sul mercato del lavoro.

## 2 Andamenti finanziari

*Nel periodo in esame (dal 10 dicembre 2020 al 10 marzo 2021), la curva dei tassi a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata verso l'alto, accentuando la sua inclinazione. Al momento la curva non indica aspettative di una riduzione dei tassi nel brevissimo periodo. I tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati, in parte determinati dagli effetti provenienti dagli Stati Uniti, mentre i differenziali sui rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti sostanzialmente stabili. Le quotazioni azionarie sono aumentate. Sul mercato dei cambi, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è lievemente indebolito.*

**Nel periodo in esame il tasso Eonia (euro overnight index average) e il nuovo tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -48 e -56 punti base<sup>4</sup>.** La liquidità in eccesso è aumentata di 241 miliardi di euro, attestandosi a circa 3.692 miliardi. Tale aumento riflette principalmente gli acquisti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica e del programma di acquisto di attività, in parte compensati da rimborsi volontari nel quadro delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e da fattori autonomi di assorbimento della liquidità.

**La curva a termine dell'Eonia si è spostata verso l'alto nel periodo in esame, soprattutto sugli orizzonti di lungo periodo, accentuando inoltre la sua inclinazione (cfr. il grafico 4).** La lieve inversione della curva dei rendimenti a breve termine, visibile nell'andamento prevalente a dicembre, è scomparsa in un contesto di clima più favorevole verso la ripresa. Il minimo, pari a 2 punti base al di sotto dell'attuale livello Eonia di -50 punti base, corrisponde ad aprile 2022. La curva indica pertanto che i mercati finanziari non stanno prezzando un'imminente riduzione dei tassi. Nel complesso, i tassi a termine dell'Eonia rimangono al di sotto dello zero per gli orizzonti temporali fino alla metà del 2026, in ragione del fatto che i mercati continuano a prevedere un prolungato periodo contraddistinto da tassi di interesse negativi.

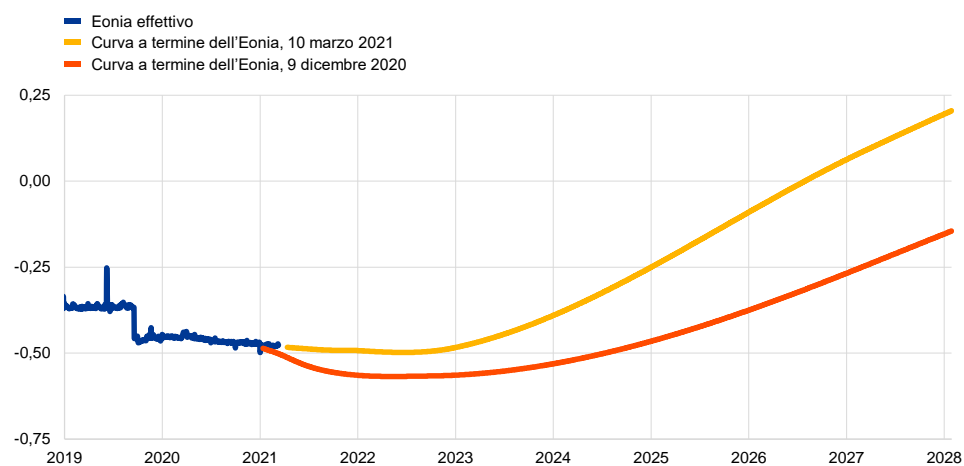
---

<sup>4</sup> La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; ora viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro [Addio Eonia, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

## Grafico 4

### Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

**I rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati come le loro controparti mondiali, anche se in misura significativamente inferiore, per attestarsi su livelli notevolmente superiori a quelli registrati al momento della riunione di dicembre del Consiglio direttivo (cfr. il grafico 5).**

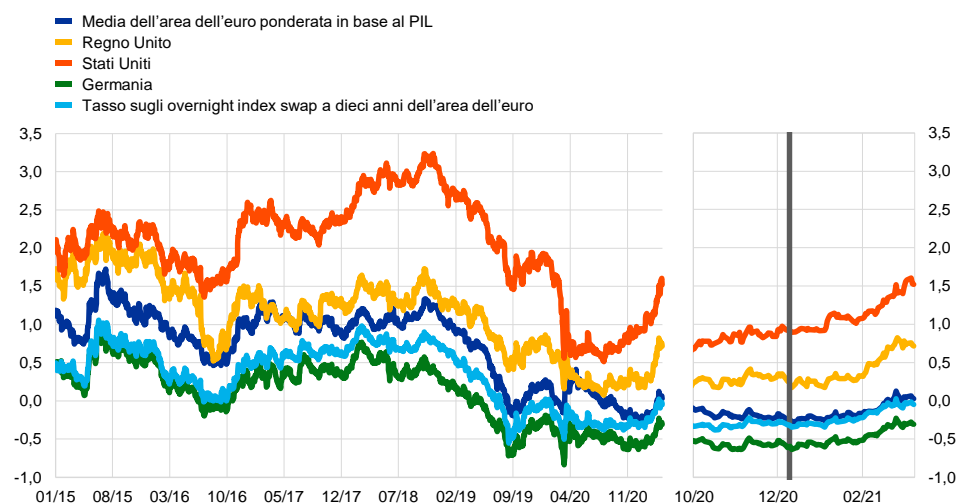
Trainati da una prospettiva economica sempre più positiva per gli Stati Uniti, sostenuta dalle aspettative di un notevole stimolo di bilancio da parte della nuova amministrazione degli Stati Uniti guidata dal presidente Joe Biden, i rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine si sono nettamente innalzati su scala mondiale.

Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato di 28 punti base, collocandosi allo 0,03 per cento. Tali rendimenti hanno registrato un incremento ancor più significativo sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito, con un aumento di 62 e 51 punti base che li ha portati, rispettivamente, all'1,52 e allo 0,72 per cento.

## Grafico 5

### Rendimento dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

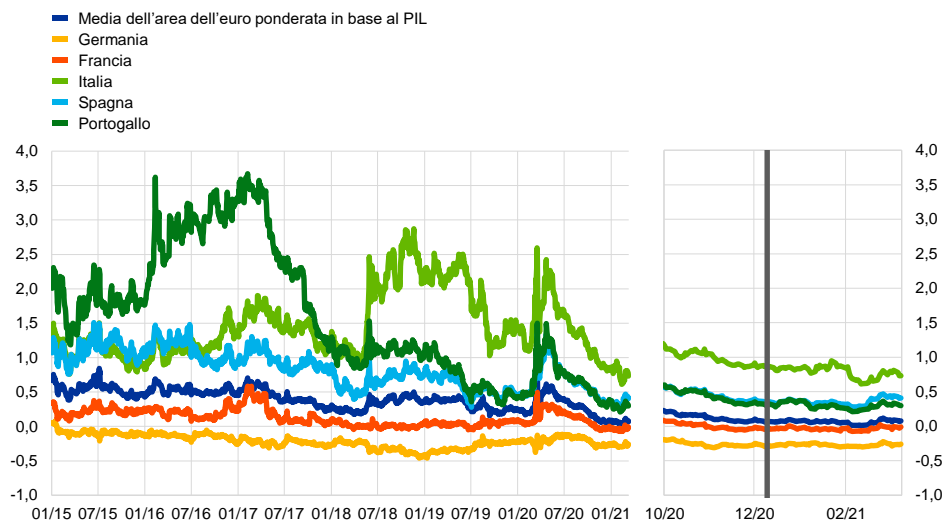
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 dicembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 marzo 2021.

**I differenziali a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi sugli overnight swap sono rimasti piuttosto stabili, dato che i rendimenti sono aumentati in gran parte insieme ai tassi privi di rischio nella maggior parte delle giurisdizioni (cfr. il grafico 6).** I differenziali dei titoli di Stato italiani sono diminuiti notevolmente nel periodo precedente la formazione di un nuovo governo da parte dell'ex presidente della BCE Mario Draghi e hanno brevemente raggiunto un nuovo minimo pluriennale prima di tornare a crescere. In particolare, durante il periodo in esame, i differenziali di rendimento a dieci anni italiani e portoghesi si sono ridotti di 12 e 1 punti base, attestandosi allo 0,73 e allo 0,30 per cento, rispettivamente. Nello stesso periodo, i differenziali a dieci anni tedeschi, francesi e spagnoli sono lievemente aumentati di 1, 1 e 6 punti base, rispettivamente, arrivando al -0,26 per cento, al -0,01 per cento e allo 0,41 per cento.

## Grafico 6

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

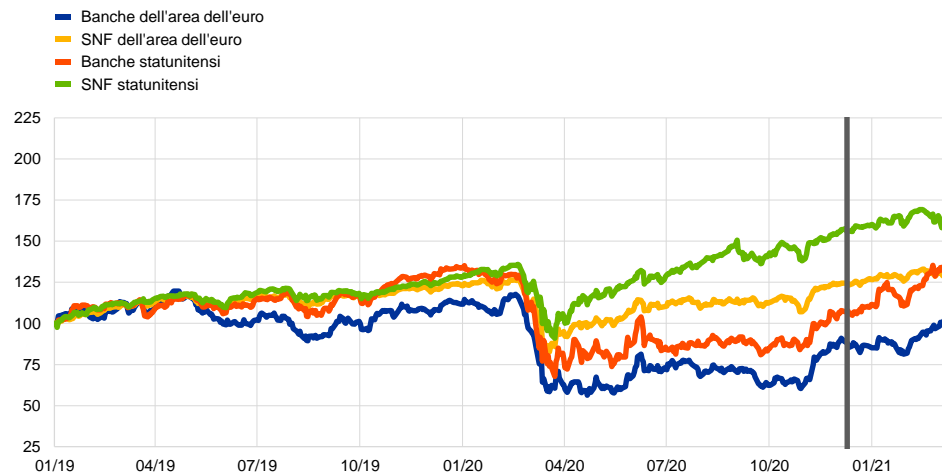
Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso swap sull'indice overnight a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 dicembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 marzo 2021.

**I corsi azionari sono aumentati su entrambe le sponde dell'Atlantico, raggiungendo massimi storici negli Stati Uniti nel periodo in esame, dato che la propensione al rischio è rimasta favorevole (cfr. il grafico 7).** Fatta eccezione per una certa volatilità, i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono generalmente aumentati, prima di diminuire solo parzialmente negli Stati Uniti verso la fine di gennaio. Le quotazioni azionarie delle società finanziarie hanno registrato guadagni particolarmente ingenti sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Nel complesso, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentate, rispettivamente, del 7,4 e del 4,4 per cento. Le quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono aumentate rispettivamente del 16,5 e del 26,9 per cento, e l'indice statunitense ha recuperato completamente le perdite registrate dall'inizio della pandemia.

## Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2019 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

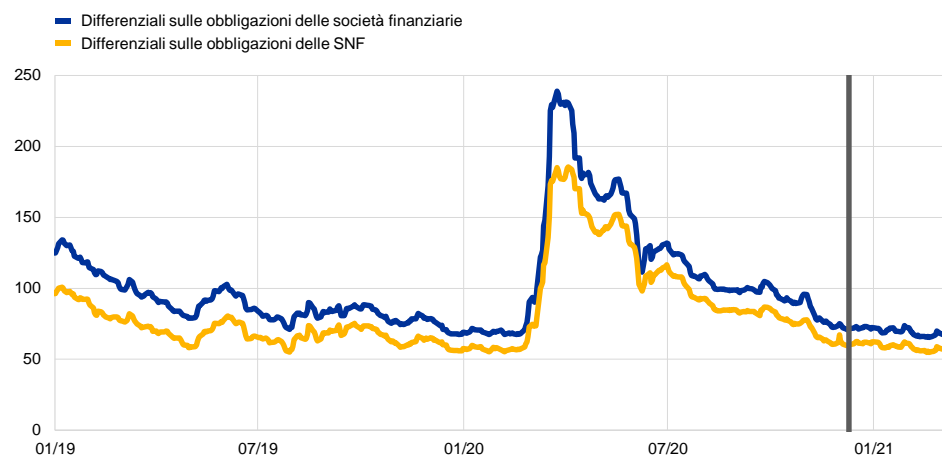
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 dicembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 marzo 2021.

**I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. il grafico 8).** Nel periodo in esame, i differenziali dei rendimenti delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e quelli dei rendimenti obbligazionari del settore finanziario (rispetto al tasso privo di rischio) si sono ridotti rispettivamente di 2 e 4 punti base, allineandosi ai livelli antecedenti la pandemia. Nel complesso, dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, le variazioni nei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono state di lieve entità.

## Grafico 8

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

(punti base)



Fonti: Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

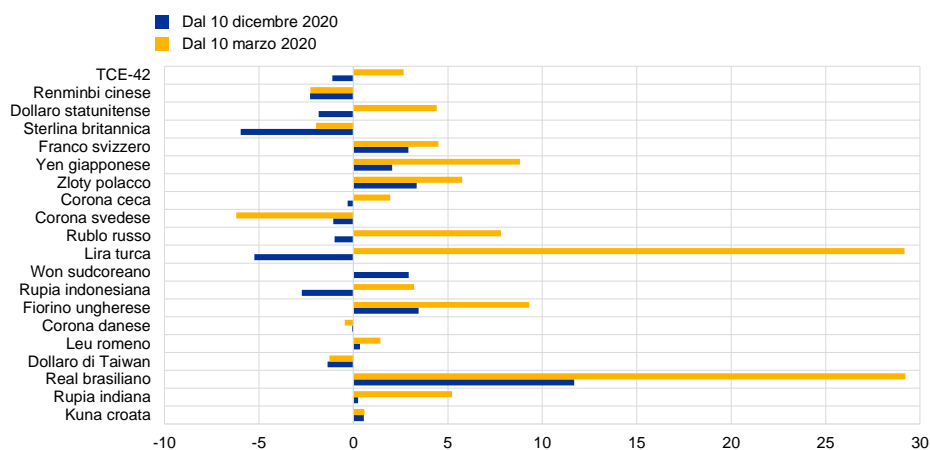
Note: i differenziali sono calcolati come asset swap spread rispetto al tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (con almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment-grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 dicembre 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 marzo 2021.

**Riguardo ai mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 9).** Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle valute dei 42 più importanti partner commerciali dell'area, si è deprezzato dell'1,1 per cento nel periodo in esame, rimanendo tuttavia soltanto del 2,7 per cento al di sotto del massimo storico raggiunto a dicembre 2008. Ciò riflette gli andamenti divergenti dei tassi di cambio bilaterali in un contesto di mercato caratterizzato da una crescente propensione al rischio. L'euro si è deprezzato rispetto al dollaro statunitense (dell'1,8 per cento), al renminbi cinese (del 2,3 per cento) e alla sterlina (del 6,0 per cento), rafforzandosi rispetto al franco svizzero (del 2,9 per cento) e allo yen giapponese (del 2,0 per cento). L'euro si è inoltre in gran parte rafforzato nei confronti delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro nell'Europa centrale e orientale.

### Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 10 marzo 2021.



### 3 Attività economica

*Dopo il forte recupero osservato nel terzo trimestre del 2020, il PIL in termini reali dell'area dell'euro nel quarto trimestre ha di nuovo subito una contrazione, pari allo 0,7 per cento sul periodo precedente, lasciando il prodotto al di sotto dei livelli precedenti la pandemia di quasi il 5 per cento. Gli andamenti economici continuano a essere disomogenei tra i vari settori e paesi; il comparto dei servizi risulta essere quello maggiormente colpito dalle restrizioni all'interazione sociale e agli spostamenti. Benché le misure di politica fiscale continuino a sostenere le famiglie e le imprese, i consumatori restano cauti alla luce della pandemia e dei suoi effetti per l'occupazione e i redditi. Tuttavia, gli investimenti continuano a mostrare una capacità di tenuta relativamente buona, nonostante la più fragile situazione patrimoniale delle imprese e l'elevata incertezza. Nel complesso, secondo i dati più recenti, i risultati delle indagini congiunturali e gli indicatori ad alta frequenza segnalano per il primo trimestre del 2021 una perdurante debolezza dell'economia, ascrivibile alla persistenza della pandemia e alle misure di contenimento ad essa legate. Pertanto, è probabile che il PIL in termini reali si contragga nel primo trimestre dell'anno. Tuttavia, in una prospettiva di più lungo termine, l'avvio della campagna vaccinale induce maggiore fiducia nella risoluzione della crisi sanitaria che dovrebbe ridurre l'incertezza a meno di ulteriori sviluppi avversi associati alla pandemia. Nel medio periodo, la ripresa dell'economia dell'area dell'euro dovrebbe essere sostenuta anche da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e da una ripresa della domanda a seguito del graduale venir meno delle misure di contenimento.*

*Questa valutazione trova ampiamente riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2021 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Le proiezioni indicano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 4,0 per cento nel 2021, al 4,1 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento nel 2023. Le prospettive per l'attività economica sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema. Nel complesso, mentre i rischi per le prospettive di crescita a breve termine per l'area dell'euro restano orientati al ribasso, i rischi a medio termine sono divenuti più equilibrati. Da un lato, le migliori prospettive per la domanda a livello mondiale, insieme alle imponenti misure di stimolo fiscale nell'intera area dell'euro e al lancio dei vaccini, aumentano l'ottimismo. Dall'altro lato, tuttavia, la pandemia in corso, compreso il diffondersi di nuove varianti del virus, e le sue implicazioni per le condizioni economiche e finanziarie continuano a rappresentare una fonte di rischi al ribasso.*

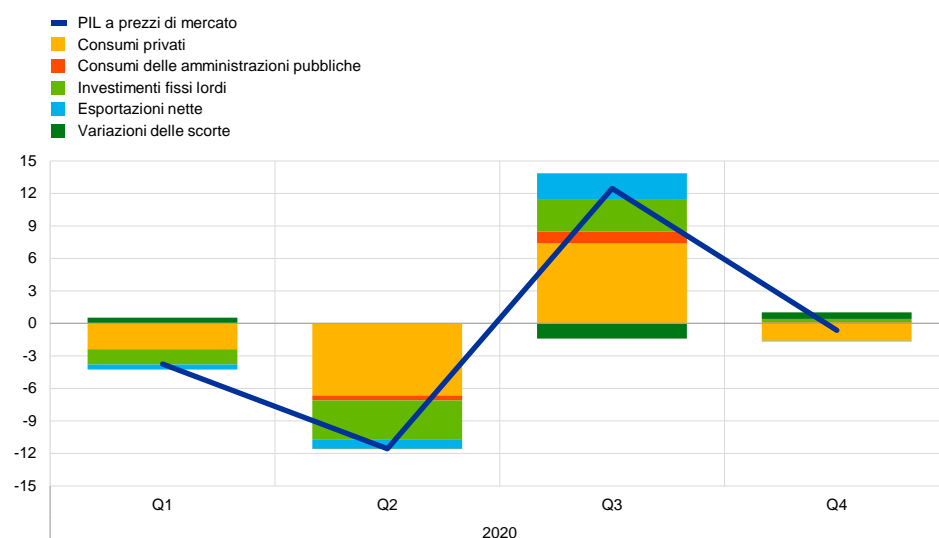
**Dopo una modesta contrazione del prodotto nel quarto trimestre del 2020, nel primo trimestre del 2021 l'attività economica dell'area dell'euro rimarrebbe debole.** Nel quarto trimestre del 2020 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,7 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento del 12,5 per cento nel terzo trimestre (cfr. il grafico 10). Tuttavia, il risultato è stato migliore rispetto alla contrazione del 2,2 per cento attesa sulla base delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2020. Il calo del prodotto nel quarto trimestre è riconducibile principalmente alla domanda interna, in particolare ai consumi privati.

Sebbene nel quarto trimestre l'attività economica fosse ancora inferiore di quasi il 5 per cento rispetto al livello precedente la pandemia osservato un anno prima, il risultato migliore del previsto per quel trimestre ha determinato un effetto di trascinarsi positivo sulla crescita nel 2021, pari in totale al 2,2 per cento. Dal lato della produzione, l'andamento del quarto trimestre è variato significativamente nei diversi settori. Mentre il valore aggiunto nel settore dei servizi ha subito un notevole calo, la produzione nel settore industriale (escluse le costruzioni) è ulteriormente aumentata. Infatti, dopo la crescita sostenuta già osservata nel terzo trimestre, il recupero della produzione industriale nella seconda metà del 2020 ha ampiamente compensato il brusco calo registrato nel primo semestre dell'anno. Il riquadro 4 analizza l'effetto delle misure di contenimento legate alla pandemia sui vari settori dell'economia nei principali paesi dell'area dell'euro ed esamina le variazioni di tale impatto nel corso del tempo. Nel complesso, si stima che nel 2020 il prodotto dell'area dell'euro sia diminuito del 6,6 per cento, un calo lievemente più marcato rispetto agli Stati Uniti. Come spiegato nel riquadro 1, ciò può essere correlato alle misure di chiusura più severe adottate nell'area dell'euro e alla politica di bilancio più espansiva negli Stati Uniti.

### Grafico 10

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

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



Fonte: Eurostat.

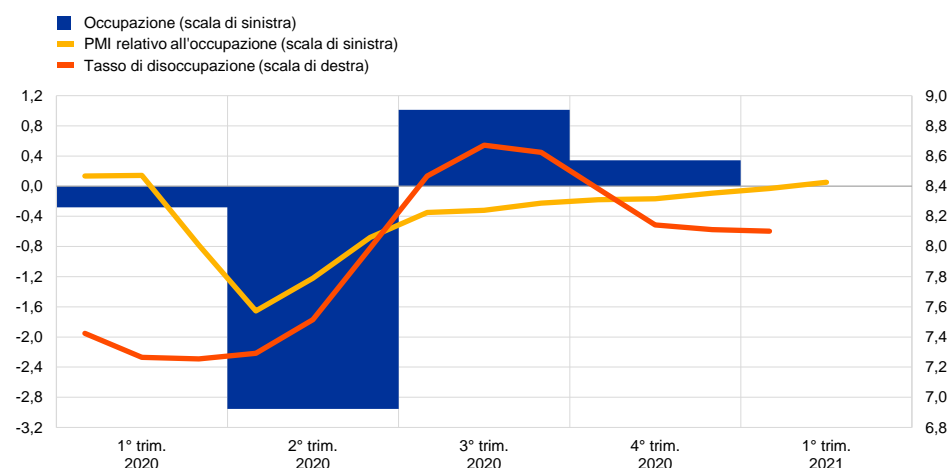
**Il mercato del lavoro dell'area dell'euro continua a beneficiare del significativo sostegno dato dalle politiche; negli ultimi mesi si sono registrati incrementi dell'occupazione e il tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente stabile.** L'ampio ricorso a misure di sostegno finalizzate al mantenimento del posto di lavoro continua a sostenere l'occupazione, attenuando così l'impatto sul tasso di disoccupazione, sostenendo il reddito delle famiglie e contenendo l'incertezza economica. Nel quarto trimestre del 2020 l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dell'1,0 per cento nel terzo trimestre (cfr. il grafico 11). Nonostante tale miglioramento, tuttavia, nel quarto trimestre essa era ancora inferiore dell'1,9 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2019,

prima della pandemia. Le ore lavorate continuano a svolgere un ruolo importante negli aggiustamenti del mercato del lavoro dell'area dell'euro. Nel quarto trimestre il numero totale di ore lavorate è diminuito dell'1,6 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento del 14,8 per cento nel terzo trimestre, collocandosi quasi il 6,5 per cento al di sotto del livello osservato alla fine del 2019. Nel contempo, a gennaio 2021 il tasso di disoccupazione si è attestato all'8,1 per cento, rimanendo sostanzialmente invariato da novembre 2020 e di poco inferiore all'8,7 per cento osservato ad agosto 2020, ma comunque superiore di circa 0,8 punti percentuali rispetto al livello precedente la pandemia registrato a febbraio 2020. Secondo le stime, a gennaio 2021 i destinatari delle misure finalizzate al mantenimento del posto di lavoro rappresentavano circa il 5,9 per cento della forza lavoro, una percentuale in calo rispetto a quasi il 20 per cento di aprile 2020. Tuttavia, il numero di lavoratori interessati da tali misure è aumentato a partire da ottobre 2020, a seguito di nuove misure di contenimento in alcuni paesi.

### Grafico 11

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

**Sebbene gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro abbiano mostrato un parziale recupero, essi continuano tuttavia a segnalare alcune vulnerabilità nel mercato del lavoro dell'area dell'euro.** A febbraio 2021 l'indicatore composito dell'occupazione del PMI si è spostato in territorio espansivo per la prima volta dall'insorgenza della pandemia di coronavirus (COVID-19), pur continuando a segnalare una contrazione in alcuni paesi e nel settore dei servizi a bassa tecnologia. Nello stesso mese le aspettative di disoccupazione delle famiglie sono rimaste elevate in un contesto di debolezza della domanda di lavoro. In prospettiva, il numero considerevole di lavoratori che beneficiano ancora delle misure finalizzate al mantenimento del posto di lavoro potrebbe comportare rischi al rialzo per il tasso di disoccupazione.

**Alla fine dello scorso anno la spesa per consumi ha segnato un rallentamento, diminuendo del 3,0 per cento nel quarto trimestre del 2020 rispetto al periodo precedente.** A gennaio 2021 il commercio al dettaglio è calato del 5,9 per cento sul periodo precedente, mentre le nuove immatricolazioni di automobili sono diminuite del 22 per cento, raggiungendo il livello più basso da giugno 2020. Con la seconda ondata della pandemia, che ha portato a un nuovo aumento dei risparmi delle famiglie, a gennaio gli afflussi di depositi bancari di queste ultime sono rimasti elevati, dopo un temporaneo calo osservato a dicembre. I redditi di un'ampia platea di famiglie non risentono dell'impatto immediato della pandemia, e quindi esse hanno continuato ad accumulare notevoli quantità di risparmi involontari. Al contempo, le aspettative delle famiglie per i prossimi 12 mesi riguardo alla situazione economica generale, alla propria situazione finanziaria personale e ai progetti relativi ad acquisti di importo rilevante non sono migliorate in modo significativo da maggio dello scorso anno.

**Gli investimenti delle imprese (rappresentati dagli investimenti in settori diversi da quello delle costruzioni), ulteriormente saliti nel quarto trimestre del 2020, hanno mostrato una relativa tenuta.** Gli investimenti in settori diversi da quello delle costruzioni sono stati sostenuti dal forte aumento della componente relativa ai prodotti di proprietà intellettuale, probabilmente, in parte, per via della necessità di un'ulteriore digitalizzazione dell'economia in risposta alla pandemia. Nel contempo, alla fine del 2020 gli investimenti in macchinari e attrezzature hanno evidenziato solo un modesto incremento dopo la crescita eccezionalmente vigorosa del terzo trimestre. Negli ultimi mesi, gli investimenti delle imprese sono stati sostenuti da una robusta domanda estera, come evidenziato dall'aumento degli ordini di beni strumentali provenienti dall'esterno dell'area dell'euro, nonché dai miglioramenti osservati negli ordini dall'estero delle imprese manifatturiere nel periodo fino a febbraio. I dati desunti dalle indagini più recenti sono in linea con il protrarsi della capacità di tenuta degli investimenti nel primo trimestre 2021. Infatti, l'aumento del clima di fiducia delle imprese e le migliori aspettative di produzione nel settore dei beni di investimento, in particolare a febbraio, indicano che l'accumulazione di capitale dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi. In prospettiva gli investimenti continueranno probabilmente a essere trainati soprattutto dal settore manifatturiero, mentre le imprese del settore dei servizi, che in genere sono state maggiormente colpite dalla pandemia e dalle misure di contenimento, hanno più probabilità, secondo le recenti indagini, di ritardare o annullare i piani di spesa. Nel più lungo periodo, l'incremento dell'onere del debito delle imprese e un potenziale aumento dei fallimenti potrebbero minacciare la ripresa degli investimenti attualmente in corso.

**Nonostante il nuovo incremento delle restrizioni legate alla pandemia, nel quarto trimestre del 2020 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno mostrato una buona tenuta, sebbene le prospettive a breve termine rimangano incerte.** Nel quarto trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono lievemente saliti, con un aumento dello 0,5 per cento sul periodo precedente, ma rimanendo di circa il 3 per cento al di sotto del livello osservato alla fine del 2019. Tuttavia, gli indicatori più recenti segnalano un certo rallentamento del ritmo di ripresa nel breve periodo, in parte a causa delle nuove restrizioni alla mobilità osservate negli ultimi mesi. Ciò potrebbe anche compromettere i progressi compiuti nel secondo semestre del 2020 e il ritorno degli investimenti in

edilizia residenziale ai livelli precedenti la pandemia. Dal lato della domanda, i dati dell'indagine condotta dalla Commissione europea sulle intenzioni di spesa dei consumatori per la ristrutturazione di abitazioni nei prossimi dodici mesi indicano un indebolimento della spesa per l'edilizia residenziale nel breve termine, pur con alcune differenze tra i vari paesi. Dal lato dell'offerta, nonostante alcuni segnali di ripresa delle concessioni edilizie e dei portafogli ordini, gli ultimi indicatori del clima di fiducia segnalano che le deboli prospettive a breve termine sull'attività economica potrebbero incidere negativamente sulle imprese del settore immobiliare e, in misura minore, del settore delle costruzioni. In quest'ultimo, gli indicatori PMI relativi al prodotto per i primi due mesi del 2021 mostrano che le imprese del segmento residenziale hanno migliori prospettive rispetto alle loro controparti nel segmento commerciale.

**Nel quarto trimestre del 2020 l'interscambio dell'area dell'euro ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto, soprattutto per effetto di un ulteriore miglioramento del commercio nel settore manifatturiero.** La crescita degli scambi commerciali nel quarto trimestre è stata determinata: a) dal consolidamento della ripresa registrato nel terzo trimestre, b) dall'aumento delle esportazioni di beni di consumo verso Regno Unito, Brasile e Asia e c) dall'aumento delle importazioni di beni energetici dalla Norvegia e dalla Russia; il contributo di questi tre fattori è stato approssimativamente di pari entità. Tuttavia, a dicembre le esportazioni verso i paesi non appartenenti all'area dell'euro sono state l'unico motore di crescita, sostenute da un accumulo straordinario di scorte di beni provenienti dall'UE nel Regno Unito prima della fine del periodo di transizione della Brexit. All'inizio del 2021 il costo delle esportazioni dall'area dell'euro verso il Regno Unito è aumentato, i tempi di consegna si sono allungati e le esportazioni effettuate tramite container hanno subito una brusca contrazione (secondo i dati relativi al commercio marittimo). Probabilmente l'effetto sugli scambi sarà temporaneo, dato che gli indicatori anticipatori per gennaio e febbraio segnalano un'ulteriore crescita delle esportazioni del settore manifatturiero nel primo trimestre del 2021. Mentre nel quarto trimestre i beni di consumo hanno fornito il contributo principale ai nuovi ordini dall'estero, gli andamenti dei primi due mesi del 2021 hanno rispecchiato miglioramenti nei settori dei beni di investimento e intermedi. Ulteriori evidenze della normalizzazione già in atto del commercio legato al settore manifatturiero sono fornite dai dati più recenti sulle tariffe di spedizione, che nel mese di febbraio sono tornate ai livelli precedenti la pandemia. Al contempo, tuttavia, l'interscambio nel settore dei servizi rimane in forte difficoltà poiché il protrarsi dei periodi di chiusura impedisce miglioramenti sostanziali.

**Gli indicatori congiunturali segnalano il perdurare di un rallentamento dell'attività economica nel primo trimestre del 2021.** I dati ricavati dalle indagini rimangono su livelli bassi, sostanzialmente coerenti con un'ulteriore modesta contrazione nel primo trimestre di quest'anno, nonostante alcuni lievi miglioramenti relativi al quarto trimestre del 2020. Il PMI composito preliminare relativo al prodotto, sceso dal 52,4 nel terzo trimestre al 48,1 nel quarto, di recente è lievemente aumentato attestandosi in media al 48,3 a gennaio e febbraio. Tale miglioramento riflette l'andamento del settore dei servizi, benché questi ultimi si collochino ancora in territorio di contrazione. Di contro, nei primi due mesi del 2021 l'indice PMI relativo al settore manifatturiero è diminuito lievemente rispetto al quarto trimestre del 2020, continuando tuttavia a segnalare un'espansione. Focalizzando l'attenzione sulle

misure connesse alla pandemia, gli indicatori ad alta frequenza della mobilità relativi ai paesi dell'area dell'euro hanno iniziato a migliorare negli ultimi mesi, sebbene l'indice composito di restrittività sia rimasto prossimo ai livelli osservati al suo culmine di aprile 2020. Nel complesso, le prospettive a breve termine sono ancora caratterizzate da un'elevata incertezza.

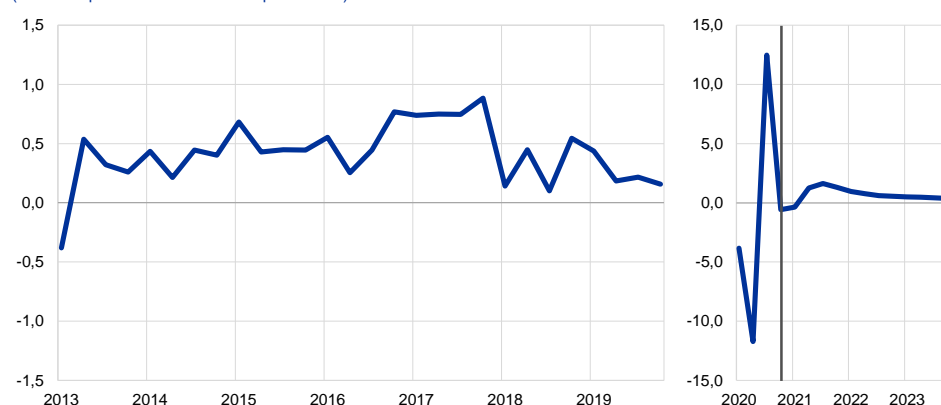
**La recente intensificazione della pandemia ha indebolito le prospettive a breve termine per l'economia dell'area dell'euro, ma non ha compromesso la ripresa.**

L'azione finalizzata ad avviare la produzione e la distribuzione dei vaccini, che dovrebbero consentire di allentare le misure di contenimento, unitamente al considerevole sostegno fornito dalle politiche monetaria e di bilancio (compresi i fondi di Next Generation EU) e a migliori prospettive per la domanda mondiale, dovrebbero comportare una ripresa robusta a partire dal secondo semestre del 2021. Ciò trova riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2021, che prevedono una crescita su base annua del PIL in termini reali del 4,0 per cento nel 2021, del 4,1 per cento nel 2022 e del 2,1 per cento nel 2023 (cfr. il grafico 12). Tale valutazione è sostanzialmente invariata rispetto alle proiezioni formulate a dicembre 2020. Nel secondo trimestre del 2022 il PIL in termini reali dovrebbe superare il livello precedente la pandemia. Ciononostante, nel breve periodo i rischi per le prospettive di crescita restano orientati al ribasso a causa della recrudescenza del virus, della comparsa di nuove varianti e delle misure di contenimento adottate. Al contempo, i rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro risultano più equilibrati nel medio termine. Inoltre, il piano di salvataggio dell'amministrazione Biden (American Rescue Plan), entrato in vigore troppo tardi per essere incluso nello scenario di base, potrebbe avere ripercussioni positive per l'area dell'euro<sup>5</sup>.

**Grafico 12**

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat e articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021*.

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

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 4 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021* pubblicato l'11 marzo 2021 sul sito Internet della BCE.

## 4 Prezzi e costi

*Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a febbraio 2021 l'inflazione sui dodici mesi dell'area dell'euro si è attestata allo 0,9 per cento, invariata rispetto al mese precedente, ma con un sostanziale aumento rispetto al -0,3 per cento segnato a dicembre 2020. In base ai prezzi correnti dei contratti future sul petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva aumenti nei prossimi mesi. Ci si attende, tuttavia, una certa volatilità durante l'anno, di riflesso al mutare delle dinamiche dei fattori che attualmente sospingono l'inflazione al rialzo. Agli inizi dell'anno prossimo questi fattori non dovrebbero più essere incorporati nei tassi di inflazione sui dodici mesi.*

*Le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero in certa misura aumentare quest'anno per effetto degli attuali vincoli dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda interna.*

*Nel complesso, tuttavia, le pressioni dovrebbero rimanere contenute, in conseguenza, fra l'altro, delle moderate spinte salariali e del passato apprezzamento dell'euro.*

*Una volta venuto meno l'impatto del coronavirus (COVID-19), la riduzione della consistente capacità produttiva inutilizzata, sostenuta da politiche monetarie e di bilancio accomodanti, contribuirà a un graduale incremento dell'inflazione nel medio termine. Le misure desunte dalle indagini e gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati rimangono su livelli modesti, sebbene gli indicatori delle attese di inflazione basate sui mercati abbiano continuato ad aumentare gradualmente. Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2021 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, che indicano un tasso di inflazione sui dodici mesi dell'1,5 per cento nel 2021, dell'1,2 per cento nel 2022 e dell'1,4 per cento nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive di inflazione sono state corrette al rialzo per il 2021 e il 2022, in ampia misura per effetto di fattori temporanei e dei più elevati prezzi dei beni energetici, mentre restano invariate per il 2023.*

**L'inflazione misurata sullo IAPC ha segnato un brusco aumento all'inizio di quest'anno rispetto alla fine dell'anno scorso.** Dopo aver fatto registrare un valore del -0,3 per cento per quattro mesi consecutivi, l'inflazione misurata sullo IAPC è salita allo 0,9 per cento a gennaio 2021, mantenendosi invariata a febbraio. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, il dato invariato di febbraio 2021 è stato il risultato di un valore dell'inflazione relativa ai beni energetici meno negativo compensato dal calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto della componente energetica e alimentare (HICPX). Quest'ultimo parametro, pur essendo sceso a febbraio all'1,1 per cento dall'1,4 per cento di gennaio, è rimasto considerevolmente più elevato rispetto allo 0,2 per cento registrato negli ultimi quattro mesi del 2020.

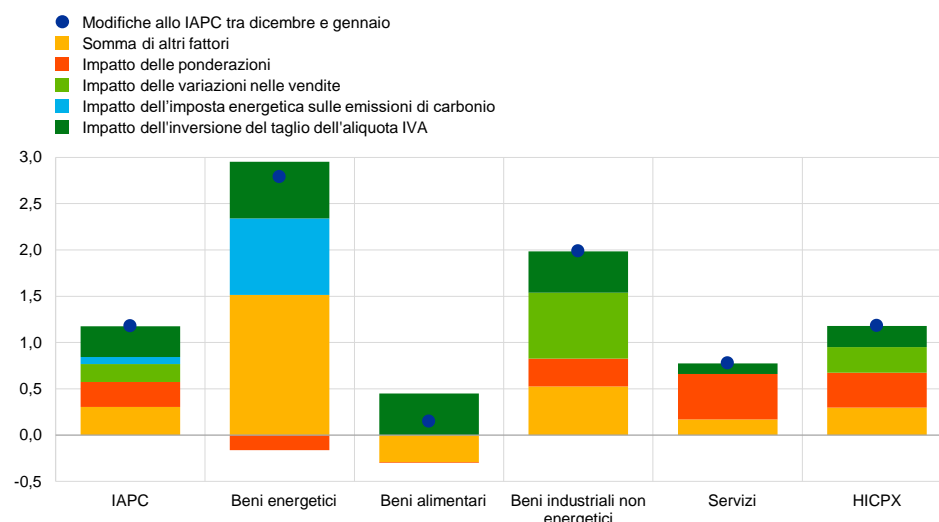
**Il rialzo dell'inflazione complessiva rilevato a gennaio ha riflesso diversi fattori, per lo più di carattere temporaneo e statistico (cfr. il grafico 13).** In primo luogo, un ruolo significativo è stato svolto dall'impatto di modifiche più rilevanti del solito ai pesi dello IAPC per il 2021, associato ai cambiamenti dei modelli di consumo delle famiglie durante la pandemia di COVID-19. Ciò ha riguardato, in particolare, i servizi di viaggio e ricreativi. La modifica delle ponderazioni della spesa ha apportato un

contributo di 0,3 punti percentuali all'inflazione misurata sullo IAPC a gennaio<sup>6</sup>. In secondo luogo, l'inversione del taglio dell'aliquota IVA in Germania sembra aver assunto una portata sostanzialmente simmetrica a quella dell'impatto della diminuzione dell'aliquota a luglio 2020, e ha contribuito di circa 0,3 punti percentuali all'incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC. In terzo luogo, i cambiamenti nella tempistica e nell'entità dei saldi stagionali in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno comportato un sostanziale aumento dell'inflazione relativa ai beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG). Tuttavia, anche tenendo conto dei suddetti fattori, rimane un residuo impatto al rialzo sull'inflazione complessiva misurata sullo IAPC e sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto della componente energetica ed alimentare che è riconducibile al concorso di una serie di altri fattori (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico 13).

### Grafico 13

#### Variazioni dell'inflazione complessiva tra dicembre 2020 e gennaio 2021

(contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le variazioni nelle vendite si riferiscono a Italia e Francia. L'imposta energetica sulle emissioni di carbonio e l'inversione del taglio dell'aliquota IVA si riferiscono alla Germania.

**Il recente aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC è altresì riconducibile alla dinamica gradatamente meno negativa della componente energetica.** Dopo aver segnato -6,9 per cento a dicembre 2020, l'inflazione relativa ai beni energetici è scesa a -4,1 per cento a gennaio 2021, e poi ulteriormente a -1,7 per cento a febbraio. La dinamica meno negativa rilevata a gennaio ha riflesso il recente incremento dei corsi petroliferi in euro, mentre il valore di febbraio è stato conseguente anche a un effetto base derivante dal calo del prezzo del petrolio all'inizio della pandemia lo scorso anno. Altri fattori che hanno contribuito al tasso di inflazione meno negativo per la componente energetica includono l'inversione del taglio dell'aliquota IVA e

<sup>6</sup> Tale impatto, che in ogni caso si modificherà nel corso dell'anno, è stato stimato a 0,1 punti percentuali per il mese di febbraio. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Pesi dello IAPC per il 2021 e relative implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione* in questo numero del Bollettino. L'impatto della modifica dei pesi potrà essere stimato in modo affidabile solo dopo la pubblicazione della serie di dati completa.

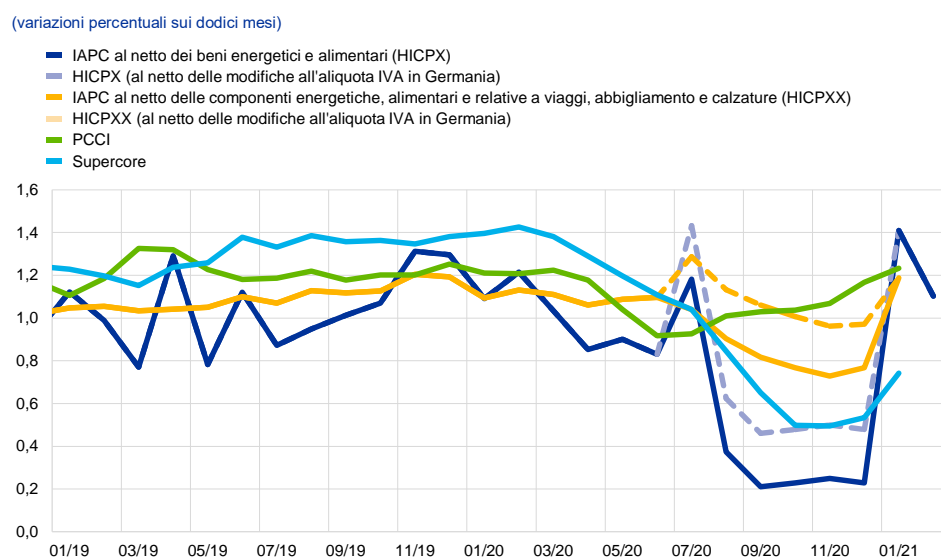


l'introduzione della maggiorazione sulle emissioni di carbonio in Germania, nonché l'aumento dei prezzi dell'elettricità, in particolare in Spagna, a causa del clima rigido.

**Le imputazioni dei prezzi sono divenute prevalenti a gennaio e a febbraio, accrescendo lievemente l'incertezza in merito ai segnali sulle pressioni di fondo sui prezzi.** La quota di imputazioni dei prezzi, dopo essere tornata su livelli molto bassi durante l'estate del 2020, verso la fine dell'anno ha cominciato a registrare un nuovo incremento per via del rinnovo delle misure di contenimento legate al COVID-19. A febbraio 2021, rispettivamente il 14 e il 19 per cento delle voci che compongono lo IAPC e lo IAPC al netto della componente energetica ed alimentare (HICPX) sono stati imputati.

**Mentre le misure dell'inflazione di fondo basate sull'esclusione di alcune componenti sono aumentate, quelle basate sui modelli sono rimaste sostanzialmente invariate a gennaio (ultimi dati disponibili)<sup>7</sup>.** L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia, alimentari, voci legate ai viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è salita all'1,2 per cento a gennaio 2021, dopo lo 0,8 per cento del mese precedente, mentre la componente comune e persistente dell'inflazione (persistent and common component of inflation, PCCI) è rimasta invariata all'1,2 per cento. L'indicatore Supercore ha fatto registrare un lieve incremento rispetto allo 0,5 per cento di dicembre 2020, salendo allo 0,7 per cento a gennaio 2021 (cfr. il grafico 14). Tali misure sono state influenzate anche da alcuni fattori temporanei citati in precedenza, come l'inversione del taglio dell'aliquota IVA in Germania.

**Grafico 14**  
Misure dell'inflazione di fondo



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per l'HICPX e l'HICPX al netto delle modifiche all'IVA in Germania, le ultime osservazioni si riferiscono alla stima preliminare di febbraio 2021. Per tutte le altre voci, le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2021.

<sup>7</sup> Per una descrizione delle misure dell'inflazione di fondo basate sull'esclusione di alcune componenti e sui modelli, cfr. l'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

**L'inflazione indotta dalle pressioni all'origine sui prezzi dei beni industriali non energetici è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi, mentre nei primi stadi le pressioni si sono intensificate.**

Per quanto riguarda i beni di consumo non alimentari, a gennaio l'inflazione dei prezzi interni alla produzione era pari allo 0,6 per cento e continuava a collocarsi in prossimità della propria media di lungo periodo. L'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari si è mantenuta su livelli contenuti, con il profilo mensile che ha ampiamente rispecchiato i movimenti del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Nei primi stadi della catena, l'inflazione dei prezzi dei beni intermedi sia alla produzione che all'importazione ha continuato ad aumentare in gennaio, probabilmente di riflesso a un ulteriore allentamento delle pressioni al ribasso derivanti dai prezzi del petrolio e di altre materie prime<sup>8</sup>.

**I regimi di sostegno pubblico continuano a incidere sul processo di formazione dei salari.**

Ciò si evince, ad esempio, dalla differenza fra la crescita del reddito per occupato e quella del reddito per ora lavorata. Il divario tra le due si è nuovamente ampliato nel quarto trimestre del 2020, in concomitanza con il maggiore ricorso ai regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e dei licenziamenti temporanei, in conseguenza del rinnovo delle misure di lockdown alla fine dello scorso anno. Nel quarto trimestre la crescita sui dodici mesi del reddito per occupato è salita lievemente allo 0,7 per cento, dallo 0,6 per cento del trimestre precedente, dopo il tasso estremamente negativo, -4,5 per cento, registrato nel secondo trimestre. La crescita sui dodici mesi del reddito per ora lavorata ha invece segnato un recupero, portandosi al 5,1 per cento nel quarto trimestre del 2020 dal 3,4 per cento del terzo trimestre (cfr. il grafico 15). Tali andamenti divergenti rispecchiano gli effetti dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e dei licenziamenti temporanei, in base ai quali i lavoratori hanno mantenuto la propria situazione lavorativa ma con una riduzione dei compensi, mentre le ore effettivamente lavorate per persona sono diminuite drasticamente<sup>9</sup>. L'aumento delle retribuzioni contrattuali, che non risentono direttamente dell'andamento delle ore lavorate e del trattamento contabile delle erogazioni derivanti dalle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro, è salito all'1,9 per cento nel quarto trimestre del 2020, dopo l'1,7 nel secondo e l'1,6 nel terzo trimestre. Questo movimento verso l'alto ha rispecchiato l'impatto dei pagamenti una tantum alla fine dell'anno ma, anche scontando tale impatto, la crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta relativamente sostenuta, attestandosi all'1,6 per cento nel quarto trimestre, in quanto i dati incorporano ancora gli accordi conclusi prima dell'insorgere della pandemia.

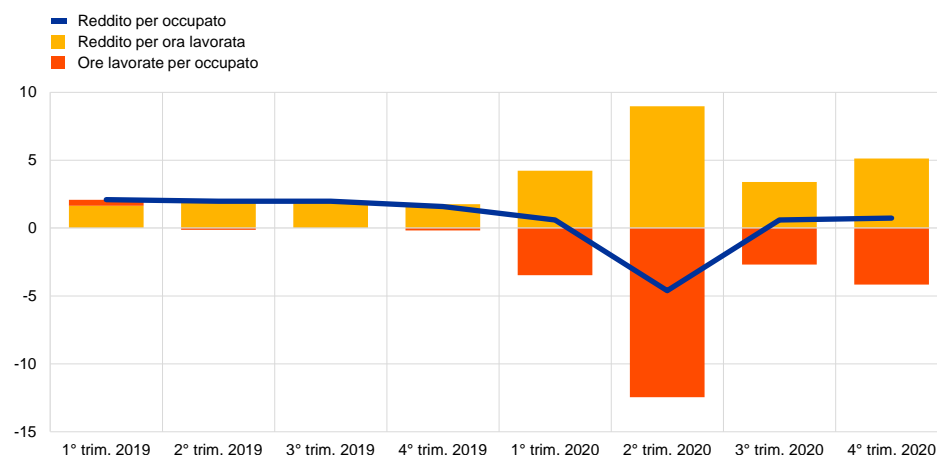
<sup>8</sup> Nel mese di gennaio l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni intermedi è aumentata, passando dal -0,1 per cento del mese precedente allo 0,9 per cento, così come è aumentata l'inflazione dei prezzi all'importazione di tali beni, che nello stesso lasso di tempo è salita dal -0,8 per cento allo 0,1 per cento.

<sup>9</sup> È probabile che i regimi finalizzati al mantenimento dei posti di lavoro abbiano anche contribuito alla tenuta dei margini di profitto che, pur deterioratisi in qualche misura nel quarto trimestre, hanno mostrato una buona tenuta nonostante la profondità della recessione. Cfr. il riquadro *Il ruolo dei margini di profitto nell'adeguamento allo shock da COVID-19* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 15

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

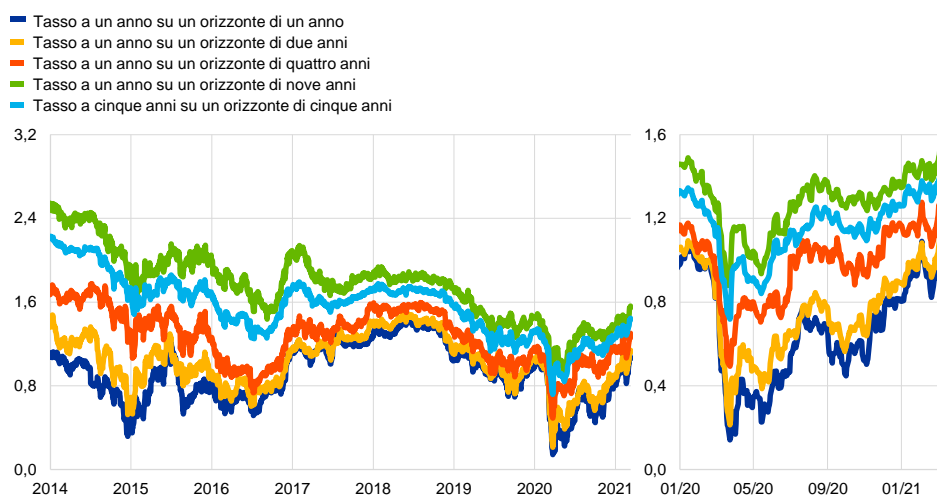
### **Gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati hanno continuato ad aumentare in parallelo con la tendenza globale alla reflazione (cfr. il grafico 16).**

L'aumento dei valori segnalati dagli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati dell'area dell'euro nel periodo in esame ha rispecchiato principalmente tre fattori presenti a livello mondiale: una maggiore propensione al rischio legata all'avvio della somministrazione dei vaccini contro il COVID-19 e al calo dei tassi di contagio; il rinnovato stimolo fiscale negli Stati Uniti sotto l'amministrazione Biden; il vigoroso recupero dei prezzi delle materie prime. Nella prima parte del periodo in esame, gli indicatori a breve e medio termine delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati sono aumentati, per poi diminuire parzialmente verso la metà di febbraio, in linea con i loro omologhi internazionali. Verso la fine del mese, tuttavia, i tassi swap indicizzati all'inflazione (SII) dell'area dell'euro sono nuovamente aumentati. All'inizio di marzo gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati sia a breve che a medio termine si collocavano su livelli pre-pandemia. Tuttavia, i tassi a termine dei SII a breve e a più lunga scadenza hanno continuato a mantenersi su livelli molto contenuti in tempi recenti e non suggeriscono, per il prossimo futuro, un ritorno dell'inflazione all'obiettivo definito dalla BCE. Gli indicatori delle aspettative di inflazione basati sulle indagini danno segnali di stabilizzazione su livelli prossimi ai minimi storici. In base all'indagine della BCE condotta agli inizi di gennaio 2021 presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativamente al primo trimestre del 2021, le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste invariate all'1,7 per cento.

## Grafico 16

### Indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 10 marzo 2021.

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2021 dagli esperti della BCE, l'inflazione complessiva, seppur soggetta a una certa volatilità nei mesi a venire, dovrebbe aumentare gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione.**

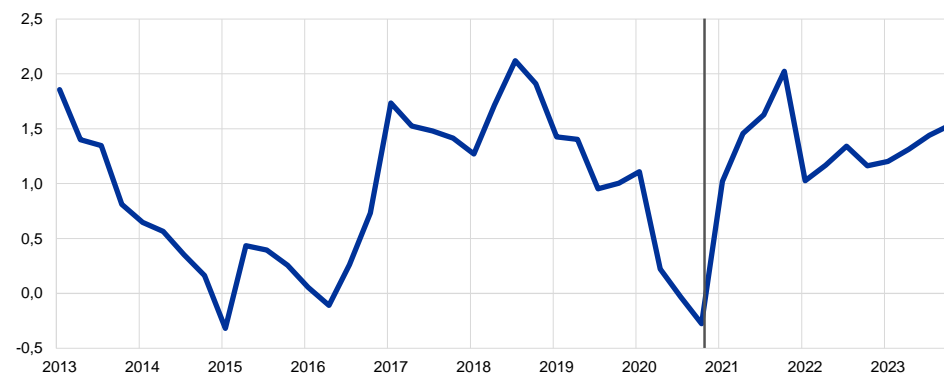
Lo scenario di base indica che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media all'1,5 per cento nel 2021, all'1,2 per cento nel 2022 e all'1,4 nel 2023 (cfr. il grafico 17). Rispetto all'esercizio condotto a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, le proiezioni per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo per il 2021 e il 2022, mentre restano invariate per il 2023. La revisione al rialzo per il 2021 riflette un'analogia revisione dell'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC, nonché l'impatto dei fattori temporanei che spiegano il recente incremento dell'inflazione. Nel medio periodo, con l'esclusione degli effetti dei fattori temporanei dal calcolo dei tassi sui dodici mesi, ci si attende che l'inflazione ritorni all'1,0 per cento all'inizio del 2022, prima di risalire gradualmente all'1,4 per cento nel 2023. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è attesa all'1,0 per cento nel 2021 e all'1,1 nel 2022, prima di salire all'1,3 per cento nel 2023. Si prevede che il pacchetto di bilancio statunitense produca un effetto moderato sull'inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro, con un impatto cumulato pari a circa 0,15 punti percentuali nell'orizzonte di proiezione<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 4 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021* sul sito Internet della BCE.

## Grafico 17

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021* pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 marzo 2021.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2020 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2023 (proiezioni). I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 16 febbraio 2021.

## 5 Moneta e credito

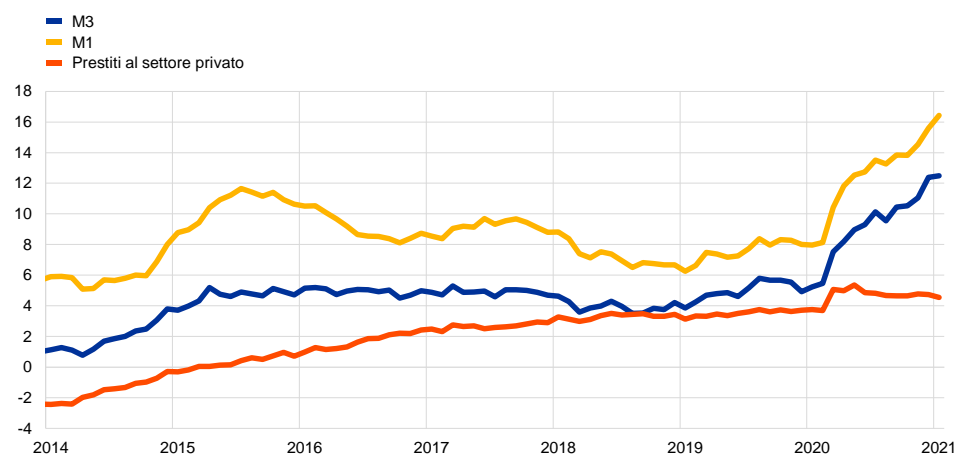
*Le dinamiche monetarie nell'area dell'euro hanno continuato a riflettere le implicazioni della pandemia di coronavirus (COVID-19). A gennaio la crescita della moneta si è stabilizzata su livelli sostenuti, riflettendo la persistente domanda di liquidità da parte di imprese e famiglie. Il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta, con gli acquisti dell'Eurosistema che hanno fornito il maggiore contributo. Le misure tempestive e consistenti adottate dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza hanno continuato a sostenere il flusso di credito a condizioni favorevoli all'economia dell'area dell'euro. I volumi complessivi del finanziamento esterno delle imprese si sono mantenuti stabili nel quarto trimestre del 2020. Il costo complessivo del finanziamento esterno alle imprese si è stabilizzato a partire da ottobre 2020, riflettendo il rallentamento del costo del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio e la sostanziale invarianza dei tassi sui prestiti bancari.*

**A gennaio la crescita dell'aggregato monetario ampio si è mantenuta su livelli sostenuti.** Le dinamiche monetarie hanno continuato a riflettere l'impatto della crisi legata alla pandemia di COVID-19, che ha determinato un'eccezionale preferenza per la liquidità. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 si è mantenuto sostanzialmente invariato al 12,5 per cento a gennaio, dal 12,4 di dicembre (cfr. il grafico 18). Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario più liquido, M1, che comprende depositi a vista e circolante, ha accelerato ulteriormente, fino al 16,4 per cento a gennaio, dal 15,6 per cento di dicembre, offrendo un forte contributo alla crescita di M3. Tali andamenti riflettono non solo le posizioni di liquidità accumulata da imprese e famiglie in un contesto di maggiore e persistente incertezza ma anche, nel caso delle famiglie, alcuni risparmi forzati dovuti alle minori opportunità di consumo. La forte crescita della moneta è stata anche il risultato di importanti misure di sostegno adottate dalla BCE e dalle autorità di vigilanza, nonché dai governi nazionali, per garantire all'economia una liquidità sufficiente per far fronte alle conseguenze economiche della pandemia.

## Grafico 18

### M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

#### I depositi overnight hanno continuato a fornire il contributo più rilevante

**all'espansione di M3.** A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è salito al 17,1 per cento, dal 16,3 per cento di dicembre. I detentori di moneta hanno privilegiato i depositi a vista per motivazioni di tipo precauzionale e per il livello molto basso dei tassi di interesse che riduce il costo-opportunità di detenere tali strumenti. La crescita dei depositi è stata determinata principalmente dalle disponibilità di imprese e famiglie. La dinamica dei depositi delle imprese è variata da un paese all'altro, riflettendo le differenze nel fabbisogno di liquidità delle imprese e le misure di sostegno fornite dai governi nazionali. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle banconote in circolazione è aumentato dall'11,3 per cento di dicembre al 12,3 di gennaio. In confronto, altri depositi a breve termine e strumenti negoziabili hanno continuato a fornire un contributo modesto alla crescita sui dodici mesi di M3, rispecchiando il basso livello dei tassi di interesse e il comportamento degli investitori, orientato alla ricerca di rendimento.

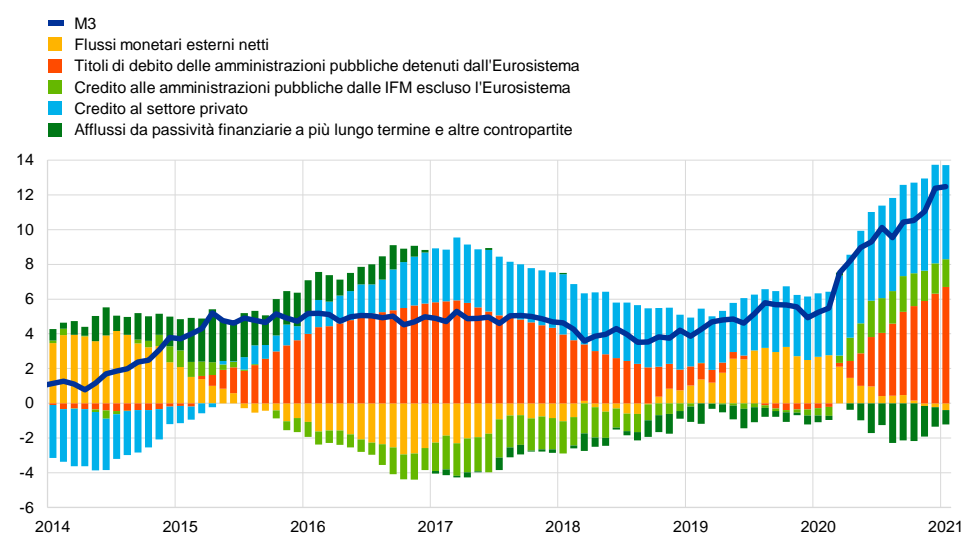
#### Il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta, il cui

**maggior contributo è stato fornito dagli acquisti dell'Eurosistema.** A partire da ottobre 2020, gli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) della BCE hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 19). La crescita del credito al settore privato, che ha contribuito in misura considerevole ma decrescente all'espansione di M3, ha fornito il secondo maggior contributo (cfr. l'area blu degli istogrammi del grafico 19). Negli ultimi mesi il flusso del credito dal settore bancario (escluso l'Eurosistema) al settore pubblico ha subito un rallentamento (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi nel grafico 19). I flussi monetari esterni netti sono stati sostanzialmente trascurabili nel 2020 (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 19), mentre le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno avuto un impatto negativo sulla crescita

dell'aggregato monetario (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi nel grafico 19). Ciò è stato principalmente riconducibile all'andamento delle altre contropartite, in particolare delle operazioni di pronti contro termine, mentre le condizioni favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno continuato a sostenere la sostituzione del finanziamento bancario, determinando rimborsi netti di obbligazioni bancarie a lungo termine.

### Grafico 19 M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

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

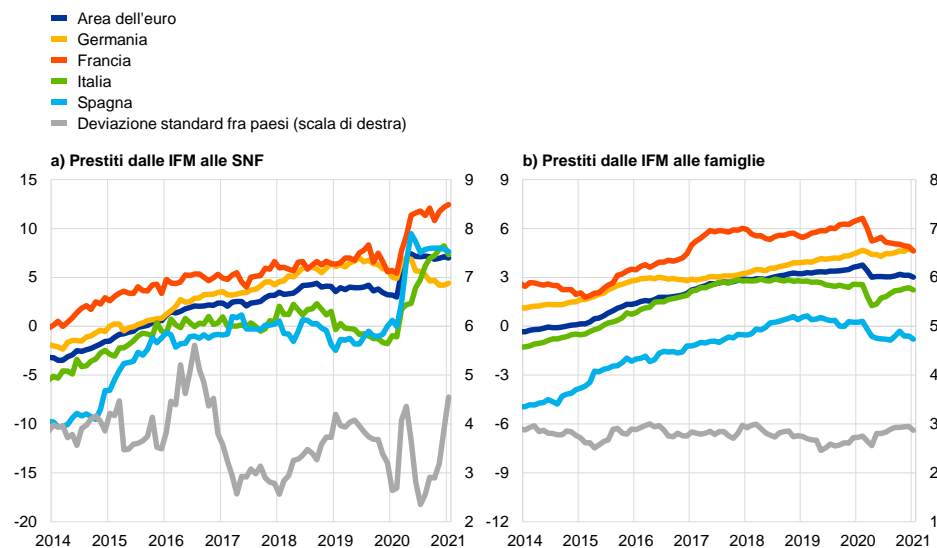
**L'espansione dei prestiti al settore privato ha subito un rallentamento.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato è sceso al 4,5 per cento a gennaio, dal 4,7 per cento di dicembre, ma si è mantenuto ben al di sopra del livello antecedente la pandemia (cfr. il grafico 18). A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese si è collocato al 7,0 per cento, dal 7,1 per cento di dicembre, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie è scesa dal 3,1 al 3,0 per cento nello stesso periodo (cfr. il grafico 20). Le dinamiche a breve termine dei prestiti alle imprese hanno continuato a rallentare, con il flusso mensile del credito che è diventato leggermente negativo nel mese di gennaio, riflettendo il precedente accumulo di riserve di liquidità, la bassa domanda di prestiti a fini di investimento e i primi segnali di pressioni verso un inasprimento dell'offerta di credito. Il ricorso delle imprese a prestiti a più lungo termine ha continuato ad aumentare, a scapito dei prestiti a più breve termine.



## Grafico 20

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

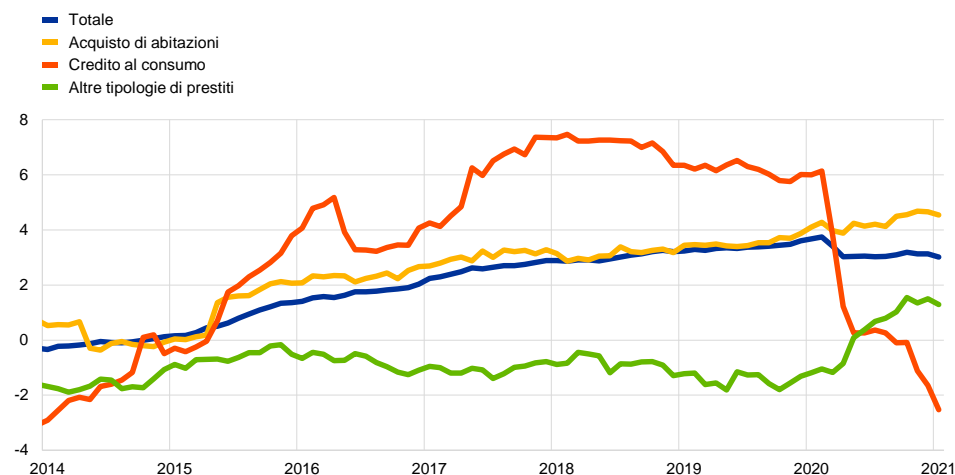
Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2021.

**Anche il totale dei prestiti alle famiglie ha rallentato.** Mentre i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente stabili da settembre 2020, con una crescita sui dodici mesi del 4,5 per cento a gennaio, il credito al consumo ha proseguito nel suo brusco calo, il cui inizio ha coinciso con quello della pandemia (cfr. il grafico 21). A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al consumo è sceso a -2,5 per cento, da -1,7 per cento di dicembre. La forte diminuzione di questa tipologia di prestito è legata all'intensificazione delle misure di chiusura a partire da novembre 2020. Per contro, il tasso di crescita sui dodici mesi degli altri prestiti alle famiglie si è attestato all'1,3 per cento a gennaio, dall'1,5 per cento di dicembre. Nonostante un certo miglioramento da maggio 2020, la dinamica di tale categoria di prestiti, spiegata principalmente dai prestiti alle piccole imprese (imprese individuali e società di persone), è rimasta modesta. Le piccole imprese sono state particolarmente colpite dal rallentamento dell'attività economica, ma hanno beneficiato anche del sostegno pubblico per soddisfare il loro fabbisogno di finanziamenti.

## Grafico 21

### Prestiti delle IFM alle famiglie divisi per finalità

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



Fonte: BCE.

Note: i dati nelle serie relative ai prestiti totali alle famiglie sono corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni. L'ultima rilevazione è riferita a gennaio 2021.

**Nell'area dell'euro, l'indebitamento lordo delle famiglie, calcolato come debito totale rispetto al reddito disponibile, è ulteriormente aumentato negli ultimi trimestri e ha notevolmente superato il suo livello antecedente la pandemia.**

Questo fenomeno, dovuto alle conseguenze economiche della pandemia, che ha tendenzialmente compresso il reddito disponibile, si è presentato in maniera eterogenea nei diversi paesi. Allo stesso tempo, il tasso di risparmio delle famiglie è aumentato notevolmente, riflettendo una combinazione di risparmi forzati dovuti a una riduzione dei consumi causata dalle chiusure e di risparmi precauzionali a seguito del crollo del clima di fiducia dei consumatori e dell'accresciuta incertezza.

**Le banche hanno continuato a beneficiare di condizioni di finanziamento favorevoli, mentre l'aumento del rischio di credito grava sui loro bilanci e sulla loro redditività.**

Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro si è mantenuto al di sotto del livello antecedente la pandemia, anche grazie al sostegno della politica monetaria (cfr. il grafico 22).

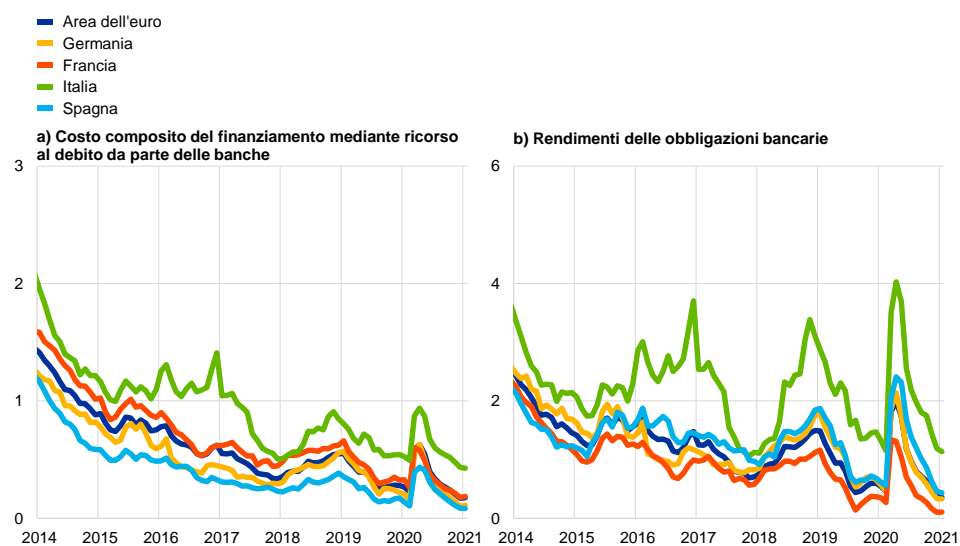
Il PAA e il PEPP della BCE hanno esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti e le banche hanno parzialmente sostituito i finanziamenti basati sul mercato con OMRLT a condizioni molto favorevoli. Entrambi i fattori hanno contribuito a migliorare anche le condizioni di mercato per le obbligazioni bancarie. Inoltre, i prezzi delle obbligazioni bancarie garantite sono stati sostenuti direttamente dal terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (third covered bond purchase programme, CBPP3) della BCE. Oltre a ciò, i tassi sui depositi delle banche dell'area dell'euro, che rappresentano la maggior parte della raccolta bancaria, sono rimasti invariati al minimo storico a gennaio 2021, contribuendo in tal modo a creare condizioni favorevoli per il finanziamento del debito bancario in un contesto di efficace trasmissione dei tassi negativi. Sin dall'inizio della crisi legata al COVID-19, le banche dell'area dell'euro hanno applicato in misura sempre maggiore tassi di interesse negativi ai depositi delle società non finanziarie detenuti presso di loro. Allo stesso

tempo, una gran parte dei depositi che costituiscono la provvista bancaria, in particolare i depositi al dettaglio, tende a rimanere pari o superiore a zero, il che ne comprime i margini netti di interesse. La prospettiva di perdite sui crediti dovute al deterioramento del merito di credito dei prenditori e la bassa redditività delle banche finirà probabilmente per pesare sulla capacità di intermediazione e di assorbimento delle perdite delle banche. Come emerge dall'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) di gennaio 2021, nel quarto trimestre del 2020 le banche hanno nuovamente inasprito i propri criteri di concessione dei prestiti, riflettendo l'accresciuta percezione del rischio dovuta alla pandemia.

## Grafico 22

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

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



Fonti: BCE, Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi di interesse sulle nuove operazioni su depositi overnight, depositi con scadenza prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie fanno riferimento alle medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2021.

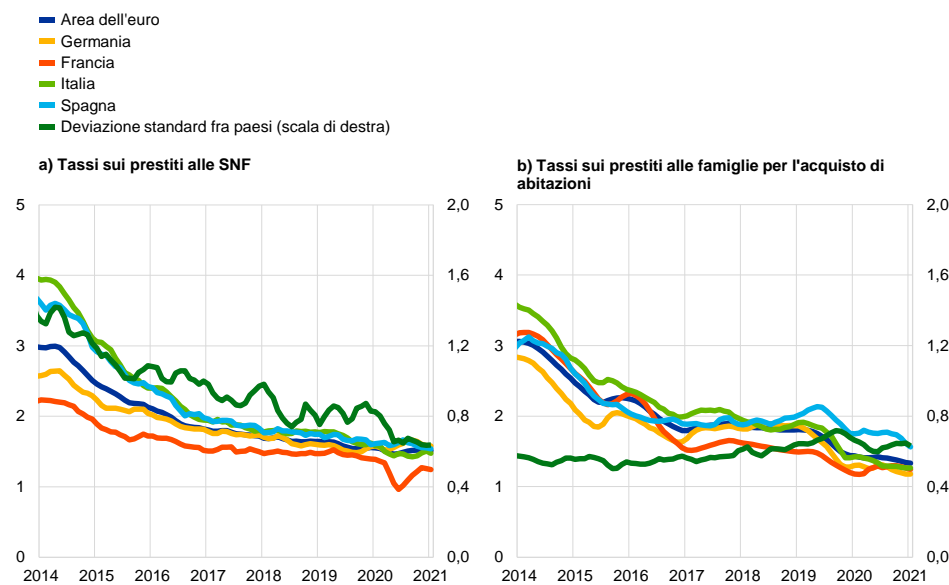
**I tassi sui finanziamenti bancari si sono mantenuti stabili su livelli prossimi ai minimi storici.** A dicembre i tassi compositi sui prestiti bancari alle imprese si sono attestati all'1,51 per cento, mentre quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi a un nuovo minimo storico dell'1,33 per cento (cfr. il grafico 23). Tale andamento è stato comune tra i paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, il differenziale tra i tassi applicati dalle banche ai prestiti molto modesti e a quelli di grande entità si è ampliato, seppur rimanendo al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia. Si teme che il forte e prolungato impatto economico della pandemia sui proventi delle imprese, sulle prospettive di occupazione delle famiglie e sul merito di credito complessivo dei prenditori eserciti una pressione al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari. Due fattori spiegano la reazione finora positiva dei tassi sui prestiti bancari alla pandemia. In primo luogo, le misure adottate dalla BCE, dalle autorità di vigilanza bancaria e dai governi hanno controbilanciato l'impatto prociclico dello shock pandemico sull'offerta di credito. A tal proposito, le OMRLT continueranno a contribuire a tenere basso il costo dei prestiti. In secondo luogo, i tassi di prestito bancari tendono ad essere meno reattivi nel breve periodo, poiché le banche assorbono temporaneamente le

fluttuazioni delle loro componenti di costo nel tentativo di mantenere le relazioni con i clienti.

### Grafico 23

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

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore per il costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2021.

#### I volumi complessivi del finanziamento esterno delle imprese si sono mantenuti stabili nel quarto trimestre del 2020.

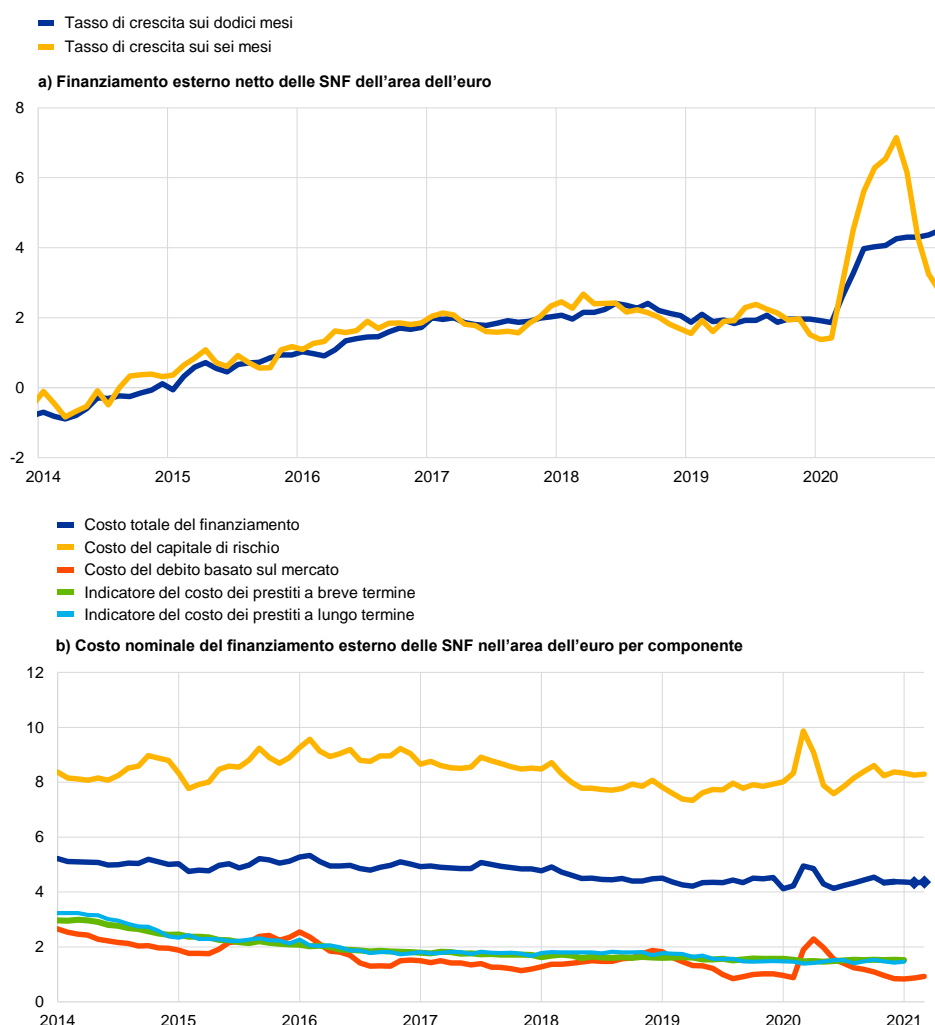
La crescita dei finanziamenti esterni sui dodici mesi è ulteriormente aumentata, seppur in misura lieve, negli ultimi mesi, fino al 4,5 per cento a dicembre 2020, mentre le dinamiche di finanziamento a breve termine hanno continuato a diminuire rispetto al picco osservato nell'estate dello stesso anno (cfr. il pannello a) del grafico 24). Tale andamento è dovuto alla minore crescita del credito bancario alle SNF e alla riduzione dell'emissione netta di titoli di debito da parte delle imprese. Nel frattempo, l'emissione netta di azioni quotate e non quotate si è mantenuta sostanzialmente stabile. Il rallentamento riflette principalmente due fattori: in primo luogo, le imprese hanno accumulato notevoli riserve di liquidità durante la prima ondata della pandemia, riducendo così la necessità di ulteriori prestiti di emergenza; in secondo luogo, il fabbisogno immediato di finanziamento delle imprese è diminuito, a causa del rinvio dei previsti investimenti fissi nel contesto del peggioramento delle prospettive di crescita a breve termine. Al tempo stesso, i flussi di finanziamenti esterni hanno continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli. Alla fine di gennaio, il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, si è attestato al 4,4 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 24). Tale livello è risultato inferiore di circa 60 punti base rispetto al picco locale di marzo 2020 e di 20 punti base superiore al minimo storico di giugno 2020. A partire dalla fine di ottobre 2020, il costo complessivo del finanziamento è diminuito di circa 20 punti base, soprattutto a causa del minor costo del debito emesso sul mercato e del capitale

di rischio. Anche il costo a lungo termine del finanziamento bancario è diminuito di diversi punti base. Tra la fine di gennaio e la fine del periodo di riferimento (10 marzo 2021), si stima che il costo complessivo del finanziamento sia rimasto stabile, poiché un leggero aumento del costo del debito emesso sul mercato, derivante da un tasso privo di rischio più elevato e da un calo soltanto marginale dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, è stato compensato da una diminuzione del costo del capitale di rischio.

## Grafico 24

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

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



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

Note: nel pannello a) il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti erogati dalle IFM, emissione netta di titoli di debito, emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Nel pannello b) il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Gli indicatori a rombi blu si riferiscono alle previsioni a brevissimo termine per febbraio e marzo 2021 per il costo complessivo del finanziamento, nell'ipotesi che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati sui livelli di gennaio 2021. Le ultime osservazioni per il pannello a) si riferiscono a dicembre 2020. Per il pannello b), le ultime osservazioni si riferiscono al 10 marzo 2021 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 5 marzo 2021 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a gennaio 2021 per il costo dei prestiti (dati mensili).

## 6 Andamenti della finanza pubblica

*A seguito del drastico rallentamento economico causato dal dilagare della pandemia di coronavirus (COVID-19) e della vigorosa reazione delle politiche di bilancio, si stima che nell'area dell'euro il disavanzo delle amministrazioni pubbliche sia salito al 7,2 per cento del PIL nel 2020, dallo 0,6 per cento del 2019. Per gli anni successivi, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2021, il disavanzo di bilancio scenderebbe al 6,1 per cento del PIL nel 2021 e al 2,4 per cento alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2023. Anche se tale percorso porterebbe il rapporto tra il debito pubblico e il PIL nell'area dell'euro ad aumentare fino a circa il 95 per cento del PIL nel 2023, approssimativamente 11 punti percentuali in più rispetto al periodo precedente la crisi, è probabile che il bilancio subisca ripercussioni lievemente minori rispetto a quanto generalmente atteso all'inizio della pandemia. Un orientamento di bilancio ambizioso e coordinato rimane nondimeno essenziale. A tal fine, occorrerebbe confermare il sostegno delle politiche di bilancio nazionali, data la debolezza della domanda da parte di imprese e famiglie nel contesto della pandemia in atto e delle relative misure di contenimento. Come strumento complementare, il pacchetto Next Generation EU (NGEU) svolgerà un ruolo chiave, contribuendo a una ripresa più rapida, solida e uniforme. Incrementerà la capacità di tenuta economica e il potenziale di crescita delle economie dell'UE, in particolar modo se i fondi verranno destinati a una spesa pubblica produttiva, accompagnata da politiche strutturali tese a migliorare la produttività.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2021 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro si è nettamente deteriorato nel 2020, ma dovrebbe gradualmente migliorare<sup>11</sup>.**

Secondo le stime, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro dovrebbe passare dallo 0,6 per cento del PIL del 2019 al 7,2 per cento del PIL nel 2020, per poi scendere al 6,1 nel 2021, al 3,1 nel 2022 e al 2,4 nel 2023 (cfr. il grafico 25). L'aumento del disavanzo registrato nel 2020 è in ampia misura attribuibile a un deterioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo connesso alle misure di sostegno economico, che ammontano a circa il 4¼ per cento del PIL. La quota più rilevante di tali misure è rappresentata da spesa aggiuntiva, costituita in particolare da trasferimenti e sussidi a beneficio di imprese e famiglie, fra cui i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro o i regimi di cassa integrazione. L'aumento del disavanzo è legato anche a un'ampia componente ciclica avversa, in linea con il forte calo della produzione nell'area dell'euro<sup>12</sup>. Le proiezioni segnalano un successivo miglioramento del saldo di bilancio, inizialmente trainato da quello del primario corretto per gli effetti del ciclo, in virtù del fatto che una parte delle misure d'emergenza dovrebbe avere oneri minori rispetto al 2020 e che ulteriori misure per la ripresa saranno finanziate dalle sovvenzioni

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

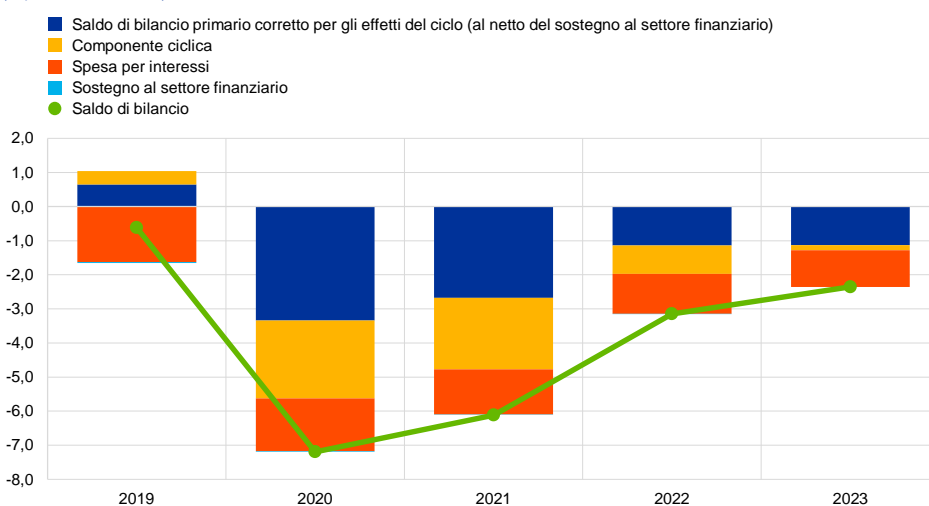
<sup>12</sup> Va osservato che nella congiuntura attuale il grado di incertezza che circonda le informazioni di dettaglio sulle componenti cicliche e su quelle tendenziali degli andamenti di bilancio è insolitamente elevato.

nell'ambito dell'NGEU<sup>13</sup>. Nel 2021, alla luce delle ulteriori restrizioni dovute al lockdown, i governi hanno prolungato le misure d'emergenza, ampliandone la portata e/o adottando nuove iniziative di sostegno, per un totale stimato di 3¼ per cento del PIL. Si prevede che anche il calo degli interessi e una componente ciclica più favorevole contribuiscano al miglioramento del saldo nel 2021. Nondimeno, il contributo fornito dal ciclo economico dovrebbe far registrare un miglioramento significativo solo a partire dal 2022, rimanendo negativo per l'intero orizzonte di proiezione. La maggior parte delle ulteriori misure di emergenza adottate per il 2021 in risposta alla pandemia hanno carattere temporaneo e dovrebbero essere revocate. Ciò contribuisce al miglioramento, nel 2022, del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo.

## Grafico 25

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2021.

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

Queste proiezioni di finanza pubblica sono tuttavia caratterizzate da eccezionale incertezza circa le dimensioni, i tempi e la composizione della spesa nell'ambito dell'NGEU, ma anche, più in generale, in relazione al fatto che le politiche reagiscono di pari passo con l'evolvere della pandemia.

**Nel 2020 l'orientamento della politica di bilancio in termini aggregati è stato fortemente espansivo, mentre dovrebbe essere sostanzialmente neutrale nel 2021, a fronte degli aggiustamenti generati dall'aumento delle entrate atteso in virtù della ricezione da parte dei vari paesi delle sovvenzioni dell'NGEU.**

Secondo le stime, nel 2020 l'orientamento di bilancio è stato fortemente espansivo, al 4,2 per cento del PIL. Le proiezioni confermano l'attesa di un orientamento sostanzialmente neutrale per il 2021, dopo le correzioni dal lato delle entrate

<sup>13</sup> Ulteriori misure di bilancio per la ripresa verranno finanziate per un ammontare pari a circa lo 0,5 per cento del PIL nel 2021 (dato sostanzialmente confermato per l'intero orizzonte di proiezione) tramite le sovvenzioni NGEU, che migliorano le entrate del bilancio delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'UE che ne beneficiano. Negli anni in cui i fondi vengono erogati l'impatto complessivo sul saldo di bilancio sarà neutrale, tenendo conto dell'effetto di compensazione dovuto alla maggiore spesa pubblica. Queste sovvenzioni offrono uno stimolo aggiuntivo rispetto al 2020.

connesse con le sovvenzioni dell'NGEU<sup>14</sup>. L'atteso inasprimento dell'orientamento di bilancio da livelli di sostegno molto elevati slitterà quindi al 2022 (per un ammontare pari a 1,5 punti percentuali del PIL) e sarà seguito da un andamento neutrale nel 2023, nell'ipotesi di politiche invariate sulla base delle misure prese in esame nelle proiezioni. Nonostante ciò, il sostegno di bilancio alla ripresa economica rimane elevato nell'orizzonte di proiezione, come si evince dal saldo primario complessivo che continua a essere ampiamente negativo, con un miglioramento solo graduale fino a -1,3 per cento del PIL nel 2023.

**Oltre al sostegno di bilancio a favore delle proprie economie, i paesi dell'area dell'euro hanno messo a disposizione consistenti dotazioni di garanzie sui prestiti per sostenere la posizione di liquidità delle imprese.** Complessivamente, nel 2020 queste garanzie sono state pari a circa il 17 per cento del PIL per l'area dell'euro nel suo insieme; ci si attende che, con dotazioni e tassi di utilizzo che variano notevolmente tra paesi, esse continuino a fornire sostegno di liquidità nell'anno in corso. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi e qualunque importo venga escusso costituirà pertanto ulteriore spesa, andando ad aumentare il debito pubblico.

**Le stime sul saldo di bilancio per il 2020 sono più positive rispetto a quelle passate, mentre quelle per il 2021 non sono state riviste.** Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre scorso, per il 2020 il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al rialzo di 0,8 punti percentuali. Ciò si deve principalmente a misure di bilancio discrezionali in risposta alla pandemia lievemente più modeste rispetto a quanto inizialmente previsto, alle revisioni di altri fattori di spesa e di fattori non discrezionali (come si evince da un saldo corretto per il ciclo meno negativo), nonché a un impatto del ciclo economico lievemente meno avverso. Il saldo nel 2021 non ha subito revisioni, con un impatto lievemente più favorevole del ciclo economico che compensa i costi di bilancio aggiuntivi derivanti dalla maggiore spesa legata all'emergenza (come si evince dalla revisione al ribasso del saldo primario corretto per il ciclo). Per il 2022 e il 2023 il saldo è stato rivisto notevolmente al rialzo per effetto dei contributi più favorevoli che dovrebbero giungere sia dal ciclo economico, sia dal saldo primario corretto per il ciclo.

**Nel 2020 il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro nel complesso è aumentato nettamente e nel 2021 dovrebbe toccare un massimo pari a circa il 98 per cento, per poi scendere gradualmente a circa il 95 per cento nel 2023.** Gli incrementi del rapporto debito/PIL, pari a 12,9 e 1,3 punti percentuali rispettivamente nel 2020 e nel 2021, riflettono in larga misura gli elevati disavanzi primari nonché, nel 2020, i differenziali molto sfavorevoli fra tasso di interesse e crescita. L'aumento per il 2020 è ascrivibile anche a considerevoli raccordi disavanzo-debito dovuti alle misure connesse con la pandemia, quali ad esempio il sostegno di liquidità alle imprese e alle famiglie. Nel 2022 e 2023 i disavanzi primari in calo, seppur ancora cospicui, saranno

<sup>14</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito all'economia dalle politiche di bilancio, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario, correggendo le entrate per dar conto delle sovvenzioni nel quadro dell'NGEU (cfr. anche la precedente nota a piè di pagina). Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

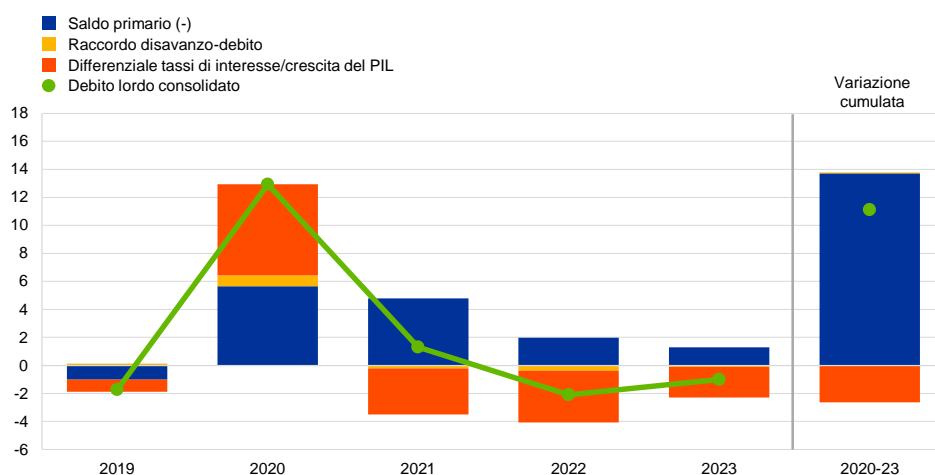


più che compensati dall'effetto legato dal miglioramento dei differenziali fra interessi e crescita, sullo sfondo del previsto recupero dell'attività economica (cfr. il grafico 26). Di conseguenza, alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2023, il rapporto debito/PIL dovrebbe collocarsi all'incirca 11 punti percentuali al di sopra del livello del 2019, prima della crisi, quando era pari all'84 per cento. Va tuttavia osservato che l'impatto negativo della crisi sulla posizione di bilancio si è rivelato lievemente inferiore rispetto a quanto ci si attendeva, in linea generale, nella fase iniziale della crisi. Ad esempio, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020 stimavano un livello massimo del rapporto debito pubblico/PIL pari a un valore superiore di oltre 3 punti percentuali rispetto alle ultime proiezioni formulate dagli esperti della BCE.

### Grafico 26

#### Determinanti delle variazioni del debito pubblico

(in punti percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2021.

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

**Un costante coordinamento delle politiche di bilancio rimane cruciale per garantire che l'area dell'euro entri in una fase di ripresa durevole.** Per contenere l'impatto sulle posizioni di bilancio sottostanti dei paesi, le misure di bilancio dovrebbero, nel limite del possibile, confermarsi temporanee ed essere ancora più mirate, così da limitare ricadute gravi e permanenti sull'economia dell'area dell'euro. La sostenibilità di bilancio sarà favorita dalla ripresa attesa nel 2021, soprattutto una volta che i vaccini contro il COVID-19 saranno stati progressivamente somministrati a una fetta più ampia della popolazione, ma anche dalle condizioni di finanziamento, che dovrebbero continuare a fornire sostegno. Rimane tuttavia fondamentale che gli Stati membri, una volta che l'attività economica avrà evidenziato una ripresa sufficiente, riducano gradualmente i propri squilibri di bilancio. Questo processo può essere amplificato da una svolta risoluta verso una composizione dei conti pubblici che favorisca maggiormente la crescita e da riforme strutturali che incrementino il potenziale di crescita delle economie dell'area dell'euro. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza dell'NGEU può fornire un sostegno importante da questo punto di vista, non da ultimo nella misura in cui sarà in grado di accelerare la transizione ecologica e quella digitale.

# Riquadri

## 1 Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020

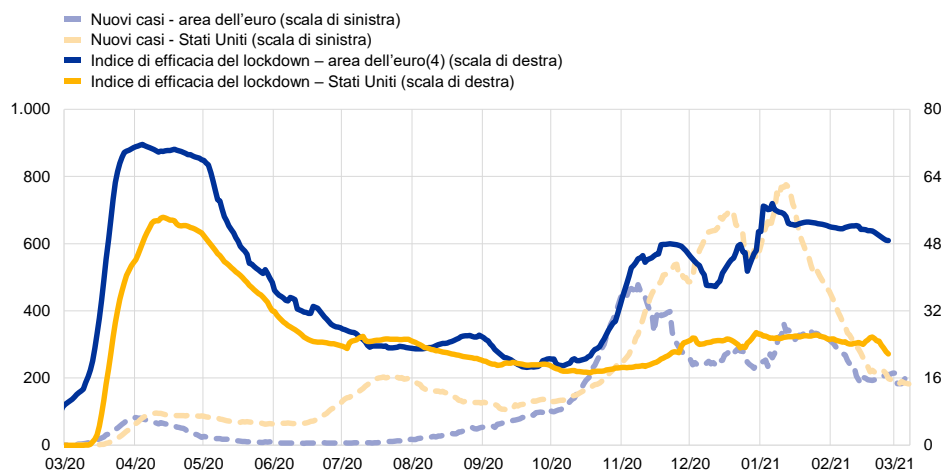
a cura di Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel e Matthias Mohr

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha profondamente colpito sia l'Europa sia gli Stati Uniti.** Nonostante la pandemia abbia raggiunto gli Stati Uniti più tardi rispetto all'area dell'euro e nonostante la densità della popolazione statunitense sia inferiore, il numero di nuovi casi di COVID-19 è stato generalmente più elevato negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, in particolare da metà novembre 2020 fino alla fine di febbraio 2021. Tale maggiore incidenza dei contagi negli Stati Uniti può riflettere l'efficacia delle misure di chiusura (lockdown) registrata dall'indice di efficacia del lockdown di Goldman Sachs (Goldman Sachs Effective Lockdown Index, ELI) (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. Nella misura in cui gli Stati Uniti sono stati soggetti a minori restrizioni rispetto all'area dell'euro, è probabile che anche la risposta a breve termine dell'economia alle misure di stimolo sia stata maggiore. In tale contesto, il presente riquadro confronta gli andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, concentrandosi sul 2020.

### Grafico A

L'epidemia di COVID-19 nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e l'efficacia delle misure di chiusura

(scala di sinistra: nuovi casi di contagio su 1 milione di persone, media mobile su sette giorni; scala di destra: indice di efficacia del lockdown)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Oxford Economics e Goldman Sachs

Note: l'indice di efficacia del lockdown di Goldman Sachs combina l'Oxford COVID-19 Government Stringency Index e i dati sulla mobilità di Google. Le ultime osservazioni si riferiscono al 7 marzo 2021 per i nuovi casi di COVID-19 e al 26 febbraio 2021 per l'indice di efficacia del lockdown. L'area dell'euro(4) si riferisce agli indici ponderati per le PPA per Germania, Francia, Italia e Spagna.

<sup>1</sup> Cfr. Aron, J. e Muellbauer, J., "The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's", VoxEU, 29 settembre 2020.

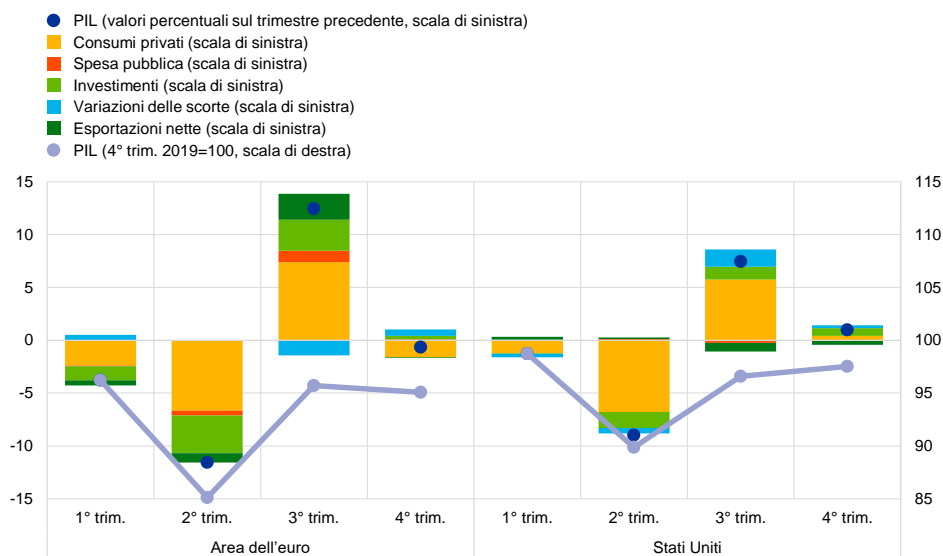
**Nel 2020 il PIL in termini reali è diminuito maggiormente nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, probabilmente in relazione a diversi fattori.**

Sebbene le chiusure più severe nell'area dell'euro siano state probabilmente un fattore importante alla base di questo maggiore calo del PIL, le differenze possono anche riguardare, tra l'altro, le diverse strutture economiche, il potenziale di crescita e le risposte politiche, nonché la tempistica delle ondate di pandemia. La perdita cumulata di attività nel quarto trimestre del 2020, rispetto ai livelli antecedenti la crisi, è stata pari al 4,9 per cento nell'area dell'euro e al 2,4 per cento negli Stati Uniti (cfr. il grafico B). In entrambe le aree, sulla base dei dati del 2019, circa i tre quarti del valore aggiunto reale erano collegati al settore dei servizi, duramente colpito, mentre solo il 15 e l'11 per cento, rispettivamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, derivavano dal settore manifatturiero. Tra le componenti della domanda, i consumi privati hanno contribuito al PIL in maniera simile nelle due aree durante tutto l'anno, nonostante sia stato offerto quasi il doppio del sostegno al reddito negli Stati Uniti (cfr. il grafico C). Ciò suggerisce che le politiche di minore ammontare ma più mirate nell'area dell'euro (ovvero i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro) potrebbero essere state efficaci nell'attenuare un calo dei consumi ancora maggiore. Nei primi due trimestri del 2020, le imprese dell'area dell'euro hanno rinviato i propri piani di investimento in misura maggiore rispetto alle imprese statunitensi e le società dell'area sono apparse più sensibili alla crescente incertezza, al calo della domanda e alla riduzione degli utili. Al contrario, nella seconda metà dell'anno, l'area dell'euro ha registrato una più solida ripresa cumulata degli investimenti. Nel primo semestre del 2020 le esportazioni dell'area dell'euro sono state maggiormente colpite a causa dell'esposizione dell'economia alla Cina e all'Europa orientale mentre, nello stesso periodo, gli Stati Uniti hanno risentito in modo maggiormente negativo della debole domanda estera da parte di Canada e America latina e successivamente dell'area dell'euro (e del resto dell'Europa). Nel complesso, i contributi dell'interscambio netto sono stati minori negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

## Grafico B

### Le componenti del PIL in termini reali e della spesa per l'area dell'euro e gli Stati Uniti nel 2020

(scala di sinistra: variazioni percentuali trimestrali, contributi in punti percentuali; scala di destra: 4° trim. 2019 = 100)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Eurostat e US Bureau of Economic Analysis.

### Nel 2020 la risposta discrezionale della politica di bilancio alla crisi legata al COVID-19 è stata molto significativa sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, anche se la risposta di questi ultimi è stata più forte (cfr. il grafico C).

Nell'area dell'euro, la risposta in materia di bilancio alla pandemia è consistita principalmente in sussidi e trasferimenti a imprese e famiglie, comprese le misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro<sup>2</sup>. Il sostegno alle famiglie e alle imprese è stato anche la principale determinante della politica di bilancio statunitense, in particolare attraverso trasferimenti diretti e sussidi di disoccupazione. La crescita della spesa pubblica è stata più elevata negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro e ha incluso un aumento maggiore delle spese sanitarie. Nel complesso, sebbene sia difficile ottenere dei raffronti coerenti di dati, si stima che la componente discrezionale della risposta in materia di bilancio alla pandemia sia stata circa il 4¼ per cento del PIL nell'area dell'euro e circa il 7¼ per cento del PIL negli Stati Uniti.

**Se si include l'impatto degli stabilizzatori automatici, nel 2020 l'impulso di bilancio complessivo nell'area dell'euro è prossimo all'impulso equivalente negli Stati Uniti.** Si ritiene che gli stabilizzatori automatici, approssimati come variazione della componente ciclica e di altri fattori, siano stati più consistenti nell'area

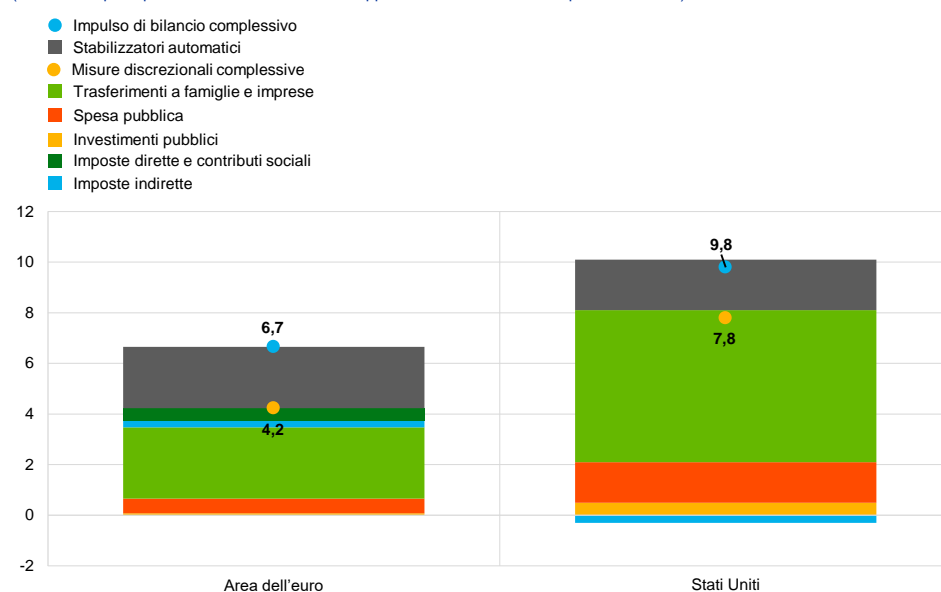
<sup>2</sup> Per una rassegna delle misure di sostegno nei paesi dell'area dell'euro, cfr. l'articolo *La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

dell'euro<sup>3</sup>. Insieme alle misure discrezionali, il loro impatto di bilancio è prossimo al 7 per cento del PIL nell'area dell'euro, rispetto a circa il 10 per cento del PIL negli Stati Uniti. Tale impulso di bilancio complessivo, o in generale il costo della pandemia nel saldo di bilancio, corrisponde alla variazione stimata del saldo primario tra il 2019 e il 2020. I limiti di tali raffronti sono dovuti alla mancanza di dati pienamente coerenti, alla tempistica delle previsioni e ai metodi di valutazione utilizzati, nonché all'indisponibilità dell'esecuzione finale del bilancio per il 2020.

### Grafico C

#### Impulso di bilancio in risposta alla pandemia nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020

(contributi in punti percentuali alle variazioni del rapporto tra il saldo di bilancio primario e il PIL)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, *Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro, marzo 2021*, stime degli esperti dell'Eurosistema per le misure discrezionali per l'area dell'euro e World Economic Outlook dell'FMI di ottobre 2020 per gli Stati Uniti.

Note: l'impulso di bilancio complessivo si riferisce a voci che influiscono sul saldo di bilancio, ovvero misure di bilancio discrezionali in risposta alla crisi legata al COVID-19 e stabilizzatori automatici (approssimati come la variazione della componente ciclica e di altri fattori). L'impulso di bilancio complessivo corrisponde sostanzialmente alla variazione del saldo primario delle amministrazioni pubbliche dal 2019 al 2020. Per l'area dell'euro, per coerenza tra i diversi paesi, alcune parti delle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro (in relazione a norme ordinarie) in Germania e in Belgio sono incluse fra le misure discrezionali.

**Un ulteriore sostegno di liquidità è stato fornito sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti.** I governi hanno fornito varie forme di sostegno di liquidità alle imprese, che nell'area dell'euro si sono concretizzate in garanzie per prestiti nell'ambito di una dotazione complessiva del 17 per cento del PIL combinato dei paesi membri (5,7 per cento negli Stati Uniti)<sup>4</sup>. Altre misure di sostegno di liquidità nell'area dell'euro

<sup>3</sup> Gli stabilizzatori automatici di bilancio sono quegli elementi, integrati nelle entrate e nelle spese pubbliche, che riducono le oscillazioni dell'attività economica senza che siano necessarie azioni discrezionali da parte delle amministrazioni pubbliche. Per maggiori dettagli sulle dimensioni e l'efficacia degli stabilizzatori automatici nei paesi dell'area dell'euro, compreso un raffronto con gli Stati Uniti, cfr. l'articolo *Gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro e la crisi del COVID-19* nel numero 6/2020 di questo Bollettino. Nella pratica, è difficile distinguere completamente tra stabilizzatori automatici e misure discrezionali. Alcune misure possono essere considerate stabilizzatori di bilancio quasi automatici, mentre altri fattori non discrezionali (come le entrate minori o quelle inattese) di solito non sono rilevati nella componente ciclica.

<sup>4</sup> Il grado di adozione di tali garanzie è stato piuttosto basso a livello di aggregato dell'area dell'euro.

hanno assunto la forma di programmi di differimento delle imposte di dimensione considerevole e di iniezioni di capitale.

**La reazione della politica monetaria è stata significativa ma più forte negli Stati Uniti che nell'area dell'euro.** In termini di reazione della politica monetaria, nonostante sia la BCE sia il Federal Reserve System degli Stati Uniti abbiano reagito con forza allo shock pandemico, il calo del tasso sui Federal Fund da 1,50-1,75 per cento a 0-0,25 per cento e il deprezzamento del dollaro USA hanno fornito un ulteriore stimolo negli Stati Uniti.

**Nell'area dell'euro, per effetto del notevole aumento dei lavoratori occupati interessati dalle misure finalizzate al mantenimento del posto di lavoro, il tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente invariato, mentre negli Stati Uniti i licenziamenti di natura temporanea hanno determinato un aumento del tasso di disoccupazione (cfr. il grafico D)<sup>5</sup>.** L'area dell'euro avrebbe registrato un calo molto maggiore dell'occupazione se tutti i soggetti interessati dalle misure finalizzate al mantenimento del posto di lavoro, come indicato dalle aree gialle degli istogrammi nel grafico D, fossero diventati disoccupati o inattivi. Tali regimi hanno impedito che la disoccupazione e l'inattività nell'area dell'euro aumentassero in modo paragonabile a quelle osservate negli Stati Uniti. Alla fine del quarto trimestre del 2020, l'occupazione nell'area dell'euro era inferiore dell'1,9 per cento rispetto al quarto trimestre 2019, mentre negli Stati Uniti era diminuita del 5,5 per cento nello stesso periodo, dato che il ricorso alle misure finalizzate al mantenimento del posto di lavoro nell'area dell'euro è ancora una volta aumentato a causa delle nuove misure di chiusura e la ripresa dell'occupazione negli Stati Uniti è rallentata<sup>6</sup>. Il ricorso alle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro nell'area dell'euro ha comportato un maggiore aggiustamento attraverso la media delle ore lavorate.

---

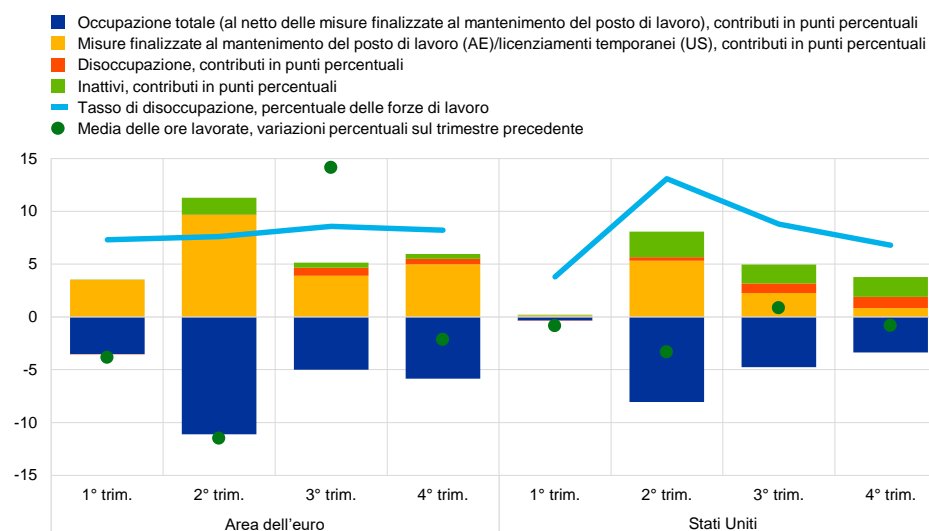
<sup>5</sup> Cfr. l'articolo *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

<sup>6</sup> Al netto dei licenziamenti temporanei, che forniscono un'approssimazione delle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro nell'area dell'euro, il tasso di disoccupazione statunitense scende al di sotto del 5 per cento nel corso del 2020.

## Grafico D

### Andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020

(contributi in punti percentuali alle variazioni percentuali trimestrali della popolazione in età lavorativa; percentuali delle forze di lavoro; variazioni percentuali trimestrali)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Eurostat e US Bureau Labor Statistics.

Note: per l'area dell'euro, le aree blu degli istogrammi non includono i lavoratori dipendenti interessati dalle misure finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro. Per gli Stati Uniti, le aree rosse degli istogrammi non includono i lavoratori temporaneamente disoccupati.

### Durante la pandemia, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono fortemente diminuiti i tassi dell'inflazione sia complessiva sia di fondo a causa del calo dei prezzi del petrolio e di una significativa diminuzione della domanda.

L'inflazione di fondo negli Stati Uniti è diminuita più rapidamente nella prima metà dell'anno per poi aumentare moderatamente in seguito, mentre nell'area dell'euro è diminuita moderatamente all'inizio e si è ulteriormente ridotta nella seconda metà dell'anno, in parte a causa della riduzione temporanea dell'IVA in Germania (cfr. il grafico E). Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, la diminuzione dell'inflazione di fondo è attribuita principalmente a voci che sono influenzate negativamente dal distanziamento sociale. Tra le voci maggiormente colpite figurano i servizi legati a viaggi/trasporti e l'abbigliamento e le calzature<sup>7</sup>. Mentre il contributo all'inflazione derivante da altri beni è stato positivo negli Stati Uniti, essi sono stati negativi nell'area dell'euro (cfr. il grafico E)<sup>8</sup>. Nel dar conto dell'impatto della riduzione dell'IVA in Germania, il calo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto di beni energetici e alimentari (HICPX) nell'area dell'euro, nella seconda metà del 2020, sarebbe stato meno pronunciato, ma sempre significativamente inferiore ai livelli antecedenti la pandemia<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Nell'area dell'euro, i viaggi internazionali rappresentano la maggior parte dell'impatto negativo sui prezzi derivante dai viaggi; cfr. il riquadro *Prezzi delle componenti relative ai viaggi durante la pandemia di COVID-19: potenziali analogie tra paesi e voci* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

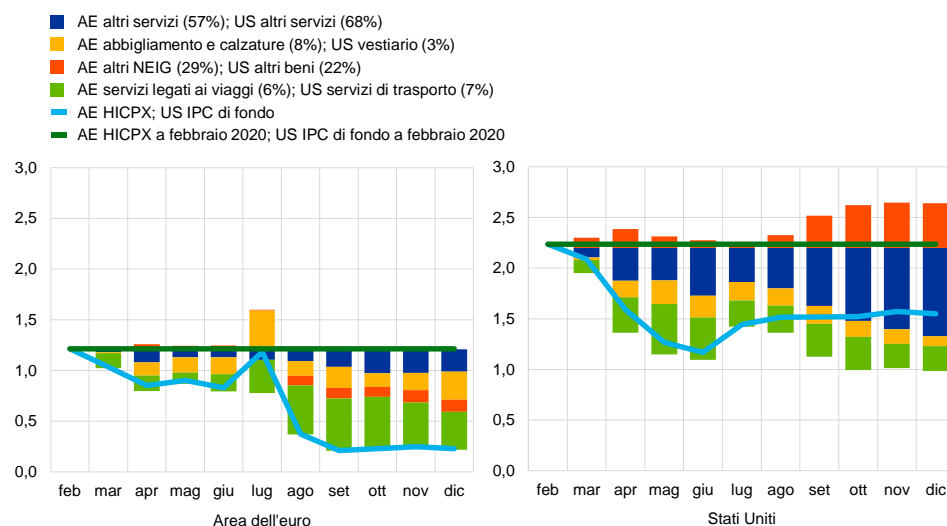
<sup>8</sup> Una parte delle differenze nei tassi di inflazione può potenzialmente essere spiegata attraverso le differenze nel peso delle voci all'interno del paniere. Tuttavia, è improbabile che le differenze nel peso spieghino appieno i diversi andamenti dall'inizio della pandemia: ad esempio, l'inflazione di altri beni industriali non energetici (NEIG) è diminuita in Europa (anche a causa della temporanea riduzione dell'IVA in Germania), mentre l'inflazione dei beni non di vestiario ha contribuito positivamente all'inflazione statunitense negli ultimi mesi. Per l'impatto delle variazioni dei pesi dello IAPC sull'inflazione dell'area dell'euro nel 2021, cfr. il riquadro 6 in questo numero del Bollettino.

<sup>9</sup> Cfr., ad esempio, il grafico 8 nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

## Grafico E

### Inflazione di fondo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020

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



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, Eurostat e US Bureau Labor Statistics.

Note: le quote del paniere sottostante sono riportate tra parentesi. Per l'area dell'euro, l'HICPX rappresenta lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari. Per gli Stati Uniti, l'inflazione IPC di fondo esclude i prezzi dei prodotti alimentari ed energetici. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2020.

**In conclusione, le più rigorose decisioni relative alla pandemia e, in una certa misura, il livello inferiore di sostegno di bilancio nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti possono aver contribuito ai diversi risultati economici.** L'inflazione è stata più contenuta nell'area dell'euro, anche a causa di fattori speciali come la riduzione temporanea dell'IVA in Germania. Le politiche dell'area dell'euro sembrano essere state più favorevoli all'occupazione, mentre negli Stati Uniti l'accento è stato posto su politiche dei redditi più ampie.



## 2 Lo stock di capitale nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia di COVID-19

a cura di Julien Le Roux

**Il presente riquadro esamina le dinamiche più recenti dello stock di capitale dell'area dell'euro e le sue principali determinanti.** Più in particolare, analizza il ruolo svolto dagli investimenti e dal deprezzamento e dismissione delle immobilizzazioni per spiegare gli andamenti dello stock di capitale. Esso mostra inoltre fino a che punto le evoluzioni recenti siano simili a quelle verificatesi durante la crisi finanziaria globale e la successiva crisi del debito sovrano dell'area dell'euro<sup>1</sup>. L'analisi si basa principalmente su stime trimestrali della Banca centrale europea (BCE) relative allo stock di capitale, basate su un modello di ottimizzazione vincolata che utilizza dati annuali di fonte Eurostat (diffusi con un ritardo di due anni) e tecniche di disaggregazione temporale<sup>2</sup>. Pertanto, soprattutto i dati più recenti e le analisi dovrebbero essere valutati con cautela e potrebbero essere oggetto di revisioni significative in futuro.

**Lo stock di capitale è un fattore centrale nell'analisi del lato dell'offerta.**

Pertanto, l'analisi delle variazioni dello stock di capitale assume rilevanza cruciale per stimare l'impatto sulla crescita potenziale durante la crisi causata dal coronavirus (COVID-19)<sup>3</sup>. Inoltre, il capitale per addetto, o intensità di capitale, è fondamentale anche per valutare le tendenze della produttività del lavoro. Di conseguenza è importante stimare l'evoluzione dello stock di capitale nel periodo più recente ai fini dell'analisi degli effetti a medio e lungo termine della crisi legata al COVID-19 sui fattori dal lato dell'offerta e sulla crescita potenziale.

**Si stima che la crescita dello stock di capitale in termini reali sia diminuita in misura modesta a seguito della crisi causata dal COVID-19.** Dopo un aumento costante dall'inizio del 2017, nel secondo e terzo trimestre del 2020 lo stock di capitale in termini reali dell'area dell'euro è salito dell'1,0 per cento, su base annuale, dopo aver registrato un aumento dell'1,1 per cento nel primo trimestre dello stesso anno (cfr. il grafico A). Tale relativa stabilità cela gli effetti che la crisi potrebbe produrre sul valore dello stock. La natura settoriale asimmetrica dello shock pandemico può

<sup>1</sup> Il presente riquadro si incentra sia sullo stock di capitale pubblico sia su quello privato. Tuttavia, la maggior parte dello stock di capitale e degli investimenti dell'area dell'euro sono costituiti da attività private (circa l'85 per cento, sia per gli investimenti che per lo stock di capitale).

<sup>2</sup> Cfr. Hofmeister, Z. e van der Helm, R., "Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area", *Statistics Paper Series*, n. 23, BCE, maggio 2017. La metodologia adottata si basa principalmente su una disaggregazione temporale dello stock di capitale annuale ottenuta utilizzando gli investimenti fissi lordi (Gross Fixed Capital Formation, GFCF) trimestrali come indicatori del profilo trimestrale. Si applica la disaggregazione temporale alle differenze prime dello stock di capitale annuale; lo stock di capitale trimestrale così ottenuto (che include le previsioni relative ai trimestri più recenti) viene successivamente riconciliato, al fine di assicurare un attivo bilanciato a livello di matrice settoriale. Per quanto riguarda i casi in cui i dati annuali relativi allo stock di capitale non sono disponibili a causa del ritardo di due anni nella pubblicazione, tali dati sono ricavati applicando il metodo dell'inventario permanente (Permanent Inventory Method, PIM) o utilizzando la cosiddetta "equazione di accumulazione di capitale". I coefficienti relativi agli ultimi anni, qualora non disponibili, sono estrapolati sulla base degli andamenti passati, del metodo dell'inventario permanente "inverso" o di informazioni elaborate dagli esperti.

<sup>3</sup> Cfr. l'articolo *L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro* nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

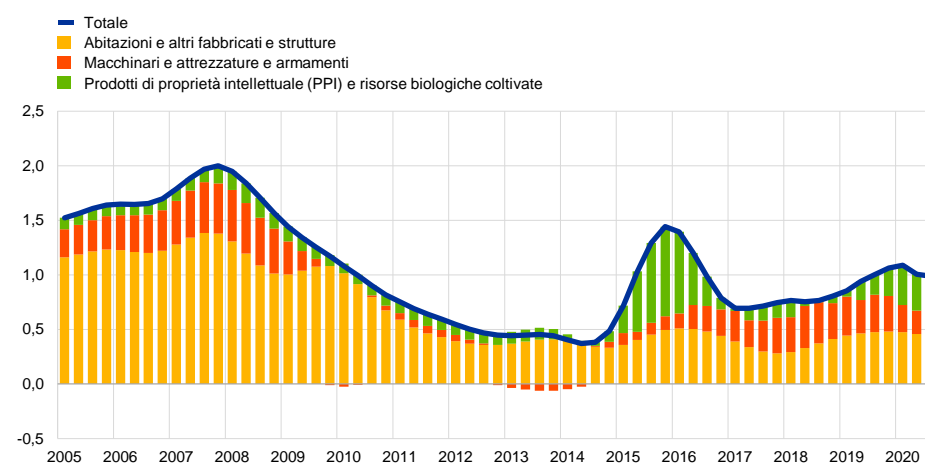
determinare perdite di valore significative dello stock di capitale a livello di singolo settore. Ad esempio, le compagnie aeree hanno già svalutato alcune poste dell'attivo<sup>4</sup>. Tale effetto legato alla svalutazione non risulta visibile, almeno nel breve periodo, se si osserva il volume dello stock di capitale. Inoltre, l'effetto modesto della crisi sullo stock di capitale cela un'ampia eterogeneità fra le varie tipologie di beni. A livello di attività, da un lato i macchinari e le attrezzature e dall'altro i prodotti della proprietà intellettuale (PPI) hanno contribuito in modo significativo al calo dello stock di capitale in termini reali. Per contro, il contributo a tale rallentamento delle abitazioni e degli altri edifici e strutture è stato più modesto (cfr. il grafico A).

## Grafico A

### Solidità della crescita dello stock di capitale fino a questo momento

#### Contributi delle varie tipologie di beni alla crescita dello stock di capitale in termini reali

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati Eurostat.

**Nel complesso, dall'inizio della pandemia la crescita dello stock di capitale in termini reali è rimasta relativamente stabile.** Esaminare i primi trimestri del 2020 e cercare di tracciare un raffronto con quanto accaduto durante le crisi del 2008 e del 2011 è un esercizio impegnativo. La crisi del COVID-19 non è ancora terminata e la sua natura è diversa da quella della grande crisi finanziaria e della crisi del debito sovrano, che erano entrambe crisi economiche scaturite da crisi finanziarie. La pandemia sta colpendo più pesantemente le attività legate ai servizi, mentre sono un po' meno interessati i settori a maggiore intensità di capitale, come quello manifatturiero. A seguito della crisi finanziaria globale, la crescita dello stock di capitale è gradualmente scesa da una media annua superiore all'1,5 per cento prima del 2008 a circa lo 0,4 per cento nel periodo dal 2011 al 2014 (cfr. il grafico A). La ripresa della crescita dello stock di capitale è cominciata solo all'inizio del 2014, trainata dal rimbalzo combinato delle attività relative a macchinari, attrezzature e PPI. Tuttavia, queste evoluzioni di medio e lungo termine non sono ancora visibili nel periodo successivo alla crisi generata dal COVID-19. Attualmente, come nel 2008 e nel 2011, la crescita del capitale nel settore dei macchinari e delle attrezzature è stata gravemente colpita dalla crisi legata al COVID-19 (cfr. il grafico B). Al contrario,

<sup>4</sup> Cfr. "All you need to know about aircraft values in 2021", International Bureau of Aviation, febbraio 2021.

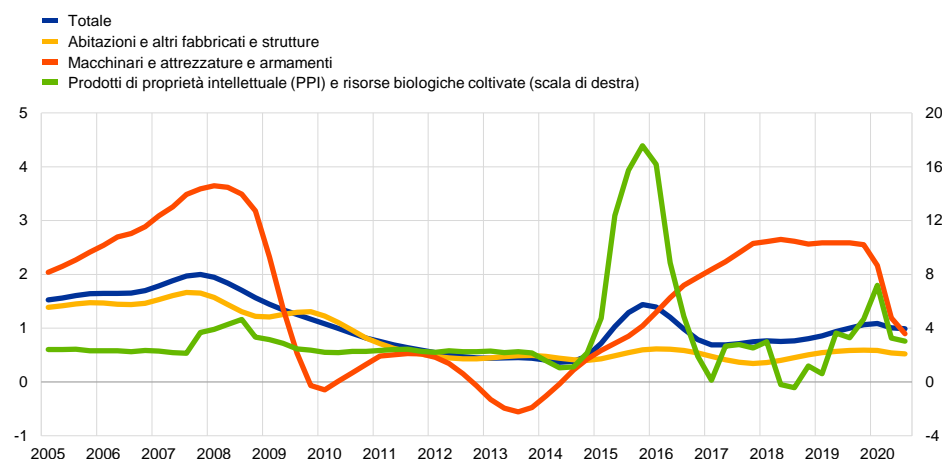
gli investimenti in abitazioni e altri fabbricati e strutture finora continuano a mostrare capacità di tenuta, così come nel 2008 e nel 2011. Tuttavia, in questi ambiti, la crisi del 2008 ha avuto effetti negativi nel lungo periodo. Infine, per quanto riguarda i PPI, i confronti con la grande crisi finanziaria sono resi più complicati dalla delocalizzazione, negli ultimi anni, dei proventi delle vendite e dei beni immateriali delle imprese multinazionali in alcuni paesi<sup>5</sup>. Dopo un'analisi di tre trimestri di crisi, la riduzione dello stock di capitale nel settore PPI è più evidente rispetto a quella registrata nel 2008 e nel 2011, tuttavia il punto di partenza della serie è più elevato (cfr. il grafico B).

## Grafico B

### Crescita totale dello stock di capitale ed eterogeneità della crescita in alcune attività

#### Crescita dello stock di capitale in termini reali per tipologia di bene

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati Eurostat.

**Il modesto calo della crescita dello stock di capitale è probabilmente il risultato di minori investimenti, parzialmente compensati da una lieve riduzione del tasso di deprezzamento<sup>6</sup>.** Nel primo semestre del 2020 gli investimenti fissi lordi sono diminuiti nell'area dell'euro, producendo un impatto negativo sullo stock di capitale. I dati iniziali disponibili, seppur provvisori, indicano che la diminuzione dei tassi di deprezzamento ha sostenuto l'andamento dello stock di capitale.

**Lo shock determinato dal COVID-19 ha inciso negativamente sullo stock di capitale dell'area dell'euro, soprattutto per effetto di una riduzione degli investimenti.** Nonostante le condizioni di finanziamento favorevoli, l'elevato livello di incertezza ha influito negativamente sulle decisioni di investimento, in particolare delle

<sup>5</sup> Negli ultimi anni alcune grandi multinazionali hanno trasferito in Irlanda le loro attività societarie, in particolare i PPI. Di conseguenza, le vendite (il prodotto) generate utilizzando la proprietà intellettuale hanno contribuito fortemente agli investimenti e allo stock di capitale irlandesi. Cfr. Khder, M. e Montornès, J., "The impact of multinationals' transfers on Irish GDP", *Eco Notepad*, n. 202, Banque de France, febbraio 2021.

<sup>6</sup> Le stime relative allo stock di capitale netto si basano di solito sul metodo dell'inventario permanente (PIM), che può essere approssimato dall'equazione di accumulazione del capitale che ricollega lo stock di capitale netto ( $NCS_t$ ) agli investimenti ( $GFCF_t$ ), ai tassi di deprezzamento e dismissione  $\delta_t$  e al tasso di rivalutazione  $\beta_t$ :  $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF_t$ . Per semplicità, nel presente riquadro il cosiddetto tasso di deprezzamento comprende sia le attività dismesse (o ritirate) sia il consumo di capitale fisso, che rappresenta l'usura del capitale necessario per la produzione.

imprese. Il calo della domanda interna e la riduzione dei margini societari hanno frenato la spesa per investimenti. Di conseguenza, su base annuale, gli investimenti fissi lordi complessivi sono diminuiti del 20 per cento nel secondo trimestre del 2020 e del 4,3 per cento nel terzo trimestre dello stesso anno. La pandemia ha frenato fortemente gli investimenti, mentre durante la crisi finanziaria globale il declino era stato più lento e meno pronunciato (cfr. il pannello a) del grafico C).

**Nonostante il minimo storico osservato nel primo semestre del 2020, la diminuzione del tasso di crescita degli investimenti non è stata marcata come previsto.** Le variazioni degli investimenti sono in genere superiori rispetto a quelle del valore aggiunto: si tratta di un fenomeno comunemente definito “effetto di accelerazione”. Tale effetto non è emerso durante la crisi causata dal COVID-19. Nei principali paesi dell’area dell’euro le variazioni degli investimenti nel 2020 sono state di entità paragonabile al valore aggiunto (cfr. il pannello b) del grafico C)<sup>7</sup>. Si possono fornire diverse motivazioni per spiegare la capacità di tenuta degli investimenti fissi lordi. All’inizio della pandemia le società non finanziarie presentavano, in generale, situazioni patrimoniali sane e quindi avevano possibilità di accesso al canale del credito. È anche probabile che il distanziamento sociale e il lavoro da remoto contribuiscano a una maggiore necessità di investimenti in tecnologia digitale. Inoltre, la necessità di riorganizzare le catene di approvvigionamento potrebbe aver portato all’individuazione di nuove opportunità di investimento. Tali fattori hanno contribuito alla capacità di tenuta della crescita dello stock di capitale.

---

<sup>7</sup> Cfr. *Economic outlook - February 2021*, Institut national de la statistique et des études économiques, Parigi, pagg. 30-31.

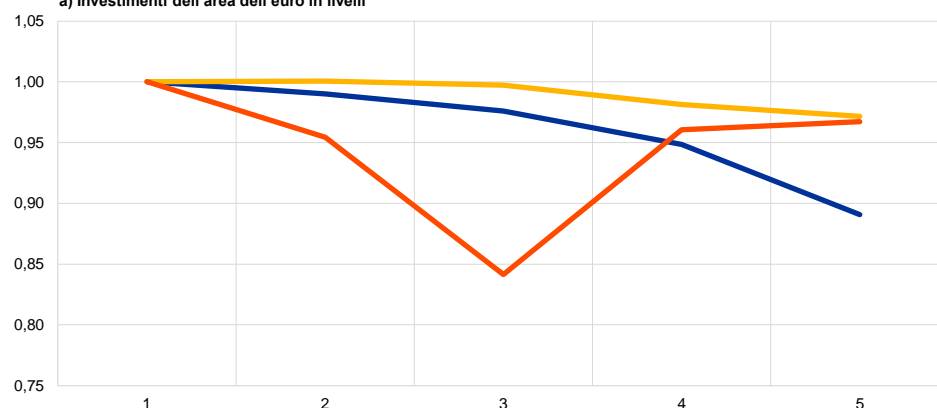
## Grafico C

### Il calo degli investimenti nell'area dell'euro: un confronto con le recessioni passate

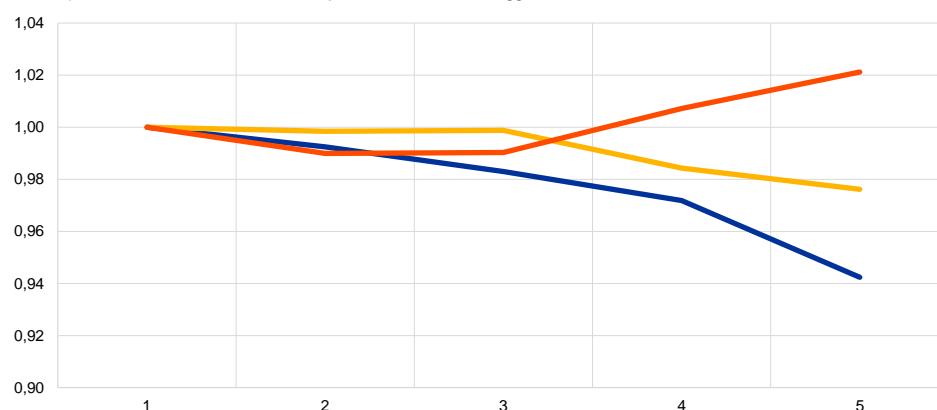
(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: punti percentuali)

■ 1° trim. 2008  
■ 2° trim. 2011  
■ 4° trim. 2019

a) Investimenti dell'area dell'euro in livelli



b) Investimenti dell'area dell'euro in percentuale del valore aggiunto



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra l'andamento degli investimenti fissi lordi complessivi nel corso di ciascuna recessione; il primo trimestre precedente la recessione è posto uguale a 1. Il trimestre che precede la recessione è riportato nella legenda. L'Irlanda è esclusa dal campione, data l'elevata volatilità degli investimenti in questo paese negli ultimi anni.

### La riduzione del tasso di deprezzamento ha compensato parzialmente il calo degli investimenti contribuendo alla tenuta dello stock di capitale.

In linea teorica, il deprezzamento e la dismissione del capitale potrebbero essere stati influenzati dalla pandemia in maniera differente. Da un lato, le liquidazioni societarie potrebbero comportare il ritiro di alcuni beni strumentali prima della fine della loro vita utile. Dall'altro, tuttavia, la durata di beni capitali esistenti che sono stati usati meno del solito potrebbe prolungarsi, ad esempio a causa dell'inutilizzo durante il lockdown. Si è inoltre affermato che il deprezzamento del capitale sarebbe prociclico e legato ai periodi di più elevato mantenimento del capitale nelle fasi di recessione<sup>8</sup>. Durante i primi tre trimestri del 2020, alcune evidenze indicano che l'effetto di una minore usura del capitale è risultato prevalente e ha portato a una diminuzione del deprezzamento dello stock di capitale. Dai dati relativi allo stock di capitale e agli investimenti è

<sup>8</sup> Cfr. Albonico, A., Pappa, E. e Sarantis, K., "Capital maintenance and depreciation over the business cycle", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 39, numero C, Elsevier, 2014, pagg. 273-286.

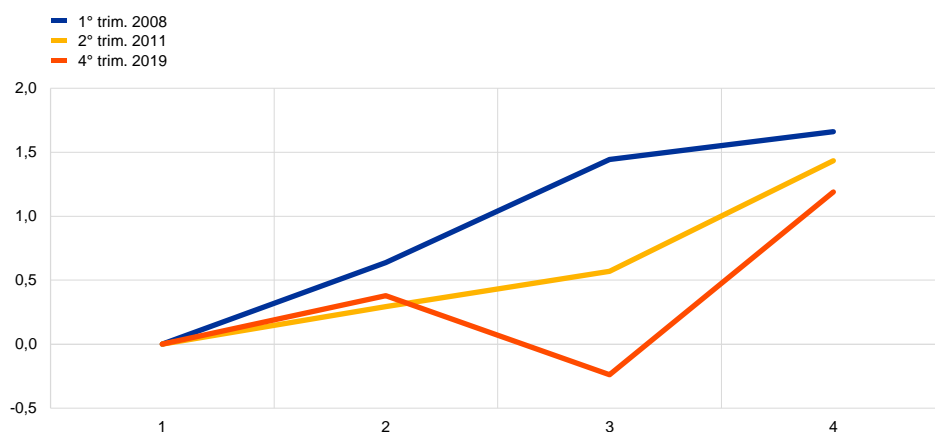
possibile ricavare una stima del tasso di deprezzamento che, seppure contraddistinto da incertezza, sembra essere diminuito nell'area dell'euro e nei suoi principali paesi nei primi trimestri del 2020. Inoltre, il consumo di capitale fisso, che tuttavia non rappresenta la dismissione del capitale<sup>9</sup>, ha registrato un rallentamento nel corso del 2020 (cfr. il grafico D); esso riflette il più basso utilizzo e la minore usura delle capacità produttive. Nel contempo, le misure vigenti, sotto forma di garanzie sui prestiti e di una parziale ripartizione dei costi salariali nell'ambito di regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, hanno probabilmente salvaguardato le imprese dalla liquidazione e hanno impedito il ritiro del capitale. Pertanto sembra che, almeno temporaneamente, il tasso di deprezzamento abbia anche contribuito a sostenere l'andamento dello stock di capitale.

### Grafico D

#### Il calo dei consumi di capitale fisso: un confronto con le recessioni passate

##### Consumo di capitale fisso per unità di valore aggiunto nei principali paesi dell'area dell'euro

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



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le variazioni cumulate del consumo di capitale fisso per unità di valore aggiunto; il primo trimestre precedente la recessione è posto uguale a 1. Il trimestre che precede la recessione è riportato nella legenda. A causa della volatilità di alcune serie o della mancanza di dati in alcuni paesi, il presente grafico rappresenta la variazione complessiva osservata in Germania, Francia, Italia e Spagna.

#### In prospettiva, gli effetti a lungo termine della crisi del COVID-19 sullo stock di capitale sono molto incerti, in particolare in un contesto caratterizzato da importanti cambiamenti strutturali.

Il ritardo di due anni nella diffusione delle statistiche ufficiali sullo stock di capitale rende difficile la valutazione delle variazioni recenti e di quelle ancora in corso. Da un lato, non si può escludere che la pandemia, nel lungo periodo, possa produrre effetti negativi permanenti sullo stock di capitale. Il venir meno delle misure di sostegno mirate potrebbe portare a un aumento dei fallimenti delle imprese e della dismissione di capitale, nonché a una minore crescita degli investimenti. D'altra parte, la pandemia potrebbe anche innescare, o accelerare, un cambiamento strutturale nell'economia. Lo strumento Next Generation EU, ad esempio, sosterrà ulteriormente le iniziative nazionali finalizzate a favorire gli investimenti. Anche altri fattori di lungo periodo potrebbero incidere in maniera significativa sullo stock di capitale. Ad esempio, il cambiamento climatico dovrebbe

<sup>9</sup> In media, per l'area dell'euro, il consumo di capitale fisso rappresenta la metà del deprezzamento del capitale, mentre il resto è costituito da capitale dismesso.

portare a un rinnovo dello stock di capitale. La recente indagine annuale sulle imprese condotta dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) rileva che due imprese dell'UE su tre hanno effettuato, o progettano di effettuare, investimenti per affrontare l'impatto degli eventi atmosferici e ridurre le emissioni di carbonio<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Cfr. ["EIB Group survey on investment and investment finance 2020"](#), Banca europea per gli investimenti, 1° dicembre 2020.

### 3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021

a cura di Daniel Gybas e Christian Lizarazo

**Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il settimo e ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2020.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato il periodo dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021 (il “periodo di riferimento”). Il 10 dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto alcuni aggiustamenti alla propria politica monetaria. Ha deciso di aumentare di 500 miliardi di euro la dotazione del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), portandola a una cifra complessiva pari a 1.850 miliardi di euro, nonché di estenderne l'orizzonte temporale di nove mesi, almeno fino alla fine di marzo 2022. In particolare, sono state offerte tre ulteriori operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e il periodo nel quale si applicheranno condizioni considerevolmente più favorevoli è stato esteso di dodici mesi, fino a giugno 2022. Per una rassegna esaustiva delle misure, cfr. [il numero 8/2020 di questo Bollettino](#).

**Il livello di liquidità di banca centrale nel sistema bancario ha continuato a crescere nel periodo di riferimento.** Ciò è riconducibile, in larga misura, agli acquisti effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del PEPP, oltre al regolamento della sesta operazione nell'ambito delle OMRLT-III e a una moderata diminuzione dei fattori autonomi netti.

#### Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, si è collocato a 2.026,3 miliardi di euro, con un calo di 18,2 miliardi nel periodo di riferimento.**

La diminuzione fino a livelli più bassi rispetto a quelli osservati nel corso del precedente periodo di riferimento, vale a dire durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento del 2020, è ascrivibile al calo pari a 20,1 miliardi di euro dei fattori autonomi netti, che si sono attestati a 1.881,5 miliardi, compensando il lieve aumento, pari a 1,8 miliardi, delle riserve obbligatorie minime, che si sono collocate a 144,8 miliardi (cfr. la sezione della Tavola A dal titolo “Altre informazioni basate sulla liquidità”).

**Il calo dei fattori autonomi netti è stato a sua volta determinato soprattutto dai minori depositi delle amministrazioni pubbliche, che hanno segnato una parziale inversione rispetto alla tendenza al rialzo osservata a partire da marzo 2020.** I depositi delle amministrazioni pubbliche sono diminuiti di 141,1 miliardi di euro (ossia del 19 per cento), attestandosi a 588,7 miliardi. Nel complesso, nonostante il calo rispetto ai massimi storici registrati a settembre 2020, i depositi delle amministrazioni pubbliche continuano a essere più del doppio del livello medio,



pari a 213,1 miliardi di euro, registrato gli anni precedenti (2020, 2019 e 2018) nel medesimo periodo, ossia dal 4 novembre fino al 26 gennaio. Questa crescita osservata tra marzo e settembre 2020, di straordinaria rapidità, è probabilmente riconducibile a cambiamenti intervenuti nella gestione della liquidità da parte dei governi dell'area dell'euro durante la crisi del coronavirus (COVID-19). Nondimeno, se da un lato il calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche nel periodo di riferimento potrebbe indicare l'avvio di un processo di normalizzazione, qualunque processo di questo tipo rimane comunque soggetto agli sviluppi della crisi pandemica. Tale calo dei depositi è stato in parte compensato dall'aumento pari a 31,8 miliardi di euro delle banconote in circolazione, che si attestano a 1.416,7 miliardi di euro, e da un incremento di altri fattori autonomi pari a 32,0 miliardi, che porta questi ultimi a 915,7 miliardi di euro. In totale, i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono scesi di 77,4 miliardi di euro, collocandosi a 2.921,0 miliardi. Ciò è stato parzialmente compensato da un calo di 57,2 miliardi di euro dei fattori autonomi di immissione di liquidità, che si sono attestati a 1.039,8 miliardi. Tale calo è riconducibile a minori attività nette denominate in euro. Nel complesso, l'impatto netto di assorbimento della liquidità dei fattori autonomi si è ridotto di 20,1 miliardi di euro e si è attestato a 1.881,5 miliardi. La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi appena illustrati e delle relative variazioni.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 22 luglio 2020 al 3 novembre 2020
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 4 novembre al 15 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 16 dicembre al 26 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	2.921,0	(-77,4)	2.966,1	(-56,7)	2.875,8	(-90,3)	2.998,3 (+149,0)
Banconote in circolazione	1.416,7	(+31,8)	1.403,9	(+14,8)	1.429,4	(+25,5)	1.384,9 (+27,3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	588,7	(-141,1)	647,0	(-101,9)	530,3	(-116,7)	729,7 (+146,7)
Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>	915,7	(+32,0)	915,2	(+30,4)	916,1	(+1,0)	883,7 (-25,1)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	2.850,3	(+287,6)	2.816,7	(+163,3)	2.883,9	(+67,2)	2.562,7 (+529,6)
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>2)</sup></b>	144,8	(+1,8)	144,0	(+0,4)	145,5	(+1,5)	142,9 (+2,6)
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	561,2	(+125,8)	535,4	(+74,7)	586,9	(+51,5)	435,4 (+104,8)
<b>Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento di liquidità</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Fonte: BCE

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

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

2) Le "riserve obbligatorie minime" sono dati per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e quindi non dovrebbero essere inclusi nel calcolo delle passività totali.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 22 luglio 2020 al 3 novembre 2020	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 4 novembre al 15 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 16 dicembre al 26 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>1.039,8</b>	<b>(-57,2)</b>	<b>1.092,9</b>	<b>(-3,1)</b>	<b>986,7</b>	<b>(-106,2)</b>	<b>1.097,0</b>	<b>(+41,6)</b>
Attività nette sull'estero	856,8	(-8,4)	865,1	(+0,7)	848,6	(-16,5)	865,2	(-42,1)
Attività nette denominate in euro	183,0	(-48,8)	227,8	(-3,8)	138,1	(-89,7)	231,8	(+83,7)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>5.437,7</b>	<b>(+395,1)</b>	<b>5.369,6</b>	<b>(+184,7)</b>	<b>5.505,8</b>	<b>(+136,2)</b>	<b>5.042,6</b>	<b>(+744,3)</b>
Operazioni di mercato aperto	5.437,7	(+395,1)	5.369,6	(+184,7)	5.505,8	(+136,2)	5.042,6	(+744,3)
Operazioni d'asta	1.773,9	(+125,9)	1.754,9	(+45,8)	1.792,9	(+38,0)	1.648,0	(+435,5)
ORP	0,4	(-0,9)	0,5	(-0,8)	0,3	(-0,2)	1,3	(+0,7)
ORLT a tre mesi	0,9	(-0,7)	0,9	(-0,3)	0,9	(-0,0)	1,6	(-0,6)
OMRLT-II	22,5	(-17,9)	29,3	(-4,7)	15,7	(-13,6)	40,4	(-242,4)
OMRLT-III	1.724,2	(+141,5)	1.699,0	(+49,8)	1.749,4	(+50,4)	1.582,7	(+890,8)
ORLT ponte	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-228,6)
ORLTEP	25,9	(+3,9)	25,3	(+1,8)	26,6	(+1,3)	22,1	(+15,7)
Portafogli definitivi	3.663,8	(+269,2)	3.614,7	(+138,9)	3.712,9	(+98,2)	3.394,6	(+308,8)
Primo programma di acquisto di obbligazioni garantite	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,2)
Secondo programma di acquisto di obbligazioni garantite	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,7	(-0,0)	2,8	(-0,1)
Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite	287,3	(+1,5)	286,8	(-0,0)	287,8	(+1,0)	285,8	(+3,5)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	28,6	(-4,5)	28,6	(-3,4)	28,6	(+0,0)	33,1	(-3,6)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	29,7	(+0,1)	29,9	(+0,6)	29,6	(-0,3)	29,6	(-1,2)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.337,1	(+53,9)	2.329,0	(+29,0)	2.345,2	(+16,2)	2.283,2	(+53,1)
Programma di acquisto di attività del settore societario	249,9	(+17,6)	247,9	(+9,7)	252,0	(+4,1)	232,3	(+15,3)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	727,9	(+200,6)	689,4	(+103,0)	766,5	(+77,1)	527,3	(+242,0)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE

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

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 22 luglio 2020 al 3 novembre 2020	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 4 novembre al 15 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 16 dicembre al 26 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup>	2.026,3	(-18,2)	2.017,5	(-53,2)	2.035,0	(+17,5)	2.044,5	(+109,8)
Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>	1.881,5	(-20,1)	1.873,5	(-53,6)	1.889,5	(+16,0)	1.901,6	(+107,3)
Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>	3.411,4	(+413,4)	3.352,1	(+238,0)	3.470,8	(+118,7)	2.998,0	(+634,5)

Fonte: BCE

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

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

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

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

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

## Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 4 novembre 2020 al 26 gennaio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 22 luglio 2020 al 3 novembre 2020	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento dal 4 novembre al 15 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 16 dicembre al 26 gennaio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
Eonia <sup>1)</sup>	-0,475	(-0,01)	-0,471	(-0,00)	-0,478	(-0,01)	-0,468	(-0,01)
€STR	-0,559	(-0,01)	-0,556	(+0,00)	-0,562	(-0,01)	-0,553	(-0,01)

Fonte: BCE

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

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

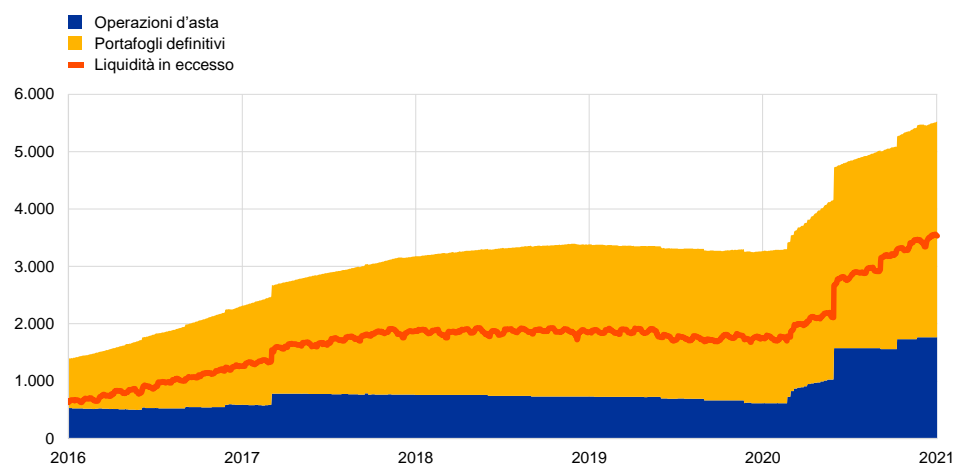
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 395,1 miliardi di euro e ha raggiunto i 5.437,7 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A).** Il 68 per cento circa di tale aumento è riconducibile agli acquisti netti attualmente in corso nell'ambito dei programmi di acquisto di attività, soprattutto del PEPP, mentre il restante 32 per cento deriva da operazioni di credito, in primo luogo l'aggiudicazione dell'OMRLT-III.6 del mese di dicembre.

## Grafico A

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

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 26 gennaio 2021.

**L'ammontare medio della liquidità immessa tramite operazioni di credito è aumentato di 125,9 miliardi di euro durante il periodo di riferimento, aumento che è attribuibile, in larga misura, al regolamento della sesta operazione del programma di OMRLT-III.** L'aumento medio di 141,5 miliardi di euro della liquidità fornita attraverso le operazioni del programma OMRLT-III è stato parzialmente compensato dalle scadenze e/o dai rimborsi volontari anticipati nel quadro del programma di OMRLT-II, che riflettono il passaggio delle controparti dal programma di OMRLT-II al programma di OMRLT-III. In media, le scadenze e i rimborsi nell'ambito del programma di OMRLT-II hanno totalizzato un importo pari a 17,9 miliardi di euro. Le ORLTEP hanno aggiunto ulteriori 3,9 miliardi di euro di liquidità. Le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e le ORLT a tre mesi continuano a svolgere un ruolo solo marginale, con il ricorso a entrambe le operazioni di rifinanziamento regolari che, rispetto al periodo di riferimento precedente, in media è sceso di 1,6 miliardi di euro, attestandosi a 1,3 miliardi di euro.

**Allo stesso tempo, i portafogli definitivi sono aumentati di 269,2 miliardi di euro, collocandosi a 3.663,8 miliardi, grazie agli acquisti netti nell'ambito del PAA e del PEPP.** L'ammontare delle attività detenute nell'ambito del PEPP è stato pari a 727,9 miliardi di euro e ha registrato un aumento di 200,6 miliardi di euro rispetto alla media del periodo di riferimento precedente. Fra tutti i programmi di acquisto di attività, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo di gran lunga maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), che hanno fatto registrare, rispettivamente, aumenti medi pari a 53,9 miliardi di euro (fino a 2.337,1 miliardi) e a 17,6 miliardi di euro (fino a 249,9 miliardi).

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è aumentata di 413,4 miliardi di euro, salendo a 3.411,4 miliardi (cfr. il grafico A).** I depositi in conto corrente delle banche eccedenti le riserve obbligatorie minime sono aumentati di 287,6 miliardi di euro, raggiungendo i 2.850,3 miliardi, mentre il ricorso ai depositi presso la banca centrale è aumentato in media di 125,8 miliardi di euro, fino a 561,2 miliardi. La parziale esenzione delle eccedenze di liquidità dal tasso di remunerazione negativo che nel sistema a due livelli viene applicato ai depositi presso la banca centrale riguarda solo i saldi detenuti nei conti correnti. Le banche sono pertanto incentivate a detenere riserve sul conto corrente anziché sui depositi presso la banca centrale fino al limite dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli. I saldi detenuti in eccesso rispetto all'ammontare esente vengono spesso lasciati nei depositi presso la banca centrale per motivi di convenienza operativa e/o di trattamento prudenziale.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel periodo di riferimento l'€STR è rimasto, in media, sostanzialmente invariato rispetto al periodo di riferimento precedente.** L'€STR si è collocato in media a -55,9 punti base, contro la media di -55,3 punti base del periodo di riferimento precedente. A partire da ottobre 2019 l'Eonia viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Si è pertanto mosso, e continuerà a muoversi, in parallelo con l'€STR. I tassi di riferimento della BCE (quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principale e alle operazioni di rifinanziamento marginale) sono stati mantenuti invariati durante il periodo di riferimento.

## L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19

a cura di Niccolò Battistini e Grigor Stoevsky

**Nel 2020 le misure adottate per contenere la pandemia di coronavirus (COVID-19) hanno avuto un impatto diversificato sull'attività economica dei vari settori e paesi dell'area dell'euro.** Il divieto di tenere eventi pubblici, i rigidi provvedimenti di chiusura (lockdown) e le restrizioni applicate a numerose attività nella primavera del 2020 hanno avuto un effetto drammatico sull'economia, determinando nel primo semestre dell'anno un calo del PIL dell'area dell'euro pari al 15 per cento. Da allora, sia le autorità pubbliche sia le famiglie e le imprese hanno imparato a rispondere nel migliore dei modi a misure di contenimento più mirate, al fine di attenuarne l'impatto economico. Persiste, tuttavia, una notevole incertezza in merito all'evoluzione della pandemia, alle misure di contenimento e agli effetti economici che ne derivano. In questo contesto, il presente riquadro indaga l'eterogeneità dell'impatto economico delle misure di contenimento del COVID-19 tra i vari settori e tra i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, studiandone inoltre l'evoluzione nel corso del tempo<sup>1</sup>.

**In tutti i paesi dell'area dell'euro presi in considerazione le attività che richiedono interazione sociale sono state le più colpite.** La struttura economica specifica per paese (composizione settoriale e grado di apertura), le misure di contenimento (composizione locale e intersettoriale delle politiche) le risposte di politica economica e gli aspetti istituzionali hanno tuttavia contribuito a una significativa eterogeneità nelle perdite economiche osservate nel 2020 nei vari paesi (cfr. il grafico A)<sup>2</sup>. In confronto all'intera area dell'euro, la Germania e i Paesi Bassi hanno riportato perdite economiche complessive inferiori, in quanto i servizi ricreativi, che hanno subito un impatto inferiore in entrambi i paesi, in Germania rappresentano una percentuale minore del valore aggiunto lordo (VAL) totale e valutato in termini reali (20 per cento nel 2019, in confronto al 22,5 per cento dell'intera area dell'euro)<sup>3</sup>. In Spagna e in Italia si sono registrate diminuzioni più pronunciate dell'attività, mentre la situazione in Francia è stata sostanzialmente in linea con l'aggregato dell'area

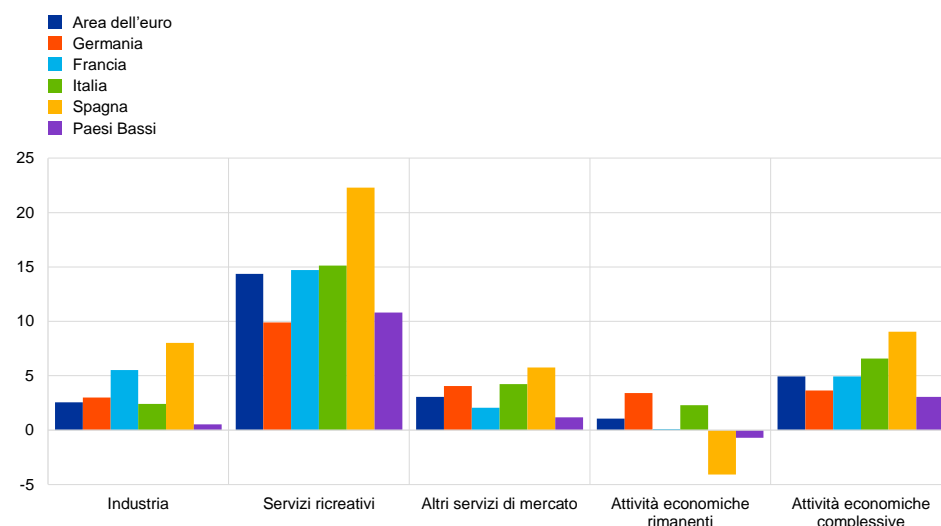
- 
- <sup>1</sup> I settori oggetto della presente analisi comprendono tutte le attività economiche, in particolare: agricoltura (classificazione NACE Rev.2: A); altre attività industriali (B, D ed E); attività manifatturiere (C); costruzioni (F); commercio, trasporto e servizi di alloggio e ristorazione (G, H e I); servizi di informazione e comunicazione (J); attività finanziarie e assicurative (K); attività immobiliari (L); attività professionali, scientifiche e tecniche (M e N); amministrazione pubblica, istruzione e sanità (O, P e Q) e attività artistiche, di intrattenimento e divertimento e altre attività di servizi, di famiglie e di organizzazioni (R, S T e U).
- <sup>2</sup> Per una panoramica delle differenze delle misure di bilancio discrezionali legate al COVID-19 tra i vari paesi, 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. Per un'analisi dell'impatto degli aspetti istituzionali sull'efficacia delle misure di contenimento tra i vari paesi, cfr. *Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic*, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, di prossima pubblicazione.
- <sup>3</sup> Le minori perdite economiche osservate per i servizi ricreativi in Germania e nei Paesi Bassi sono dovute, tra gli altri fattori, agli effetti negativi più lievi derivanti dalle turbolenze nel turismo internazionale registrati in questi due paesi in confronto ad altri grandi paesi dell'area dell'euro. Cfr. il riquadro [Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus \(COVID-19\)](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino e 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.

dell'euro. Tuttavia, poiché le perdite relativamente elevate osservate in Italia erano in parte condizionate anche dagli andamenti della domanda estera, l'impatto negativo diretto delle restrizioni è stato in generale comparabile alla media dell'area dell'euro (come mostrato di seguito).

## Grafico A

### Perdite economiche per settore nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro

(Perdite nel VAL in termini reali nel 4° trim. del 2020, in percentuale del livello del VAL nel 4° trim. del 2019)



Fonti: Eurostat, Hale, T. et al., (cfr. la nota 4 a piè di pagina), elaborazioni dell'Eurosistema e della BCE.

Nota: la voce "Industria" comprende i settori B, C, D, E ed F della classificazione NACE Rev. 2; la voce "Servizi ricreativi" comprende i settori G, H, I, R, S, T e U; la voce "Altri servizi di mercato" comprende i settori J, K, L, M e N; la voce "Attività economiche rimanenti" comprende i settori A, O, P e Q; la voce "Attività economiche complessive" si riferisce al PIL in termini reali.

### Si utilizza un modello autoregressivo vettoriale (VAR) per settori, al fine di quantificare gli effetti diretti delle misure di contenimento.

Si applica un approccio econometrico formale ai dati settoriali dell'area dell'euro e dei suoi cinque maggiori paesi membri. Il modello econometrico confronta l'attività settoriale, misurata dal VAL in termini reali, con una variabile che approssima la severità delle misure di contenimento a livello nazionale, cioè l'indice di rigore di Oxford (Oxford Stringency Index, OSI), che permette di mettere a confronto i vari paesi<sup>4</sup>. Al fine di controllare le diverse strutture economiche dell'area dell'euro in termini sia di reti produttive sia di gradi di apertura, il modello mette anche in relazione l'attività del settore con una misura della domanda estera specifica per paese<sup>5</sup>. Ciò consente di individuare l'impatto diretto specifico per settore delle misure nazionali di contenimento,

<sup>4</sup> Cfr. Hale, T., Angrist, N., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Kira, B., Majumdar, S., Petherick, A., Phillips, T., Tatlow, H. e Webster, S., "Oxford COVID-19 Government Response Tracker", *Blavatnik School of Government*, 2020. L'OSI aggregato dell'area dell'euro è una media ponderata (con pesi relativi al PIL del 2019) dell'OSI di 18 paesi dell'area dell'euro (i dati per Malta non sono disponibili). Ogni OSI nazionale è un indice composito che sintetizza le varie misure di contenimento e di chiusura adottate, quali chiusure delle scuole e limitazioni alla circolazione. L'OSI è disponibile esclusivamente a livello nazionale e non tiene conto delle differenze nelle restrizioni adottate dalle varie regioni di uno stesso paese.

<sup>5</sup> La domanda estera specifica per paese è calcolata sulla base di una media ponderata dei volumi delle importazioni dei partner commerciali e rappresenta una misura utilizzata nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Cfr. il riquadro "Contesto internazionale", nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2021, A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, luglio 2016, e Hubrich, K. e Karlsson, T., "Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises: an overview", *Occasional Paper Series*, n. 108, BCE, marzo 2010.

controllando al contempo gli effetti di fattori esterni, quali le interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali, che dipendono da quanto i diversi settori siano orientati alle esportazioni.

**Il modello tiene conto della possibilità che nel corso del tempo ci siano delle variazioni nell'impatto economico delle misure di contenimento del COVID-19.**

Tali variazioni derivano da un processo di apprendimento sia delle autorità pubbliche, che adeguano la composizione delle misure a livello regionale e settoriale, sia delle famiglie e delle imprese, che si adattano al fine di ridurre al minimo le perdite economiche. Il presente riquadro fornisce dei risultati basati sulle elasticità settoriali stimate (sia costanti sia variabili nel tempo) che consentono di accertare la reattività dell'intera economia (PIL in termini reali) rispetto all'intensità delle misure di contenimento<sup>6</sup>. L'andamento delle elasticità variabili nel tempo riflette sia il processo di apprendimento progressivo degli operatori economici, sia la persistenza degli effetti negativi di lungo periodo delle restrizioni che vi si contrappongono<sup>7</sup>.

**Mentre le misure di contenimento hanno avuto un forte impatto sui servizi ricreativi, la contrazione nel settore manifatturiero è stata determinata per la maggior parte da fattori esterni.**

I servizi ricreativi, inclusi commercio, trasporti, servizi di alloggio e ristorazione, attività artistiche, di intrattenimento e divertimento, presentano le più elevate elasticità (in valore assoluto) alle variazioni dell'OSI, perché sono stati i settori maggiormente colpiti dalle misure di contenimento (cfr. il grafico B). Sebbene i lockdown iniziali abbiano interessato anche le strutture produttive, l'impatto medio delle restrizioni nel 2020 è stato relativamente lieve per il settore manifatturiero, la cui attività è determinata in una misura relativamente ampia dagli andamenti della domanda estera. Di fatto, l'elevata elasticità del settore manifatturiero rispetto alla domanda estera (non mostrata) ne riflette l'alto grado di apertura al commercio internazionale. Ciò suggerisce il costo aggiuntivo causato dalle interruzioni delle catene mondiali di approvvigionamento durante le prime fasi della pandemia e spiega la forte ripresa del settore nelle fasi successive, in quanto il commercio internazionale ha recuperato nel secondo semestre del 2020. Infine, l'agricoltura presenta

<sup>6</sup> I risultati per il PIL in termini reali derivano dall'aggregazione dei risultati per ciascun settore ponderati per la quota rispettiva del VAL reale sul totale misurata nel quarto trimestre del 2019.

<sup>7</sup> La stima è basata su dati del VAL in termini reali specifici per settore e paese e riferiti al periodo dal primo trimestre del 1995 al quarto trimestre del 2020. Formalmente, il modello VAR intersettoriale, stimato separatamente per ogni paese, può essere rappresentato come segue:

$$Y_t = A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t$$
$$C_t = C_{t-1} + e_t$$

dove  $\Delta$  si riferisce all'operatore differenza prima e  $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$  indica il vettore dei tassi di crescita su base trimestrale del VAL settoriale in termini reali nel trimestre  $t$ . Il vettore degli errori  $u_t$  cattura gli effetti economici aggregati residuali che stanno influenzando l'attività economica settoriale senza essere direttamente collegati alle misure di contenimento o alla domanda estera. Inoltre,  $A$  è un vettore di parametri costanti che si riferiscono al tasso di crescita medio del VAL in termini reali specifico per ciascun settore,  $B$  è una matrice di parametri autoregressivi che danno conto delle dinamiche intra- e inter-settoriali e  $C_t$ , che misura l'impatto economico delle restrizioni, è il vettore delle elasticità, costanti o variabili nel tempo e specifiche per settore, rispetto alle differenze prime di  $s_t$ . L'andamento delle elasticità riflette anche gli effetti di apprendimento. Le variabili  $s_t$  rappresentano il rigore delle misure di contenimento, approssimato come l'OSI medio nel trimestre  $t$ . Utilizzare il modello per il periodo di previsione richiede delle ipotesi sui valori futuri dell'OSI e sulle elasticità variabili nel tempo. Dopo aver ottenuto stime delle elasticità costanti con tecniche standard, si impiega il filtro di Kalman per stimarne la variabilità nel tempo, che si presume avvenga mediante un modello random walk. L'ipotesi che i coefficienti seguano un processo stocastico random walk è comune nella letteratura macroeconomica. Cfr., tra gli altri, il contributo fondamentale di King, R., Plosser, C., Stock, J. e Watson, M., "Stochastic Trends and Economic Fluctuations," *American Economic Review*, vol. 81, n. 4, 1991, pagg. 819-840.

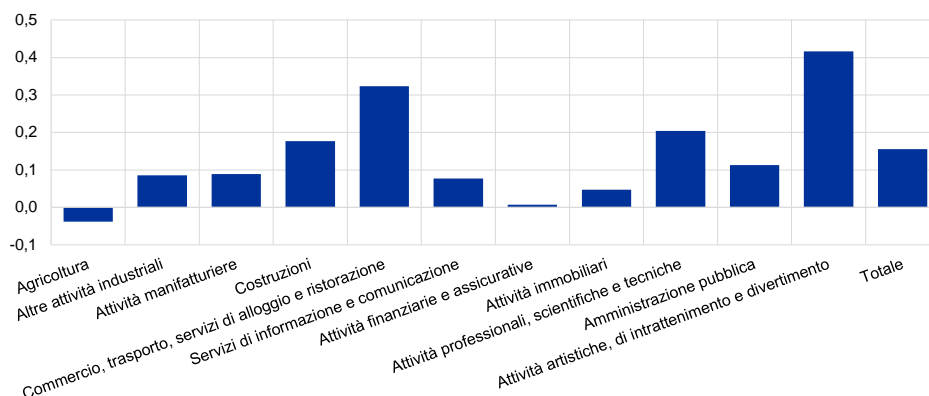


un'elasticità negativa e sembra di fatto aver beneficiato delle restrizioni in misura media, forse a causa delle scarse interazioni sociali necessarie nel processo produttivo agricolo, e appare sostenuta da una domanda vigorosa.

## Grafico B

### Elasticità settoriali alla severità delle misure di contenimento nell'area dell'euro

(impatto di una diminuzione dell'indice di rigore di Oxford (Oxford Stringency Index, OSI) pari a 1 punto sulla crescita trimestrale del valore aggiunto lordo (VAL) in termini reali, punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Hale, T. et al., op. cit., elaborazioni dell'Eurosistema, di O\*NET e della BCE.

Note: le elasticità per settore riportate sono stimate con il modello VAR intersettoriale a parametri costanti. La voce "Totale" indica il PIL in termini reali.

### Le misure di contenimento hanno avuto effetti particolarmente negativi sui settori caratterizzati da mansioni non telelavorabili, ad alta intensità di contatti.

Mentre l'eterogeneità dell'impatto diretto delle restrizioni potrebbe riflettere quella delle caratteristiche specifiche per settore, evidenze recenti suggeriscono che le misure di distanziamento sociale hanno avuto maggiori ripercussioni sui settori che offrono meno opportunità di lavorare da remoto (cioè con occupazioni non telelavorabili). Fra i vari settori sono state colpite in particolare le attività che comportano con maggiore frequenza lavoro di squadra in presenza o un'interazione diretta con i clienti (cioè occupazioni ad alta intensità di contatti)<sup>8</sup>. Ciò è confermato dalla correlazione positiva tra le elasticità settoriali stimate e un indice delle occupazioni non telelavorabili (punti blu nel grafico C), esclusa l'agricoltura, e dalla correlazione positiva tra le stesse elasticità e un indice delle occupazioni non telelavorabili ad alta intensità di contatti (punti gialli nel grafico C), inclusa l'agricoltura<sup>9</sup>.

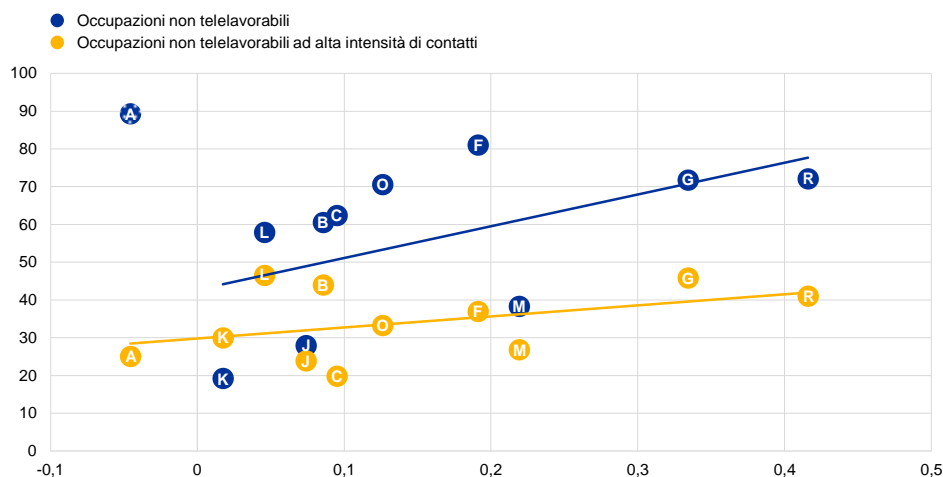
<sup>8</sup> Cfr. Dingel, J. e Neiman, B., "How Many Jobs Can be Done at Home?", *Discussion Papers*, n. 14584, Centre for Economic Policy Research, aprile 2020; e Koren, M. e Pető, R., "Business disruptions from social distancing", *PLoS ONE*, settembre 2020.

<sup>9</sup> L'attività lavorativa nel settore agricolo non è telelavorabile, ma non è ad alta intensità di contatti, quindi è considerata come anomalia per la prima correlazione.

## Grafico C

### Correlazione delle elasticità settoriali con i tipi di occupazioni nell'area dell'euro

(asse delle ascisse: elasticità settoriali, punti percentuali; asse delle ordinate: quota di lavoratori con occupazioni non telelavorabili o ad alta intensità di contatti e non telelavorabili, valori percentuali)



Fonti: Eurostat, Hale, T. et al., op. cit., elaborazioni dell'Eurosistema, di O\*NET e della BCE.

Note: le elasticità per settore riportate sono stimate con il modello VAR intersettoriale a parametri costanti. Le etichette con una lettera si riferiscono ai seguenti settori: agricoltura (A); altre attività industriali (B); attività manifatturiere (C); costruzioni (F); commercio, trasporto e servizi di alloggio e ristorazione (G); servizi di informazione e comunicazione (J); attività finanziarie e assicurative (K); attività immobiliari (L); attività professionali, scientifiche e tecniche (M); amministrazione pubblica (O) e attività artistiche, di intrattenimento e divertimento (R). I dati disaggregati sulle occupazioni si basano sulle banche dati di O\*NET (cfr. O\*NET OnLine, National Center for O\*NET Development, 2020). L'indice delle occupazioni non telelavorabili è calcolato sottraendo al valore 100 l'indice delle occupazioni telelavorabili in Dingel, J. e Neiman, B., op. cit. L'indice delle occupazioni non telelavorabili ad alta intensità di contatti è calcolato da Koren, M. e Pető, R., op. cit., combinando un indice delle occupazioni non telelavorabili con un indice composto del lavoro di squadra in presenza, interazioni con i clienti, presenze e comunicazioni di persona. Tali dati vengono aggregati negli 11 settori con ponderazioni basate sul valore aggiunto per i settori a due cifre della classificazione NACE Rev. 2 tratti dai dati per l'area dell'euro del World Input-Output Database, 2014. La linea continua blu corrisponde alla relazione tra le elasticità settoriali e le occupazioni non telelavorabili per tutti i settori esclusa l'agricoltura. La linea continua gialla corrisponde alla relazione tra le elasticità settoriali e le occupazioni non telelavorabili ad alta intensità di contatti per tutti i settori.

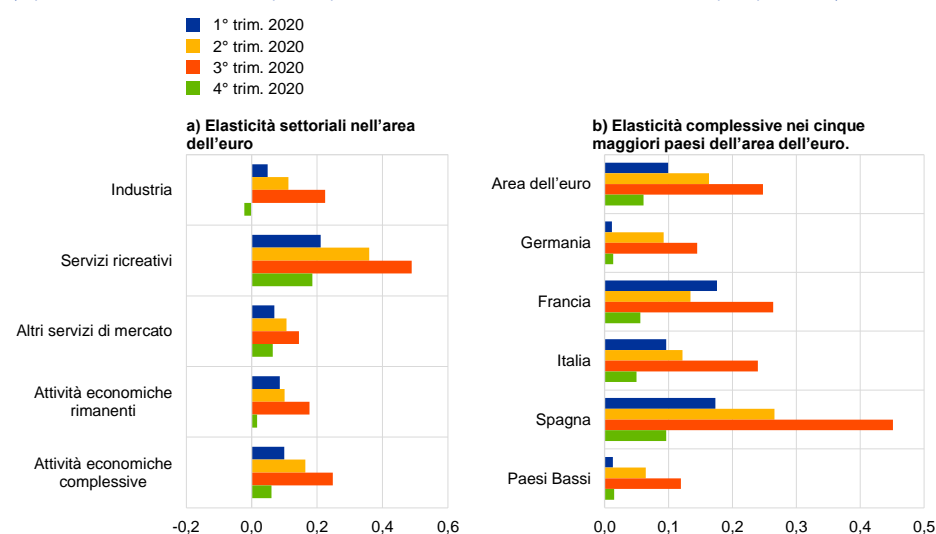
**L'impatto delle misure di contenimento ha mostrato differenze in base al paese e ha subito variazioni nel tempo, in quanto gli operatori economici hanno appreso come gestire le restrizioni.** La stima delle elasticità variabili nel tempo rileva tale variazione (cfr. il grafico D). A causa della rapida diffusione della pandemia, tali effetti di apprendimento hanno avuto un impatto lieve nel primo semestre dell'anno, come indica il forte aumento nella sensibilità dell'attività in un contesto caratterizzato da restrizioni severe. Ciò si è verificato nella maggior parte dei settori (cfr. il pannello a) del grafico D), soprattutto in quelli dei servizi ricreativi e dell'industria (incluse attività manifatturiere, costruzioni e altre attività industriali), e nella maggior parte dei paesi (cfr. il pannello b) del grafico D), soprattutto in Spagna. Al contrario, tali effetti di apprendimento hanno avuto un impatto significativo nel secondo semestre dell'anno. Nel terzo trimestre, le elasticità sono aumentate notevolmente mentre le restrizioni sono state allentate, consentendo una forte ripresa dell'attività. Il processo di apprendimento si è ulteriormente rafforzato nel quarto trimestre, infatti le elasticità sono diminuite bruscamente quando le misure sono state nuovamente inasprite e ciò ha attenuato la contrazione economica. Tale effetto è stato relativamente forte nel settore dell'industria, in Germania e nei Paesi Bassi. Ci sono chiare evidenze dell'evoluzione temporale del processo di apprendimento, ma il modello non spiega se il fattore determinante sia rappresentato dalle misure di contenimento più mirate (o localizzate) adottate dalle autorità o dal miglioramento

delle reazioni di famiglie e imprese<sup>10</sup>. Nel complesso, a fronte di livelli di contenimento ampiamente confrontabili, le minori perdite osservate in Germania e nei Paesi Bassi hanno implicato stime di elasticità relativamente basse, mentre le maggiori perdite in Spagna si sono tradotte in elasticità maggiori. I risultati suggeriscono altresì che gli effetti negativi del contenimento osservati in Francia e in Italia nel 2020 in media sono state sostanzialmente paragonabili all'impatto stimato per l'intera area dell'euro.

## Grafico D

### Andamento nel tempo delle elasticità stimate nell'area dell'euro

(impatto di una diminuzione dell'OSI pari a 1 punto sulla crescita trimestrale del VAL in termini reali, punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Hale, T. et al., op. cit. Elaborazioni dell'Eurosistema e della BCE.  
Nota: la voce "Attività economiche complessive" si riferisce al PIL in termini reali.

### Si prevede che nella prima metà del 2021 la ripresa nei vari settori resti eterogenea, modificando la composizione dell'attività economica.

Il modello VAR intersettoriale può essere impiegato per scomporre il profilo di crescita del PIL in termini reali incluso nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo del 2021 negli andamenti del VAL per ciascun settore (cfr. il grafico E). Tali previsioni riflettono le interazioni storiche tra i settori e le elasticità stimate, la domanda estera ipotizzata e le restrizioni dovute alla pandemia, oltre che l'impatto presunto delle misure di contenimento in futuro. In base a tali risultati, i servizi ricreativi subiranno le conseguenze peggiori della pandemia nel breve periodo, raggiungendo a metà del 2021 livelli inferiori del 10 per cento circa rispetto a quelli antecedenti la crisi. Si prevede che gli altri servizi di mercato (non ricreativi) permangano a livelli inferiori del 4 per cento circa rispetto a quelli precedenti la pandemia. Per contro, secondo le proiezioni, il settore industriale continuerà a mostrare un buon andamento nella fase attuale della pandemia e nel secondo trimestre del 2021 avrà superato dell'1 per cento circa il livello registrato nel quarto trimestre del 2019. Nel complesso tali risultati meccanici basati sui modelli indicano il perdurare di un processo di riallocazione delle attività che fanno parte dei servizi di

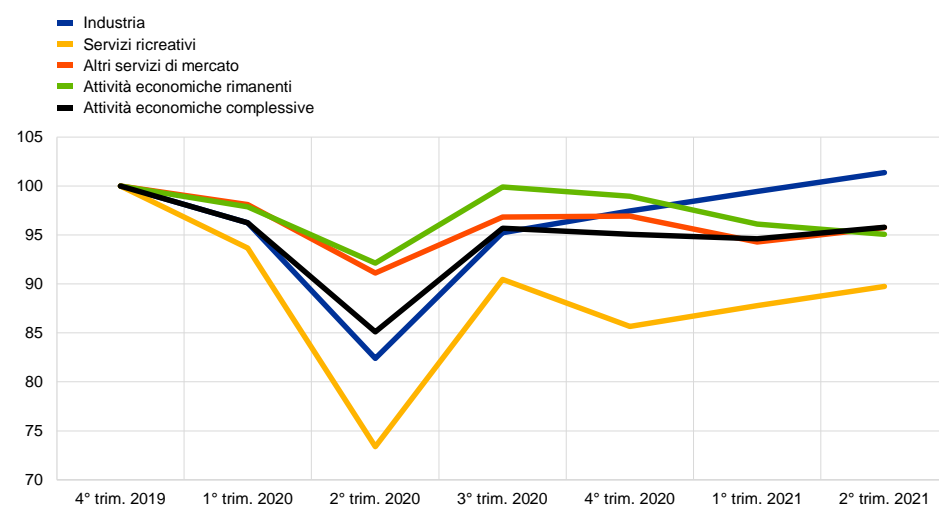
<sup>10</sup> Per reazioni si intendono le iniziative intraprese al fine di minimizzare l'interruzione dell'attività, causata, tra le altre cose, dal distanziamento sociale volontario a fronte dell'aumento dei contagi e dai ritardi nelle vaccinazioni. Cfr. anche il capitolo 2 del *World Economic Outlook*, Fondo monetario internazionale, ottobre 2020.

mercato, con uno spostamento dai settori ad alta intensità di contatto verso quelli che subiscono in misura minore gli effetti del distanziamento sociale e delle misure di contenimento.

### Grafico E

#### Scomposizione per settori del PIL in termini reali dell'area dell'euro

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



Fonti: Eurostat, Hale, T et al., op. cit., elaborazioni dell'Eurosistema e della BCE.

Nota: gli andamenti per settore desunti dal modello si basano sulle proiezioni formulate a marzo del 2021 e relative al PIL in termini reali e alla domanda estera nel primo e secondo trimestre del 2021.

**In sintesi, le misure di contenimento della pandemia di COVID-19 hanno avuto un impatto economico eterogeneo nei vari settori e paesi, che è mutato nel corso del tempo.** Misure di contenimento mirate e le reazioni degli operatori hanno contribuito a limitare i costi economici delle restrizioni. In prospettiva, l'ampia eterogeneità dell'impatto economico delle misure di contenimento tra i vari settori verosimilmente permarrà, almeno nel breve periodo.

## 5 Il ruolo dei margini di profitto nell'adeguamento allo shock da COVID-19

a cura di Elke Hahn

**I margini di profitto sono parte integrante della definizione dei prezzi interni e hanno avuto un'incidenza sul modo in cui l'inflazione dell'area dell'euro ha reagito allo shock del coronavirus (COVID-19).** Nonostante il forte calo dell'attività economica, la crescita del deflatore del PIL è rimasta sostenuta nel primo semestre del 2020. Il presente riquadro mostra l'eccezionalità dell'andamento dei margini di profitto in termini unitari (vale a dire il margine operativo lordo per unità di PIL) durante la crisi, anche rispetto alle precedenti recessioni, e ciò si è riflesso sull'andamento dell'inflazione basato sul deflatore del PIL. Nel riquadro inoltre vengono presentate alcune ipotesi circa le probabili ragioni dell'insolita risposta dei margini di profitto e viene esaminata l'evoluzione degli indicatori di profitto più granulari nei principali settori istituzionali dall'inizio della crisi.

**L'andamento del deflatore del PIL e delle sue componenti ha mostrato caratteristiche di eccezionalità dall'inizio della crisi legata al COVID-19 (cfr. il grafico A).** Nonostante la recessione, il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è salito al 2,3 per cento nel secondo trimestre del 2020, dall'1,8 per cento del periodo precedente, per poi scendere bruscamente all'1,0 per cento nei due trimestri successivi. Si è trattato della più ampia oscillazione registrata tra due trimestri nella storia della serie. Tuttavia, anziché riflettere variazioni reali nelle pressioni sui prezzi nazionali, la curva del profilo del deflatore del PIL sembra essere principalmente dovuta a effetti di misurazione statistica<sup>1</sup>. Analogamente, anche le variazioni nelle componenti del deflatore del PIL hanno superato di gran lunga quelle osservate nelle crisi passate. In particolare, il costo del lavoro per unità di prodotto ha registrato un forte aumento temporaneo nel secondo trimestre e le imposte unitarie al netto dei contributi alla produzione hanno fornito al deflatore del PIL un apporto negativo considerevole e senza precedenti. Questo secondo fattore ha rispecchiato le misure di sostegno pubblico attuate nell'ambito dei regimi adottati per mantenere invariati i livelli occupazionali, mentre nel

---

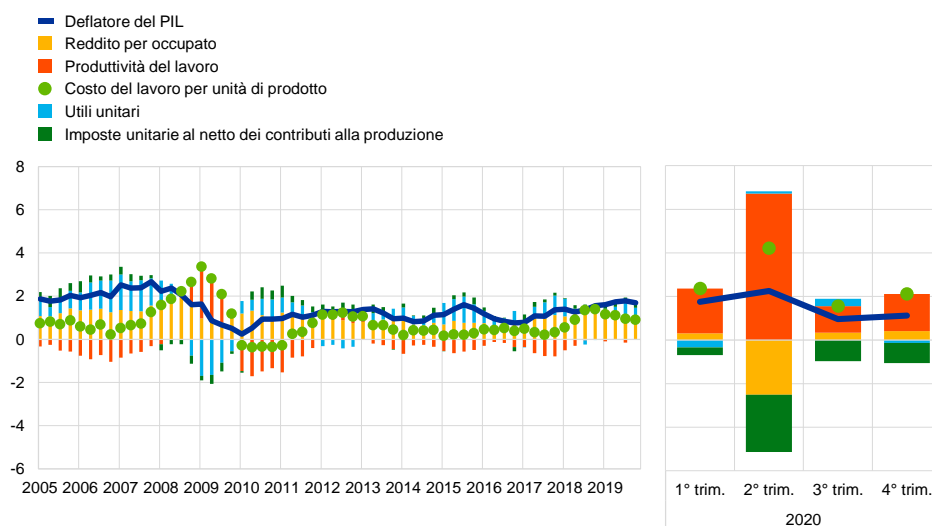
<sup>1</sup> Il deflatore del PIL implicito nella contabilità nazionale viene calcolato dividendo il PIL nominale per il PIL reale (volume concatenato) e pertanto può essere analizzato dal lato della spesa, del reddito e della produzione del PIL. La scomposizione del deflatore del PIL dal lato della produzione mostra che l'incremento del suo tasso di crescita sui dodici mesi nel secondo trimestre del 2020 è stato in gran parte dovuto al deflatore relativo al settore "amministrazioni pubbliche, difesa, istruzione, salute e attività sociali". Nel secondo trimestre il deflatore relativo al settore pubblico è cresciuto in quanto il prodotto nominale non è diminuito tanto quanto il prodotto reale. Per via della crisi da COVID-19 molti istituti nazionali di statistica (INS) hanno riscontrato difficoltà nel misurare il prodotto non di mercato e l'Eurostat è stato sollecitato a fornire orientamenti specifici in merito (cfr. [Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis](#), Eurostat, maggio 2020). In base a tali orientamenti, per quanto riguarda il prodotto a prezzi correnti non è giustificato discostarsi dall'approccio convenzionale basato sulla "somma dei costi" a causa di variazioni temporanee, ed è invece opportuno continuare a rispettare i requisiti giuridici previsti dal Sistema europeo dei conti (SEC 2010). Ciò garantisce anche un approccio armonizzato in tutti gli Stati membri dell'UE. Il fatto che, allo stato attuale, sia stato rilevato un andamento controintuitivo del deflatore relativo al settore pubblico nel secondo trimestre del 2020 potrebbe in parte essere riconducibile all'insufficienza dei dati a disposizione degli INS in quel determinato momento. Non è possibile escludere eventuali revisioni di tali risultati nelle prossime occasioni in cui quando saranno resi noti i dati relativi al PIL e una volta che, più tardi nel corso del 2021, saranno resi disponibili i risultati annuali completi per il 2020.

terzo e quarto trimestre il minor ricorso a tali regimi, in previsione del recupero dell'attività economica, ha comportato un calo significativo di tale contributo<sup>2</sup>. Come spiegato più avanti, i regimi di mantenimento dell'occupazione hanno inoltre avuto un impatto importante sull'evoluzione dei margini di profitto durante la crisi<sup>3</sup>.

## Grafico A

### Deflatore del PIL e sue componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2020.

**Durante la crisi dovuta al COVID-19 gli utili totali sono diminuiti drasticamente sia nel settore delle società non finanziarie (NFC) sia nel settore delle famiglie (cfr. il grafico B).** Sia il margine operativo lordo delle SNF sia il reddito misto lordo delle piccole imprese non costituite da società riconducibile al settore delle famiglie, che insieme rappresentano circa tre quarti degli utili complessivi dell'economia, sono diminuiti significativamente nel secondo trimestre del 2020 e in maniera molto più marcata rispetto a quanto avvenuto durante la grande crisi finanziaria<sup>4</sup>. Nel terzo trimestre del 2020 il calo degli utili registrato nel trimestre precedente è stato in gran parte recuperato. Lo stesso vale per la maggioranza degli indicatori di profitto più specifici disponibili per il settore delle SNF. Solo gli utili netti non distribuiti, che avevano mostrato un andamento relativamente favorevole negli ultimi anni, hanno continuato ad attestarsi a un livello più modesto.

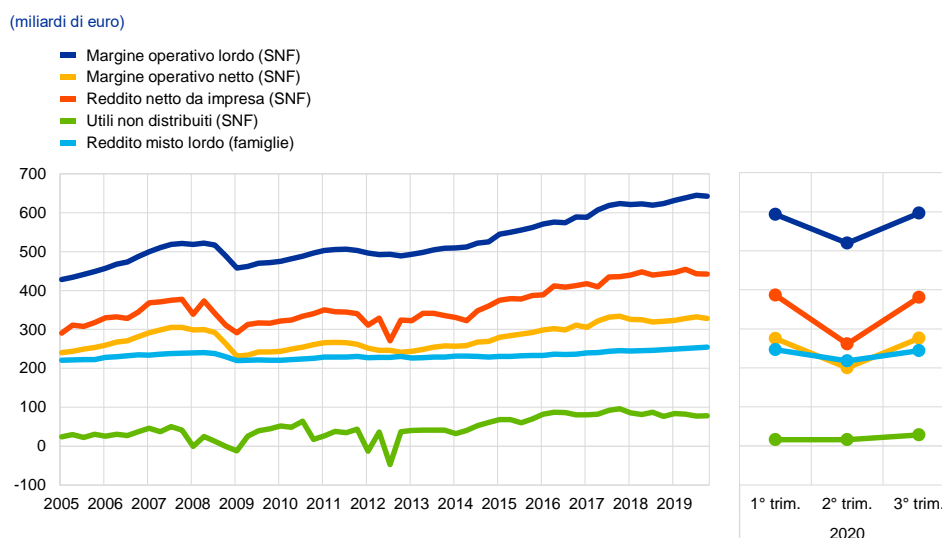
<sup>2</sup> I vari paesi dell'area dell'euro utilizzano modalità di registrazione delle misure di sostegno pubblico differenti a seconda della forma in cui quest'ultimo viene erogato da parte dei governi nazionali. In alcuni paesi tale sostegno viene fornito come sussidio ai datori di lavoro che poi lo trasferiscono ai dipendenti sotto forma di reddito. Ciò comporta un effetto frenante sulla componente del deflatore del PIL costituita dalle "imposte al netto dei contributi alla produzione" e un corrispondente effetto al rialzo sul reddito per occupato.

<sup>3</sup> Per maggiori dettagli sugli effetti dei regimi di mantenimento dell'occupazione, 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.

<sup>4</sup> Ai fini del presente riquadro non si tiene conto del margine operativo lordo del settore delle famiglie in quanto fa principalmente riferimento alle attività svolte presso abitazioni occupate dai proprietari.

## Grafico B

### Utili nel settore delle SNF e in quello delle famiglie



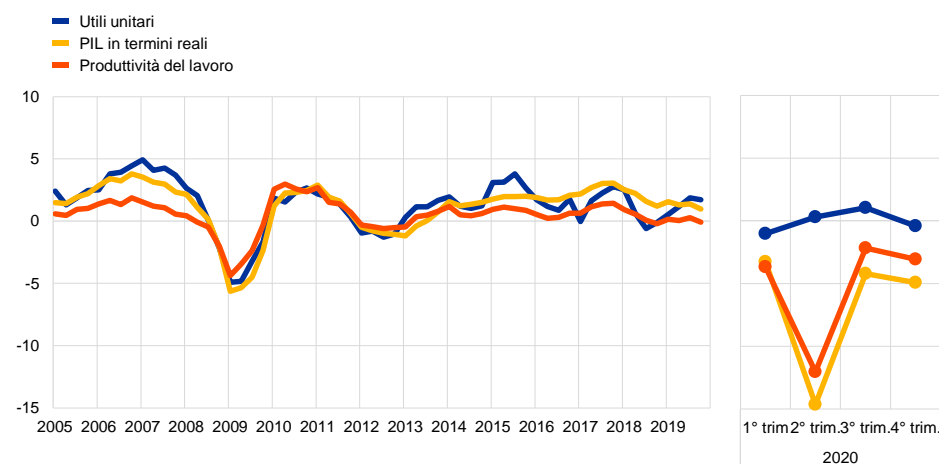
Fonte: Eurostat, BCE ed elaborazioni a cura degli autori.  
Note: le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2020.

**Nonostante il calo complessivo dei profitti, gli utili unitari hanno mostrato una certa capacità di tenuta rispetto alla gravità della recessione.** L'andamento degli utili unitari è altamente ciclico e ha una forte tendenza a evolvere di pari passo con indicatori ciclici come quelli relativi al PIL e alla produttività del lavoro (cfr. il grafico C). Tuttavia, nel secondo trimestre del 2020 tale comovimento ciclico tipico degli utili unitari rispetto all'attività economica reale si è interrotto. Lo si può vedere chiaramente confrontando gli andamenti registrati durante e dopo la grande crisi finanziaria. Nel secondo trimestre del 2020 la dinamica degli utili unitari è stata debole, ma ha mostrato una capacità di tenuta molto migliore rispetto a quanto sarebbe stato suggerito dal consueto comovimento ciclico, e ha persino fornito un piccolo contributo positivo al deflatore del PIL, nonostante il forte calo del PIL stesso. Nel terzo e quarto trimestre del 2020, pur restando debole e scollegata dal brusco recupero ciclico osservato, la dinamica degli utili unitari si è mostrata più solida di quanto la congiuntura avrebbe lasciato ipotizzare, ad esempio, in base all'andamento del PIL. Se è probabile che gli effetti di misurazione statistica abbiano avuto un ruolo nell'evoluzione degli utili unitari, tali effetti non possono spiegare la capacità di tenuta mostrata da questi ultimi.

## Grafico C

### Utili unitari, PIL in termini reali e produttività del lavoro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**Le evidenze empiriche basate sulle recessioni passate mostrano alcune non linearità e aggiustamenti ciclici degli utili unitari relativamente più moderati durante i periodi di recessione rispetto alle fasi di espansione (cfr. il grafico D)<sup>5</sup>.**

I risultati ricavati da un modello autoregressivo vettoriale a soglia indicano che, per via di una risposta più contenuta dei profitti unitari, uno shock dal lato della domanda ha un effetto proporzionalmente minore sull'inflazione nelle fasi recessive piuttosto che nelle fasi espansive e anche tale andamento sembra essere stato prevalente durante la crisi causata dal COVID-19<sup>6</sup>. La non linearità stimata nella risposta degli utili unitari aiuta inoltre a spiegare la ragione per cui nelle recessioni passate l'inflazione tendeva a diminuire di meno rispetto a quanto segnalato dai modelli lineari, un andamento definito come "mancata disinflazione". Tuttavia, la tenuta dei margini di profitto durante la crisi del COVID-19 è eccezionale, persino se confrontata con le recessioni passate.

<sup>5</sup> Cfr. Hahn, E., "The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?", *Working Paper Series*, n. 2485, BCE, ottobre 2020.

<sup>6</sup> Per quanto riguarda gli shock dal lato dell'offerta, l'analisi empirica non ha evidenziato alcuna non linearità tra fasi recessive e fasi espansive.

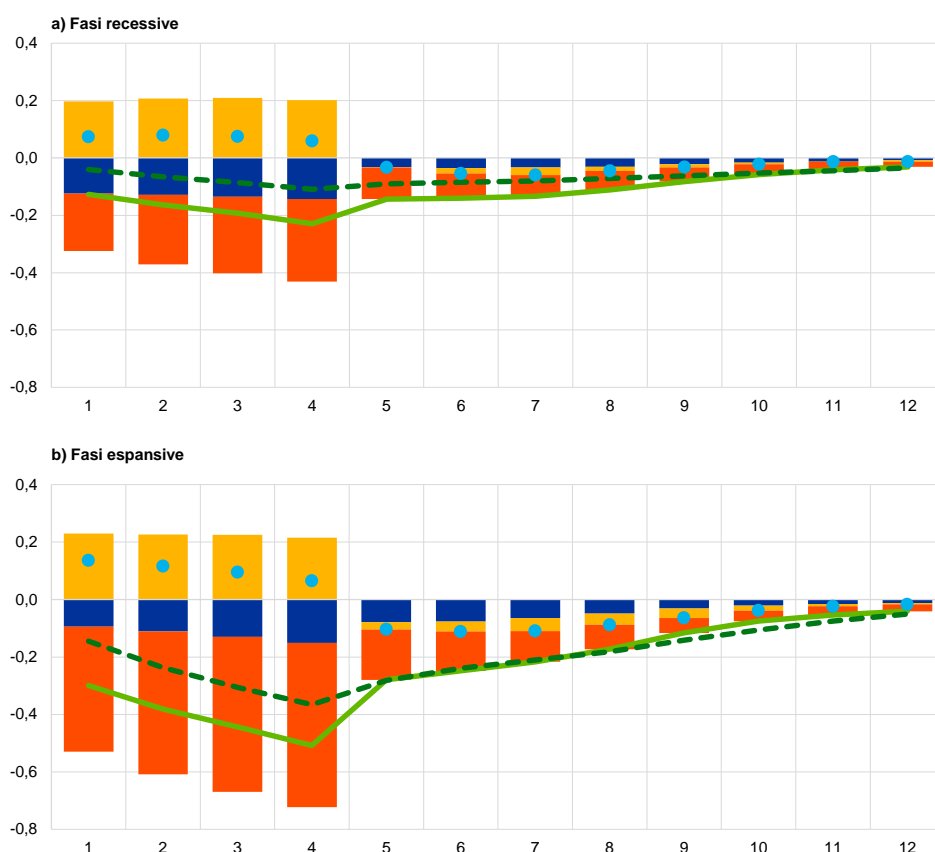


## Grafico D

Risposta del deflatore del PIL, delle sue componenti e dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari agli shock avversi alla domanda nelle fasi recessive ed espansive

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

- Reddito per occupato
- Produttività del lavoro
- Utili unitari
- Deflatore del PIL
- Costo del lavoro per unità di prodotto
- IAPC al netto di beni alimentari ed energetici



Fonte: Hahn, E. (2020).

Note: l'asse delle ascisse rappresenta l'orizzonte temporale delle risposte agli impulsi in trimestri. L'entità dello shock alla domanda corrisponde a un calo del PIL in termini reali pari all'1 per cento nel primo anno. Si presume che le imposte indirette al netto dei contributi rispondano al PIL in termini reali in modo proporzionale e tale per cui questa componente non contribuisce alle variazioni del deflatore del PIL.

### Le misure per il mantenimento dell'occupazione hanno svolto una funzione importante ai fini della tenuta degli utili unitari durante la crisi legata al COVID-19<sup>7</sup>.

Nelle fasi iniziali di un periodo di rallentamento economico le imprese cercano generalmente di non licenziare i lavoratori, anche a costo di erodere i propri margini di profitto. Questa pressione al ribasso sui margini di profitto può essere attenuata dalle misure di sostegno pubblico alle retribuzioni, molto più ampiamente utilizzate durante la crisi causata dal COVID-19 che non durante le precedenti recessioni; questo spiega probabilmente la tenuta dei margini di profitto nel corso dell'attuale crisi rispetto alle recessioni passate.

<sup>7</sup> Per maggiori informazioni sui regimi di mantenimento dell'occupazione 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.

**In conclusione, mentre nel corso della crisi dovuta al COVID-19 gli utili hanno registrato una diminuzione più marcata che non durante le precedenti recessioni, rispetto all'attività economica essi hanno mostrato una notevole capacità di tenuta. Ciò ha contribuito ad attenuare le pressioni al ribasso sull'inflazione durante questo periodo.** È probabile che la forte capacità di tenuta dei margini di profitto durante questa crisi rifletta sia la loro normale resilienza nelle fasi recessive, sia gli effetti delle misure adottate per il mantenimento dei posti di lavoro. Poiché è probabile che tali provvedimenti restino in vigore fino a quando persisterà la crisi da COVID-19, ci si può aspettare che i margini di profitto conservino una certa resilienza, dato l'andamento dell'attività economica.

## 6 Pesì dello IAPC per il 2021 e relative implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione

a cura di Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omiros Kouvas,  
Mario Porqueddu e Riccardo Trezzi

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) e le misure di chiusura (lockdown) adottate per farvi fronte hanno innescato, a partire dall'inizio del 2020, cambiamenti straordinari nei modelli di consumo.** Le famiglie hanno aumentato la quota relativa di spesa per alcune categorie di prodotti presenti nel paniere dello IAPC a scapito di altre. Il presente riquadro illustra le variazioni nei consumi e le loro implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione.

**I pesi dello IAPC per il 2021 sono stati aggiornati utilizzando dati che riflettono anche la spesa per consumi delle famiglie nel 2020<sup>1</sup>.** Lo IAPC è concepito secondo un approccio a paniere fisso in base al quale i relativi pesi sono aggiornati all'inizio di ogni anno al fine di riflettere i consumi realizzati dalle famiglie nell'anno precedente. Tali pesi vengono mantenuti invariati fino al mese di dicembre di ogni anno<sup>2</sup>. Poiché i modelli di consumo delle famiglie tendono a cambiare gradualmente, l'utilizzo di quote di consumo risalenti all'anno precedente (invece che all'anno in corso) ha in genere effetti limitati ai fini del calcolo dell'inflazione corrente. Per il periodo della crisi legata al COVID-19, tuttavia, ciò significa che i pesi dello IAPC utilizzati ai fini della compilazione dell'inflazione sui dodici mesi relativa al 2020 non riflettevano correttamente le grandi variazioni nella spesa delle famiglie indotte dalla pandemia. I sensibili movimenti nella composizione dei consumi delle famiglie nel 2020 sono ora integrati nelle ponderazioni messe a punto di recente e impiegate per calcolare i tassi di inflazione misurati sullo IAPC relativi al 2021<sup>3</sup>.

**Le più recenti ponderazioni dello IAPC sui dodici mesi introdotte all'inizio del 2021 mostrano grandi variazioni fra le categorie di prodotti.** Il grafico A evidenzia i valori dei pesi dello IAPC utilizzati ai fini della compilazione dell'inflazione nel 2020 e nel 2021 per aggregati speciali e la loro distribuzione storica nel periodo compreso tra il 2012 e il 2019 (gli "estremi" grigi dei diagrammi). Le maggiori diminuzioni dei pesi si osservano nei servizi, in particolare nei servizi ricreativi e di trasporto, mentre il peso dei beni alimentari e dei servizi abitativi è quello che è aumentato di più<sup>4</sup>. L'entità degli

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni cfr. la [nota metodologica](#) dell'Eurostat. La misura in cui tali orientamenti sono stati seguiti dai vari istituti nazionali di statistica è eterogenea.

<sup>2</sup> Lo IAPC è un indice di tipo Laspeyres ottenuto mediante concatenazione su base annuale di indici relativi a 13 mesi (da dicembre a dicembre). Per ogni anno dicembre è il mese di sovrapposizione o raccordo in cui vengono definiti i prezzi del nuovo e del vecchio paniere di prodotti e gli indici allineati di conseguenza. Per ulteriori dettagli, cfr. il [manuale metodologico sullo IAPC](#) dell'Eurostat e i requisiti giuridici di cui all'articolo 3 del [regolamento di esecuzione sullo IAPC](#).

<sup>3</sup> Riguardo a precedenti analisi della BCE su questo argomento, cfr. il riquadro [Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19](#) e il riquadro [Misurazione dell'inflazione in periodi di tensione economica](#) rispettivamente nei numeri 7/2020 e 3/2020 di questo Bollettino.

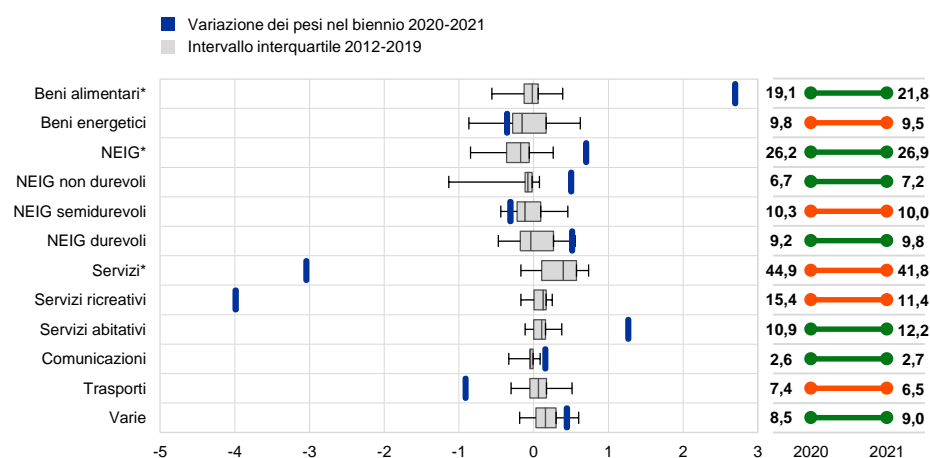
<sup>4</sup> Le ponderazioni della spesa nello IAPC sono ponderazioni relative. Pertanto, il peso di una voce aumenta non solo se la spesa per tale voce aumenta più della spesa complessiva (ad esempio per i beni alimentari nel 2020), ma anche se la spesa per tale voce rimane approssimativamente invariata e le famiglie riducono la spesa complessiva (ad esempio nel caso dei servizi abitativi nel 2020).

spostamenti tra le voci può essere compresa meglio osservando la distribuzione delle variazioni storiche (cfr. il pannello di sinistra del grafico A). Per alcune categorie, queste variazioni sono senza precedenti. Nel 2021 quasi tutte le voci registrano una variazione ben maggiore dell'intervallo del 75 per cento tipico delle variazioni storiche e molte variazioni superano in maniera significativa il limite storico. Ad esempio, la variazione del peso relativo ai servizi ricreativi è stata pari a circa 20 deviazioni standard della distribuzione storica.

## Grafico A

### Pesi dello IAPC: livelli e distribuzioni delle variazioni storiche

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grafico mostra i pesi dello IAPC nel 2020 e nel 2021 (pannello di destra). Le linee verdi/rosse indicano se i pesi hanno subito un aumento/una diminuzione. Vengono anche illustrate le variazioni dei pesi e le relative distribuzioni storiche (rispettivamente indicatori blu ed estremi grigi dei diagrammi nel pannello di sinistra). Le categorie contrassegnate con il simbolo "\*" indicano i principali aggregati speciali. Le categorie non contrassegnate con il suddetto simbolo costituiscono dei sub-aggregati, inclusi negli aggregati principali. I diagrammi degli estremi e dei quartili rappresentano la mediana, il 25° percentile, il 75° percentile, il valore minimo e il valore massimo della distribuzione storica. L'acronimo NEIG indica i beni industriali non energetici (non-energy industrial goods). Gli intervalli storici si basano sul campione relativo al periodo compreso tra il 2012 (il primo anno in cui sono stati resi disponibili i pesi dello IAPC sui dodici mesi) e il 2019.

### La variazione dei pesi ha avuto effetti al rialzo sull'inflazione misurata

sullo IAPC a gennaio 2021. Il grafico B mostra la variazione della ponderazione della spesa e la corrispondente variazione del tasso d'inflazione per le categorie di spesa granulare<sup>5</sup>. La dimensione del pallino riflette il peso della voce di spesa all'interno dello IAPC nel 2021. Le voci per cui si registra la diminuzione più marcata nella quota dei consumi mostrano, in media, il calo maggiore in termini di inflazione<sup>6</sup>. Intuitivamente, con il passaggio alle ponderazioni per il 2021, lo IAPC attualmente attribuisce un peso maggiore a categorie con un tasso di inflazione superiore alla media, mentre attribuisce un peso minore alle voci con un tasso di inflazione inferiore alla media. Di conseguenza, lo spostamento nelle ponderazioni si traduce in un tasso di inflazione aggregato più elevato di quello che si sarebbe registrato in assenza di variazioni delle quote dei consumi.

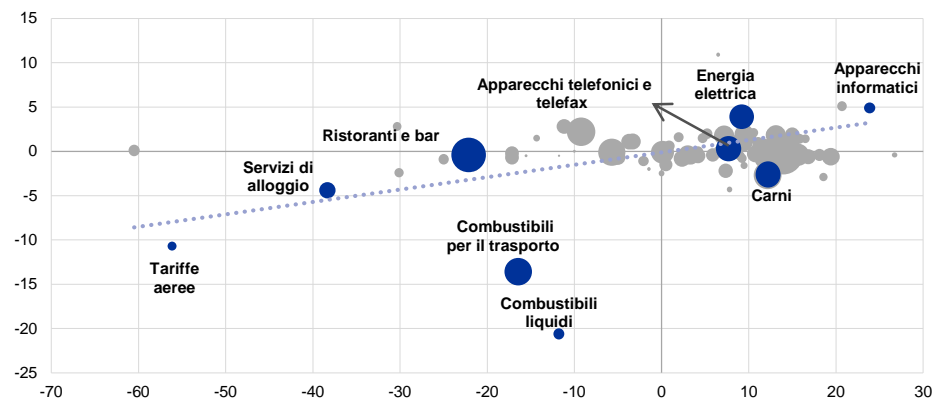
<sup>5</sup> Il grafico B rappresenta le voci dello IAPC al livello di aggregazione a 4 cifre del sistema di classificazione COICOP (classification of individual consumption according to purpose, classificazione dei consumi individuali per finalità), utilizzato appunto per lo IAPC. Per ulteriori dettagli cfr. il [manuale metodologico sullo IAPC](#) dell'Eurostat.

<sup>6</sup> Se si prende in considerazione il tasso di inflazione sui dodici mesi a gennaio 2021 anziché la variazione dei tassi di inflazione sui dodici mesi tra gennaio 2020 e gennaio 2021, si ottengono risultati molto simili.

## Grafico B

### Variazioni dei pesi dello IAPC e inflazione per categorie di spesa granulare

(asse delle ascisse: variazione dei pesi dello IAPC tra il 2020 e il 2021; asse delle ordinate: variazione dei tassi di inflazione sui dodici mesi tra gennaio 2020 e gennaio 2021)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grafico mostra la correlazione tra la variazione dei pesi dello IAPC (asse delle ascisse) e la variazione del tasso di inflazione sul periodo corrispondente (asse delle ordinate). Ogni pallino rappresenta una voce dello IAPC al livello di aggregazione della classificazione COICOP-4. I pallini sono dimensionati in base ai pesi dello IAPC relativi al 2021 e quelli blu indicano le voci selezionate. La linea punteggiata celeste rappresenta la corrispondenza lineare dei dati.

**Un esercizio controfattuale può quantificare l'effetto al rialzo della variazione dei pesi sul tasso d'inflazione misurato sullo IAPC di gennaio 2021.** In base ai tassi dell'inflazione misurata sullo IAPC pubblicati a gennaio 2021, gli autori hanno costruito un indice controfattuale utilizzando i pesi relativi al 2020 anziché quelli relativi al 2021 (cfr. il grafico C)<sup>7</sup>. La differenza tra i tassi di inflazione misurata sullo IAPC pubblicati (istogrammi blu) e i tassi d'inflazione ottenuti nell'esercizio controfattuale (istogrammi arancioni), illustrata nel pannello superiore del grafico C, riflette l'impatto dei nuovi pesi sull'inflazione aggregata. L'inflazione complessiva è di circa 0,3 punti percentuali più elevata rispetto al tasso d'inflazione controfattuale. Il tasso di inflazione dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) risulta maggiore di circa 0,4 punti percentuali, poiché l'effetto dei pesi sull'inflazione alimentare ed energetica è contenuto. Tuttavia, come mostrato nel pannello inferiore del grafico C, l'effetto tra i vari paesi è stato eterogeneo<sup>8</sup>.

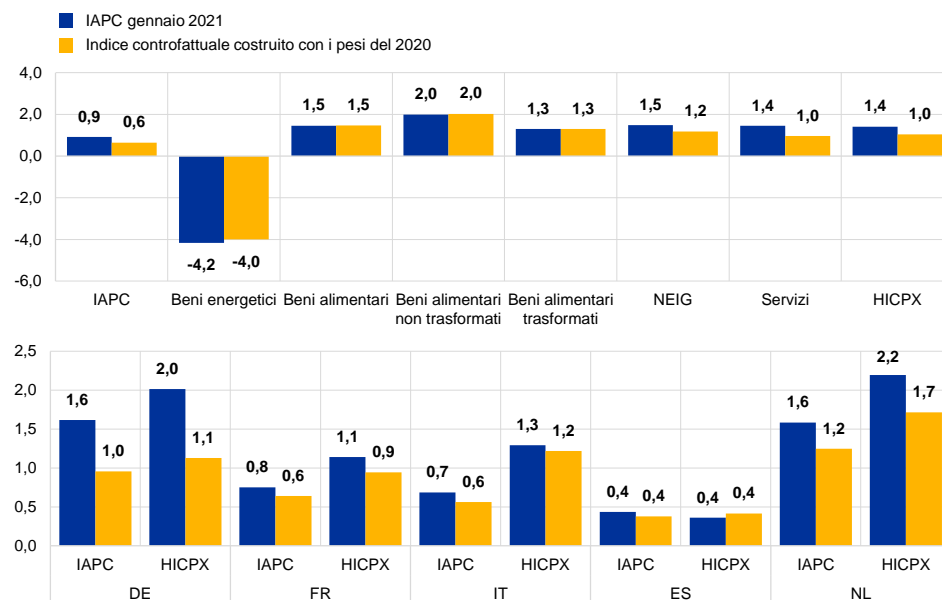
<sup>7</sup> Al fine di riprodurre l'esatta metodologia IAPC, nell'esercizio controfattuale sono stati utilizzati dati a livello di aggregazione COICOP a 5 cifre.

<sup>8</sup> Le differenze fra i vari paesi in termini di effetto dei pesi sono attribuibili a due fattori. Innanzitutto, l'entità della variazione nei pesi delle categorie di prodotti a livello nazionale: le differenze fra paesi sotto il profilo delle variazioni dei pesi possono riflettere il diverso andamento dei modelli di consumo, ma anche le procedure di aggiornamento dei pesi utilizzate dagli istituti statistici nazionali e la misura in cui esse rispecchiavano correttamente i modelli di consumo del 2020. Inoltre le differenze nazionali potrebbero anche riflettere differenze nei tassi di inflazione a livello di categoria, interagendo con le variazioni dei pesi.

## Grafico C

### Tassi di inflazione armonizzata sul periodo corrispondente pubblicati e tassi d'inflazione dell'indice controfattuale

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grafico mostra il tasso di inflazione misurato sullo IAPC sul periodo corrispondente a gennaio 2021 (istogrammi blu) e i tassi dell'indice controfattuale costruito utilizzando i pesi del 2020 (istogrammi arancioni). L'acronimo NEIG sta per beni industriali non energetici (non-energy industrial goods). L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.

### La variazione dei pesi continuerà a incidere sui tassi di inflazione misurati sullo IAPC per tutto il 2021.

L'entità e il segno dell'effetto dei pesi sull'inflazione misurata sullo IAPC sui dodici mesi potrebbero variare nel corso dei mesi successivi. Anche se a gennaio 2021 i pesi delle categorie di prodotti con tassi d'inflazione superiori alla media sono stati aumentati, tali tassi potrebbero non attestarsi sopra alla media per tutto l'anno. L'effetto dei pesi sull'inflazione misurata sullo IAPC sui dodici mesi evolve infatti in funzione delle variazioni dell'andamento dei prezzi delle singole categorie di prodotti da un mese all'altro. Il fatto che lo IAPC sia un indice a catena potrebbe potenzialmente amplificare questi effetti<sup>9</sup>. Il concatenamento degli indici a un livello basso (alto) comporta che anche quando i pesi e i prezzi torneranno ai livelli precedenti la pandemia, gli indici potrebbero non fare esattamente altrettanto. È quanto avvenuto ad esempio nel caso del sottoindice dei combustibili per il trasporto, che si attestava a un livello basso al momento del concatenamento degli indici (dicembre 2020). Parallelamente, il peso è stato ridotto, limitando al minimo i contributi futuri di questa voce all'indice dei prezzi energetici. Ciò potrebbe

<sup>9</sup> Il concatenamento è una conseguenza metodologica della costruzione di un indice dei prezzi, con pesi che vengono aggiornati regolarmente. Come spiegato in [Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#), "in genere, il valore in un periodo di raccordo, ad esempio un mese o un anno, incide su una serie temporale concatenata dal momento in cui l'indice recente è collegato a tale valore. Le serie con indici concatenati dipendono dall'andamento registrato da tali indici, sono cioè influenzate dai valori di ciascun periodo di concatenamento, che hanno un impatto permanente sulle serie storiche" (traduzione non ufficiale), *Statistics Paper Series*, BCE, febbraio 2021.

nuovamente far sì che l'indice dei prezzi energetici non torni del tutto ai livelli precedenti, anche qualora sia i prezzi sia i pesi recuperassero il terreno perso.

**Nei prossimi anni i pesi dello IAPC continueranno probabilmente a influenzare la misurazione dell'inflazione più del solito.** La pandemia ha determinato considerevoli variazioni nei modelli di spesa delle famiglie nel 2020; tali variazioni sono ora integrate nei pesi dello IAPC per il 2021 e quindi si rifletteranno anche sull'inflazione misurata su tale indice nel corso del 2021. In prospettiva, i pesi delle categorie presenti nel paniere dello IAPC potrebbero cambiare di nuovo in maniera significativa nel 2022, in funzione dell'eventualità di un (ri)adeguamento dei modelli di spesa alla prevista ripresa economica e al futuro andamento della pandemia di COVID-19 e delle modalità di detto adeguamento.

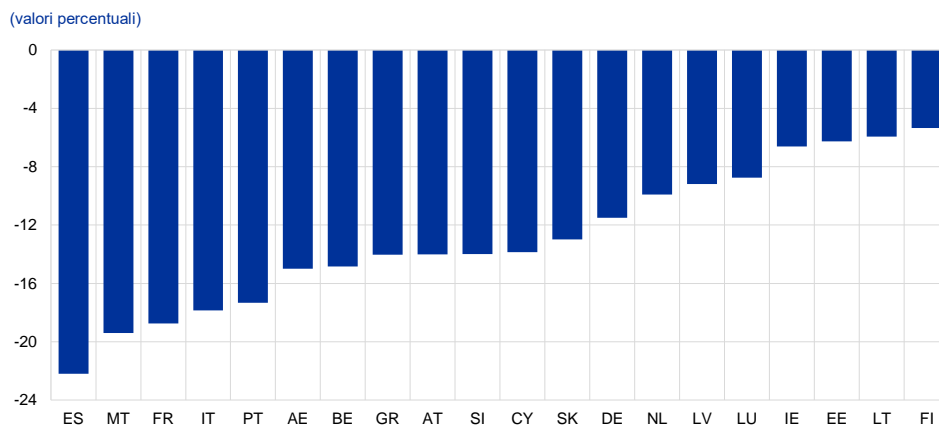
## Verso un recepimento efficace del pacchetto per la ripresa economica dell'UE

a cura di Nico Zorell e Sander Tordoior

**Sebbene la pandemia di coronavirus (COVID-19) rappresenti uno shock comune a tutti i paesi dell'area dell'euro, il suo impatto economico non è stato uniforme.** Il calo del PIL in termini reali registrato tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2020, che nella maggior parte dei paesi corrisponde a un salto dal massimo al minimo, si è collocato tra il 5 e il 22 per cento nei vari paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. L'eterogeneità degli effetti dello shock causato dal COVID-19 riflette le differenze esistenti in materia di sanità pubblica e di misure di contenimento, nonché fattori economici quali la specializzazione settoriale, la capacità di tenuta dei mercati del lavoro e dei prodotti e i diversi margini di manovra per gli interventi di bilancio<sup>2</sup>. Secondo le proiezioni formulate da istituzioni europee e internazionali, esiste il rischio che i differenziali di crescita perdurino nella fase di ripresa, pregiudicando la convergenza dei redditi nell'area dell'euro nel medio periodo.

### Grafico A

Variazione del PIL in termini reali tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2020



Fonte: Eurostat.  
Nota: AE indica l'area dell'euro.

**Lo strumento dell'Unione europea Next Generation EU (NGEU), in vigore dal 19 febbraio 2021, ha aperto un nuovo capitolo della risposta strategica a livello**

<sup>1</sup> Una simile eterogeneità si può osservare nella reazione dell'occupazione allo shock causato dal COVID-19. 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>2</sup> La crisi causata dal COVID-19 ha altresì esacerbato le vulnerabilità macroeconomiche dei paesi dell'area dell'euro, come documentato dalla Commissione europea nella sua edizione più recente del rapporto *Alert Mechanism Report*. In particolare, il rapporto segnala l'aumento dell'indebitamento pubblico e privato, il calo delle prospettive di crescita e la debolezza delle imprese. Cfr. Commissione europea, *Alert Mechanism Report 2021*, novembre 2020.



**europeo alla pandemia di COVID-19<sup>3</sup>.** L'obiettivo principale dello strumento è sostenere la ripresa e porre le basi per un'economia europea più verde, più digitale e con maggiore capacità di tenuta. A tal fine, la Commissione europea è stata autorizzata a reperire risorse fino a 750 miliardi di euro (circa il 5 per cento del PIL dell'UE) sui mercati dei capitali per conto dell'Unione europea. I fondi possono essere utilizzati per alimentare trasferimenti fino a 390 miliardi di euro e prestiti fino a 360 miliardi a beneficio degli Stati membri dell'UE; tali fondi potranno essere erogati fino alla fine del 2026. Con una dotazione di 672,5 miliardi di euro, il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) costituisce la componente principale dell'NGEU. Lo schema di ripartizione dell'RRF garantisce un maggiore sostegno di bilancio ai paesi più vulnerabili alla crisi causata dal COVID-19 e che ne hanno risentito maggiormente. Per ricevere il supporto finanziario gli Stati membri devono predisporre piani per la ripresa e la resilienza che definiscano programmi di riforme e investimenti nel rispetto delle raccomandazioni specifiche per paese formulate nell'ambito del Semestre europeo<sup>4</sup>. Gli obiettivi legati al clima e alla digitalizzazione dovranno rivestire un ruolo primario; ai primi andrà almeno il 37 per cento della spesa prevista dagli Stati membri, ai secondi almeno il 20 per cento. Il sostegno finanziario nell'ambito dell'RRF sarà erogato in tranche, previo conseguimento degli obiettivi intermedi e finali specificati nella versione definitiva dei piani.

**Con un recepimento efficace, il pacchetto può contribuire a una ripresa economica più rapida, solida e uniforme, nonché ad accrescere la capacità di tenuta e il potenziale di crescita dell'economia dell'area dell'euro.** Lo strumento per la ripresa dovrebbe fornire un notevole stimolo alla domanda, in particolare nei paesi per cui il beneficio netto dei fondi è notevole. Il fatto che il 13 per cento delle risorse sia erogato a titolo di anticipo sottolinea l'importanza attribuita all'effetto di stabilizzazione dalle autorità europee. Nel medio periodo i piani di investimento e riforma finanziati dall'NGEU potrebbero sostenere la capacità di tenuta, il potenziale di crescita e la convergenza dell'economia dell'area dell'euro. Pertanto, il pacchetto per la ripresa potrebbe contribuire a garantire che le politiche monetarie, di bilancio e strutturali, sebbene attuate in maniera indipendente nell'area dell'euro, si rafforzino reciprocamente. Attenuando l'eterogeneità degli effetti della pandemia, il pacchetto per la ripresa potrebbe altresì sostenere l'efficacia della politica monetaria nell'area dell'euro.

**L'efficacia del pacchetto per la ripresa dipenderà dal raggiungimento di un equilibrio adeguato tra investimenti e riforme, che si rafforzano reciprocamente.** A tal fine, è fondamentale un esame attento dei piani nazionali per la ripresa e la resilienza, volto a verificare che i criteri valutativi stabiliti nel relativo regolamento dell'UE siano pienamente rispettati. Le raccomandazioni specifiche per paese nell'ambito del semestre europeo e la legislazione dell'UE in materia di clima e digitalizzazione, come, ad esempio, la tassonomia dell'Unione per le attività

---

<sup>3</sup> Per dettagli sulla governance dell'NGEU e i relativi aspetti di bilancio, cfr. il riquadro [Le implicazioni per le politiche di bilancio del pacchetto per la ripresa economica dell'UE](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

<sup>4</sup> Il Semestre europeo fornisce un quadro per il coordinamento delle politiche economiche fra i paesi dell'Unione europea. Per maggiori dettagli, cfr. [The European Semester in your country](#).

sostenibili<sup>5</sup>, possono essere utili punti di riferimento nella definizione delle priorità per gli investimenti e le riforme. Gli obiettivi minimi di spesa in ambito climatico e digitale fissati dall'RRF, associati ai requisiti imposti dal Dispositivo per il finanziamento di investimenti aggiuntivi, possono aumentare il grado di ambizione. In termini generali, maggiore l'utilizzo delle risorse legate all'NGEU verso investimenti produttivi a scapito della spesa corrente, maggiore il suo impatto potenziale sulla crescita a lungo termine<sup>6</sup>. L'NGEU fornirà in media circa l'1 per cento del PIL all'anno in termini di trasferimenti. A titolo di confronto, nel 2019 gli investimenti pubblici ammontavano al 3 per cento del PIL dell'area dell'euro. Riforme ambiziose e mirate inserite nei piani nazionali per la ripresa e la resilienza possono rafforzare ulteriormente il potenziale di crescita, la convergenza e la capacità di tenuta. Vi è ampia evidenza che i differenziali di crescita a medio termine tra i paesi dell'area dell'euro possano essere in parte attribuiti alle differenze nelle strutture economiche e nelle istituzioni<sup>7</sup>. Inoltre, in caso di shock comune, i paesi che presentano delle vulnerabilità in tali ambiti possono subire un calo del prodotto doppio rispetto a quelli che invece registrano i migliori risultati sotto questi profili<sup>8</sup>. La parte dell'RRF legata alle riforme può dunque aiutare a ottenere risultati di lungo periodo in termini di crescita e capacità di tenuta agli shock. Piani coerenti e ambiziosi sia in termini di investimenti sia di riforme possono rivelarsi più efficaci di una semplice somma delle due parti. Gli effetti sulla crescita di investimenti pubblici addizionali potrebbero contribuire a controbilanciare i possibili costi macroeconomici di breve periodo connessi ad alcune riforme strutturali<sup>9</sup>. Nel contempo, riforme strutturali ben mirate potrebbero ridurre le strozzature amministrative nell'ambito degli investimenti pubblici e aiutare a stimolare quelli privati, amplificando così l'impatto dell'NGEU<sup>10</sup>.

**Al fine di garantire che i fondi siano impiegati in modo rapido ed efficiente per una spesa pubblica produttiva si dovrebbe prestare particolare attenzione a rafforzare le competenze amministrative e a ridurre le strozzature nelle fasi attuative.** La Commissione europea prevede che circa il 20 per cento del totale dei fondi stanziati nell'ambito dell'NGEU sia erogato nel 2021 e 2022, mentre la parte restante entro la fine del 2026. La velocità di erogazione prevista è decisamente maggiore rispetto a quella dei fondi strutturali nel normale ciclo di bilancio dell'UE. Il ciclo del quadro finanziario pluriennale (QFP) dell'UE è di sette anni, anche se le effettive erogazioni possono avvenire nel periodo successivo, con una tolleranza di alcuni anni<sup>11</sup>. Nel corso degli ultimi due cicli del QFP, comunque, meno del

<sup>5</sup> Cfr. [Regolamento \(UE\) 2020/852](#) del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili.

<sup>6</sup> Cfr. Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinet, P. e Valenta, V., "[The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, n. 255, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2021.

<sup>7</sup> Cfr. Masuch, K., Moshhammer, E. e Pierluigi, B., "[Institutions, public debt and growth in Europe](#)", *Working Paper Series*, n. 1963, BCE, settembre 2016.

<sup>8</sup> Cfr. Sondermann, D., "[Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#)", *Working Paper Series*, n. 1984, BCE, novembre 2016. Analogamente, i paesi dell'area dell'euro con vulnerabilità macroeconomiche preesistenti hanno maggiori probabilità di subire drastici peggioramenti macroeconomici in caso di shock. Cfr. Sondermann, D. e Zorell, N., "[A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#)", *Working Paper Series*, n. 2306, BCE, agosto 2019.

<sup>9</sup> A tale riguardo, è cruciale stabilire delle priorità e un'attenta sequenza di investimenti e riforme.

<sup>10</sup> Cfr. Consolo, A., Langiulli, M. e Sondermann, D., "Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang", *Applied Economics Letters*, vol. 26(7), 2019.

<sup>11</sup> Per il QFP 2014-2020 questo periodo di tolleranza era di tre anni (due per il QFP 2007-2013 e per quello 2021-2027).

50 per cento dei fondi strutturali destinati a paesi dell'area dell'euro sono stati erogati in un orizzonte temporale paragonabile a quello previsto per l'NGEU, cioè sei anni (cfr. il grafico B). Anche la velocità di impiego ha presentato sostanziali differenze tra i vari paesi dell'area. Vincolando le risorse amministrative, l'attuale pandemia potrebbe complicare ulteriormente l'impiego dei fondi. Resta da vedere se il fatto che l'RRF si avvalga di organismi amministrativi nazionali piuttosto che regionali, le sue ampie priorità di policy e l'assenza di obblighi di cofinanziamento faciliteranno un impiego più rapido dei fondi in confronto ai tradizionali piani di bilancio dell'UE. Anche in questo caso, la velocità di impiego rappresenta un'approssimazione imperfetta dell'uso efficace ed efficiente dei fondi. Come documentato dalla Corte dei conti europea, affrettarsi a impiegare i fondi dell'UE verso la fine di un ciclo di bilancio può indurre a spese superflue<sup>12</sup>. Ciò suggerisce che la qualità e la capacità della pubblica amministrazione probabilmente saranno fattori decisivi nell'utilizzo proficuo dei fondi dell'NGEU e potrebbero costituire un ambito di riforma promettente. Anche se le riforme mirate a rafforzare la capacità del settore pubblico possono richiedere tempo per dispiegare appieno il proprio potenziale, un impiego efficace dello strumento di sostegno tecnico (SST) della Commissione europea potrebbe allentare i vincoli di capacità nazionale, soprattutto nel breve periodo<sup>13</sup>. Tale strumento può aiutare gli Stati membri a gestire il ciclo di vita dei piani di investimento e di riforma, rafforzando la capacità di prepararli, attuarli, monitorarli e valutarli. Analogamente, la legislazione dell'UE potrebbe agevolare e accelerare la fase di attuazione attraverso una legislazione armonizzata e chiara.

---

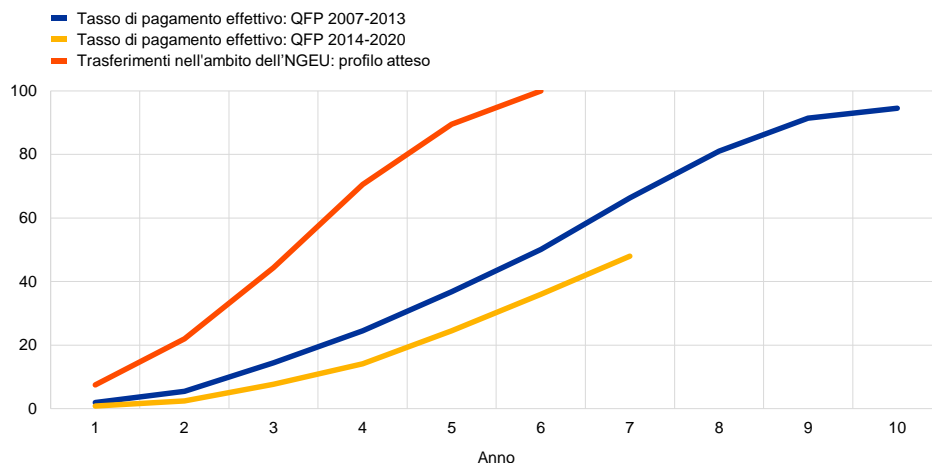
<sup>12</sup> Cfr. Corte dei conti europea, "La Commissione e gli Stati membri, con le azioni degli ultimi anni dei programmi del 2007-2013, hanno affrontato il problema del basso tasso di assorbimento dei fondi, senza però prestare sufficiente attenzione ai risultati", *Relazione speciale*, n. 17, 2018.

<sup>13</sup> Un obiettivo chiave dell'SST è sostenere gli Stati membri nella preparazione e attuazione dei piani per la ripresa e la resilienza, per esempio fornendo competenze, risorse umane e formazione. Lo strumento ha una dotazione di 864 milioni di euro nell'attuale periodo di bilancio dell'UE.

## Grafico B

### Tassi storici di pagamento per i fondi strutturali dell'UE e tassi previsti per l'NGEU

(valori percentuali)



Fonti: elaborazioni degli esperti della Commissione europea e della BCE basate su Darvas, Z., "Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?", *Bruegel Blog*, 24 settembre 2020.

Note: Anno 1 indica il primo anno del rispettivo programma, ad es. 2007 per il QFP 2007-2013, 2014 per il QFP 2014-2020 e 2021 per l'NGEU. Il QFP 2007-2013 comprende il Fondo di coesione, il Fondo europeo di sviluppo regionale e il Fondo sociale europeo (quest'ultimo è escluso dal QFP 2014-2020). Il tasso di pagamento del QFP è la quota dell'importo totale stanziato dall'UE a favore di uno Stato membro che è stata pagata dalla Commissione. I calcoli relativi al QFP si riferiscono solo ai paesi dell'area dell'euro (media non ponderata). Il profilo dell'NGEU mostra gli esborsi attesi dalla Commissione europea.

### Anche sistemi nazionali di controllo e revisione adeguati potrebbero rivestire un ruolo fondamentale nel garantire un'attuazione efficace del pacchetto per la ripresa.

Come evidenziato nella guida elaborata dalla Commissione europea per coadiuvare gli Stati membri nella preparazione dei loro piani per la ripresa e la resilienza, tali sistemi di controllo potrebbero prevedere delle misure precauzionali per prevenire corruzione, frode e conflitti di interesse<sup>14</sup>. Anche il completamento puntuale delle procedure sugli impatti ambientali e l'esistenza di procedure ben definite per la collaborazione tra le amministrazioni centrali e locali al fine di evitare conflitti di competenze condurrebbero a un'attuazione ordinata dei piani di investimento e di riforma. Un'attenzione adeguata a questi aspetti probabilmente amplificherebbe l'impatto macroeconomico complessivo del pacchetto per la ripresa.

<sup>14</sup> Cfr. Commissione europea, "Guidance to Member States recovery and reconciliation plans", *Staff Working Document (2021) 12 final*, 22 gennaio.

# Articoli

## 1 Politica monetaria e disuguaglianze

a cura di Maarten Dossche, Jiří Slačálek e Guido Wolswijk

### 1 Introduzione

**Dopo la crisi finanziaria mondiale si è cominciato a prestare sempre maggiore attenzione al tema delle disuguaglianze economiche.** Durante tale periodo, l'aumento della disoccupazione, l'andamento eterogeneo dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari nonché il calo dei tassi d'interesse hanno avuto effetti molto diversi sulle famiglie. Dall'inizio degli anni '80 le disuguaglianze reddituali e patrimoniali sono cresciute nella maggior parte delle economie avanzate; in alcuni paesi sono stati toccati livelli paragonabili a quelli registrati all'inizio del ventesimo secolo, suscitando crescenti preoccupazioni in merito alle conseguenze politiche ed economiche di tale tendenza<sup>1</sup>.

**Più recentemente è anche cresciuto l'interesse per lo studio dell'interazione tra politica monetaria e disuguaglianze.** In risposta alla crisi finanziaria mondiale, è stato avviato un lungo periodo di accomodamento monetario, durante il quale si è fatto ricorso a misure non convenzionali (come le indicazioni prospettiche e gli acquisti di attività) per abbassare e appiattire la curva dei rendimenti. Poiché tali misure tendono ad avere un impatto maggiore sul prezzo delle attività a lungo termine piuttosto che sulle variazioni dei tassi di interesse a breve termine, ciò ha suscitato preoccupazioni riguardo al fatto che la politica monetaria stia principalmente offrendo benefici alle famiglie più benestanti<sup>2</sup>. Inoltre, poiché viene sempre più ampiamente riconosciuto che la trasmissione della politica monetaria dipende dalla distribuzione del reddito e della ricchezza, le banche centrali hanno iniziato a prestare maggiore attenzione all'eterogeneità dei nuclei familiari<sup>3</sup>. Questo orientamento è stato

---

<sup>1</sup> Cfr. Piketty, T., *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, 2013. Le differenze reddituali e patrimoniali presentano in genere una correlazione con varie caratteristiche economiche (come il livello di istruzione, l'esperienza professionale e le competenze delle persone). Tuttavia, talcaratteristiche non sono gli unici fattori che determinano sperequazioni dal punto di vista economico. Il reddito e la ricchezza delle persone sono correlati anche a varie caratteristiche sociologiche (come l'età, il genere, la razza, lo stato civile e la religione). Inoltre, vi sono delle interazioni tra le politiche pubbliche (ad esempio in materia di fiscalità, istruzione, urbanizzazione e politiche abitative) e i comportamenti sociali (come i fenomeni di discriminazione) e le caratteristiche socio-economiche menzionate. Pertanto le determinanti che causano disuguaglianze sono numerose e si collocano a un crocevia tra economia, sociologia e politiche pubbliche.

<sup>2</sup> Il tema delle disuguaglianze è stato, ad esempio, uno di quelli più frequentemente sollevati durante gli eventi di ascolto organizzati nell'ambito del riesame della strategia di politica monetaria da parte della BCE, in cui molti partecipanti hanno sostenuto che la politica monetaria dovrebbe svolgere un ruolo più incisivo nella lotta alle disuguaglianze. Cfr. la sintesi sull'esercizio di ascolto pubblicata dalla BCE: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview001.it.html>.

<sup>3</sup> Cfr. Yellen, J., "Macroeconomic Research After the Crisis", intervento tenuto presso la Federal Reserve Bank di Boston il 14 ottobre 2016.

suffragato da numerosi nuovi studi accademici sul ruolo svolto dall'eterogeneità dei nuclei familiari nella trasmissione degli shock e delle politiche macroeconomici<sup>4</sup>.

**Il presente articolo esamina le evidenze più recenti sulle disuguaglianze economiche e sulla loro interazione con la politica monetaria, con particolare attenzione all'area dell'euro.** La sezione 2 analizza sia le tendenze di lungo periodo sia le fluttuazioni cicliche nella distribuzione del reddito e della ricchezza nell'area dell'euro (una distinzione importante, poiché l'interazione tra politica monetaria e disuguaglianze è probabilmente caratterizzata da una natura piuttosto ciclica). La sezione 3 esamina poi, sia da un punto di vista teorico sia da un punto di vista empirico, i canali attraverso i quali la politica monetaria può incidere sulla distribuzione del reddito e della ricchezza. Nella sezione 4 viene illustrato come l'eterogeneità delle famiglie sotto il profilo reddituale e patrimoniale influisca sulla trasmissione della politica monetaria alla spesa delle famiglie stesse. Infine, nella sezione 5 vengono riassunte le implicazioni delle evidenze emerse dall'analisi ai fini della politica monetaria e si considerano una serie di aspetti che richiedono ulteriori approfondimenti.

## 2 Analisi delle disuguaglianze: tendenze e cicli

### Tendenze di lungo periodo nelle disuguaglianze reddituali e patrimoniali

**Nella maggior parte delle economie avanzate, le disuguaglianze di reddito sono in aumento dagli anni '80.** Tale tendenza è illustrata dal grafico 1, in cui è rappresentato il reddito nazionale al lordo delle imposte del decile superiore delle famiglie in percentuale del reddito nazionale lordo del 50 per cento inferiore delle famiglie. Il grafico permette di constatare che negli Stati Uniti le disuguaglianze di reddito sono notevolmente superiori a quelle esistenti nei paesi europei. Inoltre, negli Stati Uniti tali disuguaglianze hanno segnato l'aumento più marcato nel periodo compreso tra il 1980 e il 2019. Per contro, i tre paesi nordici (Finlandia, Norvegia e Svezia) presentano livelli relativamente bassi di disparità reddituali. È altresì evidente che solo un paese, la Spagna, ha registrato una riduzione delle disuguaglianze di reddito nel periodo in esame.

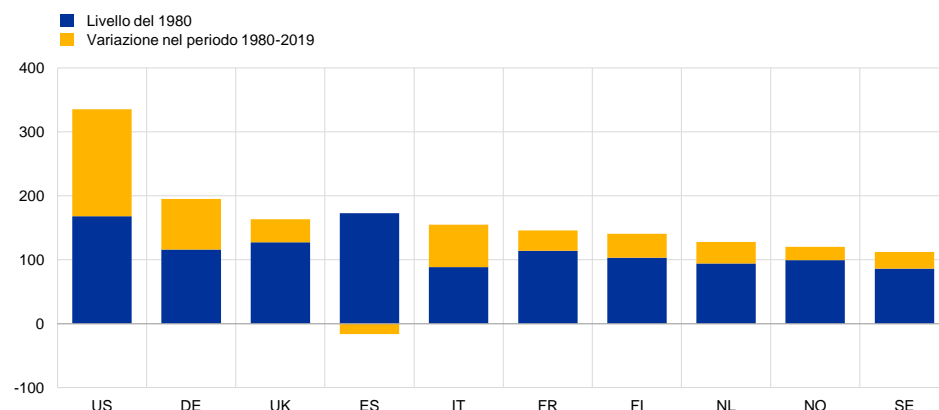
---

<sup>4</sup> Cfr., ad esempio, Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T. e Wolf, C., "When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 32, 2017, pagg. 1-75.

## Grafico 1

### Disuguaglianze reddituali nel periodo 1980-2019

(valori percentuali)



Fonte: World Inequality Database.

Note: il presente grafico illustra il reddito nazionale al lordo delle imposte del decile superiore delle famiglie in percentuale del reddito nazionale lordo del 50 per cento inferiore delle famiglie. Il reddito nazionale al lordo delle imposte è definito come la somma di tutti i flussi di reddito percepiti da persone fisiche che detengono lavoro e capitale, al lordo dell'applicazione delle imposte/di eventuali sistemi di trasferimento ma al netto di eventuali ritenute previdenziali.

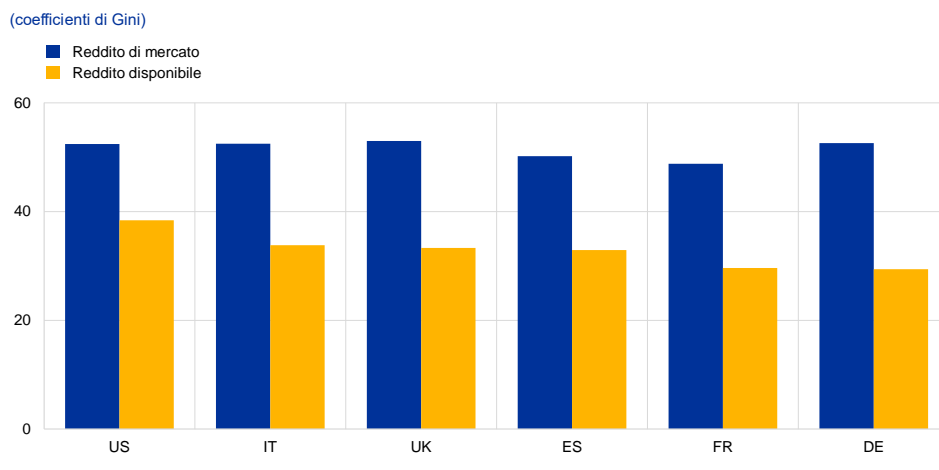
### Le imposte sul reddito e i trasferimenti pubblici hanno un effetto attenuante sulle disuguaglianze reddituali, ma la natura precisa di tale effetto varia da un paese all'altro in funzione delle caratteristiche del sistema fiscale adottato.

Se si confronta la distribuzione del reddito disponibile con quella del reddito di mercato nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli Stati Uniti (cfr. il grafico 2), è evidente l'effetto attenuante dell'imposizione diretta (ad esempio attraverso la progressività delle imposte sul reddito) e dei trasferimenti. Il grado di disparità reddituale è indicato dal coefficiente di Gini, che rileva la misura in cui la distribuzione del reddito tra gli individui/le famiglie si discosta da una distribuzione perfettamente equa, in cui un valore pari a 0 indica un'uguaglianza assoluta e un valore pari a 100 indica una disuguaglianza assoluta (ossia una situazione in cui la categoria di reddito superiore percepisce la totalità del reddito). In particolare, si può constatare che la redistribuzione del reddito operata dai governi è molto più elevata nei paesi europei (calo medio del coefficiente di Gini pari a 20 punti base) rispetto agli Stati Uniti (calo di 14 punti base). Non è tuttavia chiaro, a priori, in quale misura il più elevato livello di redistribuzione in Europa possa spiegare l'*incremento* più contenuto delle disparità di reddito nei paesi europei esaminati (come mostrato nel grafico 1). Secondo le conclusioni di due recenti studi, la differenza tra Europa e Stati Uniti in termini di aumento delle disparità di reddito è principalmente dovuta al reddito di mercato, ossia al reddito al lordo degli interventi redistributivi<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Cfr. Blanchet, T., Chancel, L. e Gethin, A., "Why is Europe more equal than the United States?", *WID Working Papers*, n. 2020/19, 2020; e Bozio, A., Garbinti, B., Goupille-Lebret, J., Guillot, M. e Piketty, T., "Predistribution vs. Redistribution: Evidence from France and the U.S.", *CEPR Discussion Papers*, n. 15415, 2020.

## Grafico 2

### Riduzione dei coefficienti di Gini per mezzo delle imposte dirette e dei trasferimenti pubblici



Fonte: banca dati standardizzata mondiale sulle disuguaglianze di reddito (Standardized World Income Inequality Database), versioni 8 e 9<sup>6</sup>.

Note: il grafico è basato su dati relativi al 2017. Il reddito di mercato è definito come il reddito al lordo di imposte e trasferimenti; il reddito disponibile è definito come il reddito, al netto di imposte e trasferimenti, di cui si dispone a fini di spesa e risparmio.

**I consumi risultano sostanzialmente meno concentrati della ricchezza netta, fattore che sembrerebbe indicare che il benessere economico è distribuito in maniera più uniforme rispetto alla ricchezza.** Le disuguaglianze nei consumi sono talvolta considerate un indicatore del tenore di vita e del benessere migliore rispetto alle misure basate sul reddito o sulla ricchezza<sup>7</sup>. Come mostra il grafico 3, il coefficiente di Gini relativo alla spesa per consumi è di norma inferiore a quello relativo al reddito disponibile, poiché riflette il fatto che le famiglie con un reddito più elevato presentano un tasso di risparmio maggiore. È stato dimostrato che il recente aumento delle disuguaglianze in termini di ricchezza è dovuto non solo a tassi di risparmio (lordi) più elevati, ma anche ai maggiori rendimenti percepiti dalle famiglie più benestanti; ciò sembra suggerire che una maggiore concentrazione del reddito da capitale possa essere una determinante importante delle disparità di ricchezza<sup>8</sup>. Il coefficiente di Gini relativo alla ricchezza netta, definito come la differenza tra attività (patrimonio immobiliare ad uso residenziale, depositi, obbligazioni, azioni, ecc.) e passività (mutui ipotecari, prestiti personali, ecc.), è quasi il doppio di quello relativo ai consumi.

<sup>6</sup> Cfr. Solt, F., "The Standardized World Income Inequality Database, Versions 8-9", 2019.

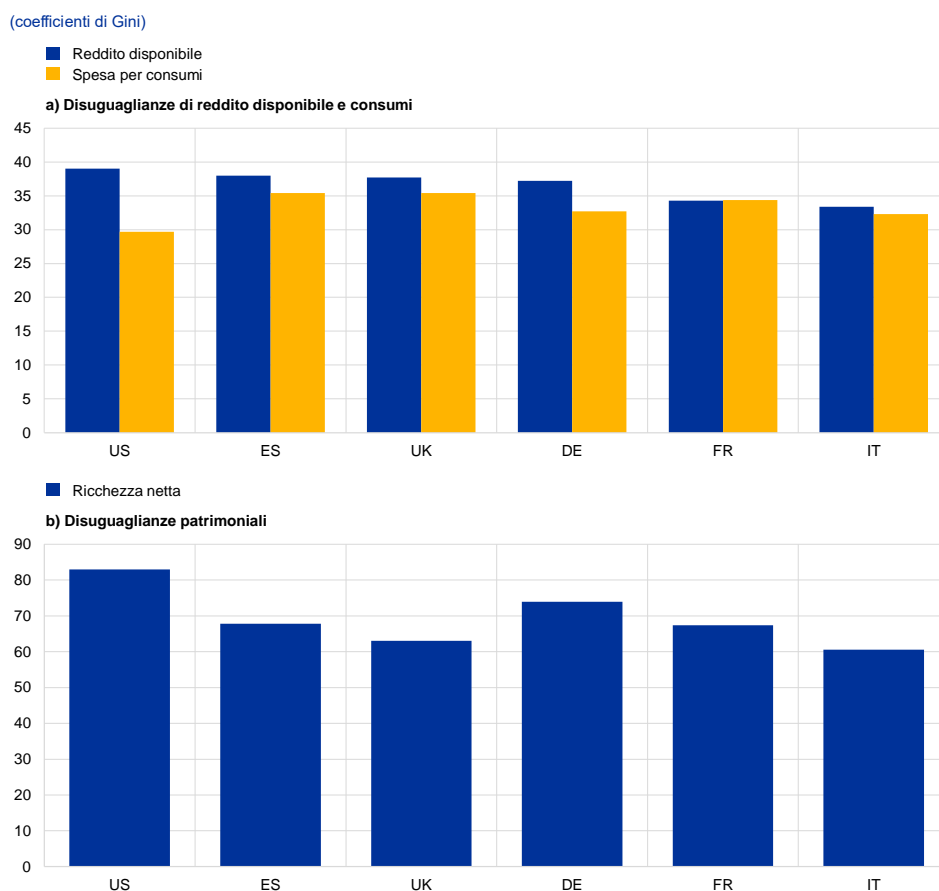
<sup>7</sup> Cfr. Attanasio, O. e Pistaferri, L., "Consumption Inequality", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30(2), 2016, pagg. 3-28. Gli autori dell'articolo sconsigliano inoltre di concentrare l'attenzione sui consumi totali, in quanto il paniere dei consumi tende a differire notevolmente tra le varie categorie socio-economiche.

<sup>8</sup> Cfr. Fagereng, A., Guiso, L., Malacrino, D. e Pistaferri, L., "Heterogeneity and persistence in returns to wealth", *Econometrica*, vol. 88, 2020, pagg. 115-170; e Fagereng, A., Holm, M.B., Moll, B. e Natvik, G., "Saving Behavior Across the Wealth Distribution: The Importance of Capital Gains", *NBER Working Papers*, n. 26588, 2019.



### Grafico 3

#### Coefficienti di Gini relativi al reddito disponibile, ai consumi e alla ricchezza netta



Fonti dei dati riportati nel pannello a): Standardized World Income Inequality Database, versioni 8 e 9 (reddito disponibile), per gli Stati Uniti; World Income Inequality Database per i consumi in Italia; Eurostat (statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita, EU-SILC) per tutti gli altri dati.

Fonti dei dati riportati nel pannello b): indagine della BCE sulle finanze e i consumi delle famiglie 2020 (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) per i paesi dell'area dell'euro; ufficio britannico per le statistiche nazionali (UK Office for National Statistics) per il Regno Unito; World Inequality Database (ricchezza netta personale) per gli Stati Uniti.

Nota al pannello a): i dati relativi ai paesi europei riguardano l'ultimo anno di riferimento disponibile nelle statistiche EU-SILC, compreso tra il 2013 e il 2018. Nota al pannello b): tutti i dati si riferiscono al 2017.

#### Fra i principali fattori che determinano l'aumento delle disuguaglianze figurano la globalizzazione, il progresso tecnologico e le modifiche ai regimi di imposizione fiscale.

La globalizzazione e i cambiamenti tecnologici basati sulle competenze hanno inciso negativamente sulle retribuzioni e sull'occupazione della manodopera meno qualificata, favorendo invece i lavoratori più qualificati e chi detiene capitali<sup>9</sup>. Allo stesso tempo, la riduzione della progressività del sistema fiscale ha contribuito ad accrescere le disuguaglianze al netto delle imposte<sup>10</sup>. Un recente studio ha sintetizzato le potenziali determinanti delle disuguaglianze ai vari stadi di intervento nell'economia, cioè a livello di politiche per la fase di riproduzione, incentrate sull'ingresso della popolazione nella forza lavoro (in relazione, per esempio, ad aspetti quali l'accesso all'istruzione o al mercato del lavoro), di politiche di

<sup>9</sup> Cfr. Bourguignon, F., "World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies", *BIS Working Papers*, n. 654, 2017; e Rodrik, D., *Has Globalization Gone Too Far?*, Institute for International Economics, 1997.

<sup>10</sup> Cfr. Chancel, L., "Ten facts about inequality in advanced economies", *WID Working Papers*, n. 2019/15, 2019.

produzione che interessano i lavoratori (ad esempio, in riferimento a sindacalizzazione o salario minimo) e di politiche di post-produzione mirate alla redistribuzione del reddito<sup>11</sup>. Le conclusioni dello studio rilevano che l'aumento delle disparità di reddito e ricchezza è stato principalmente determinato dalle politiche strutturali (cioè, ad esempio, dalle politiche in materia di istruzione, imposizione fiscale e regolamentazione del mercato).

**Disuguaglianze eccessive possono comportare costi macroeconomici e frenare la crescita economica.** Ad esempio, nella misura in cui riflette disparità nell'accesso all'istruzione o ai finanziamenti, la crescita economica può essere inferiore al suo potenziale. Inoltre, una minore propensione al consumo delle famiglie a reddito più elevato può deprimere la domanda aggregata<sup>12</sup>. Infatti, studi empirici sembrano concludere che livelli molto elevati di disuguaglianze potrebbero molto probabilmente comprimere la crescita economica nelle economie avanzate<sup>13</sup>. Tuttavia, se le politiche redistributive (ad esempio attraverso aliquote fiscali più elevate) possono limitare il livello delle disuguaglianze, tali politiche sono anche suscettibili di causare distorsioni che riducono il benessere complessivo. Pertanto, non è facile stabilire il grado di disuguaglianza economica ottimale dal punto di vista sociale, in quanto dipendente dalla complessa interazione tra le sue varie determinanti.

**È improbabile che la politica monetaria possa causare un aumento considerevole delle disuguaglianze, ma essa non dovrebbe neppure ignorarle.** A partire dagli anni '80 nelle economie avanzate sono state tendenzialmente adottate strategie di politica monetaria abbastanza simili, per cui sembra improbabile che la politica monetaria contribuisca a determinare le variazioni tra paesi che sono state osservate. Cionondimeno, può comunque essere necessario che la politica monetaria tenga conto di tali andamenti, soprattutto se questi comportano una costante riduzione della domanda aggregata o esercitano pressioni al ribasso sul tasso d'interesse naturale<sup>14</sup>. I governi dispongono di strumenti più idonei a far fronte a livelli eccessivi di disuguaglianze, come ad esempio l'imposizione fiscale (attraverso imposte progressive sul reddito, sul patrimonio e di successione), i trasferimenti, la regolamentazione del mercato e l'accesso all'istruzione e ai servizi sanitari.

## Disuguaglianze e ciclo economico

**La ciclicità delle disuguaglianze reddituali differisce da un paese all'altro, mentre le disuguaglianze patrimoniali tendono a essere procicliche.**

Se le famiglie a più basso reddito tendono a essere maggiormente colpite dalle fasi recessive per via della maggiore sensibilità del loro reddito da lavoro (cfr. sotto),

<sup>11</sup> Cfr. Blanchard, O. e Rodrik, D. (a cura di), *Combating Inequality: Rethinking Government's Role*, MIT Press, 2021.

<sup>12</sup> Cfr., ad esempio, Mian, A., Straub, L. e Sufi, A., "Indebted Demand", mimeo, Harvard University, 2019, che esamina la propensione marginale al consumo derivante dal reddito permanente.

<sup>13</sup> Cfr., ad esempio, la rassegna illustrata in Ostry, J., Berg, A. e Tsangarides, C., "Redistribution, Inequality, and Growth", *IMF Staff Discussion Notes*, n. SDN/14/02, 2014.

<sup>14</sup> Cfr. Rachel, L. e Summers, L., "On Secular Stagnation in the Industrialized World", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2019, pagg. 1-54.

i nuclei familiari che dispongono di redditi più elevati sono in genere più esposti al ciclo economico in quanto il reddito da capitale (ad esempio, gli utili) costituisce una percentuale più consistente del loro reddito complessivo. Poiché la distribuzione del reddito da lavoro e da capitale differisce tra i vari paesi, anche la ciclicità delle disuguaglianze reddituali può presentare differenze<sup>15</sup>. D'altro canto le disuguaglianze patrimoniali tendono ad essere per lo più procicliche. La prociclicità degli utili e dei corsi azionari rende i titoli azionari non idonei a limitare le fluttuazioni dei consumi durante le diverse fasi del ciclo economico. Poiché solo le famiglie più benestanti sono disposte ad assumersi tale rischio (in cambio di un premio per il rischio), tale prociclicità aiuta a spiegare sia i livelli contenuti di partecipazione al mercato azionario sia il maggior premio per il rischio azionario<sup>16</sup>. Pertanto, la natura ciclica dei prezzi di alcune attività può divenire una determinante di più lungo termine delle disparità di ricchezza.

**La sensibilità ciclica dei redditi varia in funzione dei nuclei familiari e ciò conferisce alle politiche di stabilizzazione macroeconomica una funzione da svolgere nel prevenire un incremento delle disuguaglianze nel più lungo periodo.**

Nel grafico 4 sono riportati i "beta per i lavoratori" relativi all'area dell'euro, che misurano l'elasticità del reddito da lavoro rispetto all'andamento della crescita del PIL aggregato<sup>17</sup>. Come mostra il grafico, il reddito da lavoro dei lavoratori appartenenti a famiglie poco benestanti è più sensibile alle variazioni nella crescita del PIL (cfr. anche il riquadro 1, che tratta specificamente la crisi causata dal coronavirus (COVID-19)). Per questi lavoratori, i costi in termini di benessere legati all'andamento del ciclo economico sono probabilmente considerevoli, soprattutto perché si tratta di lavoratori che, a causa di maggiori vincoli di liquidità e credito, sono meno in grado di distribuire i consumi in maniera uniforme nel tempo. Nel complesso, il comportamento ciclico dei redditi suggerisce che le politiche di stabilizzazione macroeconomica, che si tratti della politica monetaria o di quella di bilancio, possono svolgere un ruolo importante nel frenare gli incrementi ciclici delle disparità di reddito. Nella misura in cui le perdite cicliche di posti di lavoro lasciano cicatrici persistenti o addirittura permanenti in termini di opportunità di lavoro delle persone, tali politiche possono anche contribuire ad attenuare le disuguaglianze di reddito e ricchezza nel lungo termine<sup>18</sup>.

<sup>15</sup> Cfr. Clemens, M., Eydam, U. e Heinemann, M., "Inequality over the Business Cycle – The Role of Distributive Shocks", *DIW Discussion Papers*, n. 1852, 2020.

<sup>16</sup> Cfr. Guvenen, F., "A Parsimonious Macroeconomic Model for Asset Pricing", *Econometrica*, vol. 77, 2009, pagg. 1711-1750.

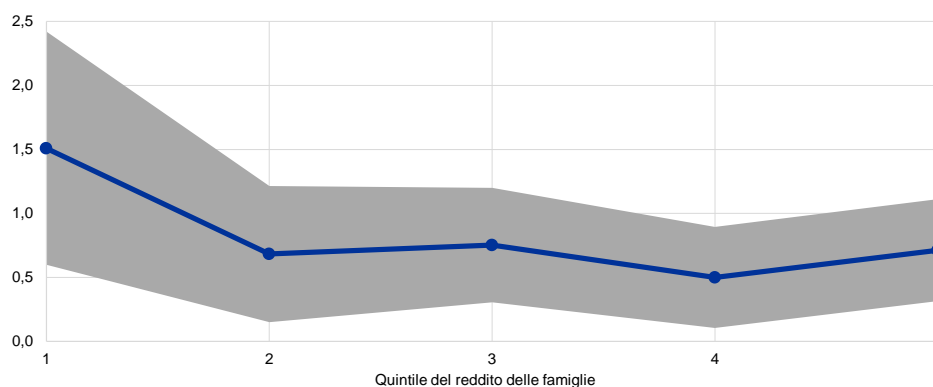
<sup>17</sup> Cfr. Castañeda, A., Díaz-Giménez, J. e Ríos-Rull, J.-V., "Exploring the income distribution business cycle dynamics", *Journal of Monetary Economics*, vol. 42, 1998, pagg. 93-130; e Guvenen, F., Schulhofer-Wohl, S., Song, J. e Yogo, M., "Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk", *American Economic Review*, vol. 107(5), 2017, pagg. 398-403. Cfr. anche il riquadro *Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico* nel numero 6/2019 di questo Bollettino. Sebbene tale andamento possa essere un po' meno pronunciato a livello dell'insieme dell'area dell'euro, il riquadro citato documenta significative variazioni tra i paesi più grandi dell'area, che potrebbero essere correlate a differenze nelle istituzioni del mercato del lavoro.

<sup>18</sup> Cfr. Heathcote, J., Perri, F. e Violante, G., "The Rise of US Earnings Inequality: Does the Cycle Drive the Trend?", *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, supplemento 1, 2020, pagg. S181-S204.

## Grafico 4

### “Beta dei lavoratori” nella distribuzione del reddito nell’area dell’euro

(elasticità del reddito dei singoli lavoratori rispetto alla crescita del PIL)



Fonte: riquadro *Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico* nel numero 6/2019 di questo bollettino.  
Note: il grafico utilizza dati medi relativi a Germania, Spagna, Francia e Italia e rappresenta l'elasticità stimata del reddito da lavoro di un lavoratore in risposta alle variazioni nella crescita del PIL aggregato all'interno della distribuzione del reddito delle famiglie. Al fine di evitare qualsiasi correlazione spuria tra esposizione e ordinamento i lavoratori sono distribuiti in quintili di reddito sulla base del reddito familiare nei due anni precedenti. Il reddito delle famiglie si basa sulla variabile HY020 (reddito disponibile complessivo delle famiglie) contenuta nel file dei dati longitudinali della banca dati EU-SILC; per la Germania sono stati utilizzati i dati longitudinali EU-SILC mutuati dallo studio GSOEP (German Socio-Economic Panel). L'area ombreggiata indica intervalli di confidenza del 95 per cento.

## Riquadro 1

### COVID-19 e disuguaglianze reddituali nell’area dell’euro

a cura di Maarten Dossche, Aleksandra Kolndrekaj e Jiří Slačálek

Anche se la pandemia di COVID-19 ha notevolmente ridotto il benessere economico di tutte le famiglie, i suoi effetti sono stati diversi a seconda della struttura della spesa delle famiglie stesse e dell'occupazione dei loro componenti. Il presente riquadro riporta evidenze relative all'area dell'euro basate su dati a livello di nucleo familiare riguardanti reddito da lavoro, consumi e risparmio.

Le conseguenze negative ai fini del reddito da lavoro sono state particolarmente pronunciate per i lavoratori più giovani, le donne e le famiglie con livelli reddituali più bassi. Il pannello a) del grafico A mostra, per ogni fascia di età, la percentuale dei lavoratori totali impiegati in settori direttamente interessati dalle restrizioni imposte durante i periodi di chiusura per contrastare il virus<sup>19</sup>. Tali misure hanno colpito in particolare quei settori in cui le norme di distanziamento fisico sono difficili da rispettare, come quello dell'ospitalità, dei viaggi, delle arti e dell'intrattenimento. Il pannello a) documenta due fenomeni: in primo luogo, i lavoratori impiegati nei settori colpiti dalle misure di chiusura sono più probabilmente giovani, poiché la pandemia sta avendo effetti particolarmente gravi sui lavoratori di età inferiore ai 25 anni; in secondo luogo, le donne hanno probabilità considerevolmente maggiori di lavorare in settori che sono stati colpiti da tali misure (un riscontro valido per quasi tutte le fasce di età). Analogamente, come mostra il pannello b), il COVID-19 ha effetti regressivi su tutta la distribuzione del reddito, con uno sbilanciamento del rischio di disoccupazione nei confronti delle famiglie che rientrano nei quintili inferiori. Questi riscontri sono coerenti con le evidenze relative ad altri paesi, secondo le quali la pandemia aggraverà probabilmente le disuguaglianze tra le famiglie. Ad esempio, diversi studi condotti negli Stati Uniti e

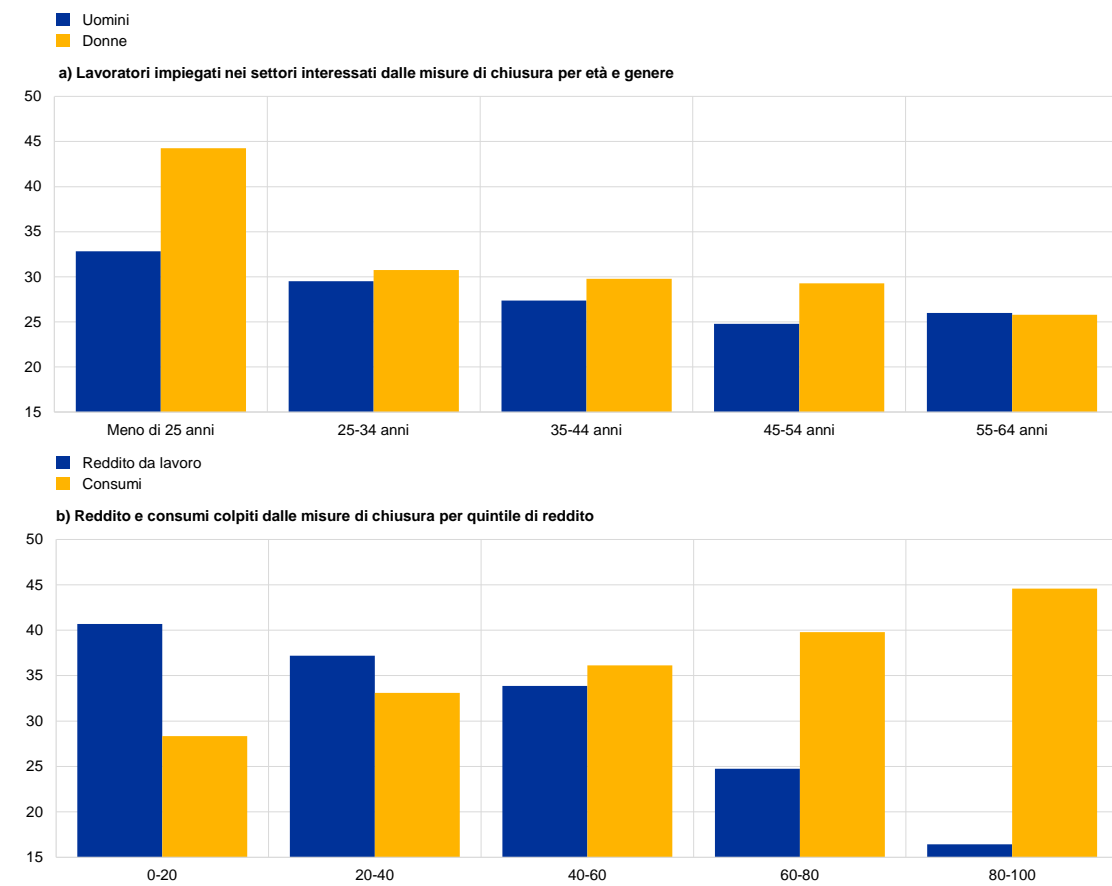
<sup>19</sup> I settori classificati come soggetti alle misure di chiusura sono i seguenti: commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli; trasporto e immagazzinaggio; attività ricettive e di ristorazione; arte, intrattenimento e svago (coerentemente con Joyce, R. e Xu, X., "Sector shutdowns during the coronavirus crisis: which workers are most exposed?", nota di briefing BN278, Institute for Fiscal Studies, 2020).

nel Regno Unito hanno dimostrato che la percentuale di lavoratori impiegati in settori colpiti dalle misure di chiusura è particolarmente elevata nel caso di individui che si collocano nella porzione inferiore della distribuzione del reddito<sup>20</sup>. Pertanto, in linea con quanto rilevato in riferimento a precedenti pandemie, è probabile che la pandemia attuale amplifichi le disparità di reddito esistenti<sup>21</sup>.

## Grafico A

### Scomposizione dell'impatto del COVID-19 per età, genere e quintile di reddito

(valori percentuali)



Fonte dei dati riportati nel pannello a): statistiche EU-SILC (dati relativi al 2017 per Irlanda e Slovacchia; dati relativi al 2018 per tutti gli altri paesi).

Fonte dei dati riportati nel pannello b): statistiche EU-SILC (dati relativi al 2017 per Irlanda e Slovacchia; dati relativi al 2018 per tutti gli altri paesi) e indagine dell'Eurostat sui bilanci delle famiglie (Eurostat Household Budget Survey).

Note al pannello a): per ogni fascia di età viene illustrata la percentuale di lavoratori totali (scomposta per genere) impiegati nei settori interessati dalle misure di chiusura. I settori classificati come soggetti alle misure di chiusura sono i seguenti: commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli; trasporto e immagazzinaggio; attività ricettive e di ristorazione; arte, intrattenimento e svago, rispettivamente corrispondenti ai settori G, H, I e R nella classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (classificazione NACE).

Note al pannello b): per ogni quintile di reddito viene illustrata la percentuale di reddito e consumi totali colpita dalle misure di chiusura. Fra i consumi interessati da tali misure figurano la spesa per servizi di ristorazione, di trasporto, vacanze, servizi alberghieri e culturali, nonché le spese rinviabili (ad esempio acquisti di autoveicoli, abbigliamento, calzature, mobili e complementi d'arredo).

A differenza del reddito da lavoro, il calo dei consumi delle famiglie è stato particolarmente marcato nelle porzioni superiori della distribuzione del reddito: le famiglie più benestanti hanno fortemente ridotto la spesa per beni e servizi non essenziali, che rappresentano quasi il 45 per cento della spesa

<sup>20</sup> Cfr. Béland, L.-P., Brodeur, A. e Wright, T., "COVID-19, Stay-At-Home Orders and Employment: Evidence from CPS Data", *IZA Discussion Papers*, n. 13282, maggio 2020; Mongey, S., Plossoph, L. e Weinberg, A., "Which workers bear the burden of social distancing policies?", *Covid Economics*, numero 12, 2020, pagg. 69-86; e Joyce, R. e Xu, X., op. cit.

<sup>21</sup> Cfr. Furceri, D., Loungani, P., Ostry, J. e Pizzuto, P., "Will Covid-19 affect inequality? Evidence from past pandemics", *Covid Economics*, numero 12, 2020, pagg. 138-157.

totale delle famiglie nel quintile superiore<sup>22</sup>. Tali famiglie hanno contribuito in maniera sproporzionata al considerevole incremento osservato nel tasso di risparmio aggregato, sia perché i beni e i servizi interessati dalle misure di chiusura costituiscono una percentuale maggiore dei loro consumi totali, sia perché il loro reddito è stato meno colpito.

Le politiche fiscali, unitamente alle misure di politica monetaria adottate dalla BCE, hanno contribuito a mitigare le ricadute economiche della crisi legata al COVID-19. Mentre l'accomodamento monetario della BCE ha assicurato condizioni di finanziamento favorevoli per l'intera economia, i trasferimenti di bilancio mirati (come ad esempio il ricorso a regimi per il mantenimento dell'occupazione) hanno attenuato l'impatto della crisi sulle famiglie che sono state maggiormente colpite.

---

### 3 Politica monetaria e disuguaglianze tra famiglie

#### **Incidenza della politica monetaria sulle disuguaglianze reddituali e patrimoniali**

**La letteratura economica ha individuato tre canali principali attraverso i quali una variazione dell'orientamento di politica monetaria può avere effetti distributivi in termini di ricchezza e reddito delle famiglie.** Il primo è il canale della remunerazione del risparmio (e del costo del debito), legato alle differenze nelle dimensioni e nella composizione dei bilanci delle famiglie. A causa di tali differenze, una variazione dei tassi d'interesse avrà effetti opposti sulle condizioni economiche dei debitori netti e dei risparmiatori netti. Il secondo è il canale dei prezzi delle attività, legato all'eterogeneità dei portafogli delle famiglie e alle diverse plusvalenze (o minusvalenze) che si producono al variare dell'orientamento della politica monetaria. A questo proposito, le fluttuazioni dei prezzi delle attività indotte da politiche espansive avranno più probabilmente effetti positivi per le classi benestanti (e, in alcuni casi, per il ceto medio) nella misura in cui queste detengono attività a più lungo termine (come spiegato in maggior dettaglio nel riquadro 3). Il terzo canale concerne il reddito delle famiglie e deriva dal fatto che l'elasticità dell'occupazione rispetto al ciclo economico non è uniforme fra i singoli soggetti e dipende dalle caratteristiche individuali.

#### **Politica monetaria e disuguaglianze: evidenze empiriche relative all'area dell'euro**

**Tra le varie famiglie il margine di interesse reagisce in maniera diversa a una riduzione del tasso di interesse.** Ciò dipende essenzialmente dalla misura in cui le attività fruttifere detenute dalle famiglie presentano scadenze a breve termine e i mutui

---

<sup>22</sup> Ai fini del presente articolo per "beni e servizi non essenziali" si intendono quelli interessati dalle misure di chiusura, tra cui figurano servizi di ristorazione, di trasporto, vacanze, servizi alberghieri e culturali, nonché quelli oggetto di spese rinviabili (ad esempio acquisti di autoveicoli, abbigliamento, calzature, mobili e complementi d'arredo).

ipotecari sono caratterizzati da tassi variabili<sup>23</sup>. Come mostrato dalle stime riportate nel grafico 5, il margine di interesse delle famiglie più povere non ha risentito molto della riduzione dei tassi d'interesse, in quanto sia il loro debito sia le loro attività fruttifere tendono ad attestarsi su livelli contenuti. Al contrario, il margine di interesse delle famiglie appartenenti al ceto medio è aumentato al diminuire dei tassi d'interesse, soprattutto perché queste detengono livelli di debito ipotecario relativamente elevati. Infine, le famiglie più benestanti hanno registrato una perdita netta del reddito da interessi, poiché esse tendono, in media, a essere meno indebitate<sup>24</sup>. Pertanto gli effetti diretti di una riduzione dei tassi di interesse non sembrano incrementare le disparità di reddito.

## Grafico 5

### Variazioni del margine di interesse nella distribuzione del reddito e della ricchezza

(EUR per famiglia; variazione del margine di interesse sui dodici mesi nel periodo 2007-2019)



Fonte: Dossche et al., op. cit.

Note: le famiglie "benestanti" sono definite come il quintile superiore della distribuzione della ricchezza netta (ricchezza finanziaria e non finanziaria); le famiglie appartenenti al "ceto medio" corrispondono al 60 per cento della popolazione complessiva che si colloca al vertice della distribuzione del reddito delle famiglie non benestanti; le famiglie "più povere" rappresentano il quintile inferiore della popolazione complessiva che si colloca alla base della distribuzione del reddito delle famiglie non benestanti.

**L'allentamento monetario incide sul reddito da lavoro delle famiglie attraverso due canali principali.** Il primo è legato all'eventualità che i disoccupati trovino un lavoro e quindi in genere registrino un notevole incremento del proprio reddito (canale dell'eterogeneità reddituale)<sup>25</sup>. La probabilità che ciò avvenga dipende dalle caratteristiche demografiche delle persone (età, livello di istruzione, stato civile, numero di figli, ecc.). Il secondo canale è legato all'aumento delle retribuzioni delle persone occupate (canale della composizione del reddito).

**L'allentamento monetario realizzato grazie al programma di acquisto di attività (PAA) della BCE ha sostanzialmente ridotto il tasso di disoccupazione**

<sup>23</sup> Cfr. Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, vol. 109(6), 2019, pagg. 2333-2367; e Tzamourani, P., "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households", *European Economic Review*, di prossima pubblicazione.

<sup>24</sup> Cfr. Dossche, M., Hartwig, J. e Pierluigi, B., *The redistribution of interest income in the euro area, 2007-2019*, mimeo, 2020.

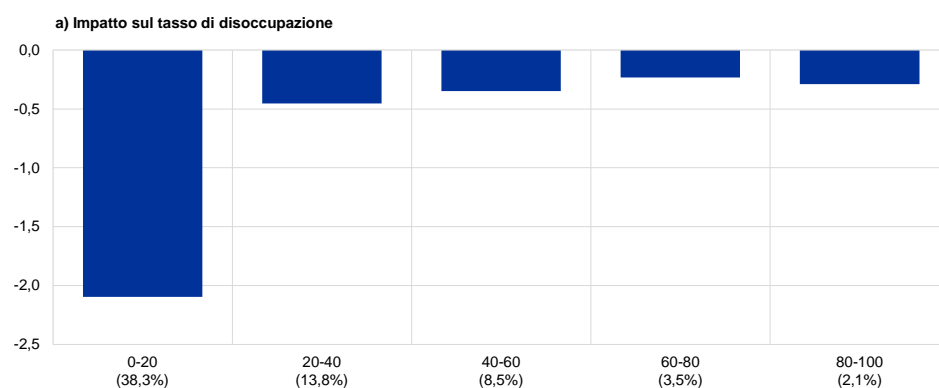
<sup>25</sup> Analogamente, i lavoratori che non vengono licenziati non subiscono una perdita di reddito (che altrimenti si sarebbe verificata).

nella porzione inferiore della distribuzione del reddito<sup>26</sup>. Il pannello a) del grafico 6 riporta, per ciascuno dei cinque quintili della distribuzione del reddito, una stima della diminuzione del tasso di disoccupazione che può essere attribuita al PAA quattro trimestri dopo la sua introduzione (che qui è rappresentato da un calo imprevisto del differenziale a termine dei tassi di interesse, cioè la differenza tra i tassi di interesse a lungo e a breve termine, pari a 30 punti base). Il calo del tasso di disoccupazione in termini aggregati, che ammonta a circa 0,7 punti percentuali, ha effetti molto eterogenei sui singoli individui, con ricadute positive principalmente per le famiglie con redditi che rientrano nel quintile inferiore: in questo caso il tasso di disoccupazione si riduce di più di 2 punti percentuali, mentre in tutti gli altri quintili di reddito esso scende di meno di 0,5 punti percentuali.

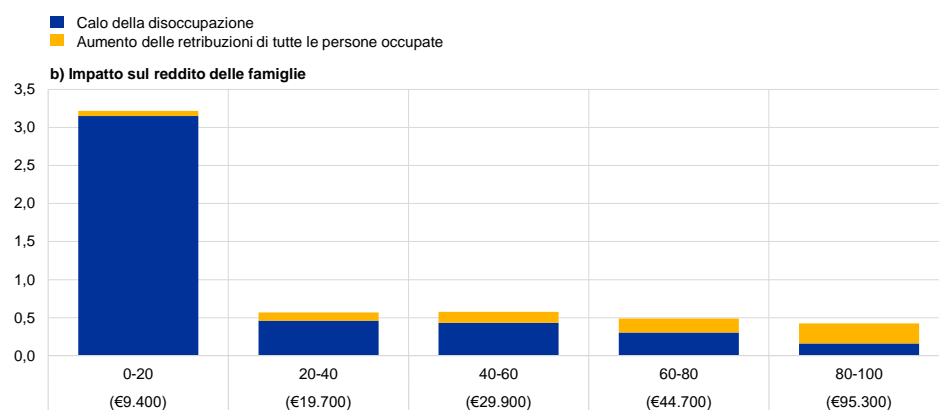
### Grafico 6

#### Impatto dell'allentamento monetario realizzato tramite il PAA

(punti percentuali)



(valori percentuali)



Fonte: Lenza, M. e Slačálek, J., op. cit.

Note: il pannello a) mostra il calo del tasso di disoccupazione nei vari quintili della distribuzione del reddito delle famiglie a quattro trimestri dal concretizzarsi degli effetti del PAA. Le cifre tra parentesi in tale pannello indicano il tasso iniziale di disoccupazione per ciascun quintile. Il pannello b) rappresenta la variazione percentuale del reddito mediano per i vari quintili, oltre alla scomposizione di tale variazione lungo il margine estensivo (canale dell'eterogeneità del reddito) e quello intensivo (canale dell'aumento delle retribuzioni). Le cifre tra parentesi in tale pannello indicano il livello del reddito lordo mediano delle famiglie per ciascun quintile. Ai fini del presente grafico, l'area dell'euro è definita per aggregazione dei dati relativi a Germania, Spagna, Francia e Italia.

<sup>26</sup> Cfr. Lenza, M. e Slačálek, J., "How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2190, BCE, ottobre 2018. Per maggiori dettagli sul PAA, cfr.: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.it.html>.



**Il calo della disoccupazione è da ritenersi un significativo fattore trainante degli incrementi salariali in tutta la distribuzione del reddito, in particolare nei quintili inferiori.** Il pannello b) del grafico 6 scompone l'aumento complessivo del reddito medio in: a) la parte dovuta al calo della disoccupazione (canale dell'eterogeneità reddituale) e b) la parte dovuta all'incremento delle retribuzioni per tutti i lavoratori (canale della composizione del reddito). Il canale dell'eterogeneità reddituale ha un impatto particolarmente forte sul quintile inferiore, in cui la crescita salariale svolge un ruolo molto limitato. Tuttavia, rappresenta anche la gran parte dell'impatto totale sul reddito in tre degli altri quattro quintili (con l'eccezione del quintile superiore).

**Nel complesso, si stima che l'impatto del PAA sul mercato del lavoro riduca in una certa misura le disuguaglianze reddituali.** Le variazioni dei tassi di disoccupazione incidono notevolmente sul reddito delle famiglie, con un aumento considerevole di quest'ultimo dovuto al fatto che i nuclei familiari iniziano o continuano a percepire una retribuzione (anziché sussidi di disoccupazione). Il reddito medio del quintile inferiore aumenta di oltre il 3 per cento, mentre quello degli altri quintili aumenta di circa lo 0,5 per cento.

**Il PAA influisce anche sulla distribuzione della ricchezza attraverso il canale della composizione del portafoglio.** Il PAA aumenta il valore di alcune attività delle famiglie (azioni, obbligazioni, abitazioni di proprietà) e ciò interessa circa i due terzi di tutte le famiglie che le detengono. Poiché le azioni sono in gran parte detenute dalle famiglie più ricche, un aumento dei prezzi delle azioni tende, di per sé, a portare a un aumento delle disuguaglianze in termini di ricchezza. Tuttavia, tale incremento è compensato, in parallelo, dall'aumento dei prezzi delle abitazioni. Il patrimonio abitativo è distribuito in modo abbastanza uniforme tra le famiglie dell'area dell'euro, con un'ampia percentuale (circa il 60 per cento) che è proprietaria della propria residenza principale<sup>27</sup>. Inoltre, esso rappresenta circa il 70-80 per cento del valore totale di tutte le attività delle famiglie<sup>28</sup>. Se si associano gli effetti sui corsi azionari a quelli sui prezzi delle abitazioni, il coefficiente di Gini relativo alla ricchezza netta, che fornisce una misura indicativa della disuguaglianza, rimane sostanzialmente invariato.

**Questi risultati sono coerenti con un corpus di letteratura sempre più vasto che stima gli effetti distributivi della politica monetaria<sup>29</sup>.** Due recenti studi, ad esempio, hanno concluso che l'effetto complessivo esercitato dalle misure di politica monetaria non convenzionali sulle disuguaglianze reddituali e patrimoniali è stato piuttosto modesto<sup>30</sup>. Secondo altre conclusioni della Deutsche Bundesbank, invece, le

<sup>27</sup> Cfr. Adam, K. e Tzamourani, P., "Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area", *European Economic Review*, vol. 89, 2016, pagg. 172-192.

<sup>28</sup> L'impatto sulle famiglie varia anche a seconda della struttura e dell'entità delle loro attività e passività: mentre le famiglie fortemente indebitate (la cui ricchezza netta si attesta spesso su livelli contenuti) ricevono maggiori benefici rispetto a quelle benestanti, le famiglie con poche attività guadagnano molto poco (o nulla).

<sup>29</sup> Cfr., ad esempio, Colciago, A., Samarina, A. e De Haan, J., "Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, vol. 33, 2019, pagg. 1199-1231.

<sup>30</sup> Cfr. Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L. e Secchi, A., "A 'reverse Robin Hood'? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households", *Journal of International Money and Finance*, vol. 85, 2018, pagg. 215-235, e Bunn, P., Pugh, A. e Yeates, C., "The Distributional Impact of Monetary Policy Easing in the UK Between 2008 and 2014", *Staff Working Papers*, n. 720, Bank of England, 2018. Il primo di questi due lavori, che utilizza dati italiani, rileva anche che le misure non convenzionali non danneggiano i risparmiatori, in quanto il calo della remunerazione delle attività è compensato dal sostegno al reddito da lavoro e dalle plusvalenze.

misure di politica monetaria non convenzionali hanno probabilmente ridotto le disparità relative al reddito, mentre è meno chiaro il loro impatto sulla distribuzione della ricchezza<sup>31</sup>. Per quanto riguarda l'economia portoghese, il Banco de Portugal ha riscontrato che, mentre l'aumento dei prezzi delle abitazioni tende a ridurre le disuguaglianze patrimoniali, l'incremento di valore delle attività di impresa svolte dai lavoratori autonomi e della ricchezza finanziaria negoziabile le accresce<sup>32</sup>. Infine, recenti lavori di ricerca incentrati sui differenziali interrazziali negli Stati Uniti hanno evidenziato che, mentre un orientamento accomodante della politica monetaria tende a ridurre le differenze interrazziali in termini di disoccupazione (e quindi di reddito), esso acuisce i differenziali di ricchezza<sup>33</sup>.

## Riquadro 2

### Politica monetaria e disuguaglianze regionali

a cura di Sebastian Hauptmeier, Fédéric Holm-Hadulla e Katerina Nikalixi

In molte parti del mondo le fortune economiche delle regioni più povere e di quelle più ricche hanno avuto andamenti divergenti negli ultimi anni. In Europa, ad esempio, le disparità regionali si sono acuite dall'avvio dell'UEM, in particolare a causa di fenomeni di isteresi determinatisi a seguito della crisi finanziaria mondiale<sup>34</sup>. Una recente pubblicazione conferma che sono emerse dinamiche divergenti nell'area dell'euro dopo la crisi finanziaria, in quanto le porzioni superiori della distribuzione del reddito hanno registrato una solida ripresa dopo la contrazione del 2009, mentre quelle inferiori hanno subito continui cali del PIL pro capite<sup>35</sup>. Inoltre, un recente riquadro di questo Bollettino documenta lo stesso tipo di divergenza nei mercati del lavoro<sup>36</sup>.

L'aumento delle disuguaglianze regionali è stato oggetto di attenzione, ma non è stato ancora considerato il contributo fornito dalla politica monetaria. Il dibattito si è concentrato maggiormente sui sistemi fiscali e di trasferimento o sui cambiamenti alla base delle strutture economiche quali forze principali che determinano le dinamiche delle disuguaglianze regionali<sup>37</sup>. Tuttavia, è naturale chiedersi se tali forze siano state accentuate o attenuate dalle politiche macroeconomiche e, tra i diversi ambiti di intervento, la politica monetaria è degna di interesse, dato il suo ruolo rilevante nell'orientamento dei risultati macroeconomici nell'ultimo decennio.

In tale contesto, il presente riquadro cerca di far luce sull'impatto dinamico che le variazioni esogene dei tassi di interesse a breve termine hanno avuto sul PIL delle città e di altre unità regionali dell'area dell'euro. Per calcolare tali variazioni, il modello empirico qui utilizzato tiene conto delle variabili

<sup>31</sup> Cfr. Deutsche Bundesbank, "Distributional Effects of Monetary Policy", *Monthly Report*, settembre 2016, pagg. 13-36.

<sup>32</sup> Cfr. Banco de Portugal, "Distribution Mechanisms of Monetary Policy in the Portuguese Economy", *Economic Bulletin*, maggio 2017, pagg. 93-110.

<sup>33</sup> Cfr. Bartscher, A., Kuhn, M., Schularick, M. e Wachtel, P., "Monetary Policy and Racial Inequality", *CEPR Discussion Papers*, n. 15734, gennaio 2021. Il motivo principale dell'effetto negativo sui differenziali di ricchezza è che le famiglie nere negli Stati Uniti hanno meno probabilità di detenere azioni e possedere una casa rispetto alle famiglie bianche.

<sup>34</sup> Cfr. Hudecz, G., Moshhammer, E. e Wieser, T., "Regional disparities in Europe: should we be concerned?", *ESM Discussion Papers*, n. 13, luglio 2020.

<sup>35</sup> Cfr. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. e Nikalixi, K., "Monetary policy and regional inequality", *Working Paper Series*, n. 2385, BCE, marzo 2020.

<sup>36</sup> Cfr. il riquadro *Andamento regionale del mercato del lavoro durante la grande crisi finanziaria e la successiva ripresa* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

<sup>37</sup> Cfr. Austin, B., Glaeser, E. e Summers, L., "Saving the Heartland: Place-Based Policies in 21st Century America", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2018.

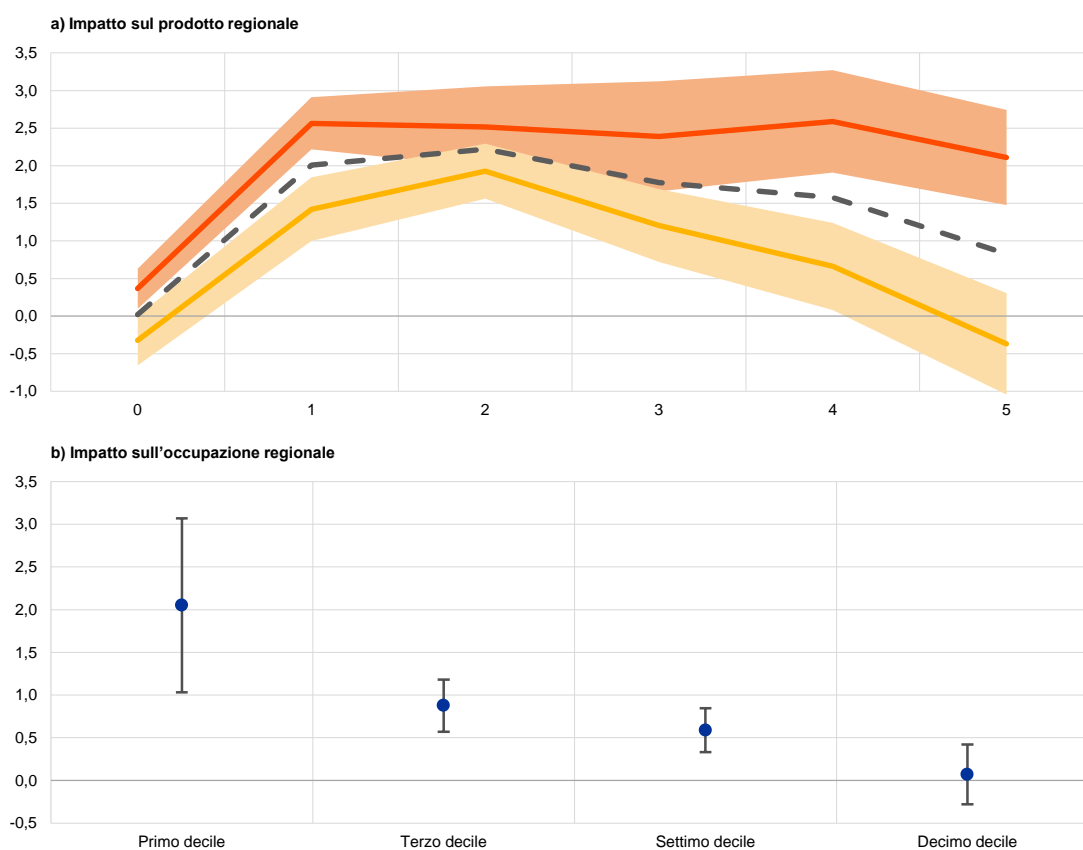
macroeconomiche fondamentali (quali il PIL dell'area dell'euro e l'inflazione misurata sullo IAPC) che in genere fanno parte della funzione di reazione di una banca centrale. Pertanto, la strategia di individuazione adottata postula che, tenendo conto delle condizioni macroeconomiche, la politica monetaria non risponde all'attività economica a livello regionale.

I risultati indicano una marcata eterogeneità nelle dinamiche regionali di trasmissione della politica monetaria. Ad esempio, il pannello a) del grafico A confronta la risposta dinamica del prodotto regionale con uno shock di politica monetaria al 5° e al 95° percentile della distribuzione. In entrambe le porzioni della distribuzione, il prodotto cresce dopo la riduzione dei tassi, ma l'espansione è molto più marcata all'estremità inferiore; inoltre, tale divario si allarga nel tempo. Infatti, mentre nella porzione superiore della distribuzione il prodotto ritorna ai suoi livelli precedenti, nella parte inferiore esso beneficia di un impatto persistente. Di conseguenza, l'allentamento della politica monetaria attenua le disuguaglianze regionali, mentre il suo inasprimento le accresce.

## Grafico A

### Impatto della politica monetaria a livello regionale

(valori percentuali)



Fonte: Hauptmeier et al., op. cit.

Note relative al pannello a): viene mostrato l'impatto esercitato sul PIL regionale da una riduzione di 100 punti base del tasso d'interesse (in valori percentuali). L'asse delle ascisse indica l'orizzonte della funzione di risposta all'impulso (FRI) (in anni). Le linee indicano stime puntuali e le aree ombreggiate delimitano intervalli di confidenza del 90 per cento. La linea rossa rappresenta le stime per il 95° percentile della distribuzione condizionale del PIL a livello regionale; la linea gialla rappresenta il 5° percentile; la linea tratteggiata indica la media.

Note relative al pannello b): viene mostrato l'impatto esercitato sull'occupazione da una riduzione di 100 punti base del tasso d'interesse cinque anni dopo (in valori percentuali) in vari decili della distribuzione del PIL pro capite regionale. I punti indicano le stime puntuali; le barre delimitano intervalli di confidenza del 90 per cento. Le regioni sono definite secondo la classificazione NUTS 3 dell'Eurostat.

Tali risultati illustrano il ruolo svolto dagli effetti distributivi della politica monetaria (anche in base a fattori geografici). Inoltre, mentre il dibattito sul diverso impatto della politica monetaria dell'area

dell'euro in termini geografici si concentra generalmente sulle differenze tra paesi, la presente analisi mostra che il tema dell'eterogeneità geografica va ben oltre: l'eterogeneità interregionale si accentua a livelli geografici più granulari e, a sua volta, altera profondamente le implicazioni di un determinato orientamento di politica monetaria in settori differenti dell'economia.

In linea con una lunga ed ampia serie di studi<sup>38</sup>, Hauptmeier et al. (op. cit.) indicano i mercati del lavoro come una probabile determinante di tali andamenti: la risposta dell'occupazione agli shock di politica monetaria è particolarmente persistente e gli effetti duraturi sono fortemente diffusi in tutta la distribuzione del PIL pro capite regionale. Come illustrato nel pannello b) della figura A, gli effetti sull'occupazione statisticamente significativi ed economicamente rilevanti sono ancora visibili cinque anni dopo uno shock di politica monetaria, fino al settimo decile della distribuzione del PIL pro capite regionale. Nel complesso, tali risultati si aggiungono a un crescente numero di ricerche secondo le quali la politica monetaria può innescare effetti duraturi, con maggiori implicazioni in termini di benessere rispetto a quelle che si avrebbero se essa si limitasse ad attenuare le fluttuazioni temporanee dell'attività economica<sup>39</sup>.

---

## 4 Eterogeneità e trasmissione della politica monetaria alla spesa delle famiglie

Mentre la sezione precedente si è concentrata sull'impatto della politica monetaria sulle disuguaglianze reddituali e patrimoniali, la presente sezione esamina le modalità in cui la distribuzione del reddito e della ricchezza influenza la trasmissione della politica monetaria alle famiglie. In particolare, essa stima il modo in cui la trasmissione della politica monetaria ai consumi varia nelle singole famiglie in base alla struttura del loro reddito e della loro ricchezza, alla loro propensione marginale al consumo e al modo in cui il loro reddito risponde agli shock aggregati.

### Canali diretti e indiretti di trasmissione della politica monetaria

Gli effetti della politica monetaria sulle singole famiglie possono essere raggruppati in due grandi categorie: *diretti* e *indiretti*.

**Gli effetti diretti sono le conseguenze immediate e di equilibrio parziale della variazione dei tassi di interesse.** Tali effetti comprendono l'impatto dei diversi andamenti dei tassi di interesse sul reddito finanziario netto delle famiglie (esposizione netta al rischio di tasso di interesse). Questo è spesso il canale principale evidenziato dagli osservatori. Tale impatto è eterogeneo tra le famiglie, a seconda della composizione dei loro portafogli di attività e passività. Ad esempio, una riduzione dei tassi di riferimento ridurrà i pagamenti per interessi per le famiglie con debito in essere (come spiegato in precedenza), soprattutto nel caso di prestiti a

---

<sup>38</sup> Cfr, ad esempio, Blanchard, O. e Summers, L., "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 1, 1986, pagg. 15-78.

<sup>39</sup> Cfr, ad esempio, Blanchard, O., "Should we reject the natural rate hypothesis?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32(1), 2018, pagg. 97-120, e Jordà, Ó, Singh, S.R. e Taylor, A.M., "The Long-Run Effects of Monetary Policy", *NBER Working Papers*, n. 26666, 2020.

tassi variabili. Ridurrà anche il reddito finanziario delle famiglie che non sono indebitate, ma che detengono attività a breve scadenza (i cui rendimenti reali diminuiranno temporaneamente). Un secondo effetto diretto della politica monetaria è quello di modificare gli incentivi al risparmio delle famiglie (sostituzione intertemporale). Anche tale effetto è eterogeneo, in quanto si applica principalmente alle famiglie che dispongono di risparmi liquidi e sono quindi in grado di adeguarli temporaneamente senza pagare costi di transazione elevati.

**Gli effetti indiretti si producono tramite le risposte di prezzi e salari in termini di equilibrio generale (e quindi del reddito da lavoro e dell'occupazione).** In caso di riduzione dei tassi di riferimento, il conseguente aumento diretto della spesa delle famiglie (e degli investimenti da parte delle imprese) determina un incremento del prodotto ed esercita una pressione al rialzo sull'occupazione e sui salari. Tale effetto indiretto, che opera attraverso la crescita del reddito da lavoro (soprattutto nel quintile inferiore, come descritto nella sezione precedente), è causa di ulteriori incrementi della domanda aggregata. Inoltre, avrà conseguenze eterogenee nella misura in cui le diverse fonti di guadagno (ad esempio, le retribuzioni dei lavoratori dipendenti rispetto ai redditi delle imprese private) o i diversi gruppi di disoccupati (ad esempio, i lavoratori meno qualificati rispetto a quelli altamente qualificati) presentano differenti gradi di elasticità nella risposta alla variazione della spesa aggregata.

## Stime empiriche relative all'area dell'euro

**Nella letteratura economica vi sono evidenze crescenti del fatto che le singole famiglie si comportano in maniera diversa per quanto riguarda il modo in cui i loro consumi rispondono agli shock al reddito; vale a dire che le famiglie presentano delle differenze relativamente alla loro propensione marginale al consumo<sup>40</sup>.** Gli autori hanno ritenuto utile classificare le famiglie in base all'ammontare di attività liquide da esse detenute. Le famiglie con scarse attività liquide tendono ad avere un'elevata propensione marginale al consumo, e spesso vengono definite come famiglie i cui mezzi di sostentamento sono appena sufficienti a soddisfare le loro necessità ("hand-to-mouth"), poiché tendono a consumare tutto il loro reddito<sup>41</sup>. Possono essere sia "povere", se non possiedono attività, sia "benestanti", se la loro ricchezza illiquida presenta un saldo netto positivo (ad esempio, se sono proprietarie dell'abitazione in cui risiedono), ma hanno attività liquide molto limitate e impegni di spesa considerevoli (ad esempio un mutuo di

---

<sup>40</sup> Gli studi in materia tendono ad adottare due approcci diversi. Il primo consiste nell'esaminare eventi reali (come ad esempio sgravi fiscali inattesi per le famiglie) e misurare la reazione dei consumi agli shock al reddito utilizzando i dati ricavati dalle indagini (cfr., ad esempio, Jappelli, T. e Pistaferri, L., "The Consumption Response to Income Changes", *Annual Review of Economics*, vol. 2, 2010, pagg. 479-506). Il secondo si avvale di indagini, nelle quali si chiede ai partecipanti come reagirebbe la loro spesa in scenari ipotetici o reali (cfr., per esempio, Jappelli, T. e Pistaferri, L., "Fiscal Policy and MPC Heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6(4), 2014, pagg. 107-136 e Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Pistaferri, L. e Van Rooij, M., "Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks", *The Economic Journal*, vol. 129, n. 622, 2019, pagg. 2322-2341).

<sup>41</sup> Essenzialmente, le famiglie "hand-to-mouth" detengono a) attività liquide nette positive il cui valore è inferiore a due settimane di reddito o b) attività liquide nette negative il cui valore è inferiore a due settimane di reddito meno il fido loro accordato.

importo elevato)<sup>42</sup>. Di contro, le famiglie con meno vincoli finanziari (definite “non-hand-to-mouth”) si comportano in linea con l’ipotesi del reddito permanente: le loro abitudini di spesa restano sostanzialmente invariate in risposta ad un aumento transitorio del reddito. Sulla base di tale classificazione, il 10 per cento delle famiglie dell’area dell’euro hanno vincoli economici e sono “povere”, il 12 per cento di esse hanno vincoli economici e sono “benestanti” e il 78 per cento dispone di liquidità ampiamente sufficiente a soddisfare le proprie esigenze (“non-hand-to-mouth”).

**Per stimare le dimensioni dei vari canali di trasmissione ai consumi, sono necessari sia dati aggregati sia dati a livello micro sui portafogli di attività e sul reddito delle famiglie**<sup>43</sup>. Per quanto riguarda i dati aggregati, si possono utilizzare modelli autoregressivi vettoriali per stimare le modalità in cui il reddito aggregato e i prezzi delle attività reagiscono alla politica monetaria. Inoltre, sono necessari dati a livello micro per quantificare l’esposizione delle famiglie al rischio di tasso di interesse, di inflazione, a quello dei prezzi delle attività e al rischio da reddito da lavoro.

**Come mostra il grafico 7, la spesa delle famiglie con molti vincoli economici aumenta in misura superiore rispetto a quella delle famiglie che non ne hanno in risposta a un allentamento della politica monetaria.** Una riduzione di 100 punti base dei tassi di interesse reali fa aumentare di quasi l’1 per cento i consumi delle famiglie con vincoli economici povere e dell’1,6 per cento quelli delle famiglie con vincoli economici benestanti, mentre i consumi delle altre famiglie crescono solo dello 0,5 per cento.

---

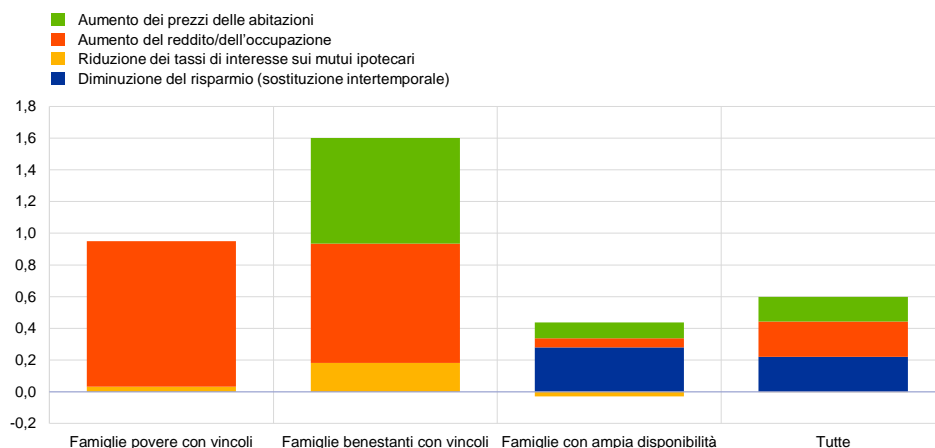
<sup>42</sup> Cfr., ad esempio, Kaplan, G., Moll, B. e Violante, G., “[Monetary Policy According to HANK](#)”, *American Economic Review*, vol. 108(3), 2018, pagg. 697-743 e Weidner, J., Kaplan, G. e Violante, G., “[The Wealthy Hand-to-Mouth](#)”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 48, primavera 2014, pagg. 77-153.

<sup>43</sup> La presente sezione riassume i principali risultati di Slačálek, J., Tristani, O. e Violante, G., “[Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area](#)”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 115, 2020, articolo 103879.

## Grafico 7

### Stima dell'impatto sui consumi di una riduzione di 100 punti base dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: Slacálek et al., op. cit.

Note: il presente grafico mostra l'impatto esercitato da una riduzione di 100 punti base dei tassi di interesse reali sui consumi a un anno di distanza e la scomposizione di tale impatto in: a) effetto di sostituzione intertemporale standard (che riduce il risparmio), b) canale dei flussi di cassa, risultante dal calo dei tassi di interesse sui mutui ipotecari, c) canale del reddito, derivante dall'aumento dell'occupazione e delle retribuzioni e d) effetto di ricchezza associato al patrimonio immobiliare, causato dall'aumento dei prezzi delle abitazioni. Le dimensioni di tali effetti variano a seconda della ricchezza delle famiglie. Nell'area dell'euro, il 10 per cento delle famiglie hanno vincoli economici e sono povere, il 12 per cento hanno vincoli economici e sono benestanti e il 78 per cento dispongono di ampia liquidità. Ai fini del presente grafico, l'area dell'euro è definita per aggregazione dei dati relativi a Germania, Spagna, Francia e Italia.

**Quando si verifica un allentamento della politica monetaria, i consumi delle famiglie con vincoli economici sono stimolati soprattutto tramite effetti indiretti, mentre i consumi delle famiglie con ampie disponibilità sono stimolati principalmente attraverso il canale della sostituzione intertemporale.** L'impatto degli effetti indiretti è fortemente orientato verso le famiglie "hand-to-mouth", poiché esse tendono ad avere redditi più bassi e a beneficiare in misura sproporzionata della creazione di nuova occupazione e del reddito da lavoro che ne deriva. L'effetto di tale canale sui consumi è amplificato perché queste famiglie hanno una maggiore propensione marginale al consumo rispetto ad altre. Il canale della sostituzione intertemporale svolge un ruolo fondamentale per le famiglie senza vincoli economici che dispongono di risparmi significativi, mentre gli altri canali di trasmissione (che si attivano con le variazioni dei prezzi delle abitazioni e, in particolare, con le variazioni del reddito finanziario netto) svolgono un ruolo minore in termini quantitativi<sup>44</sup>.

**È importante tener conto delle differenze tra le famiglie nel valutare l'effetto esercitato dalla politica monetaria sui consumi aggregati.** In generale, la politica monetaria ha solo conseguenze temporanee sull'economia poiché i suoi effetti tendono a dissolversi nel lungo periodo. Pertanto, altri fattori, come la globalizzazione o le modalità secondo le quali reddito e ricchezza vengono redistribuiti nei singoli sistemi fiscali (ad esempio mediante una tassazione progressiva), a lungo termine tenderanno ad essere le maggiori determinanti delle disuguaglianze rispetto alla

<sup>44</sup> I prezzi delle abitazioni incidono sui consumi principalmente attraverso l'allentamento dei vincoli sulle garanzie, consentendo alle famiglie di indebitarsi maggiormente per finanziare i consumi. L'impatto di tale effetto si concentra sulle famiglie con vincoli di liquidità (cfr., ad esempio, Paiella, M. e Pistaferri, L., "Decomposing the Wealth Effect on Consumption", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99(4), ottobre 2017, pagg. 710-721).

politica monetaria. Tuttavia, i nostri risultati indicano che di fatto quest'ultima può essere efficace nel sostenere i consumi delle famiglie durante le fasi recessive.

### Riquadro 3

#### Plusvalenze patrimoniali, benessere e consumi

---

a cura di Maarten Dossche e Dimitris Georgarakos

Il recente calo dei tassi di interesse dovuto alla riduzione dei tassi di riferimento e agli acquisti netti di attività ha contribuito a determinare plusvalenze patrimoniali per le attività a più lungo termine<sup>45</sup>. Ciò solleva due interrogativi. In primo luogo, fino a che punto tali plusvalenze hanno contribuito alle disparità di ricchezza? In secondo luogo, fino a che punto hanno generato effetti di ricchezza sui consumi, stimolando così l'attività aggregata? Secondo la teoria economica, trovare le risposte a queste domande potrebbe non essere così immediato.

Non è vero, ad esempio, che gli azionisti beneficiano sempre di plusvalenze patrimoniali quando i tassi d'interesse diminuiscono<sup>46</sup>. In effetti, è necessario verificare se le loro attività hanno una durata finanziaria più lunga rispetto alle loro passività. Le esposizioni al rischio di tasso di interesse prive di copertura (unhedged interest rate exposures, UREs), vale a dire la differenza tra tutte le attività e passività in scadenza in un determinato momento, rappresentano la misura più accurata dell'esposizione di bilancio delle famiglie alle variazioni dei tassi di interesse. Le persone la cui ricchezza finanziaria è investita principalmente in depositi a breve termine tendono ad avere UREs positive, mentre quelle con consistenti passività relative a mutui ipotecari a tasso variabile tendono ad avere UREs negative. Quando i tassi di interesse diminuiscono, la ricchezza si ridistribuisce dal primo al secondo gruppo.

È importante rilevare che le passività includono anche i piani di consumo e che le attività comprendono anche il capitale umano. Pertanto, le plusvalenze patrimoniali derivanti da un calo dei tassi di interesse non hanno alcun effetto sulle famiglie i cui flussi di dividendi sono pari ai consumi previsti. Di contro, una riduzione dei tassi di interesse favorisce le famiglie che detengono attività a lungo termine allo scopo di finanziare i consumi a breve (ad esempio, i nuclei familiari più anziani che detengono azioni od obbligazioni a lungo termine) grazie alle plusvalenze da esse generate. Inoltre, tassi più bassi danneggiano le famiglie che finanziano flussi di consumo a lungo termine (ad esempio il periodo della pensione) utilizzando attività a breve termine (come il reddito accumulato negli anni precedenti il pensionamento), poiché di conseguenza si abbassa il tasso al quale esse possono investire i loro guadagni. Tali conclusioni sono state ricavate da un modello stilizzato e alcune delle ipotesi sottostanti, nella pratica, possono non essere sempre valide (ad esempio per motivi legati a eventuali lasciti). Nel complesso, tuttavia, la teoria economica chiarisce che, anche se due diverse famiglie detengono lo stesso ammontare di ricchezza, composta esattamente nello stesso modo, gli effetti in termini di benessere delle plusvalenze patrimoniali sui loro portafogli possono variare, a seconda dei piani di consumo e investimento di ciascuna.

---

<sup>45</sup> Cfr. Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Evidence from the Euro Area", *International Journal of Central Banking*, di prossima pubblicazione.

<sup>46</sup> Cfr. Auclert, A., op. cit.; e Moll, B., "Comment on Hubmer, Krusell and Smith (2020), 'Sources of U.S. Wealth Inequality: Past, Present, and Future'", *NBER Macroeconomics Annual*, di prossima pubblicazione. Si noti, tuttavia, che gli incrementi dei corsi azionari determinati da dividendi attesi più elevati accresceranno sempre il benessere degli azionisti, indipendentemente dal fatto che essi intendano acquistare, vendere o mantenere invariato il proprio portafoglio.



Allo stesso modo, l'aumento dei prezzi delle abitazioni causato da una diminuzione dei tassi d'interesse dovrebbe provocare un effetto di ricchezza eterogeneo sulla spesa per consumi. Ci si attenderebbe che le famiglie più anziane con abitazioni di proprietà incrementassero i loro consumi in caso di aumento dei prezzi delle abitazioni<sup>47</sup>. Ancora una volta, tuttavia, le famiglie modificherebbero i consumi in modi diversi, a seconda dei loro piani di investimento. Un recente studio fornisce una conferma empirica di queste conclusioni intuitive<sup>48</sup>. Sulla base dei dati ricavati da indagini condotte nei Paesi Bassi, esso rileva una significativa eterogeneità degli effetti di ricchezza, con oltre il 90 per cento dei proprietari di abitazioni che riferisce di non aver reagito a shock relativi alla ricchezza derivante dal patrimonio immobiliare residenziale. Ciò corrisponde a un effetto di ricchezza mediamente compreso tra il 2 e il 5 per cento, coerente con le stime econometriche che collegano le variazioni del patrimonio immobiliare residenziale aggregato con i consumi aggregati in termini reali<sup>49</sup>. Inoltre, in linea con la teoria economica, lo studio evidenzia che gli effetti di ricchezza dell'aumento dei prezzi delle abitazioni sono maggiori per i nuclei familiari più anziani (cfr. il pannello a) del grafico A). Infine, esso sottolinea che l'aumento dei consumi derivante da uno shock positivo alla ricchezza generata dal patrimonio immobiliare residenziale è maggiore, in termini assoluti, rispetto al calo dei consumi innescato da uno shock negativo di pari dimensioni (cfr. il pannello b) del grafico A). Ciò è coerente con l'esistenza di un meccanismo legato al canale delle garanzie che va al di là del semplice effetto di ricchezza. L'aumento di valore delle abitazioni di proprietà consente l'assunzione di ulteriori debiti e spese, mentre la sua diminuzione non richiede necessariamente alle famiglie di ridurre l'indebitamento, dato che il rapporto tra prestito e valore dell'immobile dato in garanzia è vincolante solo al momento dell'erogazione del prestito stesso.

---

<sup>47</sup> Cfr., ad esempio, Campbell, J. e Cocco, J., "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pagg. 591-621. Le famiglie più giovani con abitazioni in locazione non necessariamente ridurranno i consumi, poiché è probabile che il valore attuale del loro capitale umano (che è un'attività a lungo termine) aumenterà in maniera analoga ai prezzi delle abitazioni. Tuttavia, se questi ultimi crescono per via dell'aumento dei canoni di affitto, le famiglie più giovani potrebbero ridurre i consumi se le loro retribuzioni (vale a dire i rendimenti del loro capitale umano) rimangono invariate.

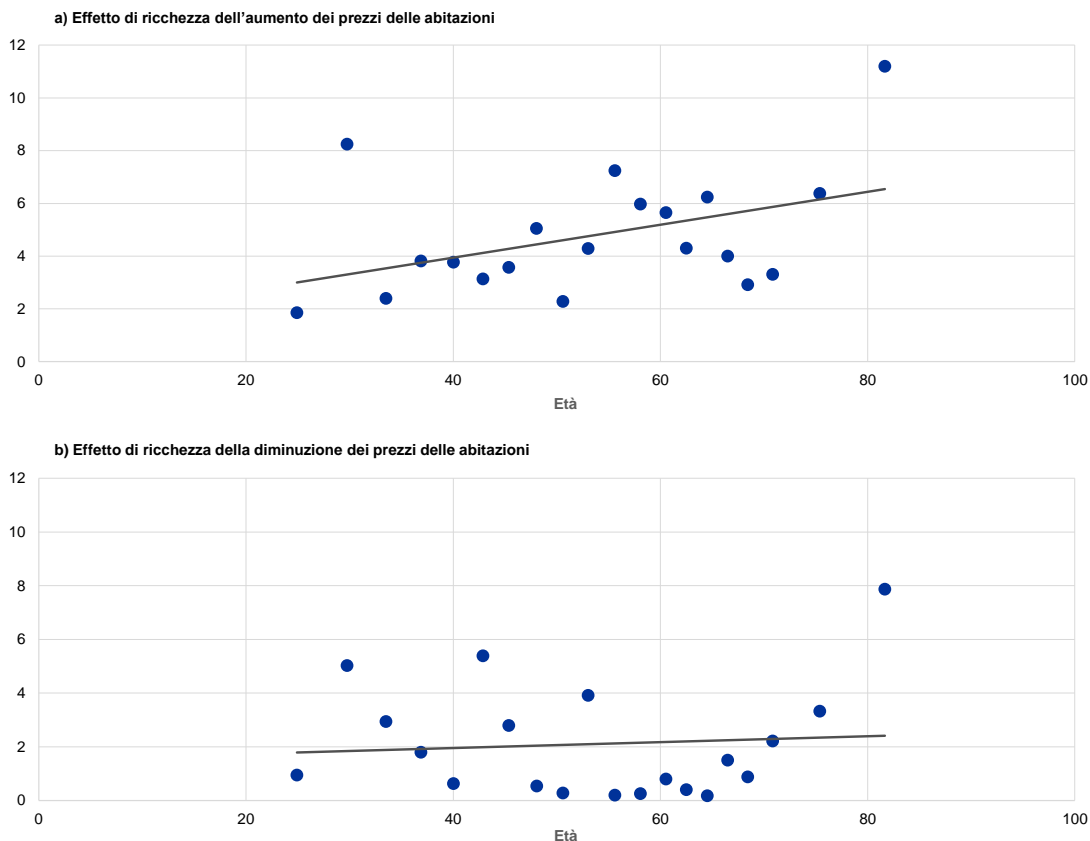
<sup>48</sup> Cfr. Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Pistaferri, L. e Van Rooij, M., "Heterogeneous Wealth Effects", *CEPR Discussion Papers*, n. 14453, 2020.

<sup>49</sup> Cfr. l'articolo *Ricchezza e consumi delle famiglie nell'area dell'euro* nel numero 1/2020 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Rapporto tra effetti di ricchezza ed età

(valori percentuali)



Fonte: Christelis et al., op. cit., nota 48.

Nel complesso, la letteratura recente suggerisce che le plusvalenze patrimoniali e le maggiori disparità di ricchezza causate dalla diminuzione dei tassi d'interesse non si traducono automaticamente in un incremento del benessere o dei consumi delle famiglie che ne beneficiano. Per poter comprendere appieno l'interazione tra politica monetaria e disuguaglianze, è necessario effettuare ulteriori ricerche sul ruolo svolto a tale riguardo dai piani di investimento delle famiglie<sup>50</sup>.

## 5 Osservazioni conclusive

**In molte economie avanzate le disuguaglianze sono in aumento da alcuni decenni, principalmente per effetto di fattori diversi dalla politica monetaria.**

Mentre le disparità reddituali e patrimoniali sono tendenzialmente aumentate nella maggior parte delle economie avanzate, vi è una notevole eterogeneità fra paesi, riguardante sia la misura in cui le disuguaglianze sono aumentate, sia i loro livelli attuali. Nell'area dell'euro, ad esempio, le disparità reddituali e patrimoniali sono generalmente inferiori rispetto a quelle degli Stati Uniti. Mentre alcune determinanti

<sup>50</sup> Come sottolineato in Moll, B., op. cit.

della crescita delle disuguaglianze sono comuni alla maggior parte dei paesi (ad esempio la globalizzazione), le politiche adottate, ad eccezione della politica monetaria, sono state fondamentali per spiegare le differenze tra paesi. Dopotutto, a partire dagli anni '80, la maggior parte delle economie avanzate ha registrato la tendenza ad adottare regimi di politica monetaria abbastanza simili, con un'inflazione ancora bassa e stabile. Inoltre, nella misura in cui le perdite cicliche di posti di lavoro lasciano cicatrici permanenti in termini di possibilità di occupazione, la politica monetaria ha effettivamente contribuito a prevenire aumenti di più lungo periodo delle disuguaglianze reddituali e patrimoniali legate al ciclo economico.

**In effetti, negli ultimi anni l'allentamento della politica monetaria sembrerebbe, nel complesso, aver attenuato le disparità economiche.** Gli effetti diretti di tale allentamento sono eterogenei a causa delle differenze esistenti tra le famiglie in relazione alla proprietà delle abitazioni e, di conseguenza, alla prevalenza dei mutui ipotecari. Un elemento ancora più importante è che l'allentamento della politica monetaria ha chiaramente un impatto che contribuisce a ridurre le disuguaglianze tramite i suoi effetti indiretti, con conseguente aumento dell'occupazione, in particolare per le famiglie a basso reddito. Sebbene la BCE non abbia né il mandato né gli strumenti che sarebbero necessari per un'azione mirata specificamente alla distribuzione del reddito e della ricchezza, in genere le sue politiche attuali sembrano avere un effetto perequativo, tramite il loro contributo alla stabilizzazione macroeconomica.

**L'eterogeneità delle famiglie svolge un ruolo fondamentale nella trasmissione della politica monetaria.** Poiché le famiglie differiscono notevolmente per quanto riguarda la composizione della loro ricchezza, la sensibilità del loro reddito al ciclo economico e la loro propensione ai consumi, la distribuzione del reddito e della ricchezza svolge un ruolo fondamentale nel delineare la trasmissione della politica monetaria all'attività economica e all'inflazione. Sebbene i recenti miglioramenti ai modelli e ai dati impiegati abbiano contribuito a chiarire questo aspetto del canale di trasmissione della politica monetaria, rimangono alcune questioni irrisolte (come mostrato nel riquadro 3). Di conseguenza, la BCE continua, come molte altre banche centrali, a investire in nuovi modelli e fonti di dati macroeconomici, al fine di comprendere meglio le modalità in base alle quali le politiche da essa adottate incidono sulle disuguaglianze e l'eterogeneità delle famiglie influisce sulla trasmissione di tali politiche.

## Comprendere le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori: il ruolo dell'incertezza

### 1 Introduzione

a cura di Aidan Meyler e Lovisa Reiche

Comprendere le aspettative di inflazione delle famiglie è importante per le autorità di politica monetaria

**Le aspettative di inflazione svolgono un ruolo cruciale nel meccanismo di trasmissione monetaria.** A parità di altre condizioni, quando gli agenti economici si attendono un aumento dell'inflazione percepiscono un calo del tasso di interesse reale. Di conseguenza, spendono di più e risparmiano meno, in modo da ottimizzare consumi e investimenti su un orizzonte di lungo periodo. Le aspettative di inflazione svolgono un importante ruolo anche nel processo di formazione di salari e prezzi, e costituiscono, pertanto, una determinante di rilievo per l'inflazione futura. Comprendere la natura delle aspettative di inflazione degli agenti economici e le modalità attraverso le quali esse si formano è pertanto fondamentale per i responsabili della politica monetaria<sup>1</sup>.

Il presente articolo illustra e analizza i dati relativi alle percezioni e alle aspettative di inflazione, in termini quantitativi, dei consumatori dell'area dell'euro

**Il presente articolo analizza le aspettative di inflazione dei consumatori utilizzando i dati dell'indagine della Commissione europea presso i consumatori (European Commission Consumer Survey, ECCS).** Le aspettative di inflazione possono essere misurate in diversi modi: possono essere ricavate da strumenti dei mercati finanziari o da indagini condotte presso previsori professionali, imprese o famiglie. Il presente articolo si concentra sulle percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori desunte dall'indagine armonizzata ECCS<sup>2</sup>. I dati riportati risalgono al 1985. Tuttavia, fino al 2004 i dati forniscono informazioni di tipo unicamente qualitativo sulle percezioni e le aspettative degli intervistati in merito alla direzione e alla rapidità dei cambiamenti dei prezzi. I dati quantitativi sull'entità dell'inflazione vengono raccolti in maniera sistematica nell'indagine ECCS a partire dal 2004<sup>3</sup>. Tale analisi consente di dare conto di alcuni tra i più sorprendenti fatti stilizzati sulle aspettative di inflazione, in particolare: a) la percezione/aspettativa media ha evidenziato una tendenza a essere sistematicamente superiore a quella dell'inflazione effettiva, sebbene i due valori seguano andamenti simili; b) esiste

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, Draghi, M., [Dichiarazione introduttiva](#), Banca centrale europea, 22 ottobre 2015 e Yellen, J., ["Comments on Monetary Policy at the Effective Lower Bound"](#), *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 49, n. 2, autunno 2018, pagg. 573-579.

<sup>2</sup> Le percezioni dei consumatori riguardo all'inflazione fanno riferimento alle variazioni dei prezzi percepite in passato, mentre le aspettative di inflazione si riferiscono alle variazioni dei prezzi future.

<sup>3</sup> Tali dati sono stati pubblicati in forma aggregata per l'UE e per l'area dell'euro e includono scomposizioni a livello di categoria socio-economica individuate nel seguente studio: Arioli R., Bates, C., Dieden, H., Duca, I., Friz, R., Gayer, C., Kenny, G., Meyler, A. e Pavlova, I., ["EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation"](#), *European Economy - Discussion Paper, No 038*, Commissione europea, Direzione generale degli Affari economici e finanziari, novembre 2016. Dall'inizio del 2019 vengono segnalati con frequenza trimestrale nella pubblicazione della Commissione europea intitolata "European Business Cycle Indicators (EBCI)". Cfr. anche Commissione europea, ["New data set on consumers' quantitative estimates of past and expected inflation in the euro area and the EU"](#), European Business Cycle Indicators (EBCI) – 1st Quarter 2019, *Technical Paper*, n. 31, pagg. 17-22, 12 aprile. I dati sono disponibili per il download [qui](#) (nella categoria "Consumers – Qualitative and Quantitative Inflation perceptions").

Le percezioni e le aspettative di inflazione sono collegate alle caratteristiche sociodemografiche e al clima economico

un'evidente correlazione negativa tra le aspettative di inflazione e il clima economico; c) vi è sostanziale eterogeneità tra i paesi e tra gli intervistati in termini di livello delle aspettative di inflazione.

**Alcuni fatti stilizzati delle aspettative di inflazione dei consumatori sono riconducibili alle caratteristiche sociodemografiche e al clima economico.**

L'analisi condotta conferma i risultati già presenti in letteratura secondo cui i consumatori con percezioni e aspettative di inflazione più elevate sono più giovani, di sesso femminile, con livelli di istruzione formale più bassi e appartengono a fasce di reddito inferiori<sup>4</sup>. I risultati dell'analisi confermano inoltre che i consumatori che si dichiarano in una situazione finanziaria migliore e hanno aspettative positive sull'economia nel suo complesso si associano ad aspettative di inflazione inferiori, e che tale relazione rimane valida anche tenendo conto dei fattori sociodemografici<sup>5</sup>.

**Il presente articolo offre inoltre spiegazioni sia per la distorsione delle aspettative di inflazione in termini quantitativi rispetto all'inflazione effettiva, sia per la loro correlazione negativa con il clima economico.** La distorsione sembra collegata al fatto che gli agenti più incerti generalmente segnalano le proprie aspettative di inflazione utilizzando cifre arrotondate (in multipli di cinque). Inoltre, coloro che hanno un atteggiamento negativo nei confronti dell'economia nel suo complesso tendono a essere più incerti sulle prospettive di inflazione e a segnalare aspettative più elevate. Questo spiega il motivo per cui le aspettative di inflazione segnalate possono aumentare di valore nei periodi di incertezza economica.

**Nell'esplorare tali tematiche, l'articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 fornisce una panoramica delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori dell'area dell'euro in termini aggregati. La sezione 3 descrive il sistema di riferimento per la valutazione delle aspettative di inflazione alla luce dell'incertezza. La sezione 4 esamina l'impatto di specifiche caratteristiche sociodemografiche e variabili del clima economico sulla probabilità che i consumatori siano incerti riguardo all'inflazione e segnalino, pertanto, aspettative espresse in cifre arrotondate. La sezione 5 analizza come il contesto di (in)certezza contribuisca a spiegare le aspettative di inflazione segnalate, mentre la sezione 6 presenta le conclusioni.

<sup>4</sup> Per una prima valutazione (sui consumatori svedesi), cfr. Jonung, L., "Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden", *The American Economic Review*, vol. 71(5), 1981, pagg. 961-968 e, per una panoramica più recente sull'area dell'euro, cfr. Arioli et al. (2016, op. cit.). Secondo uno studio di Bryan, M. e Venkatu, G., dal titolo "The Demographics of Inflation Opinion Surveys", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, ottobre 2001, tali differenze non possono essere spiegate interamente dalla diversificazione dei panieri di consumo a seconda del gruppo socio-economico di appartenenza.

<sup>5</sup> Per i consumatori italiani, ciò è stato rilevato da Del Giovane, P., Fabiani, S. e Sabbatini, R., nel lavoro "Cosa determina le "percezioni d'inflazione"? Evidenza da un'indagine presso i consumatori italiani", *Temi di discussione (Working papers)*, n. 655, Banca d'Italia (gennaio 2008) e, per il contesto europeo, da Ehrmann, M., Pfajfar, D. e Santoro, D., "Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations", *International Journal of Central Banking*, febbraio 2017, pagg. 225-259.

## 2 La natura delle aspettative di inflazione dei consumatori

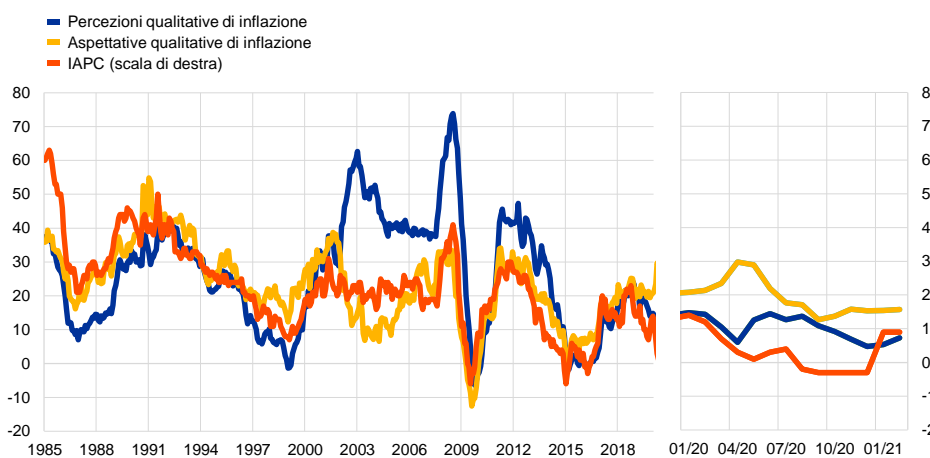
Le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori in termini qualitativi presentano andamenti sostanzialmente simili a quelli dell'inflazione effettiva, sebbene con alcune divergenze degne di nota

**Le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori in termini qualitativi hanno evidenziato una tendenza a riflettere sostanzialmente gli andamenti dell'inflazione effettiva.** Le risposte di carattere qualitativo alle domande sulle percezioni e le aspettative di inflazione sono sintetizzate in un saldo<sup>6</sup>. Le ampie fasi ascendenti e discendenti dell'inflazione e i rispettivi punti di svolta trovano corrispondenze relativamente buone nei saldi (cfr. il grafico 1). Le divergenze più evidenti riguardano le percezioni di inflazione dei consumatori dopo l'introduzione delle banconote e delle monete in euro. Più di recente, a marzo e ad aprile 2020, quando la prima ondata della pandemia di coronavirus (COVID-19) e le relative misure di chiusura si sono abbattute sulle economie europee, si è verificato un divario senza precedenti tra le percezioni e le aspettative dei consumatori circa l'inflazione, con le prime che sono scese mentre le seconde sono aumentate (cfr. il riquadro 1). Un inconveniente significativo di tali misure qualitative, tuttavia, consiste nel fatto che non c'è modo di correlare direttamente tali valori alle percezioni e alle aspettative quantitative.

### Grafico 1

Variazioni delle percezioni e delle aspettative di inflazione in termini qualitativi dei consumatori dell'area dell'euro e inflazione effettiva misurata sullo IAPC

(scala di sinistra: saldi; scala di destra: valori percentuali dell'inflazione misurata sullo IAPC)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) della Commissione europea ed Eurostat.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021.

Le percezioni e le aspettative di inflazione quantificate sono state, in media, significativamente più elevate dell'inflazione effettiva

**Quando viene loro richiesto di quantificare le percezioni e le aspettative di inflazione, i consumatori tendono a segnalare, in media, valori significativamente più elevati rispetto a quelli dell'inflazione effettiva.**

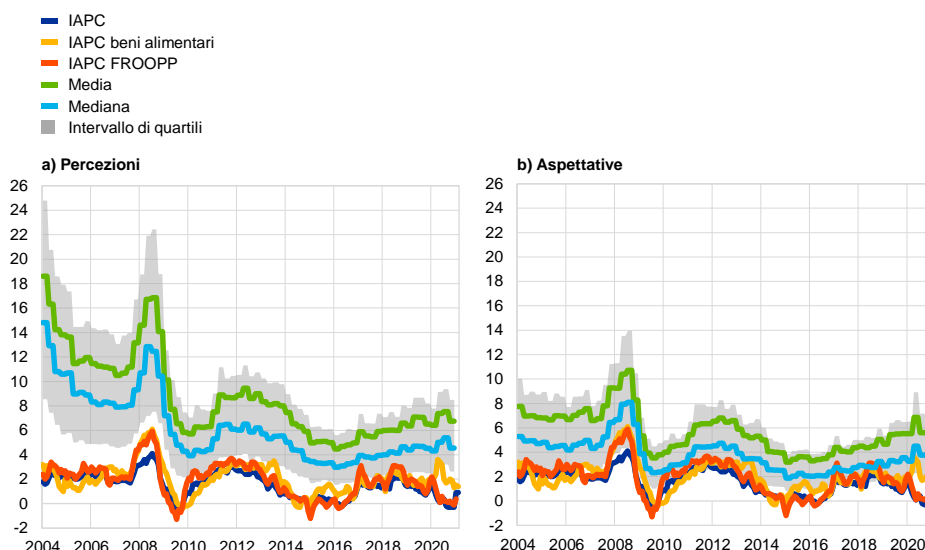
<sup>6</sup> Per quanto riguarda le percezioni dei consumatori in termini qualitativi, il saldo è calcolato in base alle risposte fornite alla domanda "A suo giudizio, i prezzi al consumo nel corso dei 12 mesi passati, sono: a) aumentati molto, b) aumentati abbastanza, c) aumentati poco, d) sono rimasti all'incirca stabili o e) sono diminuiti." Gli intervistati possono anche rispondere "non so". Per quanto concerne le aspettative di inflazione in termini qualitativi, il saldo è calcolato sulle risposte fornite alla domanda "In rapporto al livello attuale, pensa che i prezzi al consumo nel corso dei prossimi 12 mesi: a) aumenteranno di più, b) aumenteranno nella stessa misura, c) aumenteranno di meno, d) resteranno all'incirca stabili, e) diminuiranno." Gli intervistati possono anche rispondere "non so". Sia per le percezioni che per le aspettative, il saldo è calcolato applicando la formula  $a+(b/2)-(d/2)-e$ , dove le variabili dalla "a" alla "e" indicano la percentuale dei consumatori che forniscono le risposte a), b), d) ed e).

Il grafico 2 riporta le percezioni e le aspettative di inflazione in termini quantitativi segnalate dai consumatori dell'area dell'euro nell'indagine ECCS. Per quanto riguarda le percezioni, il valore medio a partire dal 2004, pari all'8,7 per cento, è significativamente superiore a quello medio dell'inflazione misurata sullo IAPC nello stesso periodo (1,5 per cento)<sup>7</sup>. Il quartile inferiore (ossia il 25° percentile) ha segnato una media del 3,6 per cento, valore anch'esso significativamente al di sopra dell'inflazione effettiva. Il grado di sovrastima relativo alle aspettative, pur essendo inferiore, è comunque significativo. Il valore medio dal 2004 è stato del 5,7 per cento (valore mediano del 3,8 per cento). Il quartile inferiore ha segnato una media del 2,0 per cento, a indicazione del fatto che il 75 per cento circa dei consumatori ha segnalato aspettative di inflazione superiori al 2 per cento.

## Grafico 2

Variazioni delle percezioni e delle aspettative di inflazione in termini quantitativi dei consumatori dell'area dell'euro e diverse misure di inflazione

(valori percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) della Commissione europea ed Eurostat.

Note: l'area ombreggiata grigia rappresenta l'intervallo interquartile (ossia l'intervallo tra il primo e il terzo quartile) delle percezioni e aspettative di inflazione dei consumatori in termini quantitativi. Nota: l'acronimo FROOP si riferisce agli acquisti frequenti in contanti (frequent out-of-pocket purchases). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2021 (IAPC e IAPC relativo ai beni alimentari), a gennaio 2021 (IAPC relativo ai FROOPP) e al quarto trimestre del 2020 (percezioni e aspettative).

La correlazione con l'inflazione effettiva ha evidenziato la tendenza a un lieve ritardo per le percezioni e a una sostanziale contemporaneità per le aspettative

**La correlazione massima con l'inflazione effettiva ha evidenziato la tendenza a un lieve ritardo per le percezioni e a una sostanziale contemporaneità per le aspettative di inflazione.** Mentre ciò avverrebbe per le percezioni, nel caso delle aspettative, se i consumatori fossero in grado di prevedere gli andamenti dell'inflazione, ci si attenderebbe di osservare la correlazione massima con un certo anticipo (ossia la correlazione massima si avrebbe tra le aspettative e l'inflazione a qualche mese). La tavola 1 mostra come la correlazione contemporanea delle aspettative quantitative con le diverse misure dell'inflazione misurata sullo IAPC nel periodo dal 2004 al 2020 sia lievemente superiore rispetto a quella delle percezioni

<sup>7</sup> Ciò vale anche se si considera un valore mediano (in grado di attenuare l'impatto dei valori anomali) pari, in media, al 6,2 per cento. Nel corso degli ultimi cinque anni (2016-2020), il valore medio (6,0 per cento), mediano (4,1 per cento) e del quartile inferiore (2,3 per cento) delle percezioni di inflazione sono stati anch'essi superiori all'inflazione media effettiva (1,0 per cento).

quantitative, mentre per i valori qualitativi è vero il contrario. Nel complesso, tuttavia, nessuna misura delle aspettative o delle percezioni evidenzia una maggiore correlazione con l'inflazione effettiva rispetto alle altre, se si raffrontano le diverse misure dello IAPC e i diversi periodi temporali. Nel corso degli ultimi cinque anni (cfr. le cifre tra parentesi nella tavola 1), la correlazione delle stime quantitative con l'inflazione effettiva è stata relativamente bassa, a eccezione dell'inflazione relativa ai beni alimentari. Ciò rispecchia, in parte, un'interruzione strutturale dei dati relativi alla Germania intervenuta a maggio 2019 (dovuta a un cambiamento nelle modalità di rilevazione; cfr. la nota 16 a piè di pagina), nonché l'impatto della pandemia di coronavirus nel 2020 (cfr. il riquadro 1).

### Tavola 1

Correlazione contemporanea delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori in termini qualitativi e quantitativi con diverse misure dell'inflazione

(coefficienti di correlazione)

	Percezioni qualitative	Percezioni quantitative	Aspettative qualitative	Aspettative quantitative
Inflazione misurata sullo IAPC	0,85 [0,74]	0,68 [0,17]	0,78 [0,59]	0,82 [0,06]
IAPC FROOPP	0,79 [0,74]	0,62 [0,21]	0,76 [0,60]	0,78 [0,10]
Inflazione misurata sullo IAPC dei beni alimentari	0,83 [0,57]	0,65 [0,61]	0,73 [0,79]	0,81 [0,69]

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: coefficienti di correlazione contemporanea nel periodo 2004-2020. Le cifre tra parentesi indicano la correlazione nel quinquennio 2016-2020. L'acronimo FROOP si riferisce agli acquisti frequenti in contanti (frequent out-of-pocket purchases).

## 3 Valutazione delle aspettative di inflazione dei consumatori alla luce dell'incertezza

L'arrotondamento è una possibile misura dell'incertezza

**L'evidente arrotondamento osservato nelle aspettative di inflazione dei consumatori in termini quantitativi indica un'incertezza rispetto ai valori segnalati.** Una quota significativa di consumatori dell'area dell'euro segnala le proprie aspettative (e percezioni) quantitative servendosi di cifre arrotondate (in particolare, multipli di cinque e dieci), mentre altri consumatori si esprimono in cifre singole e persino in numeri decimali. Il grafico 3 evidenzia notevoli picchi in corrispondenza dello 0, del 5, del 10, del 15 e del 20 per cento, con una più ridotta quota degli intervistati che segnalano valori a una cifra. La moda delle risposte di quest'ultimo gruppo si attesta intorno al 2-3 per cento, evidenziando un grado di distorsione minore rispetto ai valori aggregati<sup>8</sup>. Secondo le teorie linguistiche e della comunicazione, le cifre arrotondate (generalmente multipli di cinque o di dieci, a seconda del contesto) sono frequentemente utilizzate per attribuire un senso di imprecisione a un'espressione quantitativa. Nel presente articolo, il principio "cifre arrotondate

<sup>8</sup> Il fenomeno generale per cui alcuni consumatori arrotondano a multipli di cinque mentre altri segnalano cifre singole o valori decimali è stato osservato anche nei dati sulle aspettative dei consumatori di Stati Uniti e Giappone. Per gli Stati Uniti, cfr. Binder, C., "Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations", *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 90(C), 2017, pagg. 1-12; per il Giappone, cfr. Abe, N. e Ueno, Y., "The Mechanism of Inflation Expectation Formation among Consumers", *RCESR Discussion Paper Series*, n. DP16-1, Hitotsubashi University, marzo 2016.



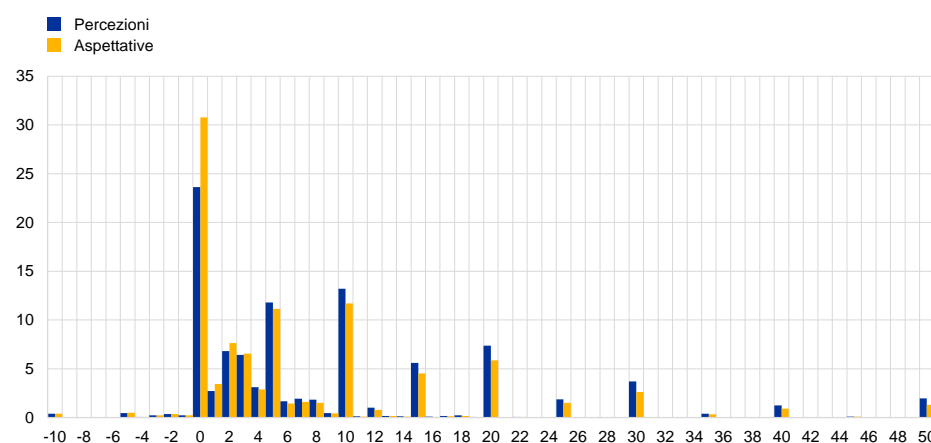
indicano interpretazioni arrotondate” viene impiegato per identificare l’esistenza di un canale di incertezza che può influenzare le aspettative di inflazione segnalate<sup>9</sup>.

### Grafico 3

#### Distribuzione delle risposte (2004-2020)

##### Istogramma delle risposte da -10% a +50%

(asse delle ordinate: frequenza della risposta in valori percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: istogramma costruito a livello di valori interi.

Il sistema di riferimento per l'incertezza presenta un grado di flessibilità adeguato ad adattarsi a diversi periodi di inflazione

#### Il quadro di incertezza è sufficientemente flessibile per consentire la comprensione delle aspettative medie di inflazione nel periodo tra il 2004 e il 2020, nonché in periodi specifici in cui l'inflazione ha toccato valori relativamente alti o relativamente bassi.

Ad esempio, il pannello di sinistra del grafico 4 mostra la distribuzione delle aspettative quantitative di inflazione a luglio 2008, quando l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si attestava al 4,1 per cento. In tale periodo sono stati raggiunti notevoli punti massimi in corrispondenza dei multipli di dieci, con valori anche del 50 per cento, mentre la quota di intervistati che ha segnalato l'inflazione allo 0 per cento è stata relativamente bassa. Tra coloro che hanno segnalato cifre singole o anche più precise, la moda delle risposte è stata del 3-4 per cento. Un anno dopo, a luglio 2009, quando l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al -0,6 per cento, la distribuzione complessiva si è spostata significativamente verso sinistra, con un fortissimo picco degli intervistati che hanno segnalato un valore dello 0 per cento e, in alcuni casi, valori negativi.

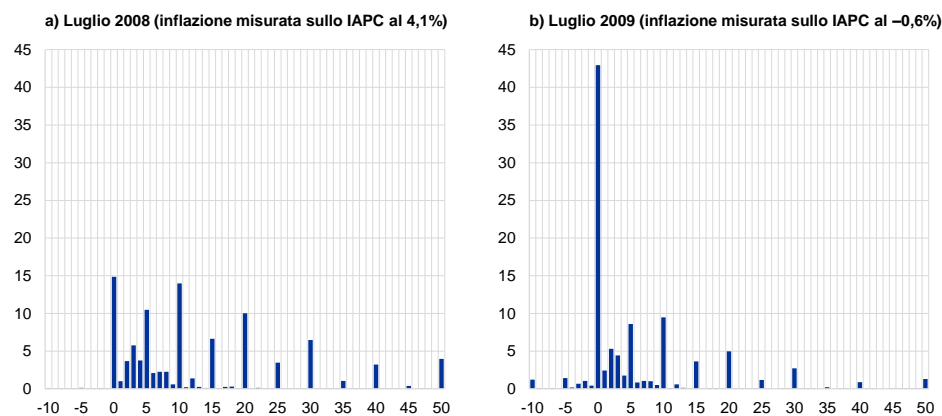
<sup>9</sup> Per ulteriori riferimenti alle teorie di comunicazione e linguistica, cfr. Binder (2017, op. cit.) e Krifka, M., "Approximate Interpretations of Number Words: A Case for Strategic Communication" in Hinrichs, E. e Nerbonne, J. (a cura di), *Theory and Evidence in Semantics*, Stanford: CSLI Publications, 2009. La disattenzione dei consumatori è stata utilizzata anche per spiegare alcune caratteristiche stilizzate delle aspettative di inflazione osservate nei consumatori (cfr., ad esempio, Kamdar, R., "The Inattentive Consumer: Sentiment and Expectations", *Meeting Papers*, n. 647, Society for Economic Dynamics, 2019, pagg. 109-132). Tuttavia è difficile riconciliare la disattenzione con la crescente tendenza all'arrotondamento che emerge in tempi di aumentata incertezza (quando l'attenzione dei consumatori dovrebbe essere maggiore della norma).

## Grafico 4

### Distribuzione delle risposte in periodi diversi

#### Istogramma delle risposte da -10% a +50%

(valori percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

#### **Il sistema di riferimento per l'incertezza (e, in particolare, la tendenza**

#### **all'arrotondamento) consente di calcolare la quota di consumatori incerti per**

#### **ciascun mese.**

La distribuzione complessiva delle aspettative quantitative è data dalla composizione di tre categorie di segnalazioni: a) cifre e decimali che non siano multipli di cinque o dieci; b) multipli di cinque che non siano multipli di dieci; c) multipli di dieci. Gli intervistati che segnalano cifre intere o decimali possono essere considerati, in media, più “certi”, mentre quelli che si esprimono in multipli di cinque e di dieci sono da considerarsi “incerti”. Le rispettive quote di ciascun gruppo nell'intera popolazione interessata dall'indagine possono essere ricavate per ogni mese considerato<sup>10</sup>. In media, circa un terzo degli intervistati è classificato come più “certo”, mentre i restanti due terzi sono più “incerti” (si esprimono in multipli di cinque o di dieci). Pur essendo soggetti a oscillazioni, tali pesi evidenziano notevoli incrementi nella quota di intervistati incerti intorno al periodo della crisi finanziaria mondiale e, più di recente, dall'inizio della pandemia di coronavirus (cfr. il grafico 5).

<sup>10</sup> Poiché una parte di coloro che si esprimono in multipli di cinque potrebbe essere più “certa”, l'adattamento delle distribuzioni ai dati consente di calcolare la quota dei consumatori incerti aggiungendo i pesi relativi dei gruppi b) e c). In termini tecnici, viene stimato un insieme di tre distribuzioni lognormali con supporti di a) cifre singole, b) multipli di cinque e c) multipli di dieci, utilizzando criteri di massima probabilità. Per ulteriori dettagli, cfr. Arioli et al. (2016, op. cit.).

## Grafico 5

### Aumento dell'incertezza nei periodi di tensione economica

#### Quota di intervistati incerti

(valori percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: il grafico illustra la quota di consumatori che segnala multipli di cinque e di dieci in risposta alla domanda sulle aspettative di inflazione. L'ultima osservazione si riferisce a settembre 2020.

Le stime sull'inflazione evidenziano un forte comovimento con l'inflazione effettiva; ciò indica una consapevolezza dei consumatori rispetto agli andamenti dell'inflazione

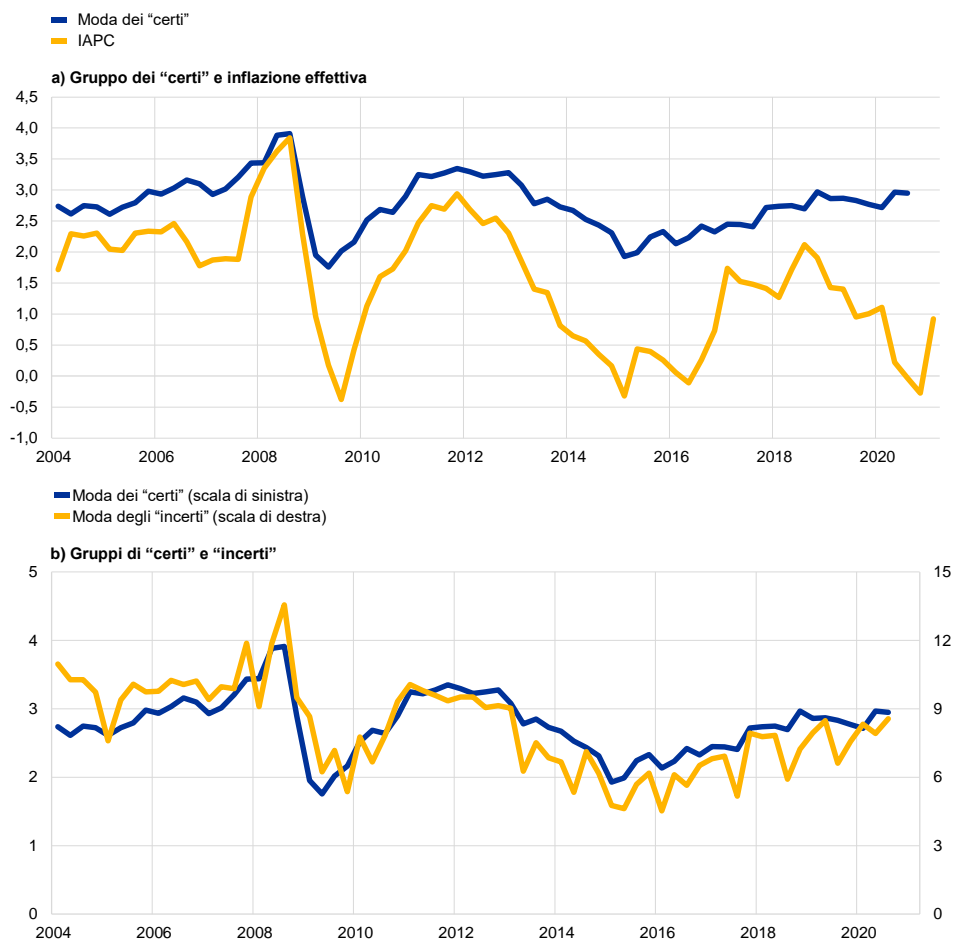
**Sebbene non siano in grado di quantificare con precisione l'inflazione, i consumatori incerti sembrano percepire correttamente gli andamenti generali dell'inflazione.** Il pannello superiore del grafico 6 mostra che le aspettative modali di alcuni consumatori non si discostano di molto dall'inflazione effettiva, ma anzi evolvono sostanzialmente in linea con quest'ultima. Il pannello inferiore evidenzia come, nonostante le aspettative modali dei consumatori più incerti siano considerevolmente più elevate rispetto a quelle dei consumatori certi (mostrate su assi differenti), i due andamenti presentano profili molto simili<sup>11</sup>. Ciò sembra indicare che, sebbene possano avere difficoltà a esprimere con precisione le proprie aspettative di inflazione, i consumatori meno certi sono in grado di distinguere un'inflazione bassa da una elevata con la stessa abilità dei consumatori certi. Pertanto, anche se il livello di inflazione attesa da loro espresso è distorto rispetto all'inflazione effettiva, le variazioni nel tempo presentano una forte correlazione.

<sup>11</sup> La moda è il valore che compare più frequentemente in una distribuzione (o più comune). Poiché le distribuzioni tendono a presentare lunghe code di destra, le loro medie si attestano, tendenzialmente, al di sopra della moda.

## Grafico 6

### Aspettative di inflazione modali del gruppo dei “certi” e di quello degli “incerti”

(valori percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) della Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2020 per quanto riguarda la moda di “certi” e “incerti” e a febbraio 2021 per quanto riguarda lo IAPC.

## Riquadro 1

### Le aspettative di inflazione dei consumatori durante la pandemia di COVID-19: applicazione del sistema di riferimento per l’incertezza

Nei mesi iniziali della prima ondata della pandemia di coronavirus (COVID-19) e dei provvedimenti di chiusura in Europa, si è registrata una straordinaria oscillazione delle aspettative di inflazione dei consumatori, in particolare nel confronto con l’andamento delle percezioni. A marzo e ad aprile 2020 le aspettative quantitative di inflazione dei consumatori sono aumentate, mentre le loro percezioni quantitative sono lievemente diminuite e, per la prima volta, le aspettative medie riguardo all’inflazione futura sono state superiori alle percezioni dell’inflazione passata<sup>12</sup>. Tale divergenza è

<sup>12</sup> Si sono inoltre registrati andamenti senza precedenti nelle stime qualitative. Tra febbraio e aprile 2020, il saldo delle percezioni dei consumatori sull’inflazione passata è diminuito, mentre quello delle aspettative di inflazione futura è aumentato. Il saldo delle percezioni di inflazione è sceso dal 14,2 di febbraio al 5,9 di aprile, mentre quello delle aspettative di inflazione futura è salito dal 21,1 di febbraio al 29,2 di aprile. La differenza tra il saldo delle percezioni e quello delle aspettative qualitative ha raggiunto il livello più basso (-23,3) dai primi anni '90.

stata tuttavia transitoria, dato che a giugno il differenziale tra percezioni e aspettative era ritornato su livelli prossimi a quelli osservati nei mesi precedenti l'inizio della pandemia.

**È difficile conciliare le oscillazioni delle percezioni e delle aspettative di inflazione osservate tra febbraio e giugno con gli andamenti dell'inflazione effettiva.** Dopo essere scesa dall'1,2 per cento di febbraio allo 0,3 per cento ad aprile (in linea con i movimenti delle percezioni, ma non con quelli delle aspettative), l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si è attestata allo 0,3 per cento a giugno (e ciò non spiega né l'inversione delle percezioni, né quella delle aspettative). Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice degli acquisti frequenti in contanti (frequent out-of-pocket purchases, FROOPP) ha mostrato un andamento sostanzialmente simile, sebbene sia diminuito un po' più bruscamente dell'inflazione complessiva tra febbraio e aprile (passando dall'1,8 allo 0,6 per cento). A giugno si è inoltre attestato sul medesimo valore segnato ad aprile (0,6 per cento), non giustificando, pertanto, l'inversione delle percezioni o delle aspettative. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari è salito dal 2,1 per cento di febbraio al 3,6 per cento ad aprile, prima di diminuire nei mesi successivi. Tali andamenti dell'inflazione dei beni alimentari potrebbero quindi spiegare parte delle variazioni delle aspettative, ma non le variazioni delle percezioni.

Esaminare le percezioni e le aspettative quantitative di inflazione dei consumatori tenendo conto dell'incertezza può contribuire a spiegarne l'evoluzione apparentemente anomala. Il grafico A mostra la variazione della quota di consumatori che hanno segnalato specifiche percezioni e aspettative di inflazione ad aprile 2020. Per ciò che concerne le percezioni, si è registrato un rilevante aumento della quota di intervistati che hanno segnalato prezzi invariati (ossia, tasso di inflazione pari a zero), ampiamente in linea con l'inflazione effettiva, scesa su un livello prossimo allo zero. Quanto alle aspettative, si è osservato un calo della quota di consumatori che hanno segnalato valori pari a zero o a cifre comprese tra l'1 e il 4 per cento, con un notevole aumento di coloro che hanno indicato multipli di cinque (in particolare 10, 15, 20, 25 e 30 per cento). Pertanto, se si tiene conto dell'incertezza e dell'utilizzo di cifre arrotondate, è possibile spiegare la diminuzione delle percezioni (in linea con l'inflazione effettiva) e il simultaneo aumento delle aspettative (shock legato all'incertezza)<sup>13</sup>.

---

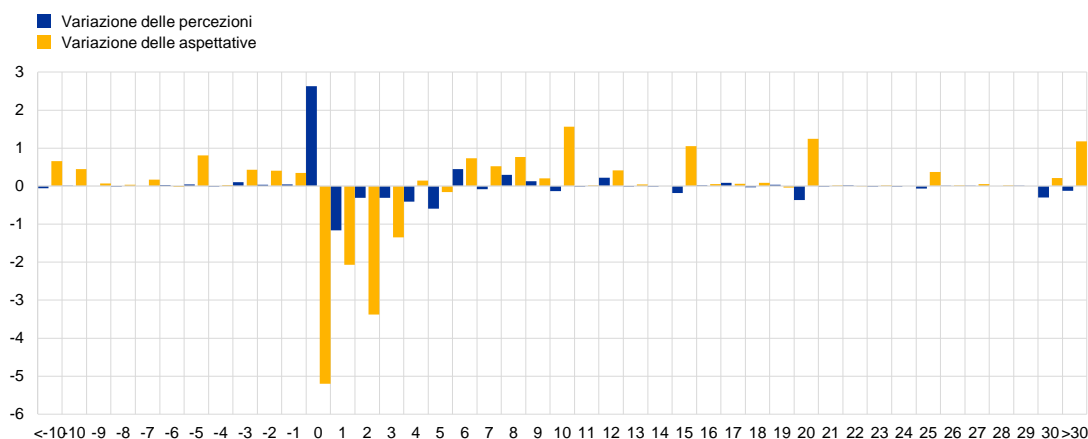
<sup>13</sup> Tale valutazione è sostanzialmente in linea con quella di una specifica indagine condotta dalla Banca d'Italia tra aprile e maggio 2020, secondo la quale il ruolo del pessimismo si manifesta nel fatto che l'inflazione attesa risulta più elevata tra gli intervistati che prevedono una significativa riduzione del loro reddito. Per ulteriori dettagli, cfr. ["Valutazioni e aspettative delle famiglie italiane nell'attuale fase di emergenza sanitaria"](#), *Relazione annuale sul 2019*, Banca d'Italia, pagg. 69-72.

## Grafico A

### Variazioni delle percezioni e delle aspettative di inflazione da marzo ad aprile 2020

#### Variazioni nell'istogramma delle risposte da -10% a +30%

(punti percentuali)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari (DG-ECFIN) della Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico mostra le variazioni nella quota di intervistati per ciascuna risposta tra marzo e aprile 2020.

## 4 Determinanti di (in)certeza nei consumatori

È possibile dimostrare che caratteristiche sociodemografiche e opinioni sono determinanti di (in)certeza nei consumatori

**La certezza del consumatore sull'andamento dei prezzi può dipendere dalle caratteristiche sociodemografiche e dal clima economico.** Per esaminare tale aspetto, si considera la "probabilità che un consumatore sia certo" riguardo all'inflazione e si prova a illustrare tale probabilità utilizzando un insieme di variabili sociodemografiche e relative al clima economico<sup>14</sup>. Le prime includono caratteristiche quali l'età, il livello di istruzione formale, il genere e il quartile di reddito. Si impiegano inoltre indicatori del clima economico, che assumono la forma di opinioni esplicite sulle attese riguardo alla situazione finanziaria personale e a quella economica generale, valutazioni qualitative sull'inflazione nei dodici mesi successivi e pareri sull'andamento della disoccupazione, così come sui tempi degli acquisti e del risparmio. Alcuni risultati sono mostrati nei grafici 7 e 8. In media, e a parità di altri fattori, un reddito più elevato e un livello superiore di istruzione formale forniscono un contributo positivo alla stima della probabilità che un consumatore sia certo. Il grado di certezza aumenta ulteriormente con l'età e per gli intervistati di sesso maschile. Nel contempo, gli intervistati tendono a evidenziare un minore livello di certezza se sono più pessimisti circa le proprie finanze personali, la situazione economica generale,

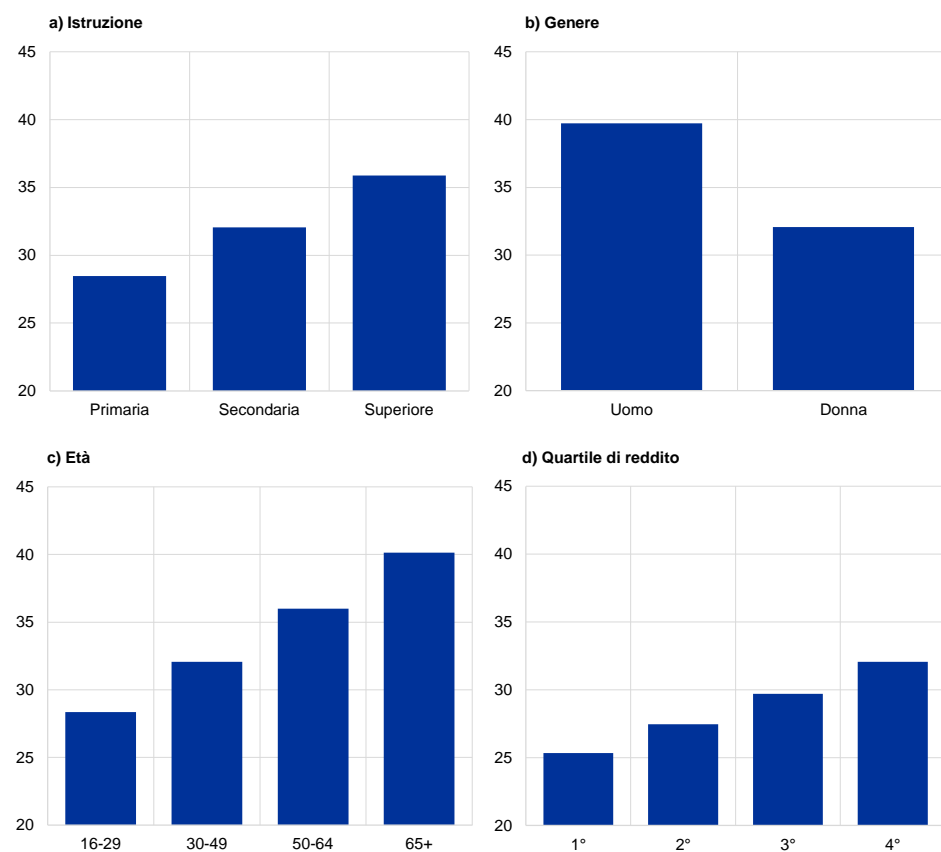
<sup>14</sup> Analogamente alla sezione 3, la misura utilizzata per determinare la quantità di (in)certeza nel presente studio si basa sull'arrotondamento delle aspettative quantitative di inflazione. Se una stima è un multiplo di cinque, l'intervistato è classificato come "incerto", mentre tutti gli altri sono identificati come "certi". Ciò crea una variabile dicotomica che consente di stimare la probabilità che un consumatore sia certo in merito alle aspettative/percezioni di inflazione in considerazione delle sue caratteristiche. La stima segue quindi una regressione di massima probabilità utilizzando una forma funzionale logistica. Si tiene conto del potenziale errore di classificazione nella variabile dipendente, dato che gli intervistati possono essere certi e tuttavia segnalare multipli di cinque, oppure incerti ma rispondere con una cifra che non è un multiplo di cinque. Il metodo è identico a quello proposto in Hausman, J., Abrevaya, J. e Scott-Morton, F., "Misclassification of the dependent variable in a discrete response setting", *Journal of Econometrics*, vol. 87(2), 1998, pagg. 239-269.

compresa la disoccupazione, e le loro capacità di acquisto e risparmio<sup>15</sup>. Tali profili si confermano fermamente validi nella maggior parte dei periodi e dei paesi dell'area dell'euro ricompresi nel campione considerato.

### Grafico 7

Stima delle probabilità che un consumatore sia certo riguardo alle aspettative di inflazione – caratteristiche sociodemografiche

(valori percentuali)



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

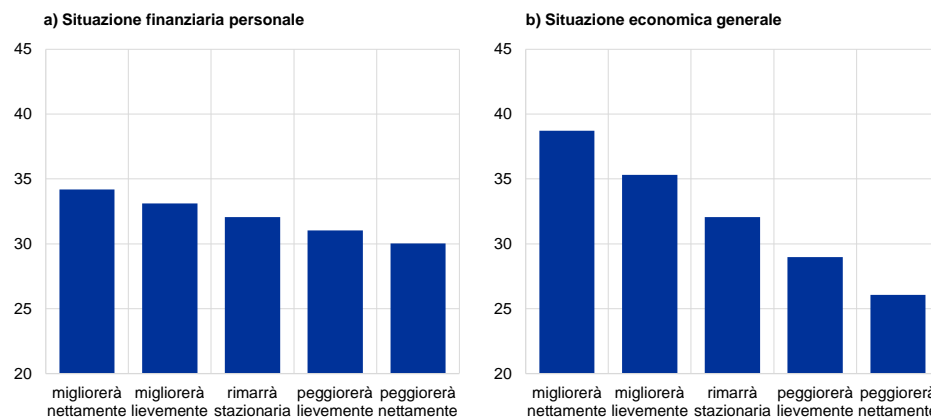
Note: i grafici mostrano la stima della probabilità che un consumatore sia certo riguardo all'inflazione per sottocategoria di ciascuna variabile, supponendo valori modali per tutte le altre variabili. Tutti gli effetti stimati sono statisticamente significativi al livello di confidenza del 99 per cento.

<sup>15</sup> Per cogliere le differenze più strettamente strutturali nel gruppo degli intervistati, sono inoltre inclusi il livello dell'inflazione effettiva (misurato dallo IAPC complessivo) e della crescita del PIL nel rispettivo periodo e paese. Si rileva che un livello più elevato di inflazione effettiva e il livello qualitativo dell'inflazione attesa riducono il grado di certezza complessiva.

## Grafico 8

### Stima delle probabilità che un consumatore sia certo riguardo alle aspettative di inflazione – clima economico

(valori percentuali)



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

Note: i grafici mostrano la stima della probabilità che un consumatore sia certo riguardo all'inflazione per sottocategoria di ciascuna variabile, ipotizzando valori modali per tutte le altre variabili. Tutti gli effetti stimati sono statisticamente significativi al livello di confidenza del 99 per cento.

La correlazione tra incertezza e aspettative di inflazione è valida in tutti i paesi

### La probabilità che un consumatore sia certo riguardo alle aspettative di inflazione differisce notevolmente tra i vari paesi dell'area dell'euro.

Il pannello superiore del grafico 9 mostra che i paesi in cui si stima che i consumatori abbiano un maggiore grado di certezza evidenziano anche un'aspettativa media di inflazione minore in tutti i periodi. Sebbene vi sia anche una certa correlazione tra l'aspettativa media di inflazione e il tasso medio di inflazione effettiva (cfr. il pannello inferiore del grafico 9), tale correlazione è molto più ridotta. Ciò suggerisce che il canale della certezza svolge un ruolo importante nello spiegare le differenze, tra i paesi del campione considerato, nelle aspettative di inflazione segnalate<sup>16</sup>. Finora, tuttavia, l'analisi ha semplicemente individuato caratteristiche sociodemografiche e indicatori del clima economico che suggeriscono il maggiore o minore grado di certezza dei consumatori circa le loro aspettative di inflazione. Nel seguito dell'analisi si considera l'entità del contributo di tali fattori alle aspettative di inflazione segnalate.

<sup>16</sup> Si noti che la "certezza" (misurata in base agli arrotondamenti) può essere influenzata dalla modalità di somministrazione e dalla formulazione dell'indagine in ciascun paese. Ad esempio, il passaggio da indagini telefoniche a questionari online potrebbe avere un impatto sulla propensione delle persone a fornire in risposta cifre molto più elevate (e spesso arrotondate), determinando un apparente incremento dell'"incertezza". A maggio 2019, per esempio, la Germania ha modificato la propria modalità di indagine, passando da interviste condotte di persona nelle case dei partecipanti a un questionario online somministrato mediante software CAWI (Computer Aided Web Interviewing), e ciò ha indotto un significativo aumento della quota di intervistati che hanno indicato stime arrotondate. Inoltre, nel rispondere all'indagine, alcuni paesi non consentono agli intervistati di fornire valori decimali, mentre altri possono introdurre un limite superiore alle cifre segnalate (ad esempio, inferiore a 20). Ciò potrebbe incidere sul grado di certezza osservato per un dato paese.

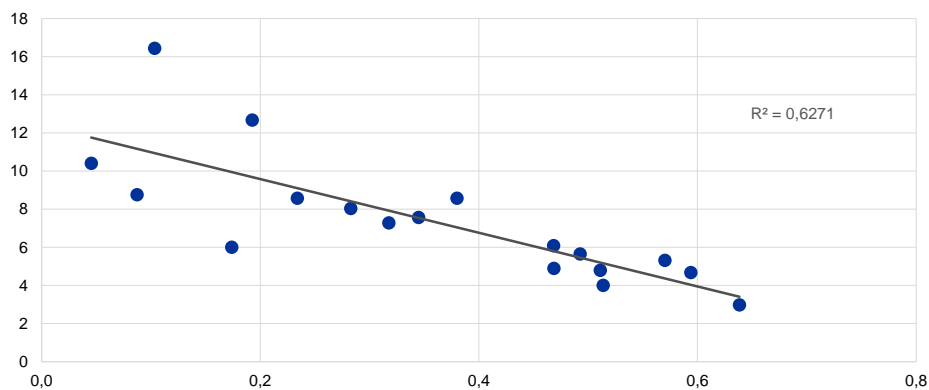


## Grafico 9

### Correlazione negativa tra certezza e aspettative di inflazione nei vari paesi

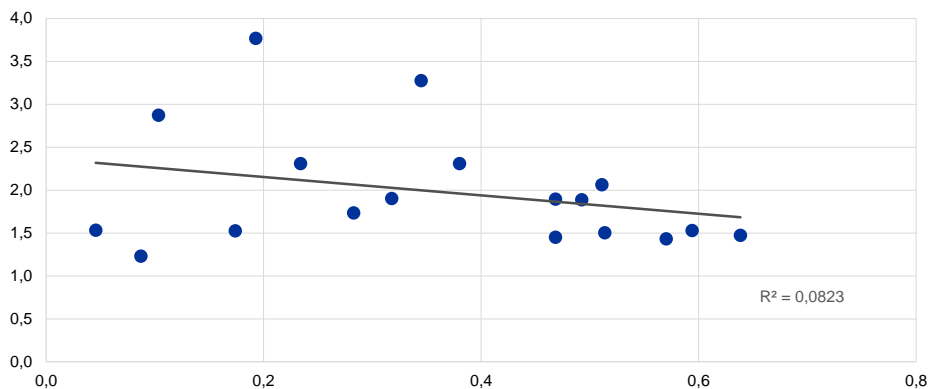
(asse delle ascisse: stima della probabilità di certezza riguardo all'inflazione per consumatore modale di ciascun paese; asse delle ordinate: aspettative medie di inflazione (gennaio 2004 – settembre 2020))

a) Aspettative medie di inflazione



(asse delle ascisse: stima della probabilità di certezza riguardo all'inflazione per consumatore modale di ciascun paese; asse delle ordinate: IAPC medio (gennaio 2004 – settembre 2020))

b) Inflazione media



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

Note: la probabilità che un intervistato sia certo è stimata utilizzando il medesimo consumatore modale, ipotizzando nazionalità diverse. L'aspettativa media di inflazione indica la media delle medie ponderate singolarmente per ogni mese dell'indagine. I 18 punti rappresentano tutti i paesi dell'area dell'euro, ad eccezione dell'Irlanda, per la quale sono disponibili dati coerenti sulla domanda quantitativa solo da maggio 2016.

## 5 Il sistema di riferimento utilizzato per determinare il grado di (in)certezza contribuisce a spiegare e a promuovere una migliore comprensione delle aspettative di inflazione?

Gran parte della sovrastima dell'inflazione da parte dei consumatori può essere spiegata dalla loro incertezza

**Il ruolo svolto dal grado di (in)certezza nella formulazione delle aspettative quantitative di inflazione da parte dei consumatori è stimato mediante un modello.** Innanzitutto si stimano gli effetti lineari che le variabili sociodemografiche e relative al clima economico esercitano sulle aspettative quantitative di inflazione<sup>17</sup>. Inoltre, per tenere conto di contesti macroeconomici potenzialmente diversi, si

<sup>17</sup> Si impiega un semplice sistema di regressione lineare con la risposta alle due domande quantitative come variabile dipendente. Ciò implica un'ipotesi di effetti lineari ritenuta giustificata dato che gli intervistati rispondono secondo categorie piuttosto ampie e in quanto facilita l'interpretazione dei risultati.

includono l'inflazione effettiva (IAPC), le previsioni di inflazione di Consensus Economics e la crescita del PIL per paese e periodo. Il sistema di riferimento per la determinazione del grado di (in)certezza è quindi utilizzato per dividere il campione. Ciò consente di mostrare se l'effetto di tali variabili sociodemografiche e relative al clima economico differisca tra i consumatori più e meno certi.

Le caratteristiche dei consumatori consentono di sviluppare un modello delle aspettative di inflazione che si adatta bene ai dati

**A livello aggregato, tale modello replica i fatti stilizzati relativi all'impatto delle caratteristiche sociodemografiche e del clima economico sulle aspettative di inflazione**<sup>18</sup>. Lo studio rileva che le medesime caratteristiche descritte nella sezione precedente come elementi che contribuiscono a una maggiore incertezza (ad esempio, più giovane età, fascia di reddito inferiore e più basso livello di istruzione formale o clima economico peggiore e minore capacità di risparmio) contribuiscono anche alla formazione di aspettative più elevate. Ciò appare intuitivo, dato che le cifre arrotondate (ossia 5, 10 e 15) sono generalmente molto più alte di quelle segnalate con una mediana pari a due nel periodo di riferimento. I valori stimati dal modello ricalcano da vicino le aspettative di inflazione effettivamente misurate. Utilizzando tale modello per la stima dell'aspettativa di inflazione di un consumatore "medio" (valori medi in tutte le categorie) e calcolando la media tra paesi per l'intero periodo campione, si ottiene un valore prossimo alle aspettative medie misurate (cfr. il pannello a) del grafico 10).

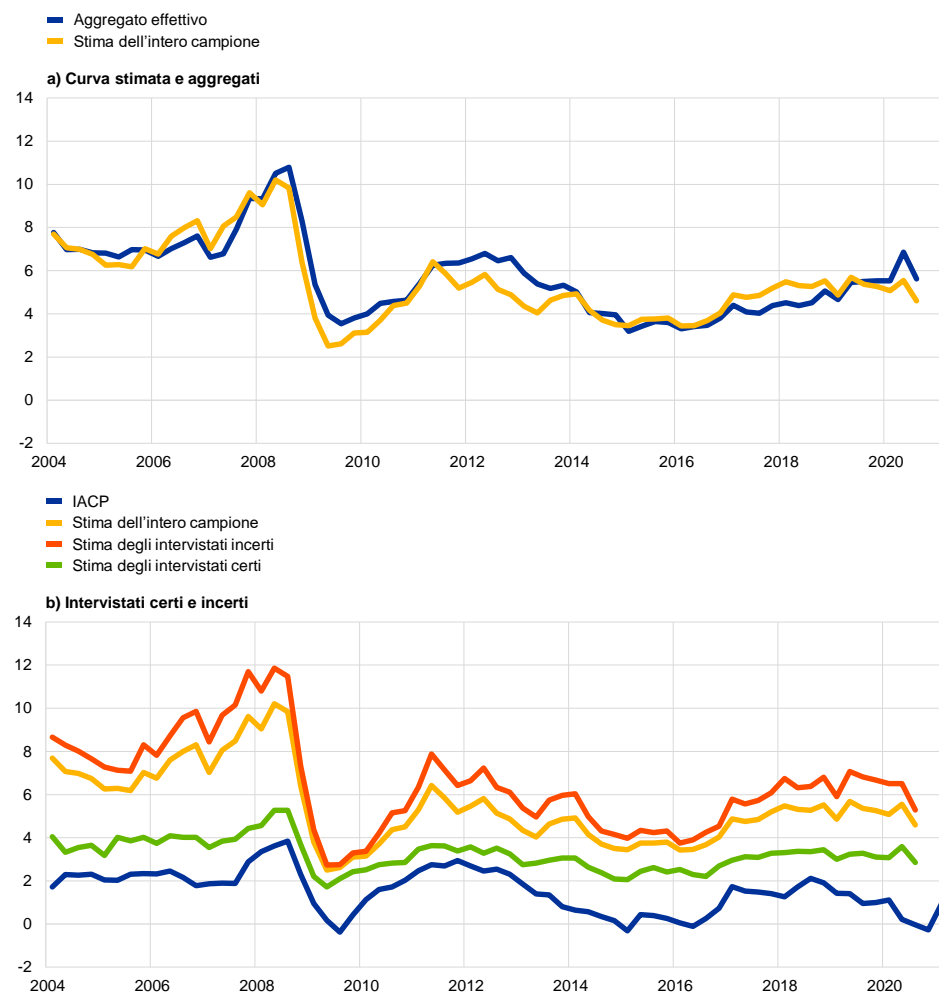
---

<sup>18</sup> Cfr., ad esempio, Jonung (1981, op. cit.); Bryan e Venkatu (2001, op. cit.); Arioli, et al. (2016, op. cit.); Del Giovane, Fabiani e Sabbatini (2009, op. cit.); Ehrmann, Pfajfar e Santoro (2017, op. cit.).

## Grafico 10

### Stima delle aspettative di inflazione – valori del modello e risultati delle indagini

(valori percentuali)



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

Note: il grafico mostra la stima dell'aspettativa di inflazione calcolata per un consumatore medio (ossia avente caratteristiche medie per ogni categoria) in ciascun paese. Si utilizzano quindi ponderazioni dello IACP per paese per determinare il dato aggregato a livello dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2021 per lo IACP e a settembre 2020 per le altre serie.

L'ampio divario tra l'inflazione effettiva e quella attesa può essere spiegato dall'incertezza misurata dagli arrotondamenti

**La suddivisione del campione nei gruppi degli “intervistati certi” e degli “intervistati incerti” spiega gran parte del cosiddetto dilemma delle aspettative di inflazione, ossia la sovrastima dell’inflazione che emerge dalle indagini presso i consumatori<sup>19</sup>.** L'applicazione separata del modello sopra descritto a ciascun gruppo mostra che le variabili sociodemografiche e relative al clima economico hanno un impatto più contenuto sulle aspettative di inflazione del gruppo degli intervistati “certi” (cfr. la tavola 2). La differenza delle aspettative di inflazione tra i due gruppi è mostrata nel pannello b) del grafico 10 e stimata separatamente per tutti i periodi. Essa suggerisce che il differenziale delle stime dell'inflazione osservato tra i

<sup>19</sup> Uno studio di Abildgren, K. e Kuchler, A. (“[Revisiting the inflation perception conundrum](#)”, *Journal of Macroeconomics*, vol. 67, 2021) affronta la questione della tendenza alla sovrastima nelle percezioni e nelle aspettative di inflazione nei vari paesi e periodi, suggerendo diverse spiegazioni. L'espressione “dilemma delle percezioni di inflazione” è coniata in tale articolo, ma secondo il presente studio è ugualmente applicabile al contesto delle aspettative.

diversi gruppi socioeconomici e gli intervistati che hanno espresso valutazioni economiche divergenti può essere spiegato almeno in parte dai differenti livelli di certezza che caratterizzano tali gruppi di consumatori. A tali risultati si perviene anche in una versione del modello che tiene conto delle percezioni, dato il loro forte legame con le aspettative<sup>20</sup>. Va tuttavia notato che anche gli intervistati certi sovrastimano l'inflazione. Il canale della certezza, pertanto, non dovrebbe essere considerato in maniera isolata da altre ragioni ipotizzate, compresi gli aspetti psicologici dell'avversione alle perdite, la stagionalità e l'idea che, nella stima dell'inflazione, i consumatori possano considerare panieri diversi e molto eterogenei (che, ad esempio, includono i prezzi degli immobili residenziali)<sup>21</sup>.

## Tavola 2

### Contributo della “certezza” al livello delle aspettative di inflazione

#### Entità dei coefficienti nel modello

(coefficienti di un modello lineare con le aspettative di inflazione come variabile dipendente)

		Tutti gli intervistati	Intervistati certi	Intervistati incerti
Caratteristiche sociodemografiche	Età	-0,35	-0,08	-0,40
	Istruzione	-0,51	-0,12	-0,62
	Donne	1,03	0,19	1,23
	Reddito	-0,22	-0,07	-0,26
Clima economico	Situazione finanziaria personale	0,97	0,38	1,16
	Situazione economica	1,19	0,50	1,47
	Disoccupazione	-1,15	-0,33	-1,51
	Acquisti	-0,01*	0,01*	-0,06
	Risparmi	0,36	0,15	0,43
Fattori macroeconomici	Capacità di risparmio	0,41	0,16	0,49
	Inflazione misurata sullo IAPC	0,72	0,48	0,76
	Previsione relativa allo IAPC	1,55	0,58	1,69
	Crescita del PIL	0,13	0,04	0,19
R <sup>2</sup>		0,21	0,16	0,21
Numero di intervistati		2.522.504	842.807	1.679.697

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: \* = non statisticamente significativo al livello di confidenza del 99 per cento. Tutti gli altri coefficienti sono statisticamente significativi al livello del 99 per cento. I coefficienti mostrano l'entità relativa e la direzione di una variazione unitaria in una delle singole variabili sulle aspettative di inflazione, mentre tutte le altre variabili sono mantenute a livello costante. Ad esempio, mantenendo costanti tutti gli altri fattori, essere donna determina un aumento delle percezioni di inflazione di 1,03 punti percentuali nella stima relativa all'intero campione, di 1,23 nella stima relativa agli intervistati incerti e di 0,19 nella stima relativa agli intervistati certi. Si noti che, contrariamente alle altre domande concernenti il clima economico, per il quesito sulla disoccupazione un valore ridotto (elevato) implica una situazione negativa (positiva). Per maggiori dettagli sulla formulazione del questionario, cfr. la guida per gli utenti ([User Guide](#)) della Commissione europea.

<sup>20</sup> In Duca-Radu, I., Kenny, G. e Reuter, A., “[Can consumers' inflation expectations help stabilise the economy?](#)”, *Research Bulletin*, n. 79, Banca centrale europea, 12 gennaio 2021, i dati dell'indagine della Commissione europea presso i consumatori sono utilizzati per esaminare il legame tra aspettative di inflazione e consumi. Lo studio rileva che la correlazione grezza tra disponibilità a spendere e aspettative di inflazione è, in media, negativa e piuttosto instabile. Gli autori attribuiscono tale fenomeno a fattori non osservati e a caratteristiche specifiche dei consumatori che possono avere un impatto sulle aspettative di inflazione segnalate. Quando le aspettative di inflazione sono normalizzate (sulla base della percezione dell'inflazione corrente), si riscontra una correlazione più stabile e positiva con la disponibilità a spendere.

<sup>21</sup> Per una sintesi della letteratura disponibile, cfr. Abildgren e Kuchler (2021, op. cit.).

## 6 Osservazioni conclusive

Il grado di (in)certezza riguardo all'inflazione costituisce un importante sistema di riferimento per l'analisi delle aspettative quantitative di inflazione dei consumatori

**Il grado di (in)certezza riguardo all'inflazione costituisce un canale in grado di far luce su alcuni degli aspetti meno comprensibili delle aspettative quantitative di inflazione segnalate.** Il grado di (in)certezza rappresenta innanzitutto un filtro che contribuisce a spiegare la ragione per cui si osservano stime elevate in termini aggregati anche in presenza di livelli di inflazione piuttosto bassi. Tale fenomeno si verifica perché, in condizioni di incertezza, molti consumatori segnalano cifre arrotondate, mediante le quali spesso sovrastimano l'inflazione sotto il profilo quantitativo. Inoltre, dato che gli arrotondamenti risultano più diffusi in alcuni gruppi sociodemografici, il grado di (in)certezza contribuisce anche a chiarire come mai si osservino percezioni e aspettative di inflazione più elevate in corrispondenza di specifiche caratteristiche della popolazione. Occorre tuttavia ricordare che, sebbene i consumatori meno certi possano non quantificare con precisione l'inflazione futura, le loro aspettative individuano l'inflazione relativamente bassa ed elevata in modo simile a quello di un maggior numero di consumatori più certi e sostanzialmente in linea con il ciclo dell'inflazione effettiva.

La correlazione negativa segnalata tra le prospettive economiche e le stime dell'inflazione può essere causata da una maggiore incertezza

**Inoltre, il canale dell'incertezza fornisce anche una possibile spiegazione della correlazione negativa talvolta osservata tra le prospettive economiche e le aspettative di inflazione.** Offre, pertanto, una prospettiva alternativa all'idea che tale correlazione negativa sia una cosiddetta interpretazione dell'inflazione dal lato dell'offerta, in base alla quale i consumatori interpretano un aumento dell'inflazione attesa come necessariamente negativo<sup>22</sup>. Si dimostra che tale correlazione potrebbe rispecchiare una maggiore incertezza, che, a sua volta, determina un incremento delle aspettative di inflazione segnalate.

**Restano tuttavia aspetti relativi alle attese di inflazione dei consumatori che non è possibile esaminare utilizzando i dati considerati nel presente articolo.**

Ad esempio, non osservando il medesimo consumatore nel tempo, è difficile comprendere il modo in cui si formino le aspettative e l'entità del loro impatto economico. In futuro, l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), lanciata nel 2020 nella fase pilota e dotata di un'autentica struttura di panel, potrebbe offrire una visione più approfondita delle aspettative dei consumatori nel corso tempo, della formazione delle loro attese e del modo in cui essi comprendono e reagiscono alla politica monetaria<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Cfr. Candia, B., Coibion, O. e Gorodnichenko, Y., "Communication and the Beliefs of Economic Agents", contributo presentato in occasione dell'Economic Policy Symposium organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City a Jackson Hole, 28 agosto 2020.

<sup>23</sup> Per maggiori informazioni, cfr. [ECB Consumer Expectations Survey](#).

## Il paradosso delle banconote: comprendere la domanda di contante al di là dell'uso a fini transattivi

a cura di Alejandro Zamora-Pérez

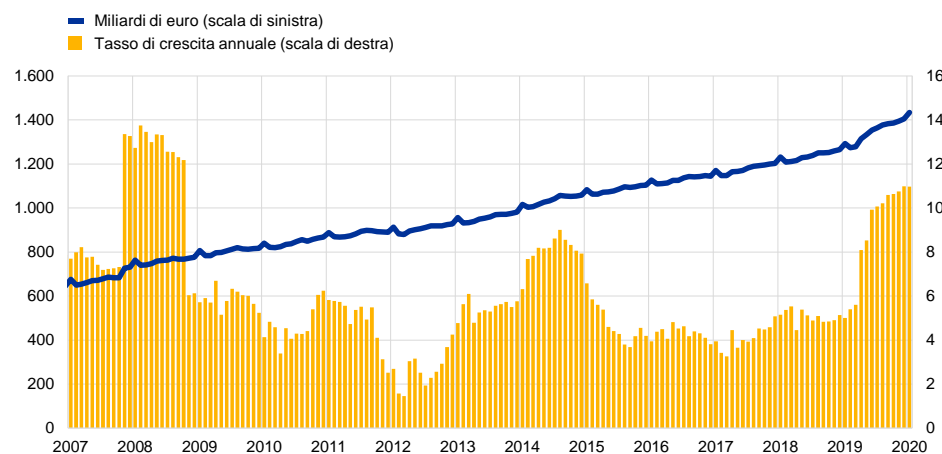
### 1 Introduzione

**Nell'area dell'euro è stato osservato un fenomeno denominato “paradosso delle banconote”<sup>1</sup>: negli ultimi anni, la domanda di banconote in euro è aumentata costantemente, mentre l'uso delle banconote per le operazioni al dettaglio sembra essere diminuito.** Le recenti indagini sui pagamenti indicano una diminuzione della quota delle transazioni in contanti nell'area dell'euro. Ci si sarebbe potuti attendere quindi che questo andamento, insieme alla costante digitalizzazione dei pagamenti al dettaglio, determinasse una diminuzione della domanda di contante<sup>2</sup>. Tuttavia, tale riduzione della domanda non si è verificata, anzi, al contrario, dal 2007 il numero delle banconote in euro in circolazione è aumentato (cfr. il grafico 1). Questo apparente paradosso può essere spiegato dalla domanda di banconote quale riserva di valore nell'area dell'euro (ad esempio da parte di cittadini dell'area che detengono risparmi in contanti), associata alla domanda di euro al di fuori dell'area. Il presente articolo userà i dati a disposizione per spiegare il fenomeno più nel dettaglio.

#### Grafico 1

##### Circolazione delle banconote in euro

(scala di sinistra: valore, miliardi di euro, non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario; scala di destra: valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2020. La circolazione delle banconote in euro è data dalla somma delle emissioni nette (banconote emesse meno banconote restituite) dalle banche centrali dell'Eurosistema a partire dall'introduzione dell'euro. Sono comprese le banconote detenute da banche, società e cittadini nell'area dell'euro e all'estero.

- <sup>1</sup> Il fenomeno è stato anche osservato in relazione ad altre valute, in particolare quelle con una forte domanda estera: il termine è stato coniato in Bailey, A., “Banknotes in Circulation: Still Rising: What does this Mean for the Future of Cash?”, intervento tenuto presso la Banknote 2009 Conference, Washington DC, 2009.
- <sup>2</sup> Per semplicità, all'interno del presente articolo, non vi sono riferimenti specifici alle monete metalliche (che rappresentano il 2 per cento del valore dei contanti in euro).

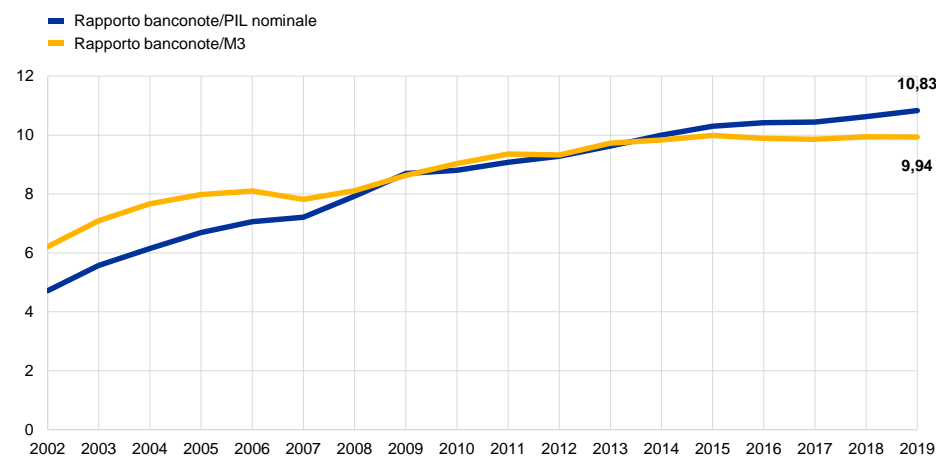
**Fin dall'introduzione delle banconote in euro, la circolazione è sempre cresciuta in maniera sostenuta, anche considerando il rapporto tra banconote in euro e PIL, o il rapporto tra banconote in euro e aggregato monetario M3<sup>3</sup>.**

Tale crescita della circolazione si è accentuata durante la pandemia di coronavirus (COVID-19). Alla fine del 2020 il valore delle banconote in circolazione ammontava a 1.435 miliardi di euro, con un aumento dell'11 per cento rispetto ai 1.293 miliardi del 2019 (cfr. il grafico 1). Il tasso di crescita annuo è stato eccezionalmente elevato rispetto agli anni precedenti (negli ultimi 10 anni si attestava in media al 5 per cento di crescita annuale) a causa della pandemia di COVID-19. Il tasso di crescita era stato più elevato solo nei mesi successivi al crollo di Lehman Brothers nel settembre 2008<sup>4</sup>. Tuttavia, dall'introduzione dell'euro la crescita della circolazione delle banconote è sempre stata consistente, anche prendendo in considerazione altre grandezze macroeconomiche; ad esempio, il rapporto tra banconote in euro e prodotto interno lordo nominale e il rapporto tra banconote in euro e M3 sono aumentati nel corso degli anni (cfr. il grafico 2), attestandosi alla fine del 2019, rispettivamente, al 10,83 e al 9,94 per cento. Ciò porta a pensare che ci siano determinanti specifiche dell'elevata domanda di banconote in euro, differenti dall'andamento dell'attività dell'economia nazionale (PIL nominale) e dai fattori che influenzano le altre attività/passività monetarie (M3).

## Grafico 2

**Banconote in euro rispetto a prodotto interno lordo nominale dell'area dell'euro e M3**

(valori percentuali, dati di fine anno)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2019.

**Comprendere i fattori che determinano la crescita della circolazione delle banconote è importante per le principali attività delle banche centrali, quali la gestione del contante e della liquidità, le strategie per i pagamenti al dettaglio e la politica monetaria.** Comprendere la domanda di contante agevola le attività di gestione del contante e della liquidità delle banche centrali. Per esempio, se il

<sup>3</sup> M3 o "aggregato monetario ampio" è la somma di valuta in circolazione, depositi e altre passività monetarie liquide.

<sup>4</sup> Questo e altri eventi che influenzano il valore delle banconote in circolazione sono descritti nell'articolo *Tendenze e andamenti nell'utilizzo del contante in euro negli ultimi dieci anni* nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

contante è molto utilizzato come “bene rifugio” in periodi di potenziale instabilità di mercato, sarà necessario detenere significative riserve strategiche di banconote per soddisfare una domanda straordinariamente elevata durante i periodi di crisi<sup>5</sup>. Inoltre, la comprensione della domanda di contante permetterà di definire strategie di pagamento al dettaglio consapevoli, ad esempio consentendo previsioni sul futuro uso dei mezzi di pagamento, o addirittura di valutare la potenziale domanda di una moneta digitale, simile al contante, emessa dalla banca centrale (central bank digital currency, CBDC). Inoltre, l’entità e la crescita di alcune componenti della domanda di contante hanno implicazioni importanti per valutare l’orientamento della politica monetaria e la sua attuazione in un contesto di tassi di interesse bassi<sup>6</sup>.

**Per far luce sul paradosso delle banconote, è importante identificarne i principali usi, malgrado si tratti di un’impresa ardua dato che l’utilizzo del contante non è facilmente osservabile.** Il valore delle banconote in euro in circolazione può essere suddiviso in tre componenti: il valore delle banconote a) detenute a fini transattivi all’interno dell’area dell’euro, b) detenute a fini di riserva di valore all’interno dell’area e c) richieste al di fuori dell’area dell’euro (sia per le transazioni che come riserva di valore). Stimare il peso di ciascuna componente è fondamentale per comprendere il paradosso delle banconote. Tuttavia, poiché il contante viene utilizzato in modo anonimo è molto complicato elaborare tali stime. I dati raccolti dalla Banca centrale europea (BCE) si riferiscono unicamente ai flussi di banconote attraverso le banche centrali e commerciali, per cui soltanto una piccola parte del ciclo del contante risulta osservabile. Vi sono anche zone grigie in cui è impossibile determinare quando una banconota venga detenuta a fini transattivi o piuttosto come riserva di valore. Tuttavia, è possibile apprendere qualcosa sui diversi utilizzi delle banconote attraverso approcci diretti (ovvero indagini presso i soggetti che utilizzano il contante) e indiretti, che saranno esaminati nelle sezioni 2 e 3 del presente articolo. La sezione 4 affronterà gli andamenti dell’epidemia di COVID-19 nel corso del 2020, sottolineando l’importanza del contante nei periodi di crisi.

## 2 L’utilizzo del contante per le transazioni nell’area dell’euro.

**Stime del valore delle banconote detenute a fini transattivi nell’area dell’euro possono essere elaborate utilizzando approcci indiretti, sebbene questi presentino delle limitazioni.** Gli approcci indiretti utilizzano i dati sul contante in euro disponibili presso la BCE, associandoli a una serie di ipotesi, per stimare quanta parte del valore delle banconote in circolazione venga utilizzata per le operazioni nazionali. Tuttavia, l’affidabilità di tali metodi è fortemente condizionata dalle specifiche ipotesi formulate e pertanto è necessario un certo livello di cautela. Si esaminano tre approcci: a) il metodo stagionale, b) il metodo del tasso di rientro e c) un’analisi dell’emissione della serie Europa (ovvero la seconda serie di banconote in euro);

---

<sup>5</sup> Cfr. Panetta, F., “Oltre la politica monetaria – Garantire continuità ai pagamenti in tempi di crisi”, *Il blog della BCE*, 28 aprile 2020.

<sup>6</sup> Cfr. Assenmacher, K., Seitz, F. e Tenhofen, J., “The use of large denomination banknotes in Switzerland”, *International Cash Conference 2017 War on Cash: Is there a Future for Cash?* Deutsche Bundesbank, Costanza, 2017, pagg. 148-199.



se ne ricavano diverse informazioni su dimensioni e natura della domanda di banconote a fini transattivi all'interno dell'area.

**Il metodo stagionale indica che, nel 2019 nell'area dell'euro, tra il 13 e il 30 per cento del valore delle banconote in circolazione è stato detenuto a fini transattivi, con un valore centrale della stima del 21,5 per cento (280 miliardi di euro).** La quota di banconote in circolazione usata a fini transattivi nell'area dell'euro può essere stimata attraverso il metodo stagionale<sup>7</sup>. Tale metodo sfrutta la forte stagionalità mensile della domanda di banconote per separare la circolazione totale tra la domanda interna a fini transattivi e il resto delle componenti della domanda (domanda interna come riserva valore e domanda estera). A tale scomposizione si arriva confrontando la stagionalità della circolazione totale delle banconote con la stagionalità di una variabile di riferimento usata solo per fini transattivi<sup>8</sup>. Poiché l'affidabilità di questo metodo è fortemente condizionata dalla variabile di riferimento, sono state selezionate due serie, in modo da avere un limite superiore e un limite inferiore. I risultati indicano che, nel 2019 nell'area dell'euro, tra il 13 e il 30 per cento del valore delle banconote in euro in circolazione è stato utilizzato per le transazioni (cfr. il grafico 3). Il valore centrale della stima, 21,5 per cento (280 miliardi di euro), costituisce una buona approssimazione<sup>9</sup>, ma andrebbe comunque interpretato con cautela. Va notato che entrambe le variabili di riferimento segnalano una diminuzione della quota di circolazione per le transazioni all'interno dell'area nel corso degli anni.

---

<sup>7</sup> Una descrizione formale del metodo, come utilizzato nella presente sezione, si può trovare in *ibid.*, pagg. 148-199. Come variabili di riferimento sono state selezionate la cassa contante e la circolazione delle banconote da 10 euro, corrette per la capacità di circolazione (cfr. di seguito).

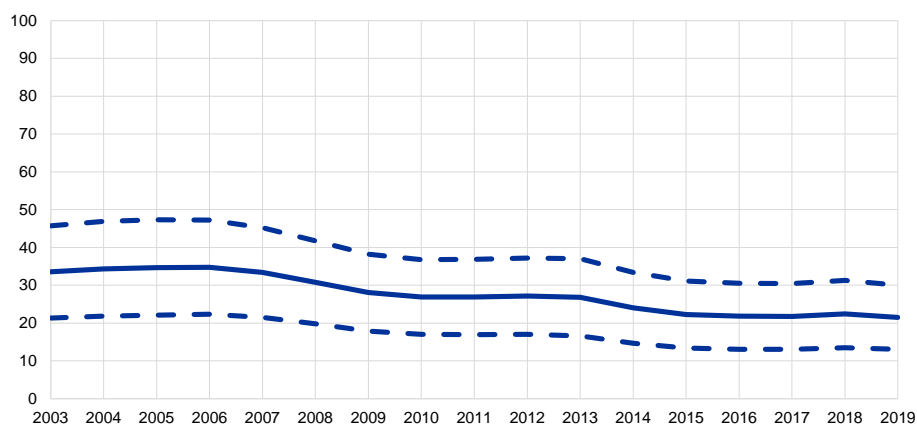
<sup>8</sup> La stagionalità delle transazioni in contanti all'interno dell'area non può essere osservata. Le variabili di riferimento per cogliere efficacemente tali transazioni sono i tagli piccoli come la banconota da 10 euro o la cassa contante; cfr. l'articolo *Tendenze e andamenti nell'utilizzo del contante in euro negli ultimi dieci anni*, op. cit., e Bartsch, N., Rösl, G. e Seitz, F., "Currency movements within and outside a currency union: The case of Germany and the euro area", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 53, n. 4, Elsevier, Amsterdam, 2013, pagg. 393-401.

<sup>9</sup> È probabile che la stagionalità della domanda a fini transattivi venga sottovalutata per le serie del taglio da 10 euro (non tutte le banconote da 10 euro sono utilizzate per transazioni) e sopravvalutata per le serie di cassa contante (le scorte di sicurezza durante i periodi di picco della domanda accentuano la stagionalità).

### Grafico 3

#### Stime della quota di valore delle banconote in euro detenute per fini transattivi all'interno dell'area euro secondo il metodo stagionale

(percentuale della circolazione complessiva)



Fonte: elaborazioni dell'autore, BCE.

Note: la linea continua rappresenta il valore centrale della stima e le linee tratteggiate rappresentano il limite superiore e inferiore. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2019.

**Secondo il metodo del tasso di rientro, nel 2019 nell'area dell'euro è stato detenuto a fini transattivi tra il 15 e il 25 per cento del valore delle banconote in euro in circolazione, con un valore centrale di stima pari a circa il 20 per cento (260 miliardi di euro).** Le banconote in euro vengono restituite alle banche centrali dell'Eurosistema con frequenze diverse a seconda del taglio<sup>10</sup>. Le banconote restituite con minor frequenza circolano in parte all'interno dell'area in canali più distanti dalle banche centrali, mentre un'altra parte viene detenuta nell'area o all'estero come riserva di valore. Come per il metodo stagionale, è possibile stimare un limite superiore e inferiore della circolazione effettiva utilizzando come riferimento il tasso di rientro dei tagli usati solo per fini transattivi (facendo due ipotesi estreme). Tale intervallo è meno ampio rispetto a quello stimato con il metodo stagionale.

#### L'analisi dell'introduzione della seconda serie di banconote in euro fornisce ulteriori informazioni sulle modalità di circolazione dei diversi tagli.

L'introduzione della seconda serie di banconote in euro e la successiva sostituzione della prima serie forniscono informazioni preziose. I tassi di saturazione dei diversi tagli delle banconote (ovvero il numero di banconote della seconda serie in circolazione rispetto al numero totale di banconote della prima e della seconda serie) seguono un andamento particolare che può essere analizzato adattando le curve ai dati<sup>11</sup>. Il grafico 4 illustra tale fenomeno per il taglio da 5 euro (che analogamente ai tagli da 10 e 20 euro viene generalmente usato per le transazioni) e da 50 euro (utilizzato sia nelle transazioni sia come riserva di valore a livello nazionale e

<sup>10</sup> Il tasso di rientro di un determinato taglio è il numero di banconote restituite nel corso di un anno diviso per la circolazione media del medesimo anno; per una spiegazione dettagliata, cfr. l'articolo [Tendenze e andamenti nell'utilizzo del contante in euro negli ultimi dieci anni](#), op. cit.

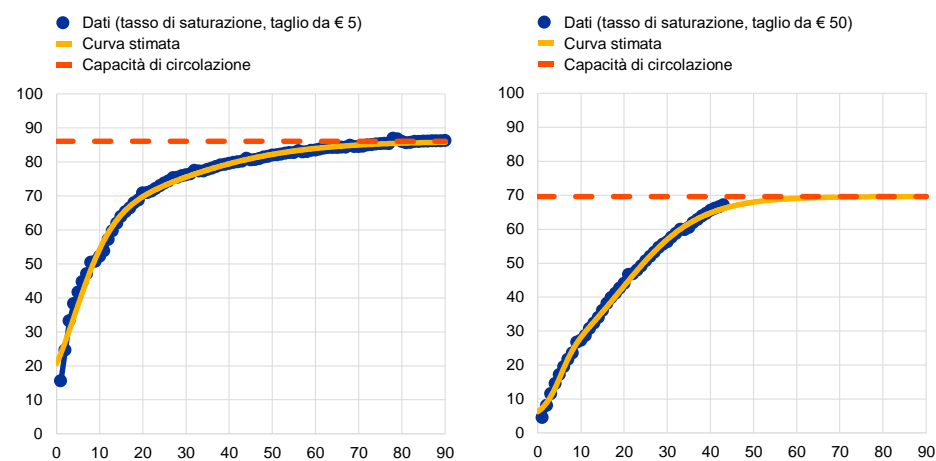
<sup>11</sup> I modelli logistici che forniscono i risultati migliori sono quelli che presuppongono la suddivisione della circolazione in due parti distinte. Ci si basa sul presupposto logico che una parte delle banconote circoli attivamente e venga restituita rapidamente alla banca centrale, mentre un'altra parte venga restituita più lentamente circolando in canali lontani o venendo immagazzinata.

all'estero, come avviene per gli altri tagli di valore elevato da 100 e 200 euro). Emerge uno schema interessante: le curve iniziano ad appiattirsi prima che la nuova serie saturi il 100 per cento della circolazione, raggiungendo un tasso di saturazione stazionario chiamato "capacità di circolazione". Ciò significa che una parte delle banconote della prima serie potrebbe non venir mai restituita all'Eurosistema poiché detenuta in permanenza come riserva a livello nazionale o, come è forse più probabile, smarrita o detenuta all'estero. Per i tagli di valore minore (generalmente usati per le transazioni) ci si aspetta che la maggior parte delle banconote venga restituita alla banca centrale. Questi presentano una maggiore capacità di circolazione (circa l'86 e l'89 per cento) rispetto ai tagli di valore superiore (ad esempio, il taglio da 50 euro ha una capacità di circolazione attesa del 70 per cento). Inoltre, come prevedibile, il taglio da 5 euro (principalmente utilizzato per le transazioni) presenta una curva più ripida, il che significa che raggiunge la capacità di circolazione più velocemente rispetto al taglio da 50 euro (utilizzato sia a fini transattivi sia come riserva di valore a livello nazionale e all'estero)<sup>12</sup>. Tali dinamiche sono osservabili anche con altri tagli. Ciò dimostra che al crescere del valore cresce la probabilità che una banconota venga usata come riserva di valore a livello nazionale o all'estero; analogamente, tanto più elevato è il valore di una banconota, tanto maggiore è la probabilità che venga usata per lungo tempo come riserva di valore.

#### Grafico 4

##### Analisi dei tassi di saturazione delle banconote da 5 e 50 euro

(valori percentuali, dati mensili)



Fonte: BCE ed elaborazioni a cura dell'autore; l'ultima osservazione si riferisce al novembre 2020.

Nota: il tasso di saturazione è dato dal numero di banconote della seconda serie in circolazione rispetto al numero totale di banconote.

**Da una recente indagine condotta dalla BCE presso le famiglie<sup>13</sup> emerge che nel 2019 il valore totale delle operazioni in contante effettuate dai cittadini ammontava a 1.993 miliardi di euro e che il contante era ancora il mezzo di pagamento (al dettaglio) più utilizzato, sebbene la quota di pagamenti in contanti sia diminuita.** Anche se i metodi indiretti possono fornire stime utili dell'uso

<sup>12</sup> Tale semplice analisi grafica è resa più accurata dall'interpretazione della prima e della seconda derivata delle curve. Ciò consente una precisa valutazione del momento in cui il rientro delle banconote di diverso taglio accelera e decelera.

<sup>13</sup> Cfr. "Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)" BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2020.

del contante per le transazioni a livello nazionale, è necessario integrarli con metodi diretti quali le indagini sui pagamenti. Come spiegato più dettagliatamente nel riquadro 1, la citata indagine della BCE indica che, nel 2019, il contante è stato il mezzo di pagamento più utilizzato nell'area dell'euro per le operazioni presso i punti vendita (point-of-sale, POS) e da persona a persona (person-to-person, P2P) e ha costituito una quota non trascurabile degli altri tipi di operazioni. Negli ultimi tre anni, tuttavia, la quota di pagamenti in contanti è diminuita di sei punti percentuali. Secondo l'indagine, il contante in euro è stato utilizzato per 117 miliardi di transazioni fisiche e online, corrispondenti a un valore di 1.993 miliardi di euro.

## Riquadro 1

### Evidenze dall'indagine SPACE sull'uso del contante a fini transattivi nell'area dell'euro

---

a cura di Chiara Litardi e Alejandro Zamora-Pérez

Lo studio sulle abitudini di pagamento dei consumatori nell'area dell'euro (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area, SPACE)<sup>14</sup> mostra il ruolo rilevante del contante nelle transazioni giornaliere; il 72 per cento delle operazioni presso i punti vendita (POS)<sup>15</sup>, che rappresenta il 47 per cento in termini di valore, così come l'83 per cento delle operazioni da persona a persona (P2P), che costituisce il 57 per cento in termini di valore, sono effettuate in contanti<sup>16</sup>. La forte differenza tra il numero e il valore delle operazioni è dovuta al fatto che il contante viene più spesso utilizzato per acquisti di basso valore. Se si considerano insieme POS e P2P, la maggior parte delle operazioni effettuate consiste in pagamenti inferiori a 15 euro, come indicato nel pannello di sinistra del grafico A. Il 92 per cento dei pagamenti inferiori a 5 euro è effettuato in contanti, mentre solo il 33 per cento delle operazioni superiori a 100 euro (che rappresentano soltanto il 3 per cento di tutte le operazioni POS e P2P) viene pagato in contanti (cfr. il pannello di sinistra del grafico A).

---

<sup>14</sup> Ibid.

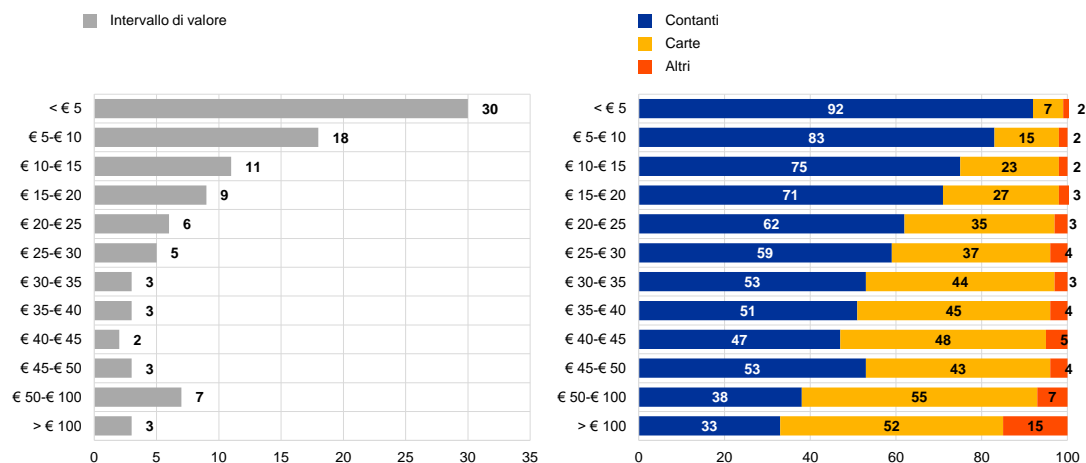
<sup>15</sup> La categoria POS è la tipologia di pagamento da persona a impresa più comune e comprende operazioni presso: supermercati, piccoli negozi che vendono oggetti di uso comune (ad es. panetterie, empori), venditori ambulanti o mercati (ad esempio giornali, fiorai), negozi di beni durevoli (ad esempio abbigliamento, giocattoli, elettronica), stazioni di servizio, ristoranti, bar, caffè, alberghi, centri culturali, sportivi o di intrattenimento, distributori o biglietterie automatiche, uffici postali o della pubblica amministrazione, servizi non a domicilio (ad es., parrucchieri o lavasecco) e tutti gli altri luoghi fisici.

<sup>16</sup> Considerando insieme POS e P2P si ottiene il 73 per cento per il numero e il 48 per cento per il valore.

## Grafico A

### Utilizzo di strumenti di pagamento per POS e P2P, per intervallo di valore

(asse delle ascisse: valori percentuali, quota di tutte le operazioni; asse delle ordinate: valore, transazioni)



Fonti: BCE, De Nederlandsche Bank, Dutch Payments Association e Deutsche Bundesbank.

Anche se il contante è tuttora il mezzo di pagamento più usato nelle operazioni POS e P2P, se lo si confronta con altri strumenti di pagamento si nota che il suo impiego è diminuito rispetto a tre anni fa, quando è stata condotta un'indagine analoga<sup>17</sup>. Dal 2016 la quota di pagamenti in contanti è diminuita di sei punti percentuali in termini di numero di operazioni e di valore, sia per POS (dal 78 per cento delle operazioni e 53 per cento del valore registrato tre anni fa) sia per P2P (dall'89 per cento delle operazioni e 63 per cento del valore).

Gli altri pagamenti da persona a impresa in cui si usa il contante sono le operazioni ricorrenti, ad esempio il pagamento delle utenze elettriche, di quelle telefoniche o dell'affitto, benché vi siano grosse differenze tra i vari paesi e tipologie di servizio. Circa il 6 per cento dei cittadini dell'area dell'euro paga le utenze elettriche in contanti, con un'elevata variabilità tra i diversi paesi (dall'1 al 38 per cento). L'uso del contante è minore per l'affitto (4 per cento) e per le utenze telefoniche (5 per cento), anche qui con notevoli differenze anche fra i paesi dell'area dell'euro.

Come strumento transattivo, l'uso del contante per i pagamenti da impresa a persona non risulta trascurabile, anche se dal 2016 è diminuito. Secondo lo studio SPACE, il 13 per cento dei cittadini dell'area dell'euro percepisce tuttora qualche tipo di reddito regolare in contanti. Circa un intervistato su dieci ha percepito metà o oltre metà del proprio reddito in contanti. Sotto il profilo dell'occupazione, i lavoratori autonomi percepiscono più spesso un reddito in contanti; in media, il 26 per cento di essi ha percepito almeno una parte del proprio reddito con tale modalità.

## 3 La domanda di banconote a fini non transattivi

**I valori centrali delle stime riportate nella sezione precedente indicano che nel 2019 circa l'80 per cento del valore del circolante non è stato utilizzato per**

<sup>17</sup> Cfr. Esselink, H. e Hernandez, L., "The use of cash by households in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 201, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2017.

### **transazioni interne e che tale quota è andata aumentando nel corso degli anni.**

La sezione seguente presenterà le evidenze disponibili sulle altre componenti della domanda di contante, vale a dire la domanda estera e quella come riserva di valore all'interno dell'area.

## **La circolazione delle banconote in euro al di fuori dell'area dell'euro**

**Un recente ampio studio<sup>18</sup> sulla domanda estera di banconote suggerisce che nel 2019 tra il 30 e il 50 per cento del valore delle banconote in euro sia stato detenuto all'estero e che tale quota sia aumentata negli ultimi anni.** A dicembre 2019 il totale cumulato (netto) delle banconote in euro spedite da e per l'area dell'euro attraverso i canali bancari rappresentava solo il 13 per cento della circolazione totale delle banconote in termini di valore. Tuttavia, lo studio chiarisce che esistono diversi canali attraverso i quali le banconote possono fluire da e per l'area dell'euro, come le rimesse non registrate o il turismo. Per un esame più accurato sono stati quindi utilizzati diversi approcci indiretti. Secondo un metodo sviluppato dalla BCE è stato calcolato che nel 2019 circa il 30 per cento del valore totale del circolante era detenuto all'estero<sup>19</sup>. Tale quota raggiunge il 50 per cento utilizzando il metodo stagionale (stime per il 2018) e il metodo dell'età delle banconote (stime per il 2019). Questi due metodi mettono a confronto alcune caratteristiche, come la stagionalità o il ciclo di vita, delle banconote in euro rispetto a banconote di paesi di riferimento che presentano delle similitudini<sup>20</sup>. È interessante notare che sia il metodo della BCE sia il metodo stagionale<sup>21</sup> indicano che tale quota è aumentata nel corso degli anni (passando rispettivamente da circa il 20 per cento nel 2008 a circa il 30 per cento nel 2018 e da oltre il 35 per cento nel 2008 a oltre il 50 per cento nel 2018). L'ampio intervallo fra i diversi metodi riflette la difficoltà nello stimare l'entità della componente della domanda estera delle banconote in euro. Come spiegato in relazione agli approcci indiretti utilizzati nella sezione 2, l'affidabilità di tali metodi si fonda su svariate assunzioni e quindi i risultati andrebbero considerati con una certa cautela.

**Vi sono molte ragioni per cui in generale nelle economie in via di sviluppo e in transizione vi è una forte domanda di contante, e in particolare di valute estere forti<sup>22</sup>.** Generalmente, la letteratura attribuisce l'elevato ricorso al contante nei paesi in via di sviluppo e in transizione sia a problemi legati all'offerta (come infrastrutture di pagamento sottosviluppate e mancanza di alternative di risparmio affidabili), sia a fattori dal lato della domanda (mancanza di fiducia nelle banche, abitudini profondamente radicate o percezioni sfavorevoli nei confronti dei pagamenti elettronici). Per l'uso del dollaro statunitense al di fuori degli Stati Uniti, si è riscontrato che la domanda estera è influenzata da alcuni fattori quali l'inflazione storicamente

<sup>18</sup> Lalouette, L., Zamora-Pérez, A., Rusu, C., Bartzsch, N., Politronacci, E., Delmas M., Rua, A., Brandi, M. e Naksi, M., "Foreign demand for euro banknotes", *Occasional Paper Series*, n. 253, BCE, Francoforte sul Meno, 2021.

<sup>19</sup> Cfr. *Estimation of euro currency in circulation outside the euro area*, BCE, aprile 2017.

<sup>20</sup> Nello studio, i riferimenti scelti sono stati il dollaro canadese per il metodo stagionale e la corona danese per l'età delle banconote. Per ulteriori informazioni su entrambi i metodi, cfr. Lalouette, L. et al., op. cit., 2021.

<sup>21</sup> L'età delle banconote fornisce solo una stima per il 2019 a causa della mancanza di dati.

<sup>22</sup> Una rassegna della letteratura è contenuta in Lalouette, L. et al., op. cit., 2021.

elevata dei paesi esteri, le dimensioni del mercato interno, l'incertezza economica internazionale e locale e, infine, l'aver usato il dollaro in passato. Un'indagine condotta regolarmente dalla Oesterreichische Nationalbank (OeNB) ha di recente evidenziato importanti risultati sulle determinanti della domanda di banconote in euro, sebbene l'indagine si limiti alle economie dell'Europa centrale, orientale e sudorientale. Tali determinanti comprendono la scarsa fiducia nei sistemi finanziari nazionali e nella valuta locale, una maggiore propensione individuale per l'uso del contante o aspettative sulla futura adozione dell'euro.

**Sulla base di un modello macroeconomico della domanda di banconote in euro e di analisi quantitative e qualitative delle determinanti dei trasferimenti netti in euro si rileva come la domanda estera<sup>23</sup> sia per lo più influenzata da fattori locali (dai paesi che richiedono banconote).** Diversi approcci indicano che l'attività economica locale dei paesi esteri ha un impatto sulla domanda complessiva di banconote in euro; inoltre, l'inflazione interna, la disoccupazione locale e il tasso di cambio nominale dollaro statunitense/euro influenzano i trasferimenti netti in euro, principalmente per le banconote di taglio medio ed elevato. In particolare, in alcune aree (le Americhe, il Medio Oriente, l'Asia e paesi occidentali non appartenenti all'UE) la domanda sembra essere influenzata soprattutto dal turismo, oltre che da fattori legati a riserve di valore e attività "rifugio".

#### **Utilizzo delle banconote in euro come riserva di valore all'interno dell'area dell'euro**

**Si ritiene che nel 2019 tra il 27,5 e il 50 per cento del valore del circolante in banconote nell'area dell'euro fosse detenuto come riserva; ciò significa che le riserve di contante (dei cittadini dell'area dell'euro, ma anche di banche e società) oscillavano tra 1.270 e 2.310 euro per ogni adulto.** Poiché si stima che, nel 2019, nell'area dell'euro, circa il 20 per cento del valore del circolante venisse impiegato per transazioni interne e tra il 30 e il 50 per cento fosse detenuto al di fuori dell'area, ciò significa che una quota compresa tra il 27,5 e il 50 per cento era detenuta come riserva di valore<sup>24</sup>. Ne deriva dunque che l'ammontare di riserve di contante era compreso in un intervallo tra 1.270 e 2.310 euro per ogni adulto. Va sottolineato che tale ammontare per adulto include sia le scorte personali, sia il contante detenuto da istituzioni finanziarie monetarie (IFM) e società dell'area dell'euro, non essendo ancora disponibile una ripartizione settoriale di questi importi.

**Benché in condizioni normali le IFM detengano contante per lo più a fini transattivi, gli andamenti della loro cassa contante nel corso degli ultimi anni danno un'indicazione di quanto contante venga impiegato come riserva di valore.** In genere le IFM detengono contante principalmente a fini transattivi.

Il grafico 5 mostra un'evidente discontinuità nella serie, dopo che il tasso sui depositi presso la BCE è diventato negativo (soprattutto da marzo 2016, quando è sceso dal -0,3 al -0,4 per cento), perché l'impiego del contante come riserva era divenuto

---

<sup>23</sup> Ibid.

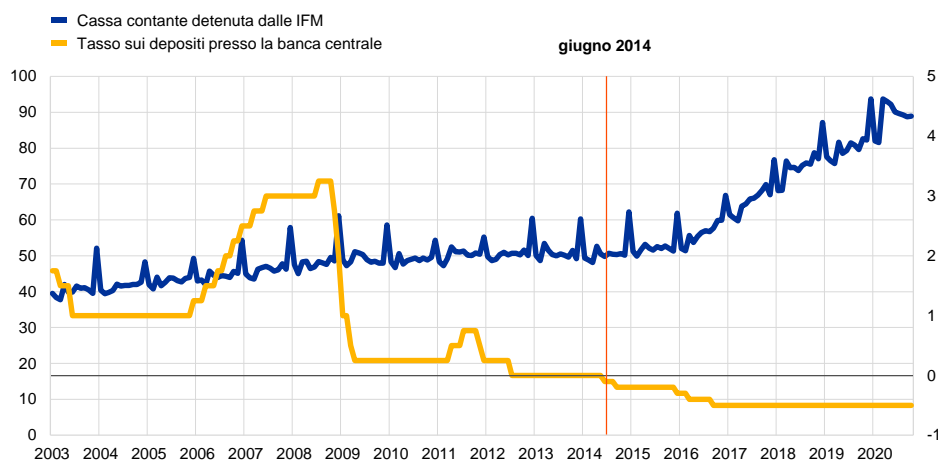
<sup>24</sup> Tali percentuali sono calcolate come valore residuale delle precedenti stime relative alle altre componenti e gli ampi intervalli riflettono l'incertezza che caratterizza i calcoli precedenti.

relativamente più vantaggioso. La cassa contante aveva avuto un andamento piuttosto stabile dal 2009 fino al giugno 2014, quando il tasso sui depositi presso la banca centrale è diventato negativo per la prima volta, è dunque probabile che l'aumento, pari a 30 miliardi di euro (60 per cento), riscontrato da quel momento fino alla fine del 2019<sup>25</sup> sia da attribuire soprattutto all'accumulazione come riserva di valore. Ad ogni modo, pur col suo spiccato aumento, alla fine del 2019 la cassa contante rappresentava solo il 7 per cento del totale delle banconote in circolazione, per cui non è sufficiente a spiegare l'aumento nell'uso del contante come riserva di valore all'interno dell'area.

## Grafico 5

### Cassa contante detenuta dalle IFM e tasso sui depositi presso la banca centrale

(scala di sinistra: valore, miliardi di euro; scala di destra: valori percentuali, dati di fine mese)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2020.

### **A differenza delle IFM, per venditori al dettaglio e cittadini non ci sono dati disponibili sull'ammontare esatto del contante detenuto, né stime sull'andamento delle tendenze delle loro riserve di cassa negli ultimi anni.**

Nel contempo, è certo che le società (che impiegano il contante soprattutto a fini transattivi) e le persone che vivono nell'area dell'euro non hanno risentito come le IFM della citata variazione del tasso sui depositi presso la banca centrale, dato che né gli individui né le società possono depositare la liquidità in eccesso presso la BCE.

Ciononostante, i bassi tassi di interesse hanno comportato un calo del costo opportunità per la detenzione di contante, per cui gli individui e le società potrebbero aver preferito accantonare contanti rispetto ad altre attività liquide con bassi rendimenti in termini di interesse. È comunque probabile che i bassi tassi di interesse non siano l'unica spiegazione della crescita della domanda a fini non transattivi, analogamente a quanto avviene per altre valute che hanno registrato una forte

<sup>25</sup> Considerando le serie di dati destagionalizzati (cioè senza il picco stagionale che si registra a dicembre).



crescita di tale domanda. È possibile infatti che concorrano altri fattori, quali la maggiore incertezza o l'invecchiamento della popolazione<sup>26</sup>.

**Le indagini sulle famiglie, quali lo studio SPACE, forniscono ulteriori evidenze sulle riserve di contante detenute dai cittadini, ma, poiché le domande poste si riferivano a un dato sensibile, si ritiene che gli intervistati dichiarino importi inferiori a quelli effettivi.** Ne consegue che anche i risultati delle indagini vadano considerati con una certa cautela. Il riquadro 2 riporta i risultati dello studio SPACE sulle riserve di contante e quelli di una recente indagine svolta in Germania sulle ragioni alla base del risparmio in contanti per i cittadini tedeschi.

## Riquadro 2

Risultati delle due recenti indagini sulle riserve di contante detenute dai cittadini all'interno dell'area dell'euro

---

a cura di Chiara Litardi e Alejandro Zamora-Pérez

### Analisi descrittiva dei dati tratti dallo studio SPACE sulle riserve di contante detenute dai cittadini dell'area dell'euro

I dati tratti dallo studio SPACE mostrano che nel 2019 circa un terzo degli intervistati deteneva riserve di contante in casa, con notevoli differenze in base al paese. Il 34 per cento degli intervistati ha dichiarato di detenere riserve di contante, mentre il 62 per cento ha dato risposta negativa e il 4 per cento si è rifiutato di rispondere. In alcuni paesi fino al 50 per cento degli intervistati ha risposto di avere delle riserve di contante.

Nel 2019 la maggior parte degli intervistati che ha dichiarato di avere del contante a casa sosteneva di tenere importi relativamente modesti; ciò porterebbe a pensare che gran parte delle riserve di contante dei cittadini sia detenuta da una piccola quota di popolazione. Tra gli intervistati che hanno risposto di avere risparmi in contante non in banca, tre persone su quattro (75 per cento) dichiaravano meno di 500 euro, mentre uno su dieci (10 per cento) aveva tra 500 e 1.000 euro. Una piccola percentuale di intervistati ha riferito di importi elevati, solo il 6 per cento ha dichiarato di avere tra 1.000 e 5.000 euro e il 2 per cento ha indicato più di 10.000 euro. Alcuni degli intervistati che hanno risposto di tenere del contante a casa si sono rifiutati di rivelarne l'importo (7 per cento).

Nell'area dell'euro si osservano notevoli differenze tra gruppi sociodemografici, in termini di genere, istruzione e reddito (cfr. il grafico A). In generale, gli uomini detengono importi maggiori rispetto alle donne e gli individui con un livello più elevato di istruzione tendono a detenere maggiori consistenze di contante rispetto ai meno istruiti. Ciò potrebbe tuttavia dipendere dalle disparità di reddito riscontrate nei gruppi citati, perché l'indagine mostra che i consumatori con un livello di reddito più elevato accantonano riserve di contante per importi maggiori. Sarebbero necessarie ulteriori ricerche per valutare in che modo le diverse variabili influenzino le riserve di contante.

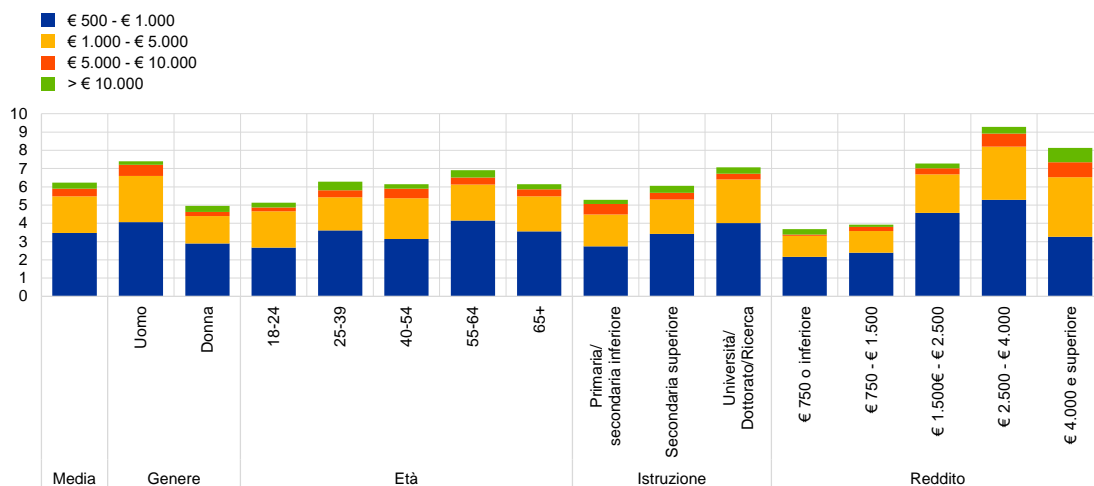
---

<sup>26</sup> Cfr., ad esempio, Jobst, C. e Stix H., "Doomed to Disappear? The Surprising Return of Cash Across Time and Across Countries", *CEPR Discussion Papers*, n. 12327, settembre 2017, e Shirai, S. e Sugandi E. A., "What Explains the Growing Global Demand for Cash?", *ADB Working Papers*, n. 1006, Asian Development Bank Institute, Tokyo, settembre 2019.

## Grafico A

### Importo delle riserve in contante (maggiore o uguale a 500 euro) per gruppo demografico

(in percentuali della popolazione totale)



Fonti: BCE, De Nederlandsche Bank e Dutch Payments Association e Deutsche Bundesbank.

Note: i dati relativi a media, genere e istruzione si riferiscono all'area dell'euro (19 paesi). I dati relativi alle fasce di reddito escludono i paesi Bassi (18 paesi). La fascia di reddito è definita come il reddito mensile di una famiglia dopo imposte e contributi previdenziali.

## Risultati di uno studio tedesco

Un recente studio basato su un'indagine condotta in Germania<sup>27</sup>, paese con un'ampia quota delle banconote in circolazione per l'area dell'euro, mostra che i cittadini tedeschi nel 2018 detenevano una media di 1.364 euro in contanti. L'indagine si è avvalsa di diverse misure per aumentare la fiducia dei rispondenti e ridurre la distorsione dovuta alla tendenza a dichiarare importi inferiori per le riserve di contante, oltre a ottenere indicazioni su altri aspetti sensibili. L'ammontare medio dichiarato (1.364 euro) è prossimo al limite inferiore di riserve dell'area dell'euro citato nel testo principale della presente sezione (1.270 euro), benché le cifre non siano direttamente confrontabili in quanto le stime del presente articolo includono, tra gli altri aspetti, anche le riserve detenute da banche e venditori al dettaglio.

I risultati delle regressioni svolte nello studio indicano che età, reddito e situazione lavorativa influenzano la detenzione di riserve di contante. Le persone più anziane tendono ad avere maggiori riserve di contante fuori dai portafogli, anche se l'aumento degli importi non è lineare con l'età (sembra che tali riserve vengano accumulate fino a poco prima del pensionamento). L'importo medio di contante detenuto dai singoli individui aumenta con il reddito e la maggior parte del valore delle riserve di contante sembra concentrarsi nei percentili al vertice della distribuzione del reddito. Tra gli occupati, le riserve maggiori sono detenute dai lavoratori autonomi.

Lo studio di cui sopra esamina anche le motivazioni per cui le persone accumulano contante: le ragioni fiscali non risultano avere un ruolo chiave, a differenza di fattori come dubbi sulla sicurezza e l'affidabilità dei sistemi tecnici. Lo studio conteneva una serie di domande indirette sull'atteggiamento verso le tasse al fine di sviluppare degli indicatori di legalità fiscale senza porre agli intervistati dei quesiti diretti sull'argomento. Benché il 12 per cento degli intervistati abbia dichiarato che motivazioni di carattere fiscale possano essere alla base delle scelte delle persone di detenere contante, non vi è

<sup>27</sup> Eschelbach, M. e Schneider, F., *Cash hoarding by German households – an empirical analysis of how much cash they store and why*, Deutsche Bundesbank, Francoforte sul Meno, luglio 2020.

una correlazione tra gli indicatori di onestà fiscale e il risparmio di contante. Sembra invece che altri fattori, come dubbi riguardo la sicurezza e l'affidabilità dei sistemi tecnici, influenzino la decisione di possedere riserve di contante fuori dal portafoglio. Inoltre, coloro che hanno dichiarato di nutrire dubbi sui sistemi tecnici tendevano a detenere importi relativamente elevati.

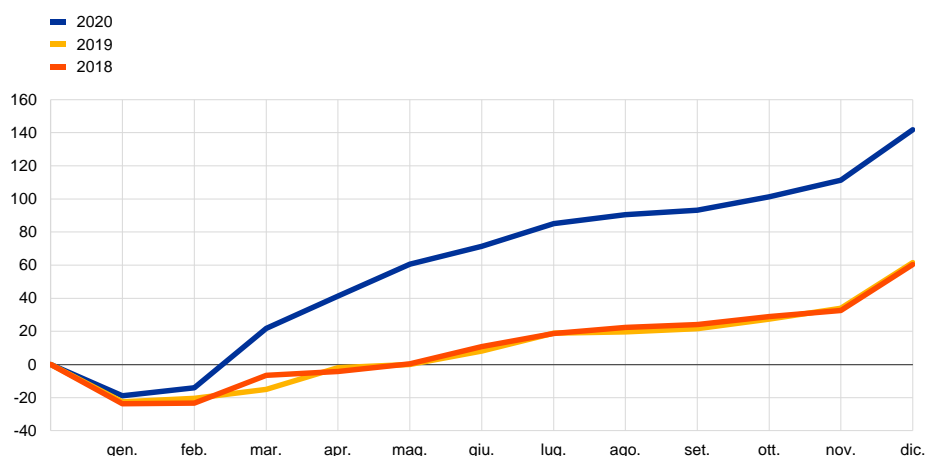
#### 4 L'aumento nell'emissione di banconote nei periodi di crisi: il caso della pandemia di COVID-19

**Nel 2020 l'aumento delle banconote in circolazione è stato insolitamente elevato a causa della pandemia di COVID-19, una tendenza osservata anche in altri periodi di crisi.** Durante diversi tipi di crisi le persone tendono ad aumentare la propria domanda di contante e la crisi legata al COVID-19 non ha fatto eccezione (cfr. il riquadro 3). Il grafico 6 mostra l'emissione netta di banconote in euro nel 2020, confrontandola con i due anni precedenti (normali). A inizio anno si registrano valori negativi (essendo un periodo in cui, dopo Natale, il numero delle banconote restituite supera sempre quello di quelle emesse), mentre in seguito, nel corso del 2020, con la diffusione in Europa del COVID-19, l'emissione netta ha iniziato a deviare dal normale tasso di crescita. Nei due anni precedenti, nel mese di dicembre l'emissione netta ammontava a circa 61 miliardi di euro, mentre nel 2020 ha superato i 141 miliardi (una differenza di 80 miliardi che rappresenta un aumento superiore al 130 per cento).

##### Grafico 6

Emissione cumulata netta di banconote in euro nel 2020 a confronto con gli anni precedenti

(miliardi di euro, emissione cumulata netta, dati di fine mese)



Fonte: BCE; le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2020.

## Riquadro 3

### Contante e crisi

---

a cura di Gerhard Rösler e Franz Seitz

In passato si è osservato a livello mondiale che un'importante determinante di aumenti elevati nella detenzione di contante è stata la crescita di domanda di contante in caso di crisi<sup>28</sup>. Come mostrato nel grafico A, la domanda di contante è aumentata nelle principali aree valutarie durante tutte le crisi prese in considerazione, a volte in misura piuttosto drastica. Di seguito si illustrano degli esempi storici a livello mondiale che evidenziano l'importanza del contante nei periodi di crisi distinguendone tre diversi tipi, cioè: a) crisi tecnologiche (come nel caso del millennium bug - Y2K), b) crisi dei mercati finanziari (come la grande crisi finanziaria del 2008-2009) e c) disastri naturali (come terremoti, uragani e l'attuale pandemia di COVID-19).

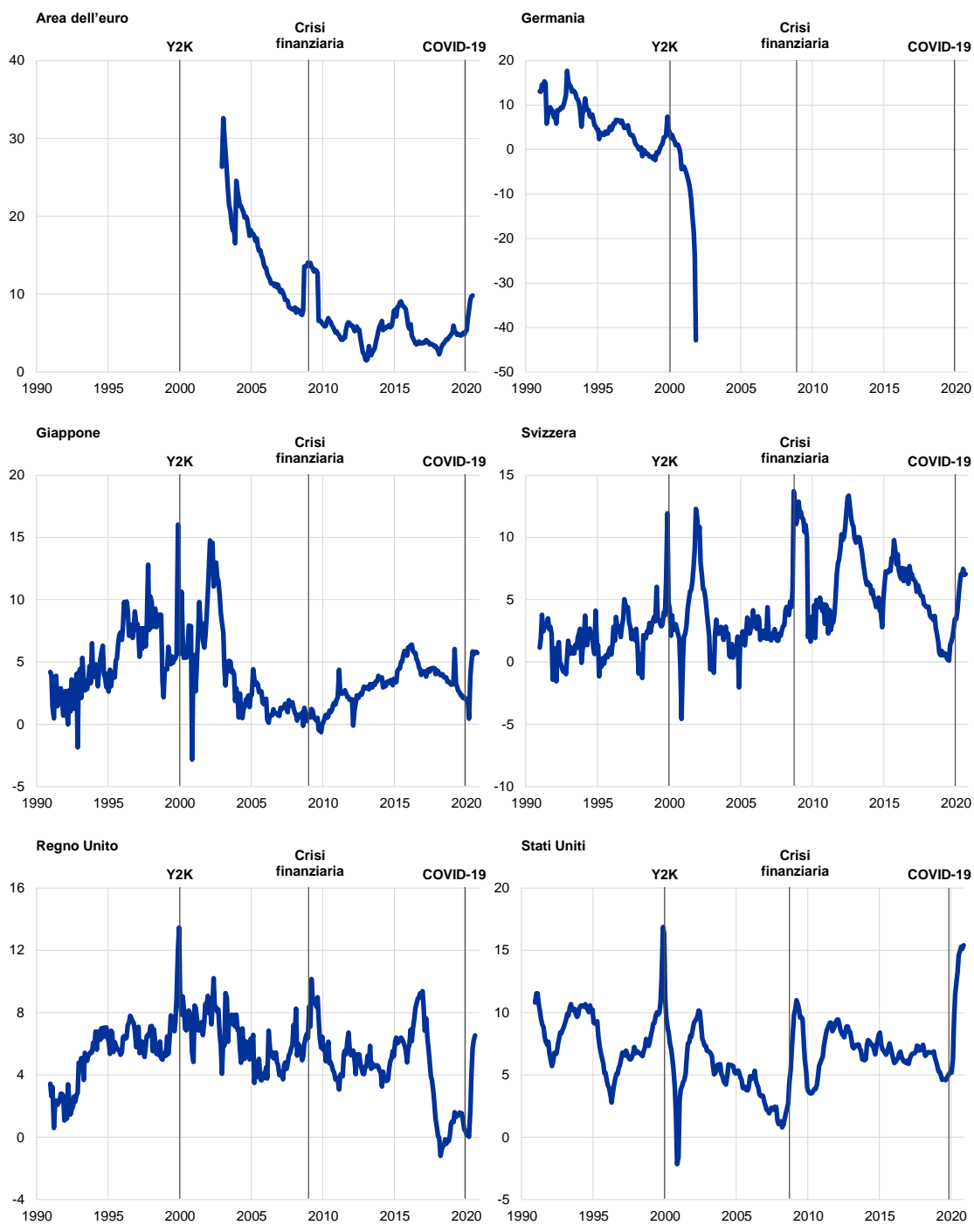
---

<sup>28</sup> Per un'analisi più approfondita della relazione tra contante e crisi cfr. Rösler, G. e F. Seitz, "[Cash and Crises: No surprises by the virus](#)", *IMFS Working Papers*, n. 150, Institute for Monetary and Financial Stability, Francoforte, 2021.

## Grafico A

### Tassi annuali di crescita del contante in una selezione di paesi

(valuta locale)



Fonte: banche centrali nazionali dei paesi selezionati.

Note: i dati si riferiscono al contante o al circolante in banconote.

La crisi tecnologica in occasione del capodanno del 2000 (millennium bug – Y2K) ha causato una grande incertezza portando a un forte aumento della domanda di contante a livello mondiale. Ai tempi si temeva che la reimpostazione delle date per adattare i programmi informatici al nuovo millennio potesse causare un black-out presso istituzioni importanti, quali enti di pubblica utilità,

ma anche il regolare funzionamento dei servizi di pagamento e i prelievi di contante dai distributori automatici (ATM) era in dubbio. L'aumento del contante in circolazione (cfr. il grafico A) a cavallo del nuovo millennio è stato quindi causato da ragioni transattive e precauzionali, oltre che dal desiderio di accumulare riserve di valore. Ad esempio, negli Stati Uniti l'emissione di contante, sia di tagli piccoli sia grandi, è aumentata con un tasso annuale superiore al 20 per cento alla fine del 1999, mentre la domanda di contante in franchi svizzeri si era concentrata solo sui tagli alti (tasso di crescita annuale: 14 per cento), probabilmente a causa di un forte aumento della domanda estera<sup>29</sup>. La domanda interna di contante all'inizio del 2000 è stata alimentata in molti casi anche da un aumento della cassa contante delle banche, soprattutto negli Stati Uniti.

Dopo il crollo di Lehman Brothers nell'ottobre del 2008, le conseguenti turbolenze finanziarie negli Stati Uniti si sono rapidamente evolute in una crisi finanziaria di portata mondiale che ha causato un visibile aumento della domanda di contante. Negli Stati Uniti, dove la crisi finanziaria ha avuto origine, ma anche nell'area dell'euro, in Svizzera e nel Regno Unito, l'emissione di contante è aumentata considerevolmente. Per contro in Giappone, dove la crisi non è stata altrettanto grave, non si sono osservati aumenti anomali né nell'emissione complessiva di contante né in quella di singoli tagli di yen. In quella circostanza l'accumulazione di una riserva di valore era chiaramente la motivazione alla base della domanda di contante, tanto è vero che si è registrato un aumento soprattutto per i tagli più alti (negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Svizzera e nel Regno Unito). Nelle prime tre aree valutarie ciò era riconducibile alla domanda interna ed estera delle rispettive valute.

Nel 2020 la diffusione del COVID-19 ha causato un drastico rallentamento dell'economia mondiale e di conseguenza una forte diminuzione del fatturato dei punti vendita. Ciononostante, a livello mondiale il contante in circolazione è aumentato in misura eccezionale. In merito alla domanda dei vari tagli di banconote sono emerse differenze interessanti. A metà del 2020 i tassi annuali di crescita per le banconote di piccolo taglio hanno superato quelli dei tagli maggiori, sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, mentre in Svizzera e in Giappone si è verificato il contrario.

Per riassumere, i periodi di crisi in passato hanno causato un aumento della domanda di contante, indipendentemente dal tipo di crisi. Ciò evidenzia l'importanza del ruolo che il denaro contante sembra rivestire nel gestire con successo le crisi.

---

### **Secondo un'indagine condotta dalla BCE nel 2020 sulle percezioni dei consumatori nelle prime fasi della pandemia, la domanda di contante a fini transattivi è diminuita, a fronte di un aumento dei pagamenti contactless.**

L'indagine per valutare l'impatto della pandemia sull'andamento del contante (indagine IMPACT) fornisce indicazioni relative ai mutamenti osservati nelle abitudini di pagamento durante le prime fasi della pandemia di COVID-19<sup>30</sup>. Benché circa la metà degli intervistati abbia risposto di utilizzare contante e carte in modo simile rispetto al periodo precedente la crisi, circa il 40 per cento ha dichiarato di impiegare più spesso carte di pagamento contactless. La stessa quota di intervistati (40 per cento) ha affermato di usare il contante meno o molto meno frequentemente. A quest'ultimo gruppo di intervistati è stato chiesto anche come prevedesse di

<sup>29</sup> Cfr., ad esempio, Assenmacher, K., Seitz, F. e Tenhofen, J., "The demand for Swiss banknotes: some new evidence", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 155, n. 14, Springer, 2019.

<sup>30</sup> Non è tuttavia direttamente confrontabile con lo studio SPACE. Inoltre alcuni dati riportati nel testo principale sono stati estrapolati da domande che ammettevano risposte multiple. Per ulteriori dettagli, cfr. "Study on Payment Attitudes by Consumers in the Euro Area", op. cit.

comportarsi dopo la pandemia: circa l'87 per cento ha dichiarato che continuerà a pagare meno spesso in contanti anche dopo la fine della pandemia. Ciò porterebbe a un'ulteriore diminuzione della domanda di contante a fini transattivi, benché i ricercatori abbiano osservato che normalmente le percezioni dei consumatori o le preferenze dichiarate dagli stessi intervistati non risultino indicative dei comportamenti di pagamento<sup>31</sup>. Pertanto, dopo la pandemia saranno necessari ulteriori indagini per valutare se tali risultati si consolideranno.

**La riduzione dei flussi di banconote da e per le banche centrali dell'Eurosistema indica una diminuzione della circolazione attiva, suggerendo un aumento della domanda precauzionale probabilmente a causa di una maggiore incertezza e di una mobilità ridotta<sup>32</sup>.** Sebbene durante altre crisi si sia registrato un aumento dell'emissione lorda di banconote in euro, durante la pandemia di COVID-19 essa è diminuita rispetto ai livelli precedenti. L'elevato aumento dell'emissione netta (emissione lorda meno versamenti) è dovuto al fatto che il numero di banconote restituite alla banca centrale è diminuito ancor più rispetto all'emissione lorda. Ciò indica una minore circolazione effettiva delle banconote rispetto all'anno precedente, il che rispecchia una tendenza a detenere riserve di contante a fini di risparmio precauzionale, oltre a confermare l'indebolimento della domanda a fini transattivi. Tra le ragioni alla base di tale comportamento potrebbe esserci l'aumento dell'incertezza e la riduzione della mobilità (che induce le famiglie a detenere importi più elevati, facendo così venire meno la necessità di recarsi a un distributore automatico di contante).

**I dati relativi alle spedizioni di banconote in euro suggeriscono che la domanda estera non ha rappresentato una percentuale consistente di tale aumento, il che suggerisce che quest'ultimo potrebbe essere per lo più dovuto a fini precauzionali all'interno dell'area dell'euro.** Nel 2020 il dato relativo alle spedizioni nette cumulate di banconote in euro all'estero è stato negativo; ciò significa che il numero delle banconote rientrate dall'estero ha superato quello delle banconote emesse e che la domanda di banconote dall'esterno dell'area dell'euro non ha contribuito all'aumento. È molto probabile che neanche i canali informali, quali il turismo o le rimesse, vi abbiano contribuito, in quanto anche tali attività hanno registrato una diminuzione durante la pandemia. La maggior parte della domanda è dunque derivata da risparmio precauzionale interno all'area dell'euro.

## 5 Osservazioni conclusive

**Per comprendere il paradosso delle banconote bisogna in primo luogo riconoscere l'importanza della domanda di contante a fini di riserva di valore, nonché della domanda di banconote in euro al di fuori dell'area.** Sebbene, in base alle recenti indagini condotte dalla BCE, il contante continui a rappresentare il

---

<sup>31</sup> Ibid.

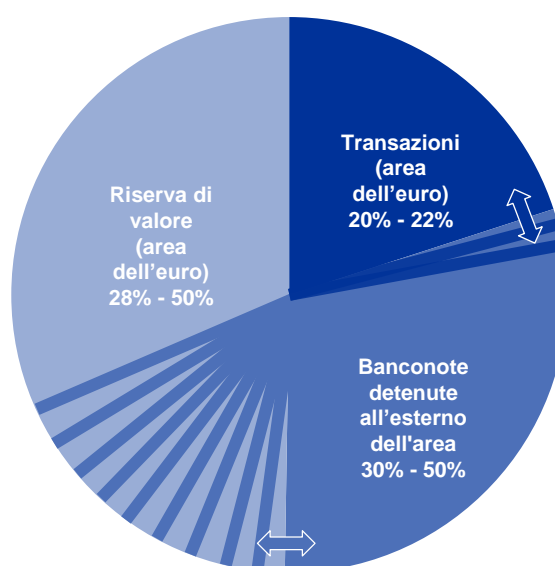
<sup>32</sup> A marzo 2020, agli inizi della diffusione della pandemia in Europa, si è registrato un aumento dell'emissione lorda, in parte connesso all'annuncio di provvedimenti di chiusura (lockdown) che avevano innescato delle corse ad acquistare beni di prima necessità (con un conseguente aumento della spesa). Nei mesi successivi, tuttavia, il tasso di crescita dell'emissione lorda è diminuito e non è ancora ritornato a livelli normali.

metodo di pagamento più utilizzato per transazioni POS e P2P, la percentuale di transazioni effettuate in contante è diminuita nel tempo rispetto ad altri metodi di pagamento. La domanda di contante è tuttavia aumentata nel complesso e la scomposizione del circolante in banconote nelle sue tre componenti (domanda a fini transattivi all'interno dell'area dell'euro, a fini di riserva di valore all'interno dell'area e domanda estera) è fondamentale per spiegare tale incremento. Si ritiene che in termini di valore la quota del circolante detenuto a fini transattivi all'interno dell'area dell'euro si collochi tra il 20 e il 22 per cento (i limiti superiore e inferiore del 13 e del 30 per cento rappresentano ipotesi estreme: tali stime al centro dell'intervallo risultano quindi più ragionevoli). Una quota così ridotta evidenzia l'importanza delle altre due componenti della domanda di contante: quella come riserva di valore all'interno dell'area dell'euro (dal 28 al 50 per cento del valore totale del circolante nel 2019) e la domanda estera di banconote in euro (dal 30 al 50 per cento nel 2019). Gli ampi intervalli delle stime indicano un'elevata incertezza dovuta al fatto che non è possibile osservare in modo diretto in quale maniera le persone impieghino effettivamente il contante. Tali stime andrebbero quindi considerate con dovuta cautela. La figura 1 rappresenta la stima di ciascuna componente della domanda di banconote.

### Figura 1

#### Stima delle componenti della circolazione di banconote in euro

(valori percentuali, arrotondati all'intero più vicino)



Fonte: elaborazioni dell'autore e Lalouette, L. et al., op. cit., 2021.

Note: le stime percentuali si riferiscono al valore delle banconote in circolazione. Per la quota della domanda interna sono impiegate le stime centrali dell'intervallo dei metodi stagionale e del tasso di rientro. I limiti inferiore e superiore che derivano da ipotesi estreme non compaiono per semplicità.

**La pandemia di COVID-19 ha determinato un aumento della domanda di contante a fini precauzionali (cioè come riserva di valore) dell'area dell'euro mentre, la domanda a fini transattivi sembra essere ulteriormente diminuita. Il modo in cui il contante verrà usato dopo la pandemia è ancora incerto.**

I risultati delle indagini e la riduzione dei flussi di banconote da e per le banche centrali dell'Eurosistema suggeriscono che la domanda di transazioni in contanti è diminuita.



Come già osservato durante altre crisi, l'aumento della domanda di contante è riconducibile a motivi precauzionali, anche se questa proviene principalmente dall'interno dell'area dell'euro. Ulteriori dati saranno necessari per valutare l'uso del contante quando la pandemia sarà finita.

# 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	3,6	3,0	1,3	0,6	6,7	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,4	0,3	6,0	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	.	-3,3	-9,9	-4,8	2,3	-6,6	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 1° trim.	-3,4	-1,3	-2,9	-0,6	-9,7	-3,8	2,1	2,2	2,1	0,2	0,5	5,0	1,1
2° trim.	-6,6	-9,0	-19,0	-8,3	11,6	-11,6	0,9	1,6	0,4	0,2	0,1	2,7	0,2
3° trim.	8,1	7,5	16,1	5,3	3,0	12,5	1,3	1,7	1,2	0,2	0,2	2,3	0,0
4° trim.	.	1,0	1,0	3,0	2,6	-0,7	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3
2020 set.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3
ott.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
nov.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,3	-0,9	-0,5	-0,3
dic.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,4	0,6	-1,2	0,2	-0,3
2021 gen.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9
feb. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,9

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.

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

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

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

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 ago.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05
set.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
ott.	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
nov.	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10
dic.	-0,56	-0,47	-0,56	-0,54	-0,52	-0,50	0,23	-0,10
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

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 ago.	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15
set.	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04
ott.	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
nov.	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13
dic.	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
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

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2020 ago.	361,8	3.297,7	785,5	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3.391,7	22.874,2
set.	359,2	3.260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3.365,5	23.306,9
ott.	355,1	3.180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	3.418,7	23.451,4
nov.	377,7	3.391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	3.549,0	25.384,9
dic.	394,0	3.530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	3.695,3	26.773,0
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

Fonte: Refinitiv.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 feb.	0,02	0,36	0,33	0,70	5,62	16,60	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
mar.	0,02	0,36	0,31	0,64	5,60	16,19	5,47	5,45	5,88	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
apr.	0,02	0,36	0,23	0,73	5,38	16,06	3,60	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
mag.	0,02	0,36	0,24	0,70	5,26	16,06	4,12	5,30	5,64	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
giu.	0,02	0,35	0,23	0,71	5,28	16,02	4,41	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
lug.	0,02	0,35	0,22	0,74	5,16	15,92	4,73	5,27	5,70	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
ago.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
set.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,07	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
ott.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,83	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. <sup>(p)</sup>	0,01	0,35	0,21	0,68	5,01	15,80	4,85	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 feb.	0,00	-0,12	0,32	2,05	1,99	2,30	2,11	1,58	1,54	1,41	1,11	1,21	1,25	1,52
mar.	0,00	-0,08	0,25	1,98	1,90	2,18	1,97	1,57	1,51	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
apr.	0,00	-0,06	0,31	1,97	2,00	1,16	1,70	1,61	0,92	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
mag.	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,87	1,21	1,62	1,54	0,86	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
giu.	0,00	-0,12	0,32	1,94	1,89	1,50	1,79	1,55	1,13	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
lug.	0,00	-0,18	0,27	1,86	1,98	1,86	1,87	1,60	1,31	1,51	1,24	1,17	1,38	1,52
ago.	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
set.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,95	2,11	1,94	1,55	1,43	1,49	1,22	1,32	1,31	1,52
ott.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,95	2,21	1,96	1,56	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	2,00	2,01	1,98	1,58	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,04	1,94	1,94	1,62	1,43	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 gen. <sup>(p)</sup>	-0,01	-0,14	0,45	1,84	2,16	2,00	1,92	1,62	1,44	1,41	1,18	1,19	1,29	1,51

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
A breve termine														
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.522	452	154	.	97	700	118	447	170	69	.	45	114	49
2020 ago.	1.668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
set.	1.690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
ott.	1.659	504	158	.	114	742	141	392	181	42	.	36	93	40
nov.	1.626	493	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
dic.	1.522	452	154	.	97	700	118	324	153	59	.	30	51	31
2021 gen.	1.575	494	147	.	99	704	131	465	219	44	.	37	121	43
A lungo termine														
2018	15.744	3.687	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.312	3.817	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.242	3.891	3.195	.	1.449	7.982	725	295	67	70	.	27	114	16
2020 ago.	17.191	3.928	3.172	.	1.442	7.969	680	161	21	45	.	3	85	8
set.	17.286	3.946	3.179	.	1.460	8.006	694	315	65	80	.	27	124	19
ott.	17.287	3.937	3.204	.	1.456	7.978	713	275	47	78	.	27	91	32
nov.	17.267	3.915	3.187	.	1.456	7.987	722	218	42	62	.	18	79	17
dic.	17.242	3.891	3.195	.	1.449	7.982	725	199	38	102	.	17	36	7
2021 gen.	17.354	3.892	3.201	.	1.457	8.069	736	308	81	55	.	21	133	19

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
Consistenze											
2018	16.961,3	4.191,4	3.332,0	.	1.318,6	7.445,8	673,5	7.023,4	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.594,9	4.366,8	3.578,5	.	1.405,9	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,6	6.638,9
2020	18.763,9	4.343,3	3.348,5	.	1.546,3	8.682,6	843,1	8.442,0	460,7	1.351,3	6.630,0
2020 ago.	18.859,7	4.432,8	3.328,3	.	1.563,5	8.713,2	821,9	7.723,5	395,0	1.191,2	6.137,3
set.	18.976,2	4.457,8	3.344,5	.	1.573,5	8.760,5	839,9	7.537,2	364,9	1.127,7	6.044,6
ott.	18.945,6	4.440,2	3.361,7	.	1.569,6	8.720,1	854,1	7.230,6	348,2	1.102,7	5.779,7
nov.	18.892,5	4.407,9	3.340,3	.	1.572,3	8.717,8	854,2	8.232,3	448,2	1.312,8	6.471,2
dic.	18.763,9	4.343,3	3.348,5	.	1.546,3	8.682,6	843,1	8.442,0	460,7	1.351,3	6.630,0
2021 gen.	18.928,9	4.385,3	3.347,8	.	1.555,8	8.773,2	866,7	8.327,8	437,5	1.344,7	6.545,6
Tasso di crescita											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,4	1,2	2,6	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,0	1,1
2020 ago.	7,7	2,8	4,6	.	12,1	10,2	18,2	0,3	-0,1	0,5	0,3
set.	7,9	2,7	4,3	.	11,7	10,6	21,2	0,6	-0,1	0,5	0,7
ott.	8,2	2,5	4,4	.	11,9	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
nov.	7,4	1,7	2,5	.	11,7	10,7	24,4	1,2	0,0	2,1	1,1
dic.	7,4	1,2	2,6	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,0	1,1
2021 gen.	7,4	0,2	2,9	.	11,5	11,3	25,4	1,4	0,0	4,3	1,0

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,6	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	78,9	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	.	.	.	119,4	94,0
2020 1° trim.	97,5	91,8	92,4	88,0	78,2	92,9	115,2	91,2
2° trim.	98,8	93,1	93,2	88,6	81,6	93,8	118,1	93,3
3° trim.	101,2	94,9	95,3	90,0	78,7	94,5	121,7	95,6
4° trim.	101,3	94,9	95,3	.	.	.	122,3	95,7
2020 set.	101,6	95,0	95,6	-	-	-	122,5	95,8
ott.	101,4	94,8	95,3	-	-	-	122,4	95,7
nov.	100,7	94,4	94,7	-	-	-	121,6	95,2
dic.	101,9	95,4	95,9	-	-	-	123,0	96,1
2021 gen.	101,4	95,7	95,2	-	-	-	122,4	96,3
feb.	100,8	95,3	94,5	-	-	-	121,5	95,8
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2021 feb.	-0,7	-0,4	-0,7	-	-	-	-0,7	-0,5
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2021 feb.	4,6	5,0	3,4	-	-	-	7,0	6,6

Fonte: BCE.

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

### 2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 1° trim.	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
2° trim.	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
3° trim.	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
4° trim.	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2020 set.	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
ott.	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
nov.	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
dic.	7,960	7,542	26,311	7,441	359,016	126,278	4,479	0,906	4,8703	10,174	1,081	1,217
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
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2021 feb.	-0,8	0,1	-1,0	0,0	-0,3	0,9	-0,8	-2,2	0,0	-0,1	0,6	-0,6
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2021 feb.	2,4	1,6	3,3	-0,5	6,2	6,2	5,1	3,8	1,9	-4,5	2,0	10,9

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>												
2019 4° trim.	27.829,5	27.882,0	-52,5	11.517,1	9.375,3	9.891,3	12.093,9	-85,5	5.693,1	6.412,8	813,6	14.759,7
2020 1° trim.	27.462,6	27.541,7	-79,1	11.265,3	9.318,6	8.883,9	11.121,5	-99,0	6.546,2	7.101,6	866,3	15.525,9
2° trim.	28.140,0	28.240,0	-100,0	11.316,2	9.503,7	9.854,1	11.939,3	-70,7	6.135,5	6.797,0	905,0	15.283,6
3° trim.	28.088,2	28.098,3	-10,1	11.165,5	9.335,2	9.972,6	12.062,8	-97,6	6.138,1	6.700,3	909,6	15.138,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2020 3° trim.	246,0	246,1	-0,1	97,8	81,8	87,3	105,6	-0,9	53,8	58,7	8,0	132,6
<i>Transazioni</i>												
2020 1° trim.	608,6	594,5	14,1	-33,0	-59,8	-129,0	59,6	12,3	754,8	594,7	3,4	-
2° trim.	153,0	111,7	41,4	81,7	173,6	383,2	201,2	38,0	-353,1	-263,1	3,2	-
3° trim.	195,6	101,1	94,5	39,3	-15,8	86,8	113,7	-31,0	97,1	3,2	3,4	-
4° trim.	135,0	-11,0	146,0	-41,9	68,3	302,7	-210,8	-9,6	-118,3	131,5	2,1	-
2020 lug.	205,6	206,3	-0,7	64,1	39,9	9,5	59,0	5,1	127,4	107,5	-0,6	-
ago.	48,9	-2,5	51,4	16,4	-7,5	57,8	33,4	-14,4	-12,2	-28,5	1,3	-
set.	-58,9	-102,8	43,8	-41,3	-48,3	19,5	21,3	-21,6	-18,2	-75,8	2,6	-
ott.	166,5	134,1	32,4	13,2	-4,7	65,8	-18,5	-0,2	84,8	157,3	2,9	-
nov.	219,9	188,7	31,2	34,8	100,6	85,8	-87,9	12,6	89,3	176,0	-2,6	-
dic.	-251,4	-333,9	82,4	-89,9	-27,6	151,1	-104,5	-22,0	-292,4	-201,8	1,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 dic.	1.092,2	796,2	296,0	46,1	166,3	643,8	163,6	9,7	380,5	466,2	12,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2020 dic.	9,7	7,0	2,6	0,4	1,5	5,7	1,4	0,1	3,4	4,1	0,1	-

Fonte: BCE.

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



## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2018	11.588,3	11.120,3	6.222,7	2.369,0	2.431,4	1.178,2	746,0	500,7	97,2	468,0	5.575,9	5.107,9
2019	11.937,2	11.489,4	6.376,3	2.454,4	2.622,6	1.257,9	771,1	586,9	36,1	447,7	5.758,9	5.311,2
2020	11.317,6	10.865,7	5.894,3	2.552,8	2.433,4	1.205,6	678,7	542,0	-14,8	452,0	5.150,9	4.698,9
2020 1° trim.	2.912,3	2.818,1	1.537,3	626,8	645,4	309,7	174,8	159,3	8,5	94,2	1.389,7	1.295,5
2° trim.	2.599,7	2.519,4	1.343,3	629,7	540,9	272,6	142,1	124,5	5,5	80,3	1.108,2	1.027,9
3° trim.	2.898,3	2.760,8	1.527,4	645,3	615,7	309,3	179,1	125,5	-27,6	137,5	1.296,9	1.159,4
4° trim.	2.897,0	2.759,8	1.484,5	651,7	625,8	311,4	180,4	132,3	-2,2	137,2	1.350,1	1.212,9
<i>in percentuale del PIL</i>												
2020	100,0	96,0	52,1	22,6	21,5	10,7	6,0	4,8	-0,1	4,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 1° trim.	-3,8	-3,4	-4,5	-0,3	-5,9	-2,8	-9,5	-7,5	-	-	-3,7	-2,9
2° trim.	-11,6	-11,0	-12,6	-2,2	-16,1	-12,3	-18,9	-20,8	-	-	-18,8	-18,2
3° trim.	12,5	10,2	14,1	4,6	13,9	13,8	26,0	0,7	-	-	16,7	11,8
4° trim.	-0,7	-0,6	-3,0	0,4	1,6	0,2	0,8	6,0	-	-	3,5	4,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	-	-	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,1	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,6	-6,4	-8,0	1,2	-8,3	-5,7	-12,8	-8,2	-	-	-9,4	-9,2
2020 1° trim.	-3,3	-1,7	-3,9	1,1	0,8	-2,8	-10,2	26,9	-	-	-3,1	0,3
2° trim.	-14,6	-14,0	-16,1	-1,5	-20,8	-14,5	-27,3	-25,4	-	-	-21,4	-20,6
3° trim.	-4,2	-4,1	-4,6	2,4	-4,6	-3,5	-8,4	-1,7	-	-	-9,0	-9,2
4° trim.	-4,9	-5,8	-7,6	2,5	-8,7	-2,8	-6,9	-21,8	-	-	-5,6	-7,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 1° trim.	-3,8	-3,3	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,5	-0,5	-	-
2° trim.	-11,6	-10,7	-6,7	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	0,0	-0,9	-	-
3° trim.	12,5	10,0	7,4	1,1	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,5	-	-
4° trim.	-0,7	-0,6	-1,6	0,1	0,3	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2020	-6,6	-6,1	-4,3	0,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 1° trim.	-3,3	-1,7	-2,1	0,2	0,2	-0,3	-0,7	1,1	0,0	-1,6	-	-
2° trim.	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,0	-	-
3° trim.	-4,2	-3,9	-2,5	0,5	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-
4° trim.	-4,9	-5,6	-4,1	0,5	-2,0	-0,3	-0,4	-1,2	-0,1	0,7	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Attività economica

### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2018	10.384,2	174,6	2.052,2	528,1	1.964,0	500,5	476,9	1.167,2	1.207,0	1.957,5	356,2	1.204,0
2019	10.695,4	178,8	2.064,2	570,0	2.028,0	530,7	481,5	1.204,8	1.252,7	2.019,8	364,9	1.241,8
2020	10.186,0	176,8	1.930,7	558,2	1.779,9	536,1	473,2	1.214,9	1.157,0	2.045,2	314,0	1.131,6
2020 1° trim.	2.620,1	44,6	498,6	141,4	479,0	133,2	120,9	302,2	306,1	507,6	86,4	292,2
2° trim.	2.341,0	44,7	427,4	125,8	379,1	127,6	115,7	296,3	262,2	492,8	69,5	258,7
3° trim.	2.605,5	43,8	493,3	144,4	469,1	137,0	118,7	305,3	291,9	520,0	82,0	292,7
4° trim.	2.605,5	43,9	512,1	145,9	451,3	136,6	117,6	306,6	297,1	519,6	74,8	291,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,6	11,9	11,4	20,1	3,1	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 1° trim.	-3,4	-2,1	-3,8	-3,4	-6,2	-1,3	-1,0	-1,1	-3,4	-2,1	-6,8	-6,9
2° trim.	-11,8	0,1	-14,9	-12,3	-21,3	-4,3	-2,1	-2,5	-15,0	-6,4	-23,6	-9,5
3° trim.	12,2	0,6	15,9	14,2	23,4	7,2	2,9	2,5	11,6	9,1	22,5	14,4
4° trim.	-0,7	0,6	2,9	0,0	-4,2	-0,5	-0,5	-0,1	0,8	-1,1	-11,8	0,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,9	-0,2	1,6	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	1,0	-0,9	3,0	2,0	4,7	1,3	1,5	1,7	1,0	1,3	1,5
2020	-6,5	-1,0	-7,6	-5,8	-13,2	0,4	-1,2	-0,9	-9,0	-2,4	-17,7	-7,2
2020 1° trim.	-2,9	-1,6	-4,9	-3,1	-5,8	2,1	-0,5	0,4	-2,8	-1,4	-6,4	-6,3
2° trim.	-14,6	-1,3	-18,9	-14,8	-25,9	-4,6	-3,2	-2,4	-17,7	-7,8	-28,7	-15,2
3° trim.	-4,3	-0,6	-5,8	-3,2	-8,9	2,2	-0,5	-0,4	-8,3	0,4	-12,6	-3,7
4° trim.	-5,1	-0,9	-2,4	-3,2	-12,8	0,8	-0,8	-1,1	-7,6	-1,1	-23,2	-3,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 1° trim.	-3,4	0,0	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
2° trim.	-11,8	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	-
3° trim.	12,2	0,0	2,9	0,8	3,8	0,4	0,1	0,3	1,3	1,9	0,6	-
4° trim.	-0,7	0,0	0,6	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,4	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2020	-6,5	0,0	-1,5	-0,3	-2,5	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,5	-0,6	-
2020 1° trim.	-2,9	0,0	-0,9	-0,2	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
2° trim.	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	-
3° trim.	-4,3	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
4° trim.	-5,1	0,0	-0,5	-0,2	-2,4	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,2	-0,8	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>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	1,3	-0,7	-0,2	-2,4	0,7	-3,4
2020 1° trim.	0,4	0,7	-1,5	-3,4	-0,4	1,1	0,3	2,5	-0,2	-0,2	0,7	1,2	-0,3
2° trim.	-2,9	-3,0	-2,7	-4,0	-2,2	-0,9	-5,7	0,7	-1,1	-1,5	-4,5	0,1	-5,9
3° trim.	-2,1	-2,0	-2,3	-3,1	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-1,0	0,2	-3,5	0,6	-3,7
4° trim.	-1,9	-2,0	-1,6	-2,3	-2,4	0,5	-4,8	1,2	-0,6	0,6	-2,3	0,8	-3,7
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,5	1,1	13,9	23,2	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,4	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,2	1,8	0,9	3,7	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2020	-7,7	-7,0	-10,6	-3,5	-7,5	-6,0	-13,6	-1,7	-3,2	-6,6	-7,7	-2,0	-13,3
2020 1° trim.	-3,9	-3,1	-7,3	-3,8	-4,5	-4,3	-5,7	0,9	-2,8	-4,9	-2,7	-1,7	-7,6
2° trim.	-16,8	-15,6	-22,2	-6,8	-16,3	-17,5	-27,1	-5,7	-6,5	-16,8	-16,9	-6,4	-27,9
3° trim.	-4,9	-4,7	-5,7	-1,9	-5,8	-0,9	-9,1	-2,0	-2,6	-3,2	-6,6	-0,2	-6,3
4° trim.	-6,5	-6,1	-8,2	-2,4	-5,7	-2,8	-13,5	-0,9	-2,2	-2,6	-5,8	-0,9	-12,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
2020	-6,2	-5,5	-8,8	-0,3	-5,8	-6,3	-10,3	-3,0	-2,5	-6,4	-5,4	-2,7	-10,2
2020 1° trim.	-4,3	-3,8	-5,9	-0,4	-4,2	-5,4	-6,0	-1,6	-2,6	-4,7	-3,4	-2,8	-7,3
2° trim.	-14,3	-13,0	-20,1	-2,9	-14,4	-16,8	-22,7	-6,4	-5,5	-15,6	-13,0	-6,5	-23,3
3° trim.	-2,8	-2,7	-3,4	1,2	-3,2	-1,6	-5,1	-2,9	-1,6	-3,4	-3,3	-0,8	-2,7
4° trim.	-4,6	-4,2	-6,7	0,0	-3,4	-3,3	-9,2	-2,2	-1,6	-3,2	-3,5	-1,7	-8,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2019			100,0			82,0		18,3		51,3		48,7		
2018	162,486	3,7	13,203	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,803	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,200	3,5	12,233	7,5	3,3	9,999	6,7	2,234	15,6	6,269	7,2	5,963	7,9	2,3
2020	.	.	12,706	7,8	.	.	6,9	.	17,1	6,514	7,5	6,192	8,2	1,8
2020 1° trim.	162,385	3,4	11,852	7,3	3,1	9,617	6,5	2,235	15,8	6,028	6,9	5,824	7,7	1,9
2° trim.	159,969	3,5	11,886	7,4	2,5	9,589	6,6	2,297	16,8	6,258	7,3	5,629	7,6	1,6
3° trim.	162,001	3,6	13,373	8,3	3,1	10,769	7,3	2,604	18,5	6,832	7,9	6,540	8,7	1,7
4° trim.	.	.	13,712	8,2	.	.	7,4	.	17,3	6,937	7,7	6,775	8,8	1,9
2020 ago.	-	-	14,219	8,7	-	11,553	7,7	2,666	18,9	7,201	8,2	7,018	9,2	-
set.	-	-	14,167	8,6	-	11,621	7,7	2,545	18,0	7,117	8,1	7,050	9,2	-
ott.	-	-	13,745	8,4	-	11,312	7,5	2,433	17,4	6,911	7,9	6,834	9,0	-
nov.	-	-	13,332	8,1	-	10,952	7,3	2,379	17,2	6,719	7,7	6,613	8,7	-
dic.	-	-	13,274	8,1	-	10,903	7,3	2,371	17,2	6,723	7,7	6,550	8,6	-
2021 gen.	-	-	13,282	8,1	-	10,926	7,3	2,356	17,1	6,733	7,7	6,549	8,6	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Nei casi in cui i dati trimestrali dell'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, i dati annuali e trimestrali sono ottenuti come medie semplici dei dati mensili. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, che include l'indagine sulle forze di lavoro, i dati per l'area dell'euro comprendono i dati della Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.

2) Non destagionalizzati.

3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,8	2,8	1,6	1,4	2,0	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,8	0,7	1,8
2020	-8,7	-9,1	-7,5	-13,3	-4,7	-5,4	-5,9	-10,7	-1,1	3,6	-2,7	-14,5	-25,0
2020 1° trim.	-6,0	-6,1	-5,4	-10,2	-0,6	-5,4	-3,7	-6,5	-1,3	4,8	-4,5	-10,0	-27,4
2° trim.	-20,1	-21,2	-19,5	-28,0	-13,2	-10,4	-15,4	-26,4	-6,7	2,9	-10,8	-29,2	-50,8
3° trim.	-6,9	-7,2	-5,7	-11,6	-2,2	-4,1	-2,2	-7,7	2,4	2,5	3,2	-5,0	-6,9
4° trim.	-1,8	-1,9	1,3	-3,8	-2,7	-2,1	-2,0	-2,1	1,1	4,4	0,6	-14,0	-9,2
2020 ago.	-6,8	-7,3	-5,0	-12,6	-2,9	-3,2	0,4	-7,0	4,5	3,8	6,3	-3,8	-15,7
set.	-6,6	-7,1	-3,4	-13,1	-1,9	-2,5	-2,5	-5,8	2,5	2,7	3,5	-5,3	-1,8
ott.	-3,7	-4,3	-1,0	-8,1	-2,2	0,5	-1,9	-3,1	4,4	5,0	5,6	-9,2	-4,8
nov.	-0,6	-0,3	1,3	0,1	-2,6	-4,9	-0,6	-1,9	-1,9	2,4	-2,6	-18,4	-14,9
dic.	-0,8	-1,0	4,1	-3,1	-3,2	-1,9	-2,3	-1,3	0,9	5,6	-0,6	-14,7	-8,0
2021 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,4	5,9	-13,6	-18,3	-18,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2020 ago.	0,8	0,3	3,4	-1,3	-0,8	3,4	4,0	3,9	2,1	5,6	1,8	-0,6	-0,6
set.	-0,1	0,0	0,7	0,9	1,4	-0,7	-2,9	1,1	-1,4	-1,7	-1,6	0,9	0,9
ott.	2,5	2,3	2,3	2,9	0,4	2,3	0,3	2,5	1,6	2,3	1,7	-3,6	3,0
nov.	2,6	3,4	1,8	6,8	-1,2	-4,0	2,3	0,8	-5,4	-2,2	-7,3	-11,4	-7,2
dic.	-1,6	-1,7	1,0	-3,1	-0,2	1,4	-3,7	-0,1	1,8	2,3	1,0	4,7	10,4
2021 gen.	.	.	.	.	.	.	.	-5,9	1,1	-12,0	-1,1	-22,5	-22,5

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE, statistiche sperimentali della BCE (col. 8) e Associazione europea dei costruttori di automobili (col. 13).

## 3 Attività economica

### 3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,6	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 1° trim.	100,8	-8,2	74,6	-8,6	3,6	-3,0	6,7	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2° trim.	72,0	-27,3	70,2	-18,5	-14,5	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
3° trim.	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
4° trim.	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,6	54,6	56,7	45,0	48,1
2020 set.	92,3	-11,5	-	-13,6	-9,1	-8,5	-11,0	-	53,7	57,1	48,0	50,4
ott.	92,5	-9,3	76,3	-15,5	-8,0	-6,9	-12,0	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
nov.	89,3	-10,2	-	-17,6	-9,0	-12,7	-17,0	-	53,8	55,3	41,7	45,3
dic.	92,4	-6,8	-	-13,8	-8,0	-13,2	-17,1	-	55,2	56,3	46,4	49,1
2021 gen.	91,5	-6,1	77,5	-15,5	-7,7	-18,5	-17,7	85,1	54,8	54,6	45,4	47,8
feb.	93,4	-3,3	-	-14,8	-7,5	-19,1	-17,1	-	57,9	57,6	45,7	48,8

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

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

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

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

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Attività economica

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

	Conto corrente											Conto Capitale <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 1° trim	1.058,4	1.007,7	50,7	586,9	497,5	242,1	251,8	200,1	192,5	29,4	65,9	10,8	10,8
2° trim	860,0	817,9	42,1	467,0	413,2	190,7	182,9	176,0	152,2	26,4	69,6	10,6	15,6
3° trim	948,7	881,0	67,7	548,3	455,0	193,0	184,8	179,0	179,2	28,4	62,0	11,1	10,2
4° trim	1.000,4	912,8	87,6	586,8	480,8	214,9	185,0	170,1	173,4	28,6	73,7	22,8	18,3
2020 lug.	310,6	293,5	17,1	178,7	149,5	63,3	60,8	59,0	62,0	9,6	21,1	3,4	3,8
ago.	314,3	290,9	23,4	182,5	151,2	62,4	60,8	60,0	59,2	9,4	19,8	4,2	2,6
set.	323,7	296,6	27,1	187,0	154,3	67,4	63,2	59,9	58,0	9,4	21,2	3,5	3,8
ott.	330,8	305,0	25,8	191,6	157,3	71,8	63,0	57,5	62,5	10,0	22,2	4,3	3,5
nov.	336,0	310,8	25,1	195,5	162,0	72,0	61,9	58,7	58,1	9,7	28,8	4,1	3,3
dic.	333,7	297,0	36,7	199,7	161,5	71,2	60,1	53,9	52,7	8,9	22,7	14,4	11,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2020 dic.	3.867,5	3.619,4	248,0	2.188,9	1.846,4	840,7	804,5	725,1	697,2	112,8	271,3	55,4	54,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2020 dic.	34,2	32,0	2,2	19,4	16,3	7,4	7,1	6,4	6,2	1,0	2,4	0,5	0,5

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2020 1° trim	-1,6	-4,1	578,6	274,6	116,2	176,2	480,8	507,4	282,6	83,1	134,1	370,7	55,7
2° trim	-23,6	-21,6	447,0	218,0	87,6	133,0	369,3	423,1	220,7	77,5	119,2	319,7	26,1
3° trim	-8,7	-11,5	531,3	248,3	107,8	164,9	447,9	469,1	243,0	83,6	134,0	358,9	34,3
4° trim	-2,9	-6,0	566,9	.	.	.	479,6	489,4	.	.	.	376,5	.
2020 lug.	-10,6	-14,4	172,9	80,3	35,0	54,6	145,6	154,4	80,0	28,1	43,7	116,9	11,4
ago.	-12,5	-13,4	176,0	82,1	35,8	54,4	147,7	155,2	79,9	27,7	44,6	119,7	11,8
set.	-3,5	-6,9	182,4	85,8	37,0	55,9	154,7	159,5	83,0	27,9	45,7	122,2	11,1
ott.	-9,1	-11,6	186,0	86,1	37,2	59,0	157,7	160,9	85,5	26,9	44,9	122,5	11,1
nov.	-1,1	-4,4	189,4	89,0	36,6	59,9	160,7	164,5	86,9	28,9	45,6	127,7	11,2
dic.	2,3	-1,4	191,6	.	.	.	161,2	164,0	.	.	.	126,3	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2020 1° trim	-4,0	-4,7	103,8	106,5	100,5	102,7	102,3	104,0	103,4	100,7	108,9	105,0	97,5
2° trim	-23,6	-16,3	81,6	86,5	76,1	79,0	79,1	92,3	90,2	94,8	97,2	91,2	81,1
3° trim	-7,2	-7,0	98,5	100,1	94,9	99,4	97,9	101,7	97,1	104,5	110,5	104,0	81,1
4° trim	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 giu.	-10,6	-7,7	89,8	91,8	83,8	90,9	88,0	95,9	91,3	101,1	104,1	97,0	81,1
lug.	-9,7	-10,3	95,5	96,1	92,2	98,4	94,7	100,1	95,6	104,4	108,0	101,3	80,0
ago.	-10,8	-9,7	98,0	99,5	94,8	98,3	96,9	100,6	95,7	102,9	110,2	103,6	81,2
set.	-1,1	-1,0	101,9	104,6	97,8	101,4	102,0	104,4	100,0	106,3	113,3	106,9	82,2
ott.	-7,6	-6,7	103,1	103,3	98,5	106,6	103,1	104,5	101,8	102,1	110,9	106,5	83,9
nov.	0,3	0,5	104,6	107,2	95,8	107,3	104,5	106,0	102,9	106,9	112,4	110,3	83,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2020 1° trim.	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,4	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8	
2° trim.	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,5	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5	
3° trim.	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,1	-0,1	0,4	
4° trim.	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,5	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,6	
2020 set.	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4	
ott.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6	
nov.	104,8	-0,3	0,2	-1,0	0,6	0,1	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	0,5	
dic.	105,2	-0,3	0,2	-1,0	0,7	0,1	0,0	-1,6	-0,1	1,6	0,2	-0,4	0,6	
2021 gen. <sup>3)</sup>	105,3	0,9	1,4	0,5	1,4	1,1	0,4	0,2	2,0	3,8	0,3	0,8	1,4	
feb. <sup>3)</sup>	105,5	0,9	1,1	.	1,2	0,0	0,2	0,2	-0,4	0,9	0,1	.	.	

	Beni						Servizi							
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto		Di comunicazione		Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione							
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25			
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0		
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4		
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5		
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4		
2020 1° trim.	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5		
2° trim.	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5		
3° trim.	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4		
4° trim.	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3		
2020 set.	1,8	1,4	3,1	-2,5	-0,3	-8,2	1,3	1,2	-0,6	-0,8	0,3	1,3		
ott.	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,2		
nov.	1,9	1,2	4,2	-2,5	-0,3	-8,3	1,2	1,2	-0,6	-1,3	0,5	1,3		
dic.	1,3	1,1	2,1	-2,3	-0,5	-6,9	1,2	1,2	-0,3	-1,4	0,7	1,3		
2021 gen. <sup>3)</sup>	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. <sup>3)</sup>	1,4	1,3	1,4	.	1,0	-1,7	.	.	.	.	.	.		

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	.	.	.
2020 1° trim.	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
2° trim.	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,0	5,8
3° trim.	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,7	5,1	.
4° trim.	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	.	.	.
2020 ago.	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,5	-8,7	.	.	.
set.	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,6	-8,3	.	.	.
ott.	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,7	.	.	.
nov.	102,4	-2,0	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,4	0,7	-7,6	.	.	.
dic.	103,3	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	.	.	.
2021 gen.	104,7	0,0	-0,6	0,7	0,9	0,8	-0,4	-1,0	0,6	-1,6	.	.	.

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,8	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2020	106,8	1,5	1,0	0,5	2,8	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,5	-0,3	-0,9	0,0	-1,8
2020 1° trim.	106,4	1,8	1,3	1,1	2,4	1,7	0,0	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
2° trim.	107,4	2,3	1,3	0,7	4,7	1,1	-2,0	-4,3	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
3° trim.	106,4	1,0	0,6	0,1	2,1	0,6	-1,8	-2,8	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
4° trim.	107,1	1,1	0,9	0,0	2,1	1,4	-1,4	-2,2	37,4	4,4	0,8	7,9	0,0	-5,2	6,2
2020 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,7	2,6	2,9	0,0	-1,3	1,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,7	0,7	6,6	-1,6	-7,0	5,0
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,7	-0,8	14,0	1,6	-7,1	12,0
2021 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,8	10,9	4,4	17,0	6,3	-0,9	14,8
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,2	17,1	8,3	25,6	13,2	4,9	23,0

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

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

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



## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi (dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					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 1° trim.	2,0	6,7	7,5	4,0	13,2	45,6	54,7	48,0	49,7
2° trim.	-6,9	-3,6	-7,4	-11,6	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
3° trim.	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7
4° trim.	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2020 set.	-1,3	2,7	-0,9	-6,0	10,8	50,6	53,0	49,6	47,1
ott.	0,5	3,2	-2,1	-7,0	9,2	52,9	53,1	50,5	48,7
nov.	0,2	1,4	-4,0	-8,2	6,9	55,9	51,5	51,6	47,7
dic.	4,1	3,3	-2,0	-8,3	4,7	61,4	53,1	52,6	48,4
2021 gen.	4,8	2,8	-3,1	-6,0	5,3	68,3	53,2	52,2	47,3
feb.	9,7	3,9	-3,2	-5,7	7,2	73,9	53,2	56,5	48,1

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

### 4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 4 Prezzi e costi

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

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

	Totale	Totale	Per settore di attività									
	(indice: 2015 =100)		Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2018	103,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,4	2,4
2019	105,3	1,9	-1,1	3,3	1,0	1,4	0,7	0,5	2,5	1,0	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-1,7	3,4	4,7	6,3	1,2	0,3	0,6	6,6	5,6	15,5
2020 1° trim.	109,0	4,4	-0,8	4,2	2,5	5,2	2,6	-0,1	1,7	5,0	5,1	6,5
2° trim.	114,0	8,6	-2,9	11,4	7,3	12,3	3,3	1,7	-4,6	9,4	10,5	21,8
3° trim.	108,6	2,8	-1,7	1,4	5,2	3,6	-1,0	-0,6	2,5	6,3	2,8	11,3
4° trim.	110,0	3,9	-1,2	-0,7	5,1	6,0	1,3	0,7	2,9	6,8	5,0	25,4
<b>Redditi per occupato</b>												
2018	105,3	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	107,3	1,9	1,8	1,6	2,0	2,1	1,8	2,2	2,5	1,4	2,1	2,6
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,6	-1,7	-4,3	0,3	-0,1	0,0	-0,5	2,4	-1,6
2020 1° trim.	107,2	0,6	1,0	-0,5	-1,8	-1,3	2,1	-0,4	2,3	1,4	2,4	0,0
2° trim.	102,2	-4,5	-0,2	-7,6	-7,7	-11,8	-2,2	-0,4	-5,5	-5,6	1,7	-7,7
3° trim.	108,4	0,6	0,9	-1,8	1,1	-1,4	0,2	-0,1	1,9	1,0	2,6	1,0
4° trim.	108,7	0,7	0,3	-0,7	1,2	-2,9	0,8	0,5	1,1	1,0	3,0	0,0
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2018	101,8	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,9	-0,3	0,8
2019	101,9	0,1	3,0	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,8
2020	96,7	-5,0	2,2	-5,8	-6,2	-9,9	-1,0	-0,4	-0,7	-6,7	-3,0	-14,8
2020 1° trim.	98,4	-3,7	1,8	-4,5	-4,2	-6,1	-0,5	-0,3	0,5	-3,4	-2,5	-6,1
2° trim.	89,6	-12,0	2,8	-17,1	-14,0	-21,5	-5,3	-2,0	-1,0	-13,8	-7,9	-24,2
3° trim.	99,8	-2,2	2,6	-3,2	-4,0	-4,9	1,3	0,5	-0,6	-5,0	-0,2	-9,3
4° trim.	98,8	-3,1	1,5	0,0	-3,7	-8,4	-0,4	-0,2	-1,7	-5,4	-1,9	-20,2
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2018	105,0	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,7	1,8	2,8	1,6	2,3	2,9
2020	112,8	5,2	2,5	2,9	3,9	6,2	3,0	2,0	5,2	4,7	4,8	7,4
2020 1° trim.	110,8	4,5	4,0	3,5	3,5	4,0	3,5	1,9	5,6	4,4	5,1	7,2
2° trim.	117,3	9,8	4,1	7,0	8,7	12,6	3,9	4,6	6,4	7,1	7,7	14,8
3° trim.	111,2	3,4	0,8	1,2	2,1	4,3	3,2	1,1	4,8	4,4	3,0	3,2
4° trim.	113,4	5,1	1,8	2,5	3,9	6,9	2,4	1,8	5,6	4,4	4,5	6,9
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2018	102,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,4	0,5	-0,4	0,4
2019	102,4	0,4	3,7	-1,1	1,2	1,1	0,9	1,5	0,1	0,6	-0,3	0,9
2020	103,6	1,2	2,5	0,0	0,2	0,5	2,1	2,1	6,1	-1,3	-0,4	-5,1
2020 1° trim.	102,7	0,6	2,2	-0,4	1,3	-0,1	1,2	2,4	5,5	-0,1	0,3	1,3
2° trim.	105,1	2,7	5,9	-3,1	3,4	1,6	1,2	3,6	17,3	-0,9	-1,6	-1,2
3° trim.	103,2	0,7	1,4	0,0	-2,4	0,3	4,3	2,1	2,9	-1,7	0,6	-6,8
4° trim.	104,3	1,6	1,5	3,5	-0,4	0,9	1,8	1,4	1,5	-1,9	-0,2	-12,6

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	
<b>Consistenze</b>												
2018	1.164,2	7.114,7	8.278,9	1.128,3	2.298,9	3.427,2	11.706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12.384,3
2019	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,1	2.362,4	3.435,5	12.383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13.011,0
2020	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14.527,5
2020 1° trim.	1.265,3	8.079,2	9.344,5	1.075,1	2.368,6	3.443,7	12.788,2	109,9	538,1	48,1	696,1	13.484,3
2° trim.	1.302,8	8.425,2	9.728,0	1.075,3	2.400,8	3.476,1	13.204,1	95,2	582,2	20,1	697,6	13.901,7
3° trim.	1.330,5	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,8	100,3	612,8	7,1	720,2	14.168,1
4° trim.	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14.527,5
2020 ago.	1.321,7	8.528,8	9.850,5	1.047,6	2.414,7	3.462,4	13.312,8	91,7	593,7	10,3	695,7	14.008,5
set.	1.330,5	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,8	100,3	612,8	7,1	720,2	14.168,1
ott.	1.338,1	8.683,6	10.021,7	1.060,5	2.431,8	3.492,3	13.514,0	96,3	613,9	18,4	728,7	14.242,7
nov.	1.351,2	8.781,7	10.132,9	1.029,5	2.446,3	3.475,8	13.608,7	101,2	614,0	19,7	735,0	14.343,7
dic.	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14.527,5
2021 gen. <sup>(p)</sup>	1.380,4	8.993,2	10.373,7	1.003,4	2.456,6	3.460,0	13.833,7	111,2	631,0	28,6	770,8	14.604,5
<b>Transazioni</b>												
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,7	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,7	610,3
2020	137,7	1.255,4	1.393,1	-27,2	85,6	58,4	1.451,5	19,2	124,1	13,9	157,3	1.608,8
2020 1° trim.	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,1	397,6	30,9	9,2	26,8	66,8	464,4
2° trim.	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,8	415,3	-14,1	44,2	-28,8	1,3	416,6
3° trim.	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,8	-11,6	24,2	349,4
4° trim.	28,7	295,6	324,3	-35,0	24,0	-11,0	313,3	-3,5	41,0	27,6	65,1	378,4
2020 ago.	11,0	65,8	76,8	-31,8	8,0	-23,8	53,1	-14,3	-2,8	-0,3	-17,4	35,6
set.	8,9	84,4	93,3	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-3,9	23,5	153,4
ott.	7,6	65,4	73,0	-17,8	8,5	-9,3	63,7	-4,0	1,1	11,7	8,7	72,5
nov.	13,1	108,3	121,3	-29,3	14,5	-14,7	106,6	0,8	0,2	1,8	2,8	109,4
dic.	8,0	121,9	129,9	12,1	1,0	13,0	143,0	-0,3	39,6	14,1	53,5	196,4
2021 gen. <sup>(p)</sup>	21,2	91,5	112,7	-37,6	11,2	-26,4	86,3	10,4	-18,1	-4,4	-12,1	74,3
<b>Variazioni percentuali</b>												
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4
2020 1° trim.	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,2	51,9	9,7	7,5
2° trim.	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-45,8	9,4	9,3
3° trim.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,6	12,7	10,4
4° trim.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4
2020 ago.	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-49,1	8,6	9,5
set.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,6	12,7	10,4
ott.	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-25,8	14,5	10,5
nov.	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,7	15,5	11,0
dic.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4
2021 gen. <sup>(p)</sup>	12,3	17,1	16,4	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,1	16,1	1,5	18,2	12,5

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
<b>Consistenze</b>													
2018	2.334,2	1.901,4	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,6	217,1	468,0
2020	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 1° trim.	2.610,9	2.191,4	264,0	147,9	7,6	7.173,7	4.535,9	472,2	2.165,0	0,6	1.151,4	224,3	472,6
2° trim.	2.869,9	2.396,8	318,7	148,3	6,2	7.349,4	4.683,7	462,8	2.202,0	0,9	1.084,7	226,5	466,0
3° trim.	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
4° trim.	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 ago.	2.937,5	2.462,6	323,7	146,9	4,3	7.437,8	4.768,3	450,7	2.217,7	1,1	1.005,9	233,7	467,9
set.	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
ott.	2.968,9	2.488,2	328,5	147,0	5,1	7.534,8	4.856,9	443,3	2.233,5	1,1	1.052,2	236,9	479,5
nov.	2.966,9	2.502,2	312,7	146,4	5,5	7.595,0	4.903,6	441,0	2.249,2	1,1	1.074,6	238,9	483,5
dic.	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2021 gen. <sup>(p)</sup>	3.007,9	2.556,8	302,3	142,2	6,6	7.706,5	5.008,4	431,1	2.266,1	0,8	1.114,4	228,1	507,6
<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	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,7	467,7	55,8	-6,9	-3,0	611,5	561,1	-53,8	104,3	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 1° trim.	126,0	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
2° trim.	261,2	206,7	55,4	0,4	-1,3	177,6	149,0	-9,1	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
3° trim.	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
4° trim.	31,8	51,6	-12,6	-3,7	-3,5	158,3	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,1	39,2
2020 ago.	18,4	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,3	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
set.	20,0	18,5	-1,0	0,0	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
ott.	9,1	6,8	4,0	0,1	-1,8	43,6	40,1	-3,2	6,6	0,1	-7,0	-3,5	9,8
nov.	1,3	16,4	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
dic.	21,4	28,4	-1,5	-3,3	-2,2	53,5	51,6	-3,2	5,4	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 gen. <sup>(p)</sup>	21,6	27,2	-8,0	-1,0	3,3	59,6	53,0	-6,6	13,2	0,1	5,2	-9,8	-1,0
<b>Variazioni percentuali</b>													
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 1° trim.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
2° trim.	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
3° trim.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
4° trim.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 ago.	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
set.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
ott.	20,5	21,6	26,9	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
nov.	20,3	21,5	24,6	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	11,0	6,7	3,2
dic.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2021 gen. <sup>(p)</sup>	21,8	24,0	18,7	-5,3	65,1	9,1	13,2	-11,3	5,3	-6,3	15,6	4,7	8,3

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle 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	4.405,0	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6
2019	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,4	11.452,3	11.839,5	4.475,7	5.931,1	893,5	152,0	1.562,5	850,6
2020	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2020 1° trim.	4.794,6	1.007,2	3.775,6	14.055,9	11.692,0	12.067,7	4.605,0	5.965,4	960,7	160,9	1.564,9	799,0
2° trim.	5.279,2	1.005,9	4.261,6	14.244,9	11.781,7	12.163,6	4.718,4	5.995,4	912,6	155,2	1.646,7	816,6
3° trim.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,1	912,6	157,9	1.517,9	814,2
4° trim.	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2020 ago.	5.622,8	1.000,7	4.610,3	14.173,0	11.842,5	12.206,1	4.750,5	6.031,3	904,4	156,4	1.513,6	816,8
set.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,1	912,6	157,9	1.517,9	814,2
ott.	5.803,5	1.003,7	4.788,0	14.232,9	11.900,3	12.260,0	4.738,4	6.092,6	910,3	158,9	1.528,8	803,9
nov.	5.850,1	1.006,4	4.831,6	14.288,5	11.926,8	12.285,8	4.735,9	6.106,6	927,5	156,7	1.541,0	820,7
dic.	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2021 gen. <sup>(p)</sup>	5.950,5	989,0	4.960,0	14.357,3	11.947,3	12.311,5	4.723,9	6.136,4	938,5	148,5	1.547,0	863,0
<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	1.046,4	13,3	1.033,0	737,1	539,9	560,7	288,8	209,1	26,2	15,8	169,6	27,7
2020 1° trim.	145,4	19,8	125,7	242,5	253,4	249,2	135,7	40,5	68,4	8,8	20,2	-31,1
2° trim.	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
3° trim.	258,8	-2,8	261,6	154,4	105,0	86,7	28,9	72,1	1,1	2,9	44,3	5,0
4° trim.	176,6	-1,9	178,3	155,2	83,9	120,0	3,5	60,7	10,0	9,7	28,8	42,5
2020 ago.	65,7	-3,7	69,5	60,4	35,8	28,6	21,7	18,8	-5,5	0,8	21,1	3,4
set.	96,1	2,3	93,8	30,3	25,8	21,3	-11,7	29,9	6,0	1,6	5,3	-0,8
ott.	54,9	1,0	53,9	36,8	32,4	37,1	7,7	26,7	-2,6	0,7	11,8	-7,5
nov.	42,8	2,9	39,5	47,4	34,6	40,2	2,1	15,1	19,6	-2,1	6,7	6,1
dic.	78,9	-5,8	84,9	71,0	16,8	42,7	-6,2	18,9	-6,9	11,0	10,3	43,9
2021 gen. <sup>(p)</sup>	35,0	-7,4	52,8	17,0	20,1	11,9	1,0	17,1	21,2	-19,2	-1,5	-1,7
<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	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 1° trim.	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,1	5,0	3,3	11,3	20,7	3,0	-0,6
2° trim.	13,5	0,4	17,2	4,8	4,7	4,9	6,5	3,2	3,9	17,1	7,2	0,7
3° trim.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
4° trim.	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 ago.	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,6	4,7	6,5	3,3	2,2	11,4	10,8	1,0
set.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
ott.	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,7	6,3	3,6	1,7	14,0	10,4	-1,3
nov.	21,2	0,4	27,0	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,3	-1,3
dic.	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2021 gen. <sup>(p)</sup>	22,9	0,0	29,4	5,1	4,4	4,5	6,3	3,3	3,5	-2,6	11,9	2,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				2	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2018	4.405,0	4.489,1	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,7	4.577,8	967,4	878,0	2.630,3	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2020 1° trim.	4.605,0	4.706,2	1.003,2	917,4	2.684,5	5.965,4	6.254,1	714,9	4.565,8	684,7
2° trim.	4.718,4	4.829,8	957,8	993,4	2.767,2	5.995,4	6.276,5	701,0	4.603,8	690,6
3° trim.	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,1	6.066,1	6.334,1	702,4	4.667,5	696,1
4° trim.	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2020 ago.	4.750,5	4.858,8	942,8	1.015,7	2.792,0	6.031,3	6.307,0	702,5	4.632,8	696,1
set.	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,1	6.066,1	6.334,1	702,4	4.667,5	696,1
ott.	4.738,4	4.845,5	916,4	1.011,3	2.810,7	6.092,6	6.359,5	704,4	4.690,3	697,9
nov.	4.735,9	4.842,3	911,8	1.004,9	2.819,3	6.106,6	6.376,2	701,7	4.708,6	696,4
dic.	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2021 gen. <sup>6)</sup>	4.723,9	4.838,3	889,4	1.006,6	2.827,9	6.136,4	6.404,2	697,1	4.745,6	693,6
<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	40,9	168,6	-9,2
2020	288,8	325,2	-54,0	139,1	203,7	209,1	194,7	-11,9	210,7	10,3
2020 1° trim.	135,7	137,9	33,2	44,0	58,5	40,5	38,3	-3,7	45,0	-0,8
2° trim.	120,7	131,0	-39,1	80,4	79,4	35,8	29,1	-12,2	39,2	8,8
3° trim.	28,9	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
4° trim.	3,5	22,4	-25,5	-1,2	30,2	60,7	67,6	-1,8	61,4	1,1
2020 ago.	21,7	22,7	-2,8	8,3	16,2	18,8	19,5	2,5	16,0	0,3
set.	-11,7	-5,5	-12,9	0,8	0,4	29,9	22,1	-0,5	30,1	0,2
ott.	7,7	2,2	-13,2	-2,9	23,8	26,7	26,4	2,2	22,7	1,7
nov.	2,1	7,3	-2,7	-5,2	10,0	15,1	17,7	-3,7	19,3	-0,6
dic.	-6,2	12,9	-9,6	6,9	-3,5	18,9	23,6	-0,4	19,4	-0,1
2021 gen. <sup>6)</sup>	1,0	-0,2	-9,4	-5,5	16,0	17,1	14,0	-2,5	20,6	-1,0
<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	-1,7	4,7	1,5
2020 1° trim.	5,0	5,6	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2° trim.	6,5	7,2	-1,2	16,1	6,2	3,2	3,1	0,3	4,1	0,4
3° trim.	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
4° trim.	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 ago.	6,5	7,2	-3,4	16,9	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
set.	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
ott.	6,3	6,9	-5,2	16,3	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
nov.	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3
dic.	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2021 gen. <sup>6)</sup>	6,3	7,0	-5,9	14,9	7,8	3,3	3,0	-2,5	4,5	1,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <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	2.906,2	1.455,7	452,3	178,9	187,2
2020	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	526,7	130,1	139,2
2020 1° trim.	409,5	7.036,5	1.937,1	47,2	2.119,9	2.932,3	1.562,5	517,4	183,7	196,5
2° trim.	673,3	7.042,9	1.934,5	44,1	2.080,4	2.983,8	1.562,5	531,2	159,2	174,3
3° trim.	806,2	7.039,7	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,7	1.574,2	502,1	139,9	147,3
4° trim.	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	526,7	130,1	139,2
2020 ago.	819,5	7.026,8	1.938,9	43,1	2.033,7	3.011,1	1.556,6	502,5	170,4	177,6
set.	806,2	7.039,7	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,7	1.574,2	502,1	139,9	147,3
ott.	864,3	7.038,0	1.933,5	42,7	2.036,5	3.025,3	1.578,9	529,7	148,7	154,3
nov.	753,6	6.973,2	1.938,1	42,4	2.012,4	2.980,3	1.469,4	462,5	148,2	147,1
dic.	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	526,7	130,1	139,2
2021 gen. <sup>(p)</sup>	678,9	6.925,9	1.911,1	42,0	1.970,4	3.002,5	1.473,1	428,3	147,4	146,7
<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	107,8	-5,2	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-34,4	-15,8	-8,0	-99,3	88,8	-28,6	141,0	-48,8	-48,0
2020 1° trim.	45,6	-45,4	-6,8	-2,9	-47,5	11,8	67,6	9,0	4,7	9,3
2° trim.	264,0	-0,3	-0,7	-3,1	-13,9	17,5	-28,9	58,5	-24,5	-22,2
3° trim.	69,2	10,7	-3,2	-1,1	6,1	8,9	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
4° trim.	-57,1	0,6	-5,2	-0,9	-44,0	50,6	-94,6	84,7	-9,8	-8,1
2020 ago.	63,3	3,1	4,2	-0,5	-10,9	10,2	17,3	-41,4	8,1	3,5
set.	-13,5	10,8	-6,0	-0,1	19,6	-2,7	23,0	1,4	-30,5	-30,3
ott.	58,2	-11,7	0,1	-0,3	-24,3	12,9	1,6	25,7	8,8	7,1
nov.	-110,7	-0,9	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-55,0	-37,2	-0,5	-7,3
dic.	-4,7	13,1	-18,6	-0,4	-5,9	38,0	-41,2	96,2	-18,1	-7,9
2021 gen. <sup>(p)</sup>	-70,2	-38,4	-6,8	-0,1	-30,7	-0,9	20,5	-106,8	17,3	7,5
<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 1° trim.	11,7	0,3	-0,1	-11,1	-2,6	2,9	-	-	-0,3	0,6
2° trim.	81,0	-0,4	-1,3	-19,6	-3,3	2,6	-	-	-10,5	-8,8
3° trim.	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
4° trim.	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 ago.	89,8	0,0	1,2	-20,6	-4,0	2,5	-	-	-13,6	-16,6
set.	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
ott.	108,5	-0,5	-0,7	-17,5	-3,6	2,2	-	-	-32,8	-34,6
nov.	85,3	-0,7	-0,1	-17,1	-4,3	1,8	-	-	-30,0	-34,6
dic.	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 gen. <sup>(p)</sup>	65,1	-0,9	-1,0	-14,0	-6,1	3,1	-	-	-13,9	-19,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 4° trim.	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 1° trim.	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,7	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
2° trim.	46,8	46,3	13,0	12,9	15,4	0,5	50,5	46,6	10,4	5,7	1,6	24,1	4,0
3° trim.	46,8	46,3	13,0	12,9	15,5	0,5	51,8	47,7	10,6	5,8	1,6	24,8	4,2

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6 IFM	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 4° trim.	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 1° trim.	86,2	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	95,0	3,2	14,3	77,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,3	3,2	14,1	80,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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



## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <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		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,3	13,0	4,0	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2019 4° trim.	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020 1° trim.	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
2° trim.	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
3° trim.	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
2020 ago.	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9
set.	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
ott.	15,0	13,6	3,9	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8
nov.	14,6	13,3	3,7	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
dic.	14,3	13,0	4,0	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2020 1° trim.	14,5	13,2	4,7	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,7

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2016	-2,4	1,2	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2019 4° trim.	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2020 1° trim.	-2,6	1,1	-0,9	0,1	1,1	-3,4	-3,7	-2,3	2,1	
2° trim.	-6,0	-1,4	-2,9	-1,9	-1,8	-6,9	-5,9	-4,8	-2,2	
3° trim.	-7,0	-2,9	-3,5	-3,6	-4,6	-8,1	-6,1	-6,7	-4,4	
Debito pubblico										
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1	
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5	
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2	
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2019 4° trim.	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2020 1° trim.	103,4	61,0	8,9	58,9	180,7	99,0	101,3	137,6	96,2	
2° trim.	114,1	67,4	18,5	62,7	191,4	110,2	114,0	149,3	113,3	
3° trim.	113,2	70,0	18,5	62,0	199,9	114,1	116,5	154,2	119,5	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2016	0,2	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 4° trim.	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2020 1° trim.	-0,7	-0,2	1,3	-1,5	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,2
2° trim.	-1,8	-2,4	-2,2	-5,1	-1,6	-3,4	-1,9	-4,8	-3,5	-3,3
3° trim.	-3,4	-4,3	-3,6	-8,0	-3,1	-5,5	-4,0	-5,4	-4,7	-4,5
Debito pubblico										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 4° trim.	36,9	35,9	22,0	42,4	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2020 1° trim.	37,1	33,0	22,2	43,9	49,5	73,1	119,5	69,0	49,7	64,3
2° trim.	42,9	41,4	23,9	51,0	55,2	82,5	126,0	78,3	60,3	68,6
3° trim.	44,6	45,9	26,1	53,7	55,2	79,1	130,8	78,5	60,8	66,9

Fonte: Eurostat.

© **European Central Bank, 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 10 marzo 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-21-002-IT-N (online)