



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2021



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	11
3 Attività economica	15
4 Prezzi e costi	21
5 Moneta e credito	28
Riquadri	33
1 Effetti negativi a lungo termine della pandemia di COVID-19 sull'economia mondiale: analisi delle evidenze recenti	33
2 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	40
3 Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19	44
4 L'impatto della pandemia di COVID-19 sulla crescita della produttività del lavoro	52
5 Andamenti economici e prospettive per i servizi a elevata intensità di contatti nell'area dell'euro	59
6 La ripresa della domanda di immobili residenziali attraverso l'indagine sulle aspettative dei consumatori	65
7 Prevalenza dell'indicizzazione salariale nel settore privato dell'area dell'euro e il suo potenziale ruolo nell'impatto dell'inflazione sui salari	70
8 Risultati di un'edizione speciale dell'indagine SPF sulla nuova strategia di politica monetaria della BCE	74
Articoli	81
1 La capacità predittiva dei modelli del tasso di cambio di equilibrio	81
2 Fattori determinanti alla base dell'andamento della produttività nei paesi dell'area dell'euro	99
3 Il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19	125
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Attività economica

A livello mondiale l'attività economica ha continuato a espandersi, sebbene a un ritmo in via di rilevante moderazione, nel quadro di una combinazione di fattori, fra cui assumono maggiore peso le persistenti strozzature dal lato dell'offerta. I dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per i mesi di agosto e settembre 2021 indicano che la dinamica si è attenuata nelle economie avanzate, rimanendo comunque al di sopra della propria media storica, e si è invece indebolita nelle economie emergenti. Nel contempo, a settembre i tempi di consegna dei fornitori sono rimasti su massimi storici a livello mondiale, principalmente per effetto del vigore della domanda. Anche la crescita del commercio mondiale ha continuato ad attenuarsi, pur partendo da livelli ancora elevati. Le pressioni sui prezzi rimangono elevate a causa dell'aumento dell'inflazione dei beni alimentari ed energetici, che riflette il rimbalzo dei prezzi dai bassi livelli su cui si collocavano subito dopo l'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19). Si ritiene che la maggior parte delle pressioni sui prezzi sia di natura temporanea.

L'economia dell'area dell'euro ha proseguito la sua ripresa vigorosa, sebbene a un ritmo in certa misura più moderato. Ci si attende che il prodotto superi il livello su cui si collocava prima della pandemia entro la fine dell'anno. La stretta della pandemia sull'economia si è allentata visibilmente, a fronte dell'elevato numero di persone attualmente vaccinate. Questa evoluzione sostiene la spesa per consumi, in particolare nei settori del tempo libero, della ristorazione, dei viaggi e dei trasporti. Nei prossimi mesi, però, i rincari dei beni energetici potrebbero ridurre il potere di acquisto.

La ripresa della domanda interna e mondiale sta inoltre sostenendo la produzione e gli investimenti delle imprese. Al netto di ciò, la scarsità di materiali, attrezzature e manodopera sta frenando il settore manifatturiero. Si sono allungati considerevolmente i tempi di consegna e sono aumentati i costi di trasporto e i prezzi dell'energia. Tali vincoli incombono sulle prospettive per i prossimi trimestri. Le condizioni del mercato del lavoro continuano a migliorare. La disoccupazione è diminuita e il numero dei beneficiari delle misure di integrazione salariale è sceso significativamente dal picco dello scorso anno. Ciò sorregge la prospettiva di un incremento dei redditi e della spesa. Tuttavia, sia il numero di persone incluse nelle forze di lavoro, sia le ore lavorate nell'economia restano inferiori ai livelli pre-pandemia.

Per sostenere la ripresa, misure di bilancio mirate e coordinate dovrebbero continuare ad affiancare la politica monetaria. Tale sostegno consentirà inoltre all'economia di adeguarsi ai cambiamenti strutturali in atto. Un'attuazione efficace del programma Next Generation EU e del pacchetto "Pronti per il 55%" contribuirà a una ripresa più forte, più verde e più equa in tutti i paesi dell'area dell'euro.

Inflazione

L'inflazione nell'area dell'euro è salita al 3,4 per cento a settembre e dovrebbe aumentare ulteriormente nell'anno in corso. L'attuale fase di rialzo durerà più a lungo di quanto inizialmente atteso, ma si prevede che nel corso del prossimo anno l'inflazione si riduca. Questo incremento riflette in ampia misura la combinazione di tre fattori. In primo luogo, le quotazioni dell'energia, specialmente di petrolio, gas ed elettricità, hanno registrato un brusco aumento. A settembre la componente energetica ha inciso sull'inflazione complessiva per circa la metà. In secondo luogo, i prezzi stanno aumentando anche perché la ripresa della domanda riconducibile alla riapertura dell'economia sta superando l'offerta. Questa dinamica è particolarmente evidente nei prezzi dei servizi al consumo e in quelli dei beni maggiormente interessati dalle carenze di offerta. Infine, gli effetti base legati al venir meno della riduzione dell'IVA in Germania continuano a contribuire all'incremento dell'inflazione. L'impatto di questi tre fattori dovrebbe ridimensionarsi nel corso del 2022, oppure non essere più incluso nel calcolo dell'inflazione sui dodici mesi. Con il procedere della ripresa, il graduale ritorno dell'economia al pieno utilizzo della capacità produttiva sosterrà un aumento dei salari nel tempo. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati e sulle indagini si sono avvicinate al 2 per cento. Questi fattori sosterranno l'inflazione di fondo, nonché un ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo fissato dalla BCE del 2 per cento nel medio termine.

Valutazione dei rischi

La ripresa continua a dipendere dall'andamento della pandemia e dagli ulteriori progressi nelle vaccinazioni. Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive economiche siano sostanzialmente bilanciati. Nel breve periodo le strozzature dal lato dell'offerta e l'incremento dei prezzi dell'energia rappresentano i principali rischi per il ritmo della ripresa e per le prospettive di inflazione. Il protrarsi delle carenze dell'offerta e dei più elevati prezzi dell'energia potrebbe rallentare la ripresa. Allo stesso tempo, se le persistenti strozzature si traducevano in aumenti salariali maggiori del previsto, o se l'economia tornasse più rapidamente alla piena capacità produttiva, le pressioni sui prezzi potrebbero accentuarsi. Tuttavia, l'attività economica potrebbe superare le attuali aspettative se i consumatori, grazie all'accresciuta fiducia, risparmiassero meno rispetto alle attese correnti.

Condizioni finanziarie e monetarie

La crescita e la dinamica dell'inflazione a medio termine continuano a dipendere da condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori economici. I tassi di interesse di mercato sono aumentati. Nondimeno, le condizioni di finanziamento nell'economia restano favorevoli, anche perché i tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie si mantengono su livelli storicamente bassi.

La pendenza della curva a termine del tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si è accentuata in misura significativa nel periodo in esame, in parte di riflesso a una rivalutazione da parte degli operatori di mercato di un rialzo anticipato dei tassi di riferimento. Nel contempo, i tassi nominali privi di rischio a più lungo termine, insieme ai rendimenti dei titoli di Stato, hanno registrato un incremento, sulla scorta di un marcato aumento della compensazione dell'inflazione. I corsi azionari delle società non finanziarie e i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre i prezzi delle azioni bancarie sono aumentati. L'euro si è indebolito su base ponderata per l'interscambio.

La creazione di moneta nell'area dell'euro ha continuato a normalizzarsi a settembre 2021, di riflesso al miglioramento della situazione pandemica e alle misure di sostegno in vigore. Gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema si sono confermati la principale fonte di creazione di moneta.

Malgrado il rialzo di settembre, i prestiti alle imprese restano moderati. Ciò continua a riflettere, in generale, il minore fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese, grazie alle elevate disponibilità liquide e ai crescenti utili non distribuiti. I prestiti alle famiglie rimangono sostenuti, trainati dalla domanda di mutui. L'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indica che le condizioni per la concessione di finanziamenti alle imprese si sono stabilizzate e hanno beneficiato, per la prima volta dal 2018, di una riduzione della percezione del rischio da parte delle banche. Per contro, gli istituti di credito mostrano un approccio leggermente più cauto per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni e hanno conseguentemente irrigidito i criteri per la concessione di tali prestiti. I bilanci bancari, che continuano a essere sostenuti dalle condizioni di finanziamento favorevoli, restano solidi.

Decisioni di politica monetaria

In tale contesto, nella riunione di politica monetaria di ottobre il Consiglio direttivo ha continuato a ritenere che possano essere mantenute condizioni di finanziamento favorevoli con un ritmo di acquisti netti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) moderatamente inferiore rispetto al secondo e al terzo trimestre dell'anno.

Il Consiglio direttivo ha inoltre confermato le altre misure tese all'adempimento del mandato di stabilità dei prezzi conferito alla BCE, ovvero il livello dei tassi di interesse di riferimento, le indicazioni prospettiche (forward guidance) formulate dal Consiglio sulla loro probabile evoluzione futura, gli acquisti dell'Eurosistema

nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA), le politiche di reinvestimento adottate dal Consiglio e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine,

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

Contesto esterno

A livello mondiale l'attività economica sta rallentando per effetto di una combinazione di fattori, fra cui in particolare le persistenti strozzature dal lato dell'offerta. I dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per i mesi di agosto e settembre indicano che la dinamica si è attenuata nelle economie avanzate, rimanendo comunque al di sopra della sua media storica, e si è invece indebolita nelle economie emergenti. Nel contempo, a settembre i tempi di consegna dei fornitori hanno continuato ad attestarsi su massimi storici a livello mondiale, principalmente per effetto del vigore della domanda, ma anche dei persistenti vincoli dal lato dell'offerta. Anche la crescita del commercio mondiale ha continuato ad attenuarsi, pur partendo da livelli ancora considerevoli. Le pressioni sui prezzi continuano a essere elevate a causa dell'aumento dell'inflazione dei beni alimentari ed energetici, che riflette la ripresa dei prezzi dai bassi livelli registrati subito dopo l'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19). Si ritiene che la maggior parte delle pressioni sui prezzi sia di natura temporanea.

A livello mondiale l'attività economica sta rallentando per effetto di una combinazione di fattori, fra cui in particolare le persistenti strozzature dal lato dell'offerta. La moderazione del ritmo della crescita riflette in parte la

normalizzazione che ha fatto seguito alla ripresa successiva al COVID-19, in concomitanza con il venir meno degli effetti base e dell'effetto delle riaperture, nonché con l'esaurirsi delle misure di stimolo. Al tempo stesso, fattori idiosincratichi avversi in alcune delle principali economie, quali la recrudescenza dei casi di COVID-19, la carenza di manodopera e il rallentamento del settore immobiliare, comportano crescenti rischi al ribasso per le prospettive economiche, che sono rafforzati da turbative generalizzate lungo le catene di approvvigionamento. Il riquadro 1 presenta una valutazione degli effetti negativi di lungo periodo della pandemia a livello mondiale, giungendo alla conclusione che il prodotto potenziale mondiale è diminuito nel corso della pandemia, sebbene in misura minore rispetto alla Grande recessione e principalmente a causa di fattori temporanei.

Il rallentamento della ripresa mondiale si riscontra nelle evidenze delle indagini congiunturali. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, ha confermato che il ritmo della crescita si è attenuato nelle economie avanzate ad agosto e settembre (cfr. il grafico 1), pur rimanendo ben al di sopra della sua media storica. Nelle economie emergenti lo slancio espansivo è rimasto più debole che nelle economie avanzate, soprattutto nel settore manifatturiero. In particolare, a luglio la dinamica della produzione industriale ha continuato a moderarsi nelle economie avanzate; nei mercati emergenti ha registrato una contrazione per il terzo mese consecutivo.

Le strozzature dal lato dell'offerta non mostrano segnali di normalizzazione.

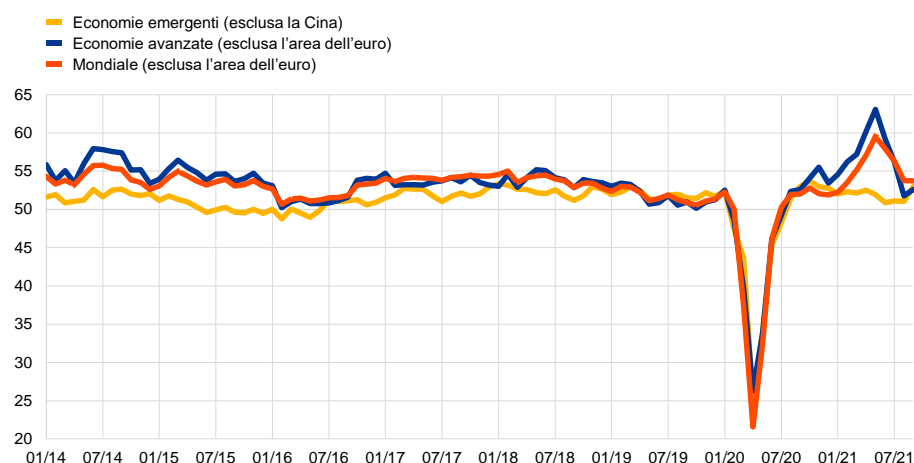
A settembre i tempi di consegna dei fornitori hanno continuato ad attestarsi su massimi storici a livello mondiale. Secondo stime interne, i fattori della domanda incidono per circa due terzi sull'allungamento dei tempi di consegna. I vincoli dal lato dell'offerta si stanno dimostrando piuttosto persistenti, in quanto le strozzature già

esistenti, come la carenza di semiconduttori, vengono aggravate da altri fattori, quali le tensioni a livello mondiale nei mercati dell'energia, la crescente carenza di manodopera e, in alcune regioni, le turbative causate dalla pandemia, come la chiusura di fabbriche e porti.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021.

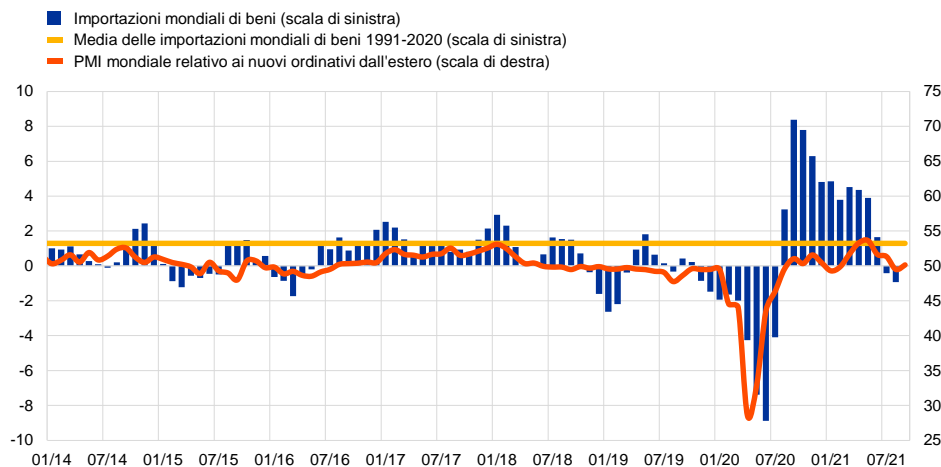
La crescita del commercio mondiale continua ad attenuarsi, pur partendo da livelli tuttora elevati.

Nonostante i volumi di beni importati a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) abbiano continuato a essere al di sopra dei loro livelli pre-pandemia e abbiano segnato una lieve ripresa ad agosto, la dinamica dell'interscambio (misurata in termini di tre mesi rispetto al trimestre precedente) è rimasta in territorio negativo (cfr. il grafico 2). Il volume del commercio di beni è diminuito rispetto al massimo registrato a marzo. La moderazione del commercio mondiale è confermata dal PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero, che nel terzo trimestre si è collocato, in media, appena al di sopra della soglia di espansione. Al tempo stesso, i nuovi dati dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) segnalano un costante aumento degli scambi di servizi commerciali nel secondo trimestre, che rimangono tuttavia 20 punti percentuali al di sotto del livello pre-pandemia.

Grafico 2

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

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



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

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

A livello mondiale le pressioni sui prezzi rimangono elevate. Nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), ad agosto, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è aumentata marginalmente, al 4,3 per cento, per effetto dell'aumento dell'inflazione dei beni alimentari ed energetici, continuando a riflettere il recupero dai bassi livelli dei prezzi registrati dopo l'insorgere della pandemia di COVID-19. Nel contempo, l'inflazione di fondo è rimasta stabile, al 3,1 per cento, invariata da giugno. Si continua a considerare che gran parte delle attuali pressioni sui prezzi sia temporanea. Ciononostante, a settembre nelle economie avanzate le aspettative di inflazione per il 2022 sono lievemente aumentate. Nel contempo, i prezzi di input e output ricavati dagli indici PMI per le economie avanzate sono rimasti prossimi a livelli storicamente elevati, in un contesto caratterizzato da tariffe di trasporto eccezionalmente alte, mentre nei mercati emergenti le pressioni sui prezzi sono tornate ad aumentare.

I corsi petroliferi sono aumentati, sulla scorta di fattori dal lato della domanda e dell'offerta. Dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre i corsi petroliferi sono saliti ben al di sopra dei livelli precedenti la pandemia, sospinti dalla ripresa economica mondiale in atto e dal ricorso al petrolio in sostituzione del gas dovuto al costo elevato di quest'ultimo. Dal lato dell'offerta, ad agosto e settembre il gruppo OPEC+ non ha raggiunto gli obiettivi prefissati, principalmente a causa di problemi di capacità in Nigeria e in Angola. Inoltre, in occasione della riunione tenutasi a ottobre, il gruppo OPEC+ ha indicato che si sarebbe attenuto al piano già esistente, non accogliendo l'appello a incrementare ulteriormente i propri obiettivi di produzione così da stabilizzare i prezzi dell'energia. Negli Stati Uniti la ripresa della produzione di petrolio da scisti è stata debole e l'offerta ha subito ulteriori interruzioni a causa dell'uragano Ida. Dall'ultima riunione del Consiglio direttivo anche i prezzi dei prodotti alimentari e dei metalli sono aumentati, con i rincari degli input energetici che hanno sospinto in particolar modo il prezzo del rame e dell'alluminio.

Negli Stati Uniti la ripresa economica si sta moderando, in un contesto caratterizzato da vincoli lungo le catene di approvvigionamento e da un’impennata dei contagi riconducibili alla variante Delta.

I casi di COVID-19 sono aumentati all’inizio del terzo trimestre, determinando un crollo nella fiducia dei consumatori e una diminuzione della spesa, soprattutto nei settori vulnerabili. Inoltre, con i sussidi di disoccupazione che sono tornati ai livelli precedenti il COVID-19, ad agosto il reddito disponibile delle famiglie in termini reali è diminuito. Ci si attende che questi due fattori, insieme alle turbative che si registrano lungo le catene di approvvigionamento, gravino sull’attività nella seconda metà dell’anno. A settembre l’inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull’indice dei prezzi al consumo (IPC) è rimasta elevata, al 5,4 per cento, mentre l’inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasta invariata, al 4,0 per cento. Su base mensile, l’inflazione a settembre è aumentata, dopo il calo registrato ad agosto. Le turbative lungo le catene di approvvigionamento costituiscono un rischio al rialzo per l’inflazione futura. Tuttavia, sebbene di recente le famiglie abbiano visto aumentare le proprie aspettative di inflazione a breve termine, quelle a più lungo termine finora rimangono saldamente ancorate.

Nel Regno Unito l’economia sta rallentando dopo la forte ripresa del secondo trimestre del 2021.

Nel secondo trimestre del 2021 il PIL del Regno Unito ha segnato un marcato recupero, pari al 5,5 per cento, anche per effetto di un miglioramento del saldo commerciale. Tuttavia, in agosto l’effetto congiunto del diffondersi della variante Delta, della carenza di manodopera e delle più pervasive turbative dal lato dell’offerta ha determinato una moderazione della crescita rispetto al mese precedente (0,4 per cento). Anche le vendite al dettaglio e le indagini sul clima di fiducia presso imprese e consumatori segnalano un rallentamento nel terzo trimestre. Nel Regno Unito l’inflazione sui dodici mesi misurata sull’IPC, obiettivo della Bank of England, è scesa al 3,1 per cento a settembre, mentre l’inflazione di fondo misurata sull’IPC è scesa al 2,9. A settembre il rallentamento dell’inflazione complessiva sui dodici mesi è stato determinato principalmente dal minore contributo fornito dai prezzi di ristoranti e alberghi, solo in parte compensato dall’aumento dei prezzi dei trasporti.

In Giappone sono venute meno le attese di una ripresa più solida fino a quasi la fine dell’anno, in ragione delle difficoltà dovute al perdurare delle strozzature dal lato dell’offerta.

L’impennata dei nuovi contagi all’inizio dell’estate e l’ulteriore estensione dello stato di emergenza hanno inciso negativamente sulla mobilità e sui consumi nel mese di agosto. Per il mese di settembre, poiché il numero dei casi è diminuito costantemente, i consumi dovrebbero registrare una certa ripresa, come indicano gli ultimi dati ricavati dalle indagini. Ci si attende pertanto che per la fine dell’anno l’economia si sia avvicinata a una ripresa più generalizzata. L’inflazione complessiva sui dodici mesi è tornata in territorio positivo a settembre (0,2 per cento), riflettendo in parte il maggiore contributo della componente energetica e l’aumento dei prezzi dei beni alimentari. Tuttavia, a settembre l’inflazione di fondo è scesa lievemente, a -0,8 per cento.

In Cina il PIL ha segnato un rallentamento nel terzo trimestre. L’attività economica è cresciuta dello 0,2 per cento in termini congiunturali (4,9 per cento

sull'anno precedente) nel terzo trimestre, rispetto all'1,2 del precedente. Tale perdita di slancio è riconducibile alla pandemia di COVID-19, alla penuria di energia elettrica e al rallentamento del settore immobiliare. Gli indicatori mensili relativi al mese di settembre segnalano una graduale ripresa delle vendite al dettaglio a partire da luglio. Per contro, la produzione industriale e gli investimenti hanno continuato a indebolirsi. Le crescenti incertezze relative all'attività nel settore immobiliare e ai vincoli energetici incrementano i rischi al ribasso per le prospettive di crescita nel breve periodo. A settembre l'inflazione misurata sull'IPC è scesa allo 0,7 per cento sul periodo corrispondente, a indicare un andamento contenuto dell'inflazione, dovuto in larga misura agli effetti base e alla deflazione dei prezzi dei beni alimentari in atto, in un contesto di normalizzazione dei prezzi della carne suina. Per contro, l'inflazione rilevata dall'indice dei prezzi alla produzione (IPP) è salita al 10,7 per cento rispetto all'anno precedente, il tasso di incremento più elevato da circa 25 anni, principalmente per effetto dei forti rincari nell'industria del carbone e in altri settori industriali ad alto consumo di energia.

2 Andamenti finanziari

In un contesto in cui le crescenti pressioni inflazionistiche hanno dominato i mercati finanziari, la pendenza della curva a termine del tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si è accentuata in misura significativa nel periodo in esame, principalmente riflettendo una rivalutazione della prospettiva da parte degli operatori di mercato di un rialzo dei tassi di riferimento più veloce del previsto. Analogamente, i tassi nominali privi di rischio a più lungo termine, insieme ai rendimenti dei titoli di Stato, hanno registrato un incremento sulla scorta di un marcato aumento della compensazione dell'inflazione. I corsi azionari delle società non finanziarie e i differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame, mentre i prezzi delle azioni bancarie sono aumentati. L'euro si è indebolito su base ponderata per l'interscambio.

Nel periodo in esame (dal 9 settembre al 27 ottobre 2021) il tasso di riferimento €STR e l'Eonia (Euro overnight index average) si sono collocati in media a -57 e -49 punti base rispettivamente¹. La liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 20 miliardi di euro, raggiungendo circa 4.424 miliardi, soprattutto per effetto degli acquisti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché del ricorso a 97,57 miliardi erogati nell'ambito della nona operazione della terza serie delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). Tuttavia, l'aumento della liquidità in eccesso è stato considerevolmente ridotto per effetto di 79,24 miliardi di euro di rimborsi anticipati dei fondi presi in prestito nell'ambito delle precedenti operazioni OMRLT-III e di un calo netto di altre attività per circa 107 miliardi di euro nel periodo in esame.

La pendenza della curva a termine dell'€STR si è accentuata in misura significativa, per via di una rivalutazione della prospettiva da parte degli operatori di mercato di un rialzo dei tassi di riferimento più veloce delle attese, a seguito della crescita delle pressioni inflazionistiche nel breve periodo.

Sulla base delle informazioni desunte dalla curva a termine l'€STR si manterrà sul livello attuale (-57 punti base) fino a giugno 2022 per poi aumentare e raggiungere 26 punti base alla fine del 2027. A seguito di un marcato incremento delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, la data in cui si prevede che l'€STR superi di 10 punti base il suo livello attuale, come mostrato dalla curva a termine, è stata anticipata dall'inizio del 2024 alla fine del 2022, oltre un anno prima rispetto a quella prevista all'inizio del periodo in esame.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno sostanzialmente rispecchiato l'andamento dei tassi nominali privi di rischio (cfr. il grafico 3).

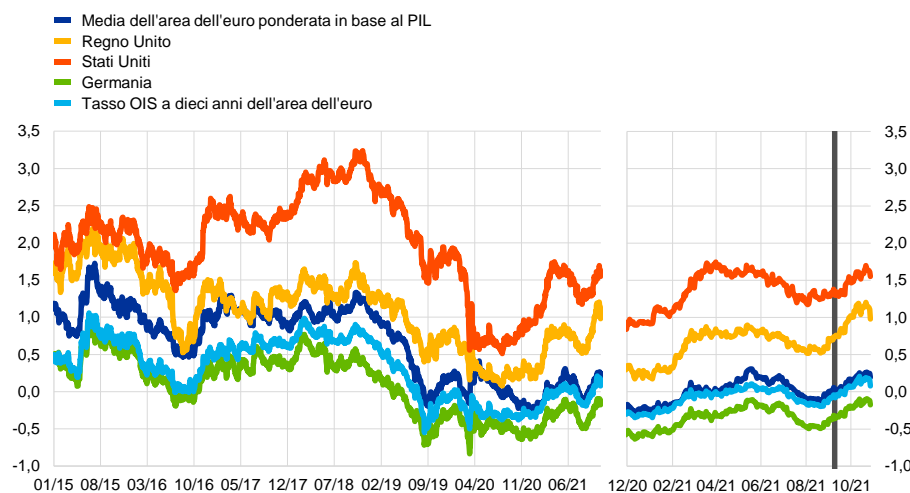
Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi e dell'area dell'euro ponderati per il PIL sono aumentati di 19 e 20 punti base, portandosi rispettivamente al -0,18 e 0,20 per cento, mentre in Spagna e Portogallo i rendimenti

¹ La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; il tasso da allora 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. L'Eonia verrà dismesso il 3 gennaio 2022.

dei titoli di Stato decennali sono aumentati rispettivamente di 16 e 18 punti base. Tali incrementi hanno sostanzialmente rispecchiato l'andamento dei tassi di interesse a lungo termine privi di rischio, con un aumento di 16 punti base del tasso OIS (overnight index swap) nominale a dieci anni, allo 0,08 per cento. Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni sono aumentati di 25 punti base, all'1,55 per cento, mentre quelli dei titoli di Stato decennali del Regno Unito sono saliti di 24 punti base, allo 0,98 per cento. L'incremento lievemente inferiore dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e al Regno Unito può essere attribuito alla rivalutazione da parte degli operatori di mercato della prospettiva di una normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti e nel Regno Unito più veloce rispetto all'area dell'euro. I mercati obbligazionari dell'area hanno assorbito senza difficoltà l'emissione in asta, andata a buon fine, della prima obbligazione verde nell'ambito del Next Generation EU, la più grande emissione di obbligazioni verdi mai effettuata.

Grafico 3 Rendimenti 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 (9 settembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 27 ottobre 2021.

I differenziali a lungo termine fra i titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi OIS sono aumentati lievemente. Il differenziale sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni è diventato lievemente meno negativo, raggiungendo il -0,25 per cento alla fine del periodo in esame. I differenziali sui titoli a dieci anni francesi e italiani rispetto al corrispondente tasso OIS si sono ampliati di 4 e 6 punti base, rispettivamente allo 0,09 e allo 0,82 per cento. Nel complesso, le variazioni dei differenziali fra i titoli di Stato dei singoli paesi e i tassi privi di rischio sono state contenute, come si evince anche dal valore aggregato dei differenziali sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato per il PIL, ampliatosi di 4 punti base, allo 0,12 per cento. Tale indicatore si mantiene prossimo ai livelli molto bassi osservati all'inizio del periodo in esame e significativamente inferiore a quelli prevalenti prima dell'insorgere della crisi generata dal coronavirus (COVID-19).

Nel periodo di riferimento i corsi azionari delle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre le quotazioni delle azioni bancarie hanno registrato guadagni ingenti. L'impatto negativo dei tassi di sconto più elevati sulle quotazioni azionarie è stato controbilanciato dal rialzo delle aspettative di crescita degli utili sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. I corsi dei titoli non finanziari sono rimasti sostanzialmente invariati, mantenendosi prossimi ai massimi storici. Mentre i più elevati tassi di sconto hanno pesato sulla maggior parte delle quotazioni azionarie, quelle bancarie sono aumentate del 6 per cento nell'area dell'euro e del 12 per cento negli Stati Uniti. Durante la seconda metà di settembre sui mercati internazionali dei capitali hanno inciso i rischi di insolvenza dell'azienda cinese di sviluppo immobiliare Evergrande, come evidenziato da un aumento temporaneo della volatilità dei prezzi. Successivamente si è diffusa la percezione che tale prospettiva fosse stata adeguatamente contenuta dalle autorità cinesi.

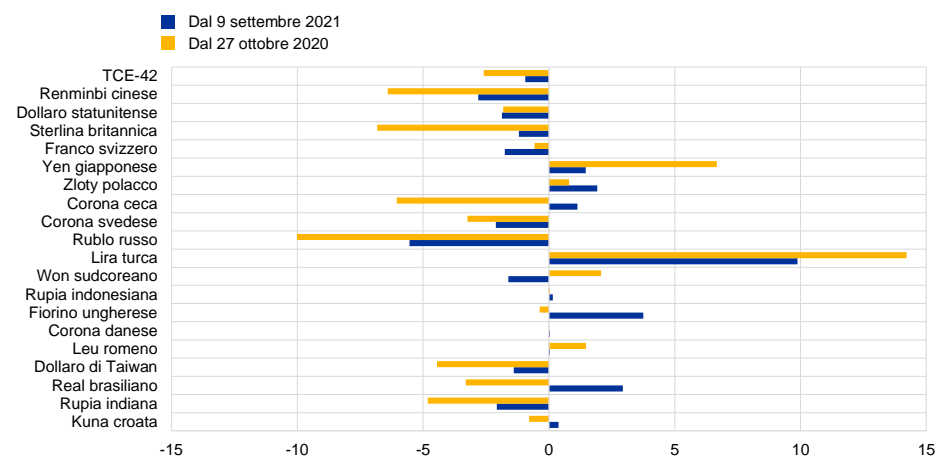
I differenziali sulle obbligazioni delle società sia finanziarie sia non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame, collocandosi al di sotto dei livelli prevalenti prima dell'inizio della pandemia. Alla fine del periodo di riferimento i differenziali (rispetto al tasso privo di rischio) sui rendimenti delle obbligazioni del settore finanziario e non finanziario di tipo investment grade si collocavano rispettivamente a 49 e 39 punti base, su livelli ben inferiori a quelli prevalenti prima dell'inizio della pandemia. Nel complesso gli investitori e le società di rating sembrano rimanere ottimisti riguardo le prospettive di redditività e solidità patrimoniale delle imprese dell'area dell'euro.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 4), riflettendo un indebolimento generalizzato nei confronti di molte delle principali valute. Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area, si è indebolito dello 0,9 per cento. L'euro si è deprezzato dell'1,8 per cento nei confronti del dollaro statunitense, proseguendo la recente tendenza al ribasso e riflettendo le aspettative di mercato di una più rapida normalizzazione della politica monetaria statunitense rispetto all'area dell'euro. Si è altresì indebolito nei confronti di altre valute principali, fra cui il renminbi cinese (del 2,8 per cento), il franco svizzero (dell'1,8 per cento) e la sterlina britannica (dell'1,2 per cento), e si è fortemente deprezzato (del 5,5 per cento) rispetto al rublo russo, che ha evidenziato un vigore generalizzato nel contesto dei recenti rincari dei beni energetici. Nello stesso periodo l'euro si è fortemente apprezzato nei confronti della lira turca (del 9,9 per cento) e del real brasiliano (del 2,9 per cento), che hanno recentemente esibito una volatilità generalizzata. L'euro ha continuato ad apprezzarsi anche nei confronti delle divise di diversi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, tra cui il fiorino ungherese (del 3,8), lo zloty polacco (dell'1,9) e la corona ceca (dell'1,1).

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 27 ottobre 2021.

3 Attività economica

Dopo un'espansione del 2,1 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2021, nel terzo l'attività economica nell'area dell'euro prosegue la sua ripresa. La revoca delle restrizioni legate alla pandemia, gli elevati tassi di vaccinazione e i minori timori di contagio hanno consentito una forte ripresa del mercato dei servizi ad alta intensità di contatti e del turismo nei mesi estivi. Nel contempo, la produzione nel settore manifatturiero ha continuato a essere frenata dalla carenza di materiali, attrezzature e manodopera, nonché dai rincari dei trasporti e dei beni energetici.

La crescita del prodotto dovrebbe mantenersi dinamica nel prossimo futuro, sebbene in rallentamento verso la fine dell'anno. La spesa per consumi, in particolare per i servizi, continua la sua ripresa e il clima di fiducia dei consumatori è solido, anche se l'impatto del rincaro dei corsi petroliferi potrebbe ridurre il potere d'acquisto delle famiglie. Al tempo stesso, il mercato del lavoro continua a migliorare, sostenendo la prospettiva di redditi più elevati e di un aumento della spesa. Inoltre, la ripresa della domanda interna e di quella mondiale sta sostenendo gli investimenti delle imprese, ma i vincoli dal lato dell'offerta continuano a gravare sulla produzione e sul commercio, in particolare nel settore dei beni di investimento.

Per sostenere la ripresa, misure di bilancio mirate e coordinate dovrebbero continuare ad affiancare la politica monetaria. Tale sostegno consentirà inoltre all'economia di adeguarsi ai cambiamenti strutturali in atto. Un'attuazione efficace del programma Next Generation EU e del pacchetto "Pronti per il 55%" contribuirà a una ripresa più forte, più verde e più equa in tutti i paesi dell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive di crescita nell'area dell'euro vengono ritenuti sostanzialmente bilanciati. Tuttavia, le incertezze legate alla pandemia restano elevate. Il ritmo della ripresa potrebbe essere rallentato dai rischi al ribasso connessi alle strozzature dal lato dell'offerta e all'aumento dei prezzi dei beni energetici. Tuttavia, un calo del risparmio da parte dei consumatori superiore alle attese potrebbe portare a un'espansione più vigorosa di quanto attualmente previsto.

Dopo due trimestri di calo del prodotto, il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha segnato una ripresa nel secondo trimestre del 2021 e si stima un suo ulteriore rafforzamento nel terzo². Nel secondo trimestre l'attività economica ha recuperato e il PIL è aumentato del 2,1 per cento sul trimestre precedente. Tale risultato ha più che compensato la flessione cumulata dello 0,7 per cento registrata nei due trimestri precedenti. Tuttavia, il PIL era ancora inferiore del 2,7 per cento rispetto al picco precedente la crisi, osservato alla fine del 2019 (cfr. il grafico 5). La scomposizione della spesa mostra che la domanda interna ha fornito il principale contributo alla crescita, insieme a un modesto contributo positivo dell'interscambio netto. Al tempo stesso, le variazioni delle scorte hanno contribuito negativamente alla crescita nel secondo trimestre, dopo due trimestri di forti

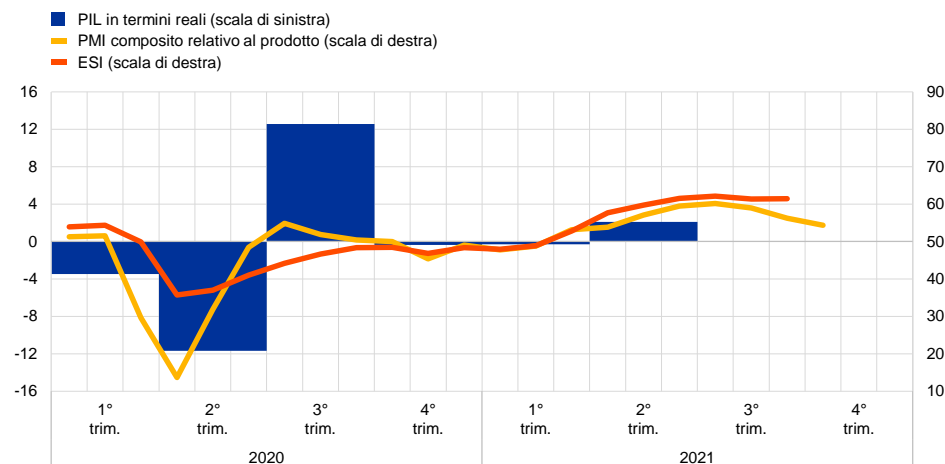
² Secondo la stima rapida dell'Eurostat pubblicata dopo la riunione del Consiglio direttivo del 28 ottobre, il PIL in termini reali è aumentato del 2,2 per cento nel terzo trimestre. Tale stima è sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche di settembre 2021 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro.

contributi positivi. L'aumento dell'attività nel secondo trimestre ha interessato in generale tutti i paesi.

Grafico 5

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; le barre mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico della Commissione europea (ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021 per il PIL in termini reali, a settembre 2021 per l'ESI e a ottobre 2021 per il PMI.

La combinazione di dati quantitativi, risultati delle indagini e indicatori ad alta frequenza segnala una prosecuzione della robusta crescita del PIL nel terzo trimestre di quest'anno, seguita da una moderazione nel quarto.

Tale risultato rifletterebbe l'aumento dei tassi di vaccinazione e il calo dei tassi di contagio nel terzo trimestre che hanno consentito l'allentamento osservato nelle misure di contenimento. È probabile che la crescita nel terzo trimestre sia stata trainata principalmente dal settore dei servizi, in quanto parte del settore manifatturiero ha continuato a risentire di strozzature dal lato dell'offerta. Tali strozzature, insieme alla carenza di manodopera, potrebbero verosimilmente frenare la crescita del prodotto verso la fine dell'anno, mentre l'effetto di compensazione da parte del settore dei servizi potrebbe essere meno pronunciato dato che il quarto trimestre è un periodo tipicamente meno intenso per il turismo. Il riquadro 5 fornisce un'analisi più approfondita del ruolo dei servizi ad alta intensità di contatti nella ripresa. Le società operanti nel settore non finanziario in generale confermano questo andamento complessivo nelle prospettive a breve termine (cfr. il riquadro 2).

I dati mensili più recenti mostrano che ad agosto la produzione industriale è diminuita dell'1,6 per cento sul mese precedente, dopo un incremento di analoga entità a luglio. Il più recente indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è salito a 58,4 nel terzo trimestre del 2021, da 56,8 nel secondo, riflettendo il calo della produzione manifatturiera (a 58,6) e la crescente attività nei servizi (a 58,4). Tuttavia a ottobre, il PMI è diminuito ulteriormente, raggiungendo 54,3 per effetto degli andamenti sia dell'attività nei servizi sia della produzione manifatturiera. Le strozzature nell'offerta del settore manifatturiero rilevate dall'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei

fornitori si sono intensificate a ottobre. Nello stesso mese si è registrato un massimo storico per gli acquisti di beni manifatturieri, a indicare un ulteriore accumulo di scorte per far fronte a potenziali carenze di offerta. Anche l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha registrato un aumento tra il secondo e il terzo trimestre, mantenendosi ben al di sopra del livello precedente la pandemia, osservato a febbraio dello scorso anno. Tale aumento ha interessato l'insieme delle componenti, risultando più pronunciato nel settore dei servizi. Nel contempo, nel terzo trimestre gli indicatori ad alta frequenza relativi ai consumi si sono stabilizzati su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia, segnalando una maggiore domanda di servizi (ad esempio, le attività ricreative, i ristoranti e gli alberghi) rispetto ai beni (ad esempio, le autovetture).

Ad agosto il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso, ancora supportato dalle misure di integrazione salariale³. Ad agosto il tasso era pari al 7,5 per cento, in diminuzione di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente (cfr. il grafico 6) e superiore di circa 0,1 punti percentuali in confronto al dato di febbraio 2020, precedente la pandemia. Il numero dei lavoratori interessati dalle misure di integrazione salariale è in diminuzione e ha rappresentato circa il 2 per cento della forza lavoro ad agosto. Nel secondo trimestre del 2021 l'occupazione è aumentata dello 0,7 per cento, dopo un calo dello 0,1 per cento nel primo trimestre⁴. Il totale delle ore lavorate è aumentato del 2,3 per cento nel secondo trimestre, dopo una diminuzione dello 0,3 per cento nel primo trimestre del 2021. Tali andamenti recenti riflettono l'impatto dell'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia a seguito delle campagne vaccinali. Tuttavia, il totale delle ore lavorate nel secondo trimestre del 2021 è rimasto inferiore del 4,1 per cento rispetto al livello registrato nel quarto trimestre del 2019. Analogamente, nel secondo trimestre del 2021 la partecipazione alle forze di lavoro era ancora inferiore ai livelli precedenti la crisi di circa 1,4 milioni di persone⁵.

³ Per una panoramica sull'utilizzo delle misure di integrazione salariale sostenute dai governi durante la pandemia, cfr. il grafico 11 dell'articolo [Ore lavorate nell'area dell'euro](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino. Per una valutazione più ampia del mercato del lavoro dell'area dell'euro durante la pandemia, 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.

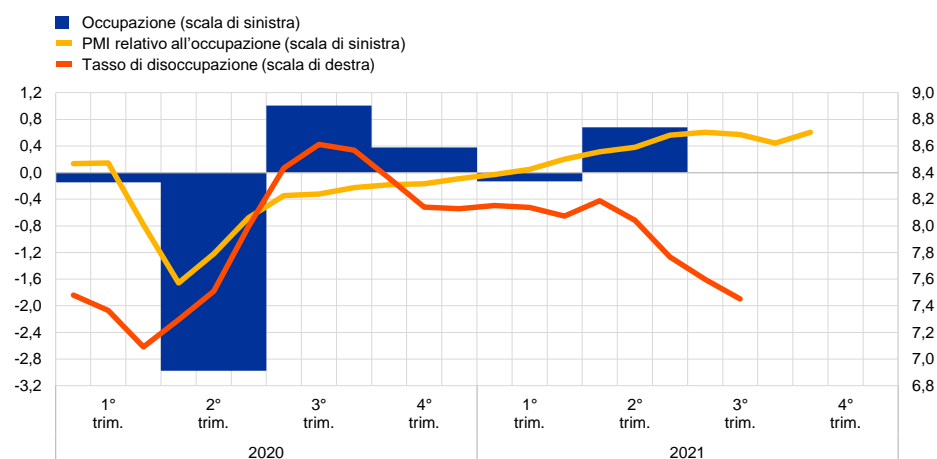
⁴ Cfr. anche il riquadro 4 [L'impatto della pandemia di COVID-19 sulla crescita della produttività del lavoro](#) in questo numero del Bollettino.

⁵ Dati mensili più recenti ma preliminari sulla disoccupazione di luglio e agosto 2021 suggeriscono che il tasso di partecipazione alle forze di lavoro è aumentato nel terzo trimestre del 2021. Cfr. anche il riquadro 3 [Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19](#) in questo numero del Bollettino.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021 per l'occupazione, a ottobre 2021 per il PMI e ad agosto 2021 per il tasso di disoccupazione.

Prosegue il miglioramento degli indicatori a breve termine del mercato

del lavoro. L'indicatore del PMI composito mensile relativo all'occupazione per industria e servizi è salito a 56,1 a ottobre, da 54,4 di settembre, mantenendosi dunque al di sopra del livello soglia, pari a 50, che indica un'espansione dell'occupazione. L'indice PMI relativo all'occupazione ha segnato una ripresa significativa rispetto al minimo storico di aprile 2020 e a ottobre 2021 si è collocato in territorio espansivo per il nono mese consecutivo.

Nel terzo trimestre è proseguita la ripresa della spesa delle famiglie, riflettendo

gli elevati tassi di vaccinazione e i minori timori di contagio. Dopo alcuni valori più deboli, il clima di fiducia dei consumatori è tornato a crescere, raggiungendo -4,0 in settembre (dopo -5,3 ad agosto). A luglio e agosto le vendite al dettaglio si sono attestate in media su un livello superiore dello 0,1 per cento rispetto a quello del secondo trimestre, riflettendo il riequilibrio da beni a servizi. La spesa per le vacanze ha continuato ad aumentare durante l'estate, in linea con il miglioramento del clima di fiducia delle imprese nei settori dei servizi alberghieri e di viaggio. In prospettiva, le famiglie restano fiduciose circa la propria situazione finanziaria nonostante i rincari dell'energia. La misura in cui l'attuale impennata dei prezzi dell'energia potrebbe rallentare la ripresa dei consumi privati dipende dall'eventualità che i rincari siano la conseguenza di un aumento della domanda aggregata o di turbative nell'offerta di energia. L'indagine della Commissione europea presso i consumatori indica che l'attuale aumento dei prezzi al consumo è stato finora determinato in larga misura da una maggiore attività economica, dati gli elevati livelli delle attese delle famiglie riguardo sia l'attività economica sia la propria situazione finanziaria. Ciò è in netto contrasto, ad esempio, con la risposta all'invasione irachena del Kuwait, nel 1990, quando gravi interruzioni dell'offerta di petrolio indussero le famiglie a rivedere immediatamente le proprie aspettative in merito a reddito e attività.

Gli investimenti delle imprese hanno continuato a essere frenati dalle problematiche dal lato dell'offerta nel terzo trimestre.

A luglio e agosto 2021 la produzione di beni di investimento è diminuita in media dell'1,2 per cento rispetto al secondo trimestre. L'indice PMI relativo ai nuovi ordini di beni di investimento è diminuito costantemente nei mesi estivi, pur rimanendo su livelli elevati, in presenza di persistenti strozzature lungo le catene di approvvigionamento. Allo stesso tempo, l'indicatore del clima economico della Commissione europea è prossimo al suo massimo storico e la valutazione degli ordini secondo l'indagine della Commissione presso le imprese è aumentata di recente, segnalando il perdurare di una forte domanda di beni di investimento. Nel complesso, gli indicatori disponibili suggeriscono che la crescita degli investimenti delle imprese è rimasta in territorio positivo nel terzo trimestre. L'andamento delle problematiche dal lato dell'offerta resterà una fonte fondamentale di incertezza per la dinamica degli investimenti nei prossimi trimestri. Dall'inizio del 2021 si è osservata una crescente divergenza tra la produzione di beni di investimento e i tempi di consegna dei fornitori, a sostegno dell'ipotesi secondo cui le turbative dal lato dell'offerta, che hanno provocato un allungamento dei tempi di consegna degli input intermedi, probabilmente ostacolano la produzione di beni di investimento e gli investimenti delle imprese. Poiché ci si attende che vengano risolte soltanto gradualmente, le strozzature dal lato dell'offerta potrebbero continuare a pesare sui futuri investimenti delle imprese.

In un contesto di vivace domanda, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno continuato a risentire delle strozzature dal lato dell'offerta nel terzo trimestre.

Nel secondo trimestre del 2021 gli investimenti in edilizia residenziale avevano già superato di oltre il 2 per cento il livello, precedente la crisi, osservato nell'ultimo trimestre del 2019⁶. Sebbene la solida domanda abbia continuato a sostenere la ripresa, nel terzo trimestre i vincoli dal lato dell'offerta hanno frenato in misura crescente l'attività nel settore delle costruzioni. A luglio e agosto l'attività edilizia è stata, in media, inferiore di circa l'1 per cento rispetto al livello del secondo trimestre. Secondo il PMI relativo al prodotto nel settore delle costruzioni, disponibile fino a settembre, le strozzature dal lato dell'offerta si sono concretizzate in tempi di consegna storicamente lunghi e in elevati prezzi degli input. Inoltre l'indagine della Commissione europea sulle costruzioni, fino a settembre, indica che i principali vincoli alla produzione erano costituiti da carenze di materiali e manodopera, con vincoli solo trascurabili provenienti dalla domanda. L'evoluzione incerta dell'equilibrio tra andamenti sfavorevoli dal lato dell'offerta e andamenti favorevoli dal lato della domanda comporta un'elevata incertezza circa le prospettive a breve termine per gli investimenti in edilizia residenziale. Da un lato, il persistere di strozzature potrebbe determinare ulteriori aumenti dei costi delle costruzioni, indebolendo così la redditività delle imprese, esercitando pressioni al rialzo sui prezzi delle abitazioni e riducendone di conseguenza l'accessibilità per le famiglie. Dall'altro lato, condizioni di finanziamento favorevoli e misure di sostegno al reddito, nonché un ampio risparmio accumulato, potrebbero sostenere ulteriormente la

⁶ Per una valutazione approfondita delle determinanti recenti e delle prospettive a breve termine del mercato delle abitazioni nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *Il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* in questo numero del Bollettino.

domanda, come dimostrano le intenzioni delle famiglie, di acquistare e ristrutturare abitazioni, ben al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia⁷.

La ripresa dell'interscambio dell'area dell'euro prosegue a due velocità: le esportazioni di beni rimangono contenute e le esportazioni di servizi hanno segnato un lieve recupero. Nel secondo trimestre del 2021 il totale delle esportazioni dell'area dell'euro è aumentato del 2,7 per cento sul periodo precedente. Tuttavia, la dinamica dell'esportazione dei beni ha subito un rallentamento alla fine del secondo trimestre e i dati disponibili per luglio e agosto indicano il protrarsi di una dinamica debole dell'interscambio nel terzo trimestre del 2021. I volumi delle esportazioni e delle importazioni dell'area dell'euro sono diminuiti a luglio e il calo è stato generalizzato tra i principali partner commerciali e le categorie di beni. La debolezza può essere attribuita al calo della domanda estera di prodotti dell'area dell'euro, visibile nelle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) e negli indicatori anticipatori basati sugli ordini che hanno subito anch'essi una moderazione. Inoltre, le strozzature connesse al trasporto di merci e agli input hanno continuato a esercitare un effetto frenante nel terzo trimestre, in particolare sull'interscambio di beni dell'area⁸. Anche gli indicatori anticipatori per l'interscambio di servizi hanno mostrato una lieve moderazione nel terzo trimestre del 2021, pur continuando a indicare una certa ripresa trainata dal turismo.

L'economia dell'area dell'euro dovrebbe continuare la sua ripresa, sostenuta dalle politiche monetarie e di bilancio. Al tempo stesso, la pandemia potrebbe produrre variazioni più durature nella domanda in grado di determinare perduranti squilibri tra domanda e offerta nei vari settori. Per sostenere la ripresa, una politica di bilancio ambiziosa, mirata e coordinata dovrebbe continuare ad affiancare la politica monetaria. I risultati dell'ultima indagine presso i previsori professionali ([Survey of Professional Forecasters](#)), condotta a inizio ottobre, mostrano che le previsioni di crescita del PIL sono state riviste al rialzo per il 2021, mentre sono rimaste sostanzialmente invariate per il 2022 e il 2023 rispetto alla precedente edizione dei primi di luglio.

⁷ Tale evidenza è confermata dai dati recenti provenienti dall'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE. Cfr. il riquadro 6 *La ripresa della domanda di immobili residenziali attraverso l'indagine sulle aspettative dei consumatori* in questo numero del Bollettino.

⁸ Cfr. il riquadro 4 *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

4 Prezzi e costi

Secondo la stima finale diffusa dall'Eurostat per settembre, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è ulteriormente aumentata a settembre, raggiungendo il 3,4 per cento dal 3,0 per cento di agosto 2021. Si prevede che l'inflazione continui ad aumentare nel corso dell'anno, e diminuisca nel corso del prossimo, anche se l'attuale fase di rialzo durerà più a lungo di quanto inizialmente atteso. Tale incremento riflette in ampia misura la combinazione di tre fattori. In primo luogo, i prezzi dei beni energetici hanno registrato un brusco aumento e a settembre hanno inciso per circa la metà dell'inflazione complessiva. In secondo luogo, i prezzi stanno aumentando perché la ripresa della domanda legata alla riapertura dell'economia è superiore all'offerta. Questa dinamica è particolarmente evidente nei prezzi dei servizi al consumo e in quelli dei beni maggiormente interessati da carenze di offerta. Infine, gli effetti base legati al venir meno della riduzione dell'IVA in Germania contribuiscono tuttora all'incremento dell'inflazione. L'influenza di questi tre fattori dovrebbe ridimensionarsi nel corso del 2022 oppure non essere più rilevata nel calcolo dell'inflazione sui dodici mesi. Con il proseguire della ripresa, il graduale ritorno dell'economia al pieno utilizzo della capacità produttiva sosterrà la crescita salariale nel corso del tempo. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine basate sui mercati e sulle indagini si sono avvicinate al 2 per cento. Tali fattori sosterranno l'inflazione di fondo e il riavvicinamento dell'inflazione all'obiettivo di medio termine.

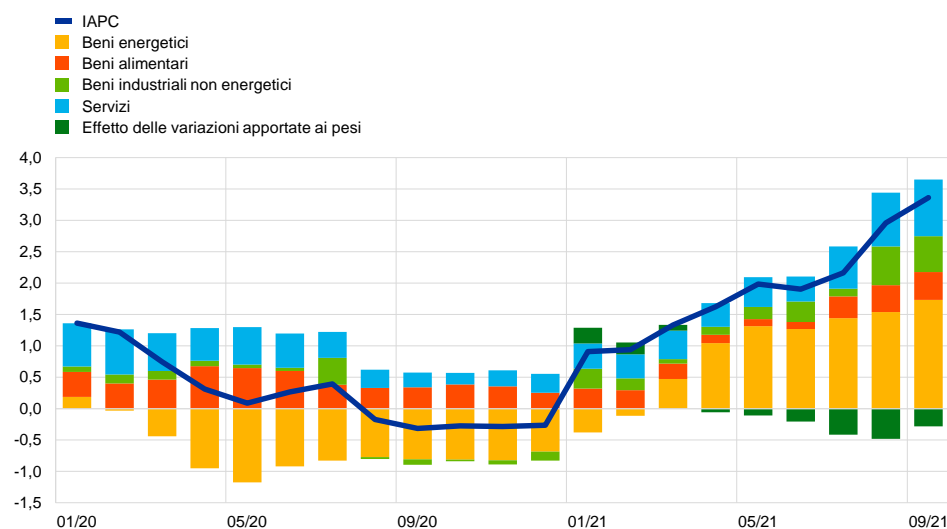
L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è ulteriormente aumentata a settembre, a causa dell'accelerazione dei prezzi dei beni energetici e dei servizi (cfr. il grafico 7). Secondo la stima finale dell'Eurostat, l'aumento dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, che a settembre si attesta al 3,4 per cento, in rialzo rispetto al 3,0 per cento di agosto, riflette principalmente l'incremento registrato dalla componente energetica, pari a un tasso di variazione sui dodici mesi che a settembre è salito al 17,6 per cento, dal 15,4 per cento di agosto. Tuttavia, anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (HICPX) è ulteriormente aumentata, raggiungendo l'1,9 per cento in settembre dall'1,6 per cento di agosto, per effetto dell'incremento dei prezzi dei servizi, che si è attestato all'1,7 per cento in settembre, in rialzo dall'1,1 per cento di agosto. Contestualmente, l'aumento dei prezzi dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) ha subito un rallentamento, collocandosi a settembre al 2,1 per cento, in ribasso dal 2,6 per cento del mese precedente. In settembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari si è mantenuta al 2,0 per cento, mentre si è altresì registrato un calo dell'effetto di attenuazione dell'inflazione esercitato dal cambiamento dei pesi dello IAPC. Utilizzando i pesi dello IAPC del 2020, i risultati di settembre sia per l'inflazione complessiva sia per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari sarebbero stati superiori rispettivamente di 0,3 e 0,2 punti percentuali, a fronte dei valori di agosto, superiori di 0,5 e 0,6 punti percentuali⁹.

⁹ Per un'analisi dettagliata del ruolo delle variazioni dei pesi dello IAPC sulla misurazione dell'inflazione nel 2021, cfr. il riquadro 6 [Pesi dello IAPC per il 2021 e relative implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

Grafico 7

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i contributi delle varie componenti dello IAPC sono calcolati utilizzando i pesi dello IAPC per il 2020. Effetto delle ponderazioni stimato dalla BCE. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021.

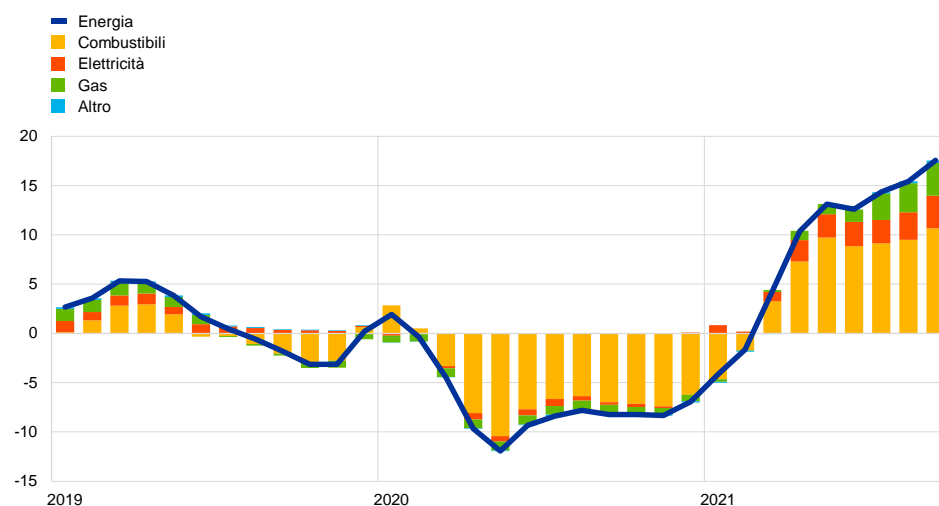
L'impennata delle componenti energetiche dello IAPC, che riflette gli aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche, è generalizzata.

A livello internazionale, i prezzi delle materie prime energetiche hanno subito un brusco calo con l'insorgere della pandemia nel 2020. Successivamente, hanno iniziato a risalire alla fine del 2020 per proseguire nel 2021. Poiché i prezzi sono aumentati rispetto ai livelli contenuti del 2020, tali dinamiche hanno determinato consistenti effetti base al rialzo, che spiegano in larga misura i tassi di crescita sui dodici mesi attualmente elevati. Tuttavia, i prezzi correnti delle materie prime energetiche si sono portati al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia. La componente energetica dello IAPC ha registrato un massimo storico del 17,6 per cento a settembre, dovuto agli aumenti relativi alle componenti legate al gas, all'elettricità e ai combustibili (cfr. il grafico 8). Fino a maggio l'impennata è stata sospinta principalmente da un aumento della componente dei combustibili, di riflesso al recupero dei prezzi del petrolio. Negli ultimi mesi il contributo della componente dei combustibili è rimasto elevato ed è stato accompagnato da aumenti delle componenti di gas e ed elettricità. La misura in cui tali aumenti si traducono in variazioni dei prezzi al consumo varia molto da paese a paese e il loro effetto è spesso ritardato.

Grafico 8

Scomposizione della componente energetica dell'inflazione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "combustibili" si riferisce alla componente dello IAPC "combustibili liquidi e carburanti e lubrificanti per il trasporto privato". La voce "altro" include le voci "combustibili solidi" e "spesa energetica per riscaldamento" della scomposizione COICOP5. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021.

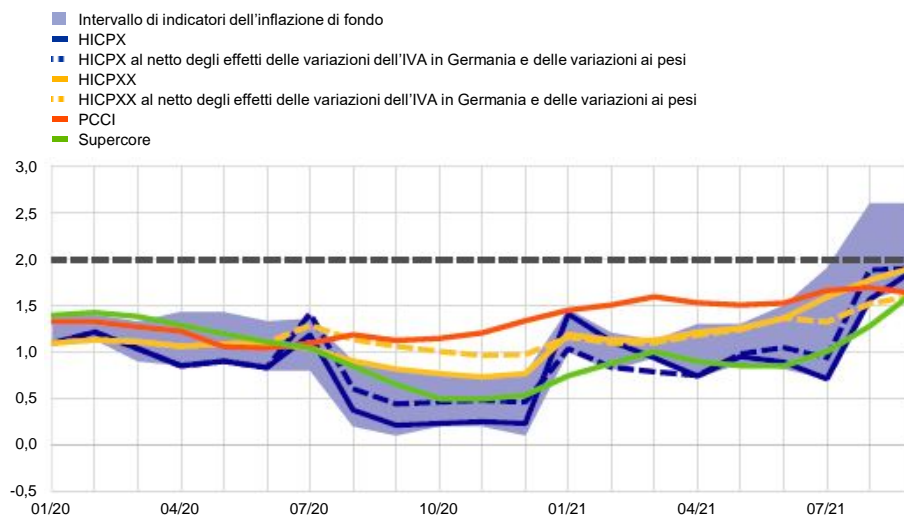
La maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo ha continuato a registrare un incremento (cfr. il grafico 9). Se da un lato la riduzione temporanea dell'IVA in Germania da luglio a dicembre del 2020 continua ad avere un lieve effetto al rialzo sui tassi dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari nella seconda metà del 2021, dall'altro l'impatto delle variazioni dei pesi esercita attualmente un lieve effetto frenante. Tenendo conto di questi effetti straordinari, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari si sarebbe attestata all'1,9 per cento. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è salita all'1,9 per cento in settembre dall'1,8 per cento di agosto. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata su modelli, che risente meno delle variazioni dei pesi e della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, è diminuita in misura marginale dall'1,7 per cento di agosto all'1,6 per cento a settembre. L'indicatore Supercore si colloca all'estremità inferiore dell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo ed è aumentato per il quarto mese consecutivo, salendo all'1,6 per cento in settembre dall'1,3 per cento di agosto. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo rimane al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento¹⁰.

¹⁰ Le medie troncate, che rimuovono circa il 5 o il 15 per cento da ogni coda della distribuzione delle variazioni dei prezzi sui dodici mesi, si collocano al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento poiché includono alcune componenti energetiche che attualmente hanno tassi inflazionistici molto elevati. Per ulteriori informazioni su questi e altri indicatori dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo [Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie troncate del 10 e del 30 per cento e mediana ponderata. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021.

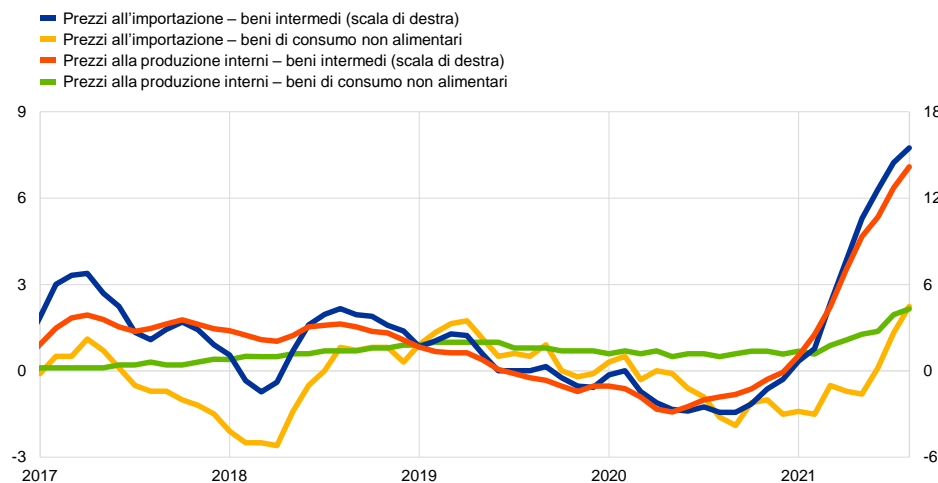
Le spinte inflazionistiche per la componente dei beni industriali non energetici inclusi nello IAPC hanno continuato ad accumularsi in agosto, mostrando di essere più durature di quanto inizialmente previsto (cfr. il grafico 10).

A luglio e ad agosto i prezzi alla produzione nelle varie fasi della catena di formazione dei prezzi hanno continuato ad aumentare rispetto a quanto rilevato a giugno. Nei primi stadi della catena produttiva, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi ha evidenziato un incremento, passando dal 12,7 per cento di luglio al 14,2 per cento in agosto, mentre quello dei prezzi all'importazione è salito dal 14,5 per cento di luglio al 15,5 per cento in agosto. Agli stadi successivi della catena produttiva, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno, una misura significativa delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici, ha continuato ad aumentare gradualmente per il sesto mese consecutivo, salendo dal 2,0 per cento di luglio per raggiungere in agosto un valore storicamente elevato pari al 2,2 per cento. Anche il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione per i beni di consumo non alimentari è salito dall'1,3 per cento di luglio al 2,2 per cento in agosto, riflettendo soprattutto un deprezzamento del tasso di cambio piuttosto che i prezzi di vendita rilevati sui mercati dei partner commerciali. Poiché le pressioni inflazionistiche si manifestano con un certo ritardo sui prezzi dei beni industriali non energetici, si prevedono ulteriori spinte al rialzo nel breve periodo.

Grafico 10

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2021.

Nel complesso le pressioni salariali rimangono contenute. Gli ultimi indicatori disponibili dell'andamento dei salari, quali la crescita del reddito per occupato o la crescita del reddito per ora lavorata, hanno continuato a risentire fortemente delle misure volte ad attenuare gli effetti della pandemia, come le misure di integrazione salariale. Nella primavera del 2020 tali misure hanno fatto diminuire il reddito per occupato e aumentare il reddito per ora lavorata, determinando degli effetti base durante il secondo trimestre del 2021. Pertanto, il reddito per occupato è aumentato dell'8 per cento nel secondo trimestre del 2021, mentre il reddito per ora lavorata è diminuito del 3,9 per cento. Nel 2020 invece l'andamento delle ore lavorate e del trattamento contabile delle erogazioni derivanti dalle misure di integrazione salariale non hanno influito direttamente sull'aumento delle retribuzioni contrattuali, rendendo tale misura un indicatore più affidabile delle pressioni salariali nel corso della pandemia. Nel contempo, i pagamenti una tantum legati alla pandemia hanno recentemente introdotto una certa volatilità in questa misura. Nel complesso, la crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta contenuta nei mesi recenti ed è incerto se gli effetti al rialzo dei recenti aumenti dell'inflazione al consumo si trasmetteranno ai salari¹¹.

Gli indicatori relativi alle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati hanno continuato a salire e il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte di cinque anni ha raggiunto un livello superiore al 2 per cento per la prima volta in sette anni. Gli indicatori relativi alle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati hanno raggiunto nuovi livelli massimi. Nel periodo in esame, il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale ha superato il 2 per cento, un livello che non si

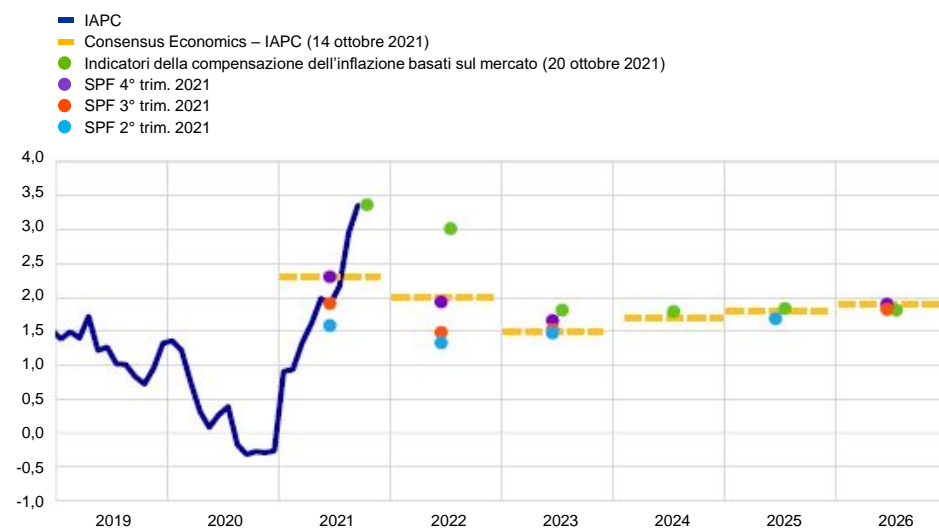
¹¹ Per un'analisi del livello di indicizzazione dei salari all'inflazione nell'area dell'euro e del ruolo che questa potrebbe avere sugli effetti di secondo impatto, cfr. il riquadro 7 in questo numero del Bollettino: *Prevalenza dell'indicizzazione salariale nel settore privato dell'area dell'euro e il suo potenziale ruolo nell'impatto dell'inflazione sui salari.*

osservava da agosto 2014, e il 27 ottobre 2021 si collocava al 2,1 per cento. Sebbene i tassi swap indicizzati all'inflazione siano aumentati su tutte le scadenze, l'incremento è stato più pronunciato per le scadenze a breve e medio termine, in linea con un aumento temporaneo ma più persistente dell'inflazione a breve termine. Rispetto all'inizio del periodo in esame, i mercati hanno previsto un aumento temporaneo più marcato e duraturo della compensazione dell'inflazione a breve termine. La crescita degli indicatori relativi alle aspettative di inflazione ricavati dai mercati, in particolare nel breve periodo, è attribuibile principalmente al perdurare degli squilibri tra domanda e offerta, ossia alle strozzature più persistenti dal lato dell'offerta e all'aumento dei prezzi dell'energia. Nondimeno, i mercati delle opzioni sull'inflazione continuano a segnalare una probabilità neutrale al rischio di valori per il tasso medio di inflazione inferiori al 2 per cento nei prossimi cinque anni del 40 per cento circa, mentre la probabilità che l'inflazione superi il 3 per cento è salita all'11 per cento. Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali ([Survey of Professional Forecasters, SPF](#)) per il quarto trimestre del 2021, le aspettative di inflazione sono state riviste al rialzo su tutti gli orizzonti previsionali (cfr. il grafico 11). Le aspettative di inflazione misurata sullo IAPC si collocano rispettivamente al 2,3 per cento per il 2021, all'1,9 per cento per il 2022 e all'1,7 per cento per il 2023. Rispetto all'indagine precedente, si tratta di un incremento di 0,4 punti percentuali per il 2021 e il 2022 e di 0,2 punti percentuali per il 2023. Gli intervistati hanno attribuito le revisioni al rialzo principalmente ai prezzi più elevati dell'energia e all'impatto delle tensioni lungo le filiere produttive. Riguardo alle prospettive di inflazione a breve termine, molti intervistati hanno dichiarato di attendersi un ulteriore aumento del tasso di inflazione negli ultimi mesi del 2021, mentre continuano a presagire un brusco calo dell'inflazione nel corso del 2022. Le aspettative di inflazione a cinque anni rilevate dall'indagine sono aumentate dall'1,8 all'1,9 per cento, avvicinandosi all'obiettivo del 2 per cento.

Grafico 11

Indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dalle indagini e indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

Note: gli indicatori delle serie di compensazione dell'inflazione ricavati dai tassi di mercato sono basati sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai tassi di mercato le ultime osservazioni si riferiscono al 20 ottobre 2021. L'indagine SPF della BCE relativa al quarto trimestre è stata condotta tra il 1° e l'11 ottobre 2021. L'ultimo aggiornamento di Consensus Economics è del 14 ottobre 2021.

5 Moneta e credito

La creazione di moneta nell'area dell'euro ha continuato a normalizzarsi a settembre 2021, riflettendo il miglioramento della situazione relativa alla pandemia di coronavirus (COVID-19) e le misure di sostegno in vigore. Gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema hanno continuato a essere la principale fonte di creazione di moneta. La crescita dei prestiti al settore privato si è stabilizzata sui livelli antecedenti la pandemia e ha beneficiato di condizioni di finanziamento favorevoli. Inoltre, secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nel terzo trimestre del 2021 i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati e quelli per i mutui per l'acquisto di abitazioni sono diventati in qualche misura più restrittivi, mentre la domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie ha continuato ad aumentare.

A settembre 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita ulteriormente.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito al 7,4 per cento a settembre, dal 7,9 di agosto (cfr. il grafico 12), continuando a risentire degli effetti base negativi connessi all'aumento eccezionale di liquidità osservato tra marzo e settembre del 2020. Il ritmo trimestrale di crescita della moneta si è approssimato alla sua media di più lungo periodo, con le dinamiche di più breve periodo di M3 che hanno continuato a beneficiare del significativo sostegno offerto dalle politiche monetarie, prudenziali e di bilancio. Per quanto riguarda le componenti di M3, la crescita è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. Dopo aver registrato un rallentamento nel secondo trimestre del 2021, rispetto ai tassi di crescita elevati osservati durante il primo anno di pandemia, a settembre la crescita sui dodici mesi di M1 si è mantenuta stabile all'11 per cento, principalmente per la forte crescita dei depositi a vista. Nello stesso mese, nonostante il contributo ancora negativo di altri depositi a breve termine, in particolare per l'andamento dei depositi a termine, gli strumenti negoziabili hanno continuato a fornire un modesto contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, a seguito del basso livello dei tassi di interesse e del comportamento degli investitori, orientato alla ricerca di rendimento.

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

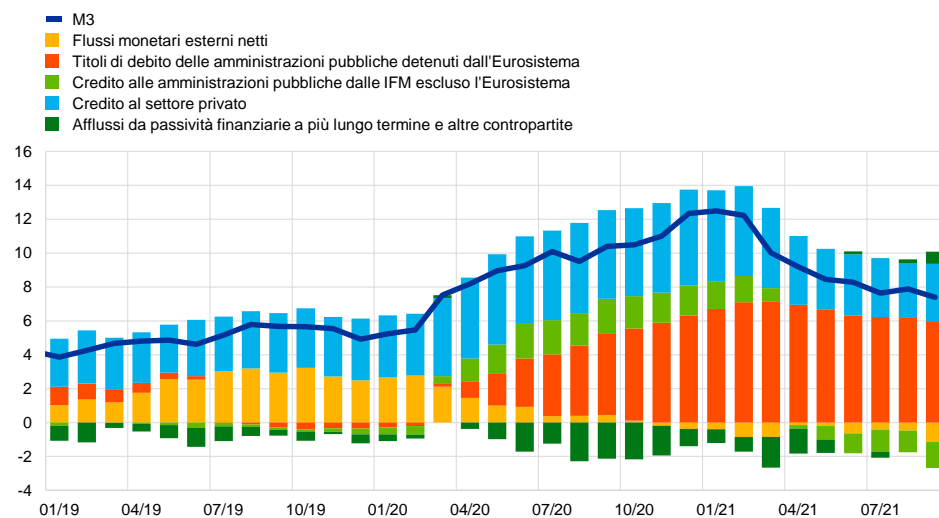
Come nei trimestri precedenti, gli acquisti netti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 12). Un ulteriore apporto alla crescita di M3 è stato fornito dal credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi). Il credito erogato dal settore bancario al settore pubblico ha continuato a fornire un contributo negativo alla creazione di moneta, per effetto delle cessioni di titoli delle amministrazioni pubbliche e della riduzione dell'emissione di titoli di Stato (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi). Anche i flussi monetari esterni netti hanno avuto un lieve impatto negativo sulla creazione di moneta, in concomitanza con un indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro (cfr. l'area gialla degli istogrammi). Tuttavia, le altre contropartite hanno sostenuto la crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi),

perché le condizioni favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine hanno disincentivato il ricorso alle passività a più lungo termine.

Grafico 12

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

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

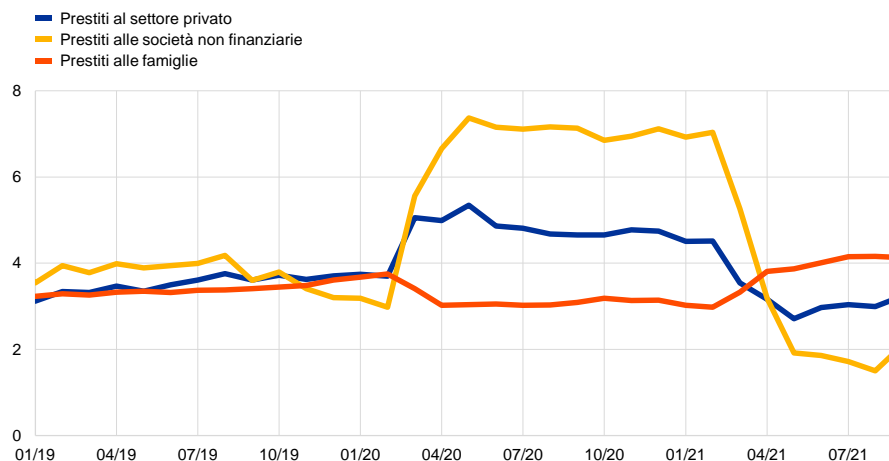
A settembre 2021 la crescita dei prestiti al settore privato è aumentata.

Il credito alle imprese e alle famiglie ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e della ripresa economica in atto. La crescita dei prestiti al settore privato è salita al 3,2 per cento a settembre, dal 3,0 di agosto, riflettendo l'andamento dei prestiti alle imprese, nonché un effetto base positivo (cfr. il grafico 13). A settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è aumentato, raggiungendo il 2,1 per cento, dall'1,5 di agosto, sostenuto da un incremento dei prestiti a più lungo termine. Nonostante tale rialzo, la disponibilità di elevate consistenze di liquidità totali e di altre fonti di finanziamento non bancario potrebbero continuare a rallentare la domanda da parte delle imprese di prestiti concessi dal settore bancario. Nel contempo, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie si è ridotto lievemente a settembre, al 4,1 per cento (cfr. il grafico 13). La crescita dell'indebitamento delle famiglie è stata determinata principalmente da un aumento della dinamica dei mutui ipotecari, a fronte di una crescita ancora debole del credito al consumo. Ciò è ascrivibile al fatto che con la ripresa il ricorso al credito è diminuito, perché le famiglie hanno preferito finanziare i propri consumi con il reddito disponibile e i risparmi accumulati durante la pandemia. Nel complesso, l'andamento dei prestiti presenta notevoli differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro, riflettendo, tra l'altro, l'impatto disomogeneo della pandemia e una ripresa economica eterogenea tra i vari paesi.

Grafico 13

Prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

Secondo l'edizione di ottobre 2021 dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nel terzo trimestre del 2021 i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e ai consumatori sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli per i mutui per l'acquisto di abitazioni sono diventati lievemente più restrittivi (cfr. il grafico 14). Dopo un forte irrigidimento nelle prime fasi

della pandemia, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati per il secondo trimestre consecutivo. Ciò riflette un generale miglioramento dell'economia dell'area dell'euro con la graduale revoca delle misure di contenimento e il perdurare del sostegno offerto dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza. Le banche hanno segnalato che la percezione del rischio e la concorrenza da parte di altre banche hanno avuto un lieve effetto di allentamento netto sui criteri per la concessione del credito, mentre i costi di provvista e i vincoli di bilancio delle banche hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro, grazie ai solidi coefficienti patrimoniali delle banche e ai costi favorevoli della provvista. Per quanto concerne i mutui per l'acquisto di abitazioni, l'irrigidimento dei criteri per la loro concessione è stato connesso alla tolleranza al rischio delle banche, nonché al costo della provvista e ai vincoli di bilancio delle stesse; tali fattori hanno invece avuto un impatto sostanzialmente neutro sul credito al consumo. Per il quarto trimestre del 2021 le banche dell'area dell'euro si attendono un lieve irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e un ulteriore irrigidimento di quelli per i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

L'indagine mostra che nel terzo trimestre del 2021 la domanda di prestiti ha continuato ad aumentare, sebbene in misura maggiore per le famiglie rispetto alle imprese. Tale incremento è da ricondurre a un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori, al livello storicamente basso dei tassi di interesse e alle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Secondo le banche, anche le esigenze di finanziamento delle imprese sia per gli investimenti fissi

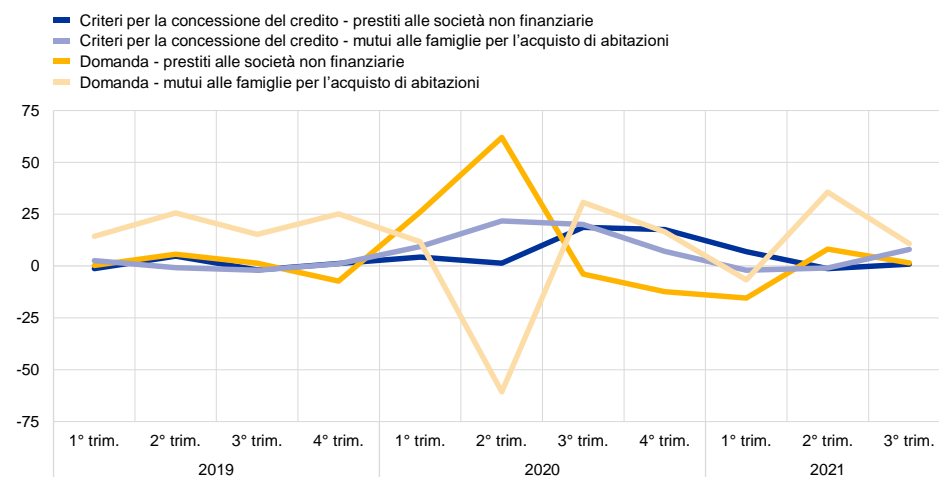
sia per le scorte e il capitale circolante hanno fornito un contributo positivo alla domanda di prestiti. Per il quarto trimestre del 2021 le banche si attendono un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e nessuna variazione della domanda di prestiti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

L'indagine suggerisce altresì che, nel complesso, le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE hanno sostenuto l'attività di intermediazione creditizia delle banche. Sulla base delle indicazioni degli istituti di credito, i programmi di acquisto di attività condotti dalla BCE (PAA e PEPP) e la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) hanno avuto un impatto positivo sulla posizione di liquidità delle banche e sulle condizioni di finanziamento sul mercato. Gli intermediari hanno anche segnalato che, unitamente al valore negativo del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, tali misure hanno contribuito ad allentare i criteri di concessione del credito bancario con conseguenti effetti positivi sui volumi dei prestiti. Allo stesso tempo, le indicazioni delle banche suggeriscono che gli acquisti di attività da parte della BCE e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale hanno avuto un impatto sfavorevole sul loro margine di interesse, mentre un'ampia percentuale di istituti ha segnalato che le operazioni OMRLT-III e il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso hanno avuto effetti positivi sulla loro redditività.

Grafico 14

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

(percentuali nette delle banche segnalanti un irrigidimento dei criteri di concessione del credito o un aumento della domanda di prestiti)



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

Note: per i quesiti dell'indagine sul credito bancario relativi ai criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono calcolate come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole irrigidimento" o "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve allentamento" o "notevole allentamento". Per i quesiti dell'indagine relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" o "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" o "notevole diminuzione". Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

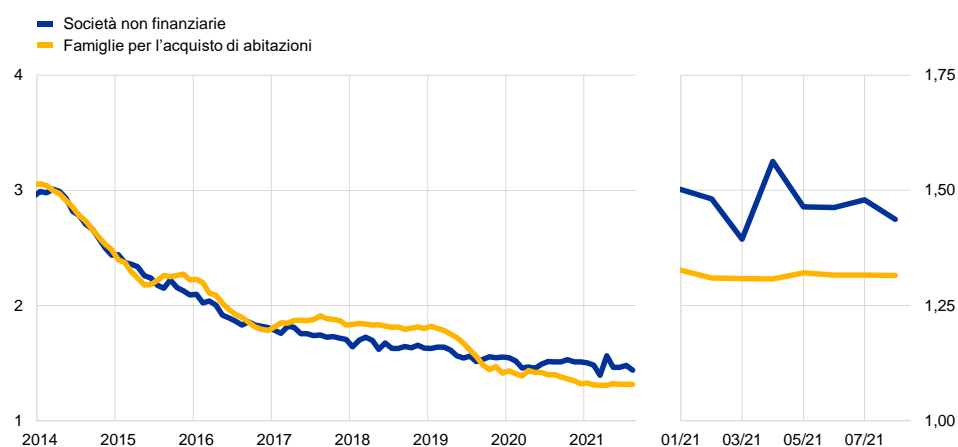
I tassi sui finanziamenti bancari si sono stabilizzati su livelli prossimi ai minimi storici. Ad agosto 2021 il tasso composito sui prestiti bancari alle società non finanziarie è lievemente diminuito, all'1,44 per cento, mentre quello sui mutui

alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente invariato all'1,32 per cento (cfr. il grafico 15). Il calo dei tassi sui prestiti alle imprese è stato generalizzato nei vari paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il differenziale fra i tassi bancari sui prestiti di dimensioni molto esigue e quelli sui prestiti di importo elevato è rimasto stabile su livelli bassi, riflettendo principalmente il calo dei tassi sui prestiti di dimensioni molto esigue. Nonostante permanga notevole incertezza circa gli effetti a più lungo termine della pandemia sull'economia, le politiche di sostegno hanno impedito un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, che avrebbe amplificato l'impatto economico negativo della pandemia nell'area dell'euro.

Grafico 15

Tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

Riquadri

1 Effetti negativi a lungo termine della pandemia di COVID-19 sull'economia mondiale: analisi delle evidenze recenti

a cura di Julia Doleschel e Ana-Simona Manu

La recessione causata dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) ha pesato sul prodotto potenziale in molte economie avanzate ed emergenti, anche se la durezza del suo impatto è un parametro ancora da determinare. In una

prospettiva basata sull'approccio della funzione di produzione, il calo del prodotto potenziale può essere spiegato da: a) un minore contributo dei fattori di produzione (occupazione e capitale); e/oppure b) minori avanzamenti tecnologici (che denotano l'efficienza con cui gli input si combinano tra loro). Sebbene l'impatto economico della pandemia di COVID-19 sia stato contrastato attraverso vigorose risposte di policy, in particolare nelle economie avanzate, il rischio di effetti negativi a lungo termine ancora sussiste. Ci si riferisce, ad esempio, a effetti di isteresi dovuti al fatto che molti lavoratori sono rimasti fuori (almeno temporaneamente) dal mercato del lavoro, con potenziale perdita di competenze e/o rischio di uscita permanente. Anche se le misure di integrazione salariale attuate durante la pandemia hanno preservato l'occupazione e tutelato le imprese produttive ma fragili, esse potrebbero aver in parte ostacolato la riallocazione delle forze di lavoro e la produttività. Il presente riquadro analizza le evidenze di effetti negativi a lungo termine causati dallo shock del COVID-19 e confronta i dati recenti pertinenti nel determinare l'evoluzione del prodotto potenziale con gli andamenti registrati all'indomani della Grande recessione.

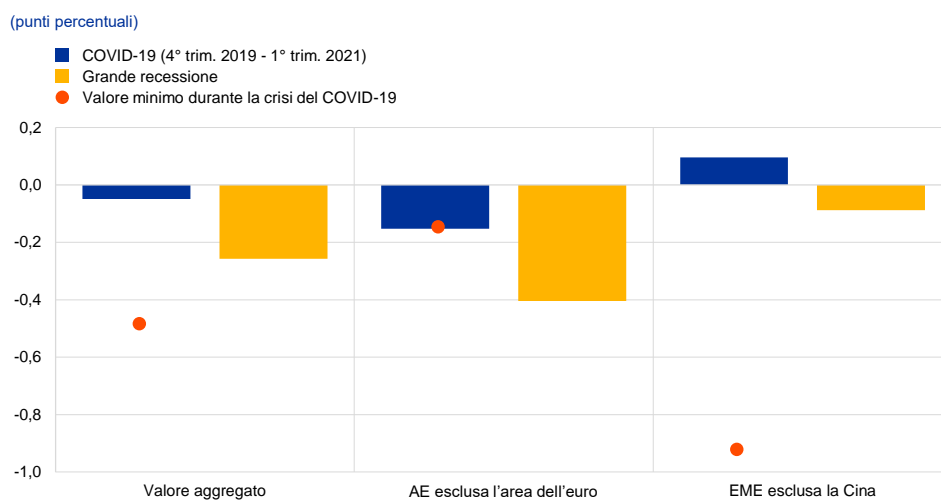
Il calo degli investimenti internazionali dovuto allo shock del COVID-19 è stato di breve durata e ha determinato un minore accumulo di stock di capitale fisico, anche se tale effetto è stato meno pronunciato rispetto a quanto avvenuto durante la Grande recessione. L'impennata dell'incertezza

sulle prospettive economiche e le misure di chiusura (lockdown) hanno determinato una riduzione dei nuovi investimenti. Nei primi due trimestri del 2020 gli investimenti fissi lordi a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) sono scesi del 10 per cento circa rispetto all'ultimo trimestre del 2019. Ciò ha determinato un rallentamento della crescita aggregata dello stock di capitale di 0,5 punti percentuali, che tuttavia è stato ampiamente compensato nei trimestri successivi (cfr. il grafico A).

In confronto, durante la Grande recessione si è registrato un calo complessivo dell'accumulo di capitale a livello mondiale molto più marcato, anche se più lento.

Grafico A

Variazione cumulata dell'aumento di capitale



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: gli istogrammi blu si riferiscono alla variazione tra il quarto trimestre del 2019 e il primo del 2021, mentre i punti rossi rappresentano la variazione tra il quarto trimestre del 2019 e il minimo toccato nel secondo trimestre del 2020. Gli istogrammi gialli si riferiscono alla variazione tra la media del periodo 2005-2007 e quella del periodo 2008-2010. Le economie avanzate (advanced economies, AE) comprendono Canada, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Le economie emergenti (emerging market economies, EME) comprendono Brasile, India, Messico, Russia, Turchia e Corea del Sud.

Per contro, la contrazione delle ore lavorate durante la pandemia è stata molto più marcata rispetto a quanto avvenuto durante la Grande recessione, a causa di più ingenti perdite di posti di lavoro e della riduzione delle ore lavorative per occupato. I lockdown diffusi hanno impedito alle persone di lavorare a causa della cessazione o riduzione di attività delle imprese, mentre le chiusure delle scuole hanno accresciuto la necessità di provvedere in casa alla cura dei bambini. Nel 2020 le ore di lavoro in termini aggregati si sono ridotte dell'8 per cento rispetto al 2019, all'incirca due volte e mezzo più che durante la Grande recessione. Ciò è stato dovuto a un calo di medesima portata dell'occupazione e del numero di ore lavorate per occupato¹. Il deterioramento del mercato del lavoro è stato generalizzato nei vari paesi, anche se lievemente più marcato nelle economie emergenti. In confronto, durante la Grande recessione la riduzione del totale delle ore lavorate è stata determinata principalmente dalla perdita di posti di lavoro ed è stata più marcata nelle economie avanzate (cfr. il grafico B). Con il consolidarsi della ripresa, i lavoratori disoccupati e quelli collegati in misura marginale² vengono in parte riassorbiti nella percentuale degli occupati, come indicano anche il calo del tasso di disoccupazione e l'aumento del tasso di partecipazione (cfr. il grafico C).

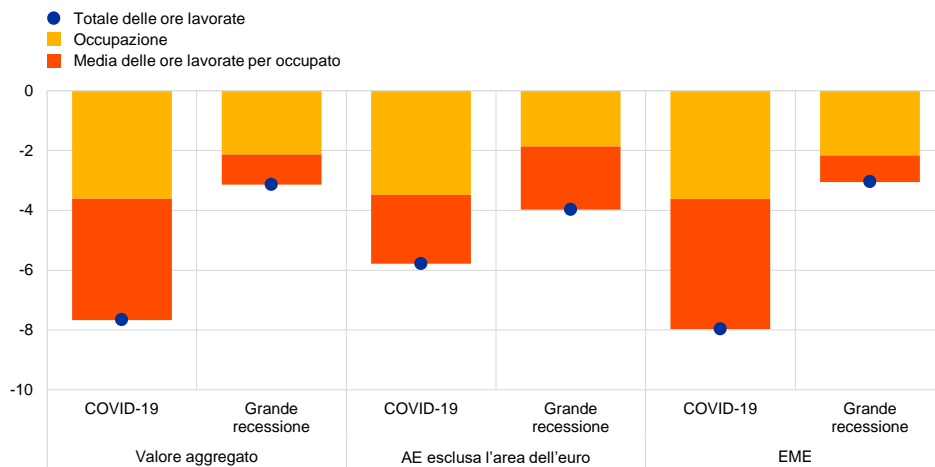
¹ Al fine di isolare le variazioni delle ore lavorate dagli andamenti demografici, l'indicatore utilizzato in via preferenziale è il totale delle ore lavorate nel corso dell'anno, diviso per la popolazione in età lavorativa. Per le economie emergenti, questo valore aveva già intrapreso un andamento discendente prima della Grande recessione, a indicare una più marcata riduzione delle ore di lavoro nel periodo di riferimento riportato nel grafico relativo alla Grande recessione rispetto al calo verificatosi soltanto tra il 2009 e il 2008.

² Il [Bureau of Labor Statistics](#) statunitense definisce i lavoratori collegati in misura marginale come persone che, pur non appartenendo alle forze di lavoro, desiderano lavorare e sono disponibili a farlo, e hanno cercato un impiego nei dodici mesi precedenti. Non vengono annoverati tra i disoccupati perché, per qualunque motivo, non hanno cercato attivamente un'occupazione nelle precedenti quattro settimane. Nel gruppo dei lavoratori collegati in misura marginale sono inclusi anche i lavoratori scoraggiati.

Grafico B

Variazioni del totale delle ore lavorate

(variazioni percentuali; contributi in punti percentuali)



Fonti: The Conference Board, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

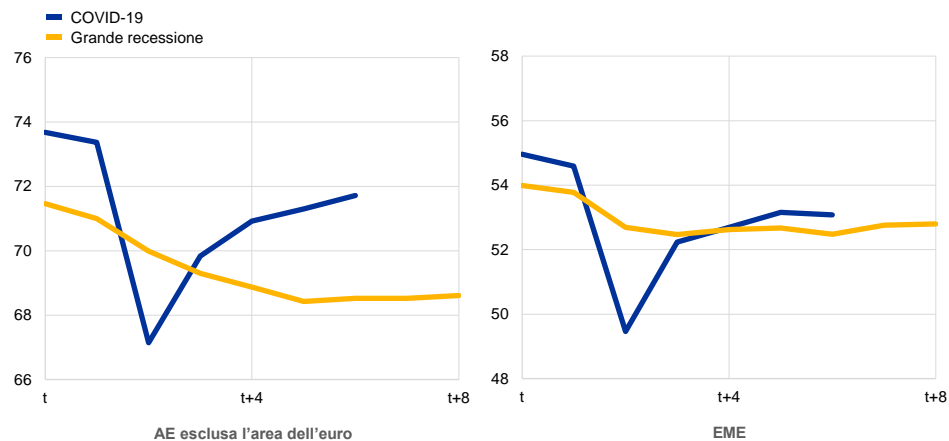
Note: al fine di isolare le variazioni delle ore lavorate dagli andamenti demografici, l'indicatore utilizzato è il totale delle ore lavorate nel corso dell'anno, diviso per la popolazione in età lavorativa. COVID-19 si riferisce alla variazione tra il 2019 e il 2020, mentre la Grande recessione fa riferimento alla variazione intervenuta tra la media relativa al periodo 2005-2007 e la media relativa al periodo 2008-2010. Le economie avanzate (AE) includono Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia, Regno Unito e Stati Uniti. Le economie emergenti (EME) includono Brasile, Cina, India, Messico, Russia, Corea del Sud e Turchia.

Grafico C

Andamenti del mercato del lavoro

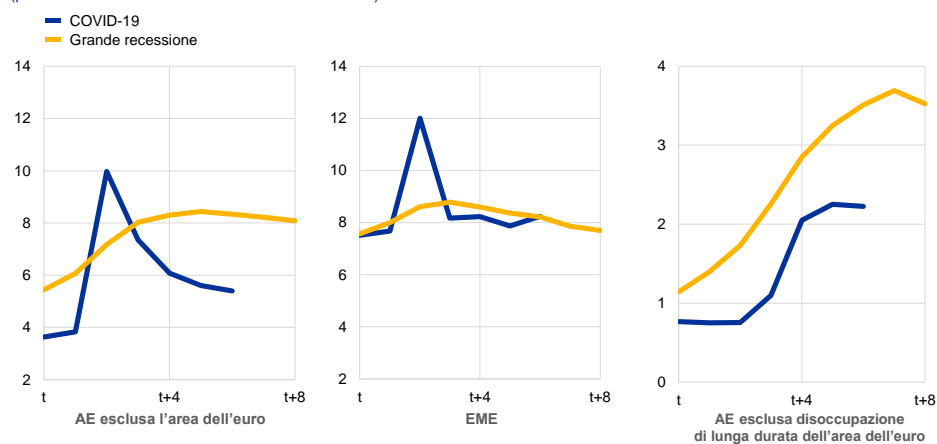
a) Tasso di occupazione

(percentuale della popolazione in età lavorativa)



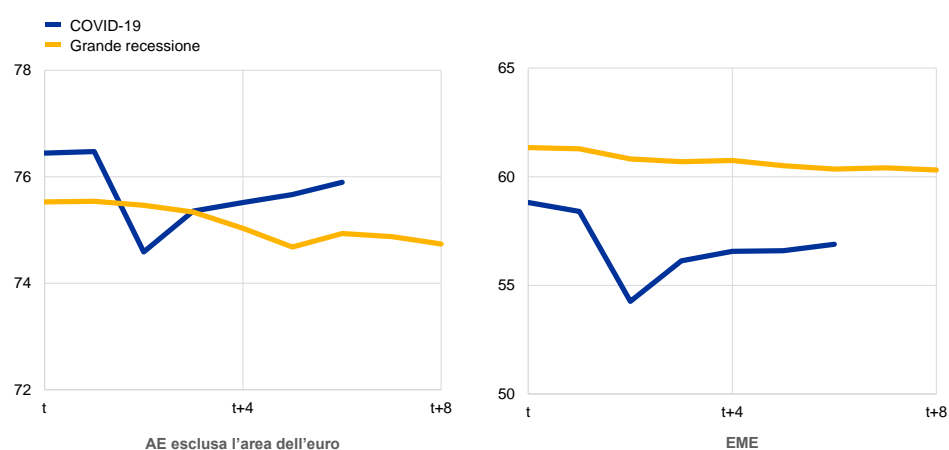
b) Tasso di disoccupazione effettivo e di lunga durata

(percentuale delle forze di lavoro tra i 15 e i 64 anni)



c) Tasso di partecipazione alle forze di lavoro

(percentuale delle forze di lavoro tra i 15 e i 64 anni)



Fonti: dati nazionali, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ed elaborazioni della BCE.

Note: t=4° trim. 2019 per COVID-19 e 3° trim. 2008 per Grande recessione. Il dato aggregato per le economie avanzate (AE) è calcolato come media ponderata tra Australia, Canada, Danimarca, Svizzera, Giappone, Nuova Zelanda, Norvegia, Svezia, Regno Unito e Stati Uniti (Australia, Canada, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti per la disoccupazione di lunga durata). Il valore aggregato per le economie emergenti (EME) include Brasile, India, Messico, Turchia, Russia e Corea del Sud. Si definisce disoccupazione di lunga durata un periodo senza impiego uguale o superiore a 12 mesi (superiore alle 27 settimane per gli Stati Uniti). Nel caso di Brasile e India, i dati si riferiscono al tasso di partecipazione alle forze di lavoro per tutte le età. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021.

La debolezza del mercato del lavoro si traduce in parte in una riduzione dell'occupazione potenziale.

Si ritiene che le persone che hanno aderito ai regimi di prepensionamento o che hanno lasciato il mercato del lavoro per soddisfare esigenze di cura dei bambini (ovvero che sono interessate a lavorare ma non cercano lavoro) riducano il tasso potenziale di partecipazione alle forze di lavoro e quindi l'occupazione potenziale. È probabile che questo effetto sia temporaneo, almeno in parte, e che si protragga fino a quando le scuole non riapriranno completamente, il che solleverà i genitori dalla custodia dei bambini, consentendo loro di rientrare nel mercato del lavoro³. Poiché le madri, in particolare di bambini più piccoli, sono state più inclini ad assumersi le responsabilità della loro cura, è probabile che l'impatto sull'occupazione potenziale sia determinato da un calo della partecipazione femminile alle forze di lavoro. Ove disponibili, i dati suggeriscono che il calo della partecipazione delle madri alle forze di lavoro ha contribuito per circa il 20 per cento al calo della partecipazione totale alle forze in piena età lavorativa⁴. Al tempo stesso, le recessioni possono incentivare le persone a prolungare gli studi o a riprenderli per alcuni anni, un'alternativa preferibile all'essere sottoccupati o disoccupati. Ciò accrescerebbe le pressioni al ribasso sulla partecipazione alle forze di lavoro nel breve periodo, ma aumenterebbe la produttività nel più lungo periodo.

Un danno duraturo per il mercato del lavoro può derivare da effetti di isteresi, nel caso le persone rimangano fuori dal mercato del lavoro per un periodo più lungo, perdano le proprie competenze o entrino a far parte degli scoraggiati.

È probabile che questo fenomeno si concentri nei settori più colpiti (ad esempio quelli ad alta intensità di contatti). Tuttavia, gli investimenti strategici diretti verso settori che hanno evidenziato le strozzature più forti e il fatto che alcuni settori probabilmente si espanderanno a seguito delle nuove opportunità imprenditoriali create dalla recessione (ad esempio il settore chimico, farmaceutico e logistico) potrebbero attenuare tali effetti negativi. La disoccupazione di lunga durata nelle economie avanzate è aumentata di circa 1,5 punti percentuali, in misura inferiore rispetto alla Grande recessione (cfr. il pannello b) del grafico C). Nella misura in cui l'aumento della disoccupazione di lunga durata si traduce in un tasso più elevato di disoccupazione strutturale⁵ e i tassi di partecipazione non recuperano del tutto, è probabile che in futuro il calo del fattore lavoro continui a frenare il prodotto potenziale nel lungo periodo.

Anche la produttività totale dei fattori (PTF) è stata frenata dallo shock causato dal COVID-19, sebbene la sua natura "residua" e la sua ciclicità ereditata richiedano cautela nell'interpretazione. Nel 2020 la crescita tendenziale

³ Cfr., ad esempio, Furman, J., Kearney, M.S. e Powell III, W., "The role of childcare challenges in the US jobs market recovery during the COVID-19 pandemic", *NBER Working Paper*, n. 28934, giugno 2021; Bauer, L., "Mothers are being left behind in the economic recovery from COVID-19", Up Front, Brookings Institution, 6 maggio 2021; Organizzazione internazionale del lavoro, "Fallout of COVID-19: Working moms are being squeezed out of the labour force", 27 novembre 2020.

⁴ Nonostante un livello generalmente più basso dei tassi di partecipazione. Cfr., ad esempio, lo studio di OIL e UN Women, che ha riscontrato che, in base ai dati di 84 paesi, il tasso di partecipazione alle forze di lavoro degli uomini in piena età lavorativa è pari al 95 per cento, mentre le donne in piena età lavorativa hanno un tasso di partecipazione alle forze di lavoro del 52 per cento.

⁵ Misurato dal tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU).

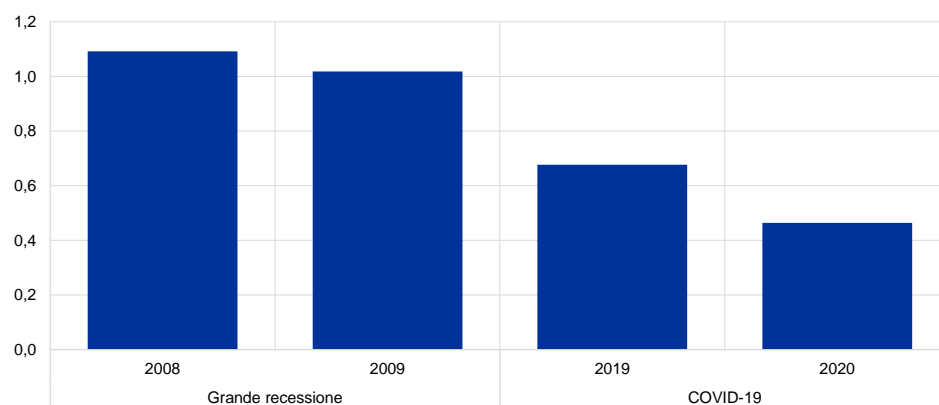
aggregata della PTF è diminuita di 0,2 punti percentuali rispetto al 2019, un calo simile a quello osservato durante la Grande recessione (cfr. il grafico D)⁶.

Nonostante la significativa incertezza legata alla quantificazione di tale variabile non osservata, l'insieme delle argomentazioni economiche suggerisce che la pandemia ha compromesso l'efficienza mondiale della combinazione dei fattori di produzione. Il minor grado di efficienza produttiva potrebbe essere legato a un ingresso meno dinamico di nuove imprese, in un contesto caratterizzato da un'accresciuta incertezza circa il quadro economico e da un'uscita limitata di imprese inefficienti in considerazione del generoso sostegno offerto dalle politiche economiche. Inoltre, le interruzioni delle catene di approvvigionamento determinano in misura crescente una riallocazione delle risorse meno efficiente. Anche gli adeguamenti ai nuovi sistemi di lavoro a distanza comportano costi elevati. L'aspetto positivo è che i progressi compiuti nell'automazione e nella digitalizzazione potrebbero migliorare l'efficienza, ma è probabile che tali effetti impiegheranno più tempo per concretizzarsi appieno.

Grafico D

Crescita tendenziale della produttività totale dei fattori

(valori percentuali)



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: la tendenza mondiale della crescita della PTF è calcolata aggregando i tassi di crescita tendenziale della PTF in nove economie (Brasile, Cina, India, Giappone, Messico, Russia, Corea del Sud, Turchia e Stati Uniti) sulla base del PIL-PPA. I tassi di crescita tendenziale della PTF specifici per paese sono ottenuti utilizzando un metodo standard della funzione di produzione Cobb-Douglas.

Nel complesso, il livello del prodotto potenziale mondiale è diminuito nel corso della pandemia, sebbene in misura minore rispetto alla Grande recessione e principalmente a causa di fattori temporanei. Sebbene gli investimenti fossero in difficoltà, il calo è stato di durata piuttosto breve. Inoltre, la debolezza dei mercati del lavoro ha temporaneamente ridotto l'occupazione potenziale e vi sono indicazioni di un calo nella crescita della PTF. In un'ottica futura, le prospettive per il prodotto potenziale mondiale dipendono dall'adeguamento al panorama economico successivo alla pandemia e, soprattutto, dalla graduale revoca delle politiche economiche di sostegno. L'ampio stimolo della politica monetaria e di bilancio ha contribuito a evitare un'ondata di fallimenti e disoccupazione di massa. Di conseguenza, un ritiro prematuro del sostegno offerto dalle politiche potrebbe comportare dei costi e ostacolare il prodotto potenziale dell'economia (ad esempio

⁶ Per una descrizione degli andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19, cfr. il riquadro 4 di questo numero del Bollettino.

attraverso fallimenti inefficienti⁷ e dismissione di capitale). L'uso di una giusta combinazione di politiche per il mercato del lavoro sarà fondamentale per promuovere una ripresa equa e duratura dalla crisi legata al COVID-19 e aiuterà i lavoratori a evitare un allontanamento permanente dal mercato del lavoro.

⁷ Cfr., ad esempio, *COVID-19 support measures: Extending, amending and ending*, Consiglio per la stabilità finanziaria, 2021.

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

a cura di Gabe de Bondt, Friderike Kuik e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 68 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte principalmente tra il 4 e il 13 ottobre 2021¹.

Nel complesso, tali contatti hanno segnalato una forte crescita dell'attività, ma molti hanno affermato che i vincoli dal lato dell'offerta stavano limitando in misura crescente la loro capacità di soddisfare la domanda. I referenti del

settore manifatturiero hanno descritto una solidità degli ordini e tempi di consegna lunghi, ma le carenze di input hanno reso difficile per la produzione tenere il passo con gli ordinativi. È proseguita la grave carenza di semiconduttori e la diffusione della variante Delta del coronavirus (COVID-19) in Asia ha inciso ulteriormente sulle forniture di microprocessori. Ciò ha determinato un forte calo della produzione nel settore automobilistico e della domanda dei relativi input intermedi. Per contro, i contatti hanno segnalato un aumento della domanda di molti beni di consumo non durevoli e il perdurare di una robusta domanda di beni durevoli da parte delle famiglie, che a loro volta sostengono la domanda di gran parte dei beni intermedi. A fronte di robusti ordinativi, la maggior parte dei contatti ha affermato che l'attività manifatturiera era ostacolata da carenze di materiali e componenti, derivanti anche dalla congestione verificatasi nei porti per le spedizioni via container. Anche l'attività nel settore delle costruzioni è stata ostacolata dalla scarsità di materiali e manodopera, nonostante la domanda, già forte o in rafforzamento, di investimenti nell'edilizia sia residenziale che non residenziale. L'andamento dei servizi al dettaglio e di trasporto ha rispecchiato il perdurare di una robusta domanda di beni manufatti. I referenti degli altri comparti del settore dei servizi hanno segnalato in genere una crescita costante o sostenuta dell'attività. I settori ricettivo-alberghiero, dei viaggi e dei servizi ricreativi hanno segnato una ripresa piuttosto marcata nel corso dell'estate, ma l'attività in tali settori è rimasta nettamente inferiore ai livelli precedenti la pandemia. La domanda di servizi informatici e di telecomunicazione è rimasta solida, mentre i servizi legati a media e pubblicità hanno segnato una ripresa costante dai livelli minimi indotti dalla pandemia.

Per il futuro, la maggior parte dei contatti si è dichiarata ottimista circa le prospettive per l'attività nel quarto trimestre del 2021 e oltre. Secondo i referenti, la solidità degli ordini sarebbe in grado di sostenere la produzione del settore manifatturiero per diversi mesi o trimestri, mentre l'ulteriore allentamento delle restrizioni ai viaggi fornirebbe un ulteriore impulso ai settori dei servizi a essi collegati. Il recente rincaro dei beni energetici ha tuttavia creato ulteriori incertezze riguardo alla produzione nelle industrie ad alta intensità energetica. Inoltre, l'aumento dell'inflazione potrebbe ridurre il reddito disponibile in termini reali e la

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

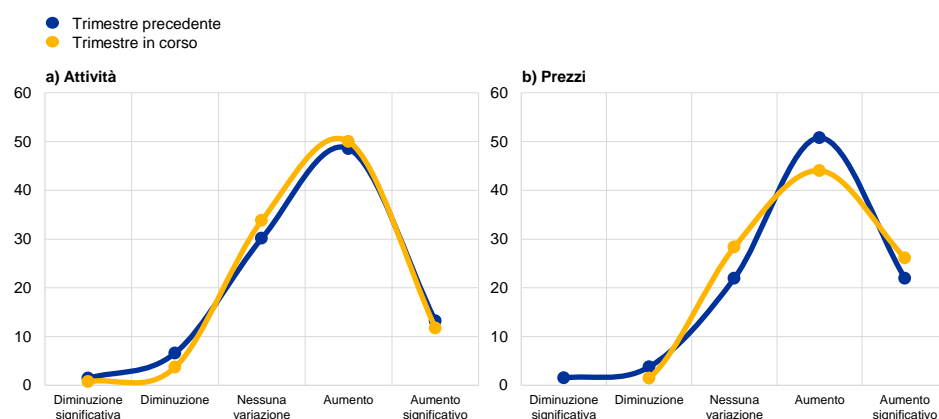
domanda finale dei consumatori. Secondo i soggetti interpellati, le interruzioni delle catene di approvvigionamento si protrarrebbero per diversi mesi prima di attenuarsi gradualmente nel corso del 2022, mentre investimenti più consistenti nella capacità produttiva si potrebbero osservare nel 2023.

I contatti hanno segnalato un aumento dell'occupazione, ma anche una crescente scarsità di manodopera disponibile e un elevato tasso di uscita dal mercato, che hanno determinato numerose posizioni vacanti. Diverse imprese hanno rilevato una scarsità di candidati, che ha colpito pesantemente le aziende che cercavano di assumere o riassumere su vasta scala. Ciò è stato attribuito al trasferimento di lavoratori in altri settori, al ritorno nel proprio paese d'origine (nel caso di lavoratori stranieri) o al riequilibrio tra lavoro e vita privata, fattori che potrebbero persistere in diversa misura. Vi sono state anche determinanti strutturali legate alle preferenze di impiego e all'invecchiamento della popolazione. Anche la domanda inespressa relativa al cambio di occupazione e le minori limitazioni geografiche (dovute al lavoro da casa) hanno comportato tassi di uscita dal mercato più elevati. Non solo si sono acuite alcune annose carenze (quali quelle relative agli ingegneri informatici e ai conducenti di automezzi pesanti), ma si sono anche osservate carenze sempre più numerose in una serie di professioni, sebbene in misura diversa nelle varie aree geografiche.

Grafico A

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

(percentuale di intervistati)



Fonte: BCE.

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

Le società del settore industriale contattate hanno segnalato significativi aumenti dei prezzi di vendita, mentre le dinamiche dei prezzi nel settore dei servizi sono state più moderate. Ciò non si discosta dalla situazione descritta tre mesi prima, quando alcuni prezzi degli input e di vendita stavano già aumentando al ritmo più sostenuto osservato da molti anni. Tuttavia, la persistenza di costi degli input elevati o in aumento, nonché i recenti rincari dei beni energetici, hanno indotto molti contatti a incrementare i valori attesi dei prezzi per il prossimo anno e ad

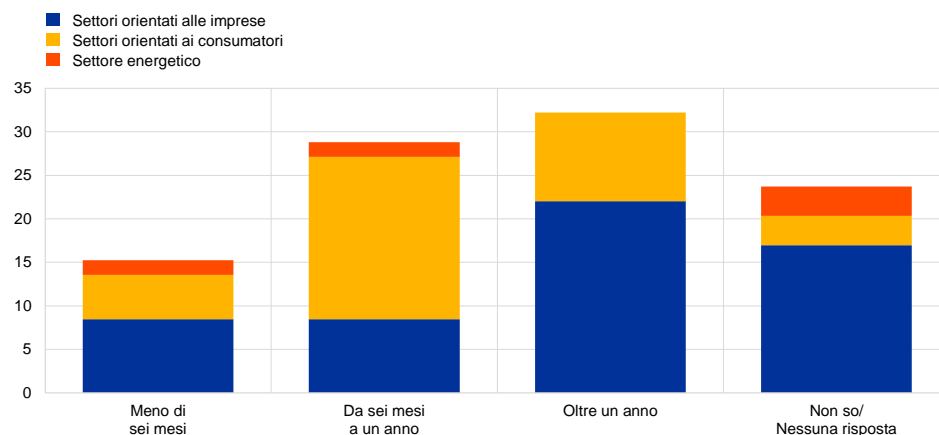
anticipare una maggiore trasmissione ai prezzi al consumo. In particolare, la maggior parte delle società contattate in settori orientati alle imprese ha descritto un contesto favorevole per trasferire i maggiori costi alla clientela, data l'attenzione di quest'ultima ad assicurarsi la continuità dell'offerta, e molte hanno previsto un ulteriore significativo trasferimento ai consumatori. Al tempo stesso, molti contatti nei settori più orientati ai consumatori hanno ritenuto che una forte concorrenza tra i rivenditori al dettaglio e da parte degli esercenti in rete limiterebbe la trasmissione ai prezzi al consumo finali.

Sebbene permanessero aspettative di una diminuzione dei prezzi degli input industriali nel corso del 2022, le società contattate si attendevano una ripresa dell'inflazione salariale. I prezzi di alcune materie prime avevano già raggiunto il livello massimo verso la metà di quest'anno e, mentre quelli di altre erano ancora in aumento, la maggior parte dei contatti continuava ad attendersi che tali prezzi si stabilizzassero o diminuissero nei trimestri a venire. Tuttavia, secondo i referenti la trasmissione delle pressioni inflazionistiche lungo la catena del valore si sarebbe protratta per qualche tempo. In assenza di un'inversione di tendenza, il recente aumento dei prezzi del gas e dell'elettricità accrescerebbe ulteriormente i costi nel prossimo anno con il rinnovo dei contratti. La maggior parte dei contatti ha previsto maggiori incrementi retributivi nelle prossime trattative salariali, rispecchiando sostanzialmente la recente ripresa dei prezzi al consumo. Oltre alle pressioni a sostenere i redditi reali, le trattative salariali rifletterebbero un miglioramento dei profitti delle imprese (in alcuni casi con effetto sulle gratifiche anziché sui salari), un certo grado di convergenza nei casi in cui i salari erano stati contenuti durante la pandemia e condizioni più tese nel mercato del lavoro. Tuttavia, per alcuni contatti la principale preoccupazione non erano gli aumenti salariali negoziati, ma i salari più elevati che dovevano essere offerti per attrarre nuovo personale.

Grafico B

Sintesi delle opinioni sulla persistenza di vincoli dal lato dell'offerta e di pressioni sui prezzi degli input

(percentuale di intervistati)



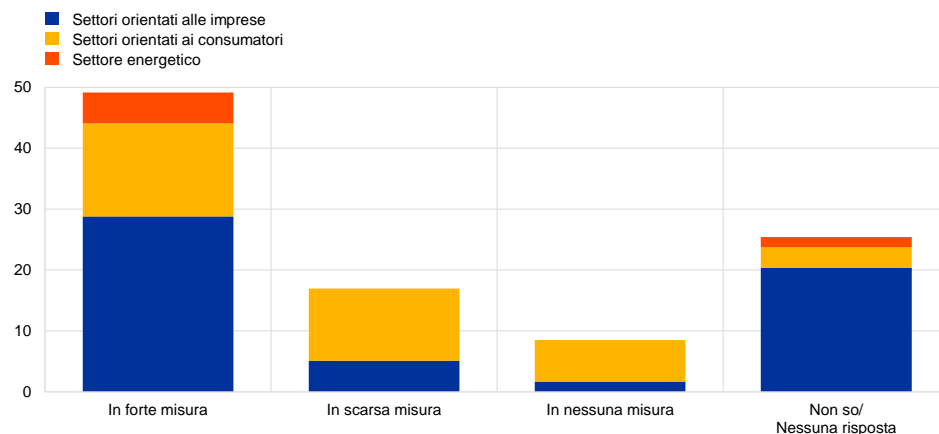
Fonte: BCE.

Note: il grafico illustra l'interpretazione, da parte degli esperti della BCE, delle opinioni delle società contattate circa la probabile durata dei vincoli dal lato dell'offerta e delle pressioni sui prezzi degli input con cui si confrontano attualmente i rispettivi settori, comprese quelle legate alla scarsità di input, ai ritardi nei trasporti, ai costi dei beni energetici e alla carenza di manodopera. Le opinioni sono espresse come percentuale degli intervistati che hanno dichiarato che la propria impresa o il proprio settore erano interessati da vincoli dal lato dell'offerta e/o da pressioni sui prezzi degli input. I settori orientati alle imprese comprendono i beni intermedi e di investimento, le costruzioni, i trasporti e i servizi alle imprese. I settori orientati ai consumatori comprendono i beni di consumo (compresi gli alimentari), il commercio al dettaglio e i servizi ai consumatori.

Grafico C

Sintesi delle opinioni sulla misura in cui le attuali pressioni sui costi si trasmetteranno ai prezzi al consumo

(percentuale di intervistati)



Fonte: BCE.

Note: il grafico illustra l'interpretazione, da parte degli esperti della BCE, delle opinioni delle società contattate circa la misura in cui le eccezionali pressioni sui costi a cui erano esposte si sarebbero trasmesse ai prezzi al consumo. Le opinioni sono espresse come percentuale degli intervistati che hanno dichiarato che la propria impresa o il proprio settore erano interessati da vincoli dal lato dell'offerta e/o da pressioni sui prezzi degli input. I settori orientati alle imprese comprendono i beni intermedi e di investimento, le costruzioni, i trasporti e i servizi alle imprese. I settori orientati ai consumatori comprendono i beni di consumo (compresi gli alimentari), il commercio al dettaglio e i servizi ai consumatori.

3 Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19

a cura di Katalin Bodnár e Derry O'Brien

Il presente riquadro esamina i fattori che hanno contribuito all'evoluzione della partecipazione alle forze di lavoro durante la pandemia e le prospettive a essa relative. Dal punto di vista delle politiche, ciò rappresenta un dato rilevante dal momento che un tasso di partecipazione che si mantiene basso per un periodo prolungato può indicare effetti negativi a lungo termine nel mercato del lavoro, mentre una ripresa protratta può contribuire a risolvere le carenze di manodopera esistenti, contenere le pressioni salariali emergenti e sostenere la ripresa economica nel complesso.

L'offerta di lavoro nell'area dell'euro continua a risentire negativamente della pandemia. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro, uno dei principali indicatori dell'offerta di lavoro, nel secondo trimestre del 2021 è stato pari al 64,3 per cento, in rialzo rispetto al minimo del 62,9 per cento registrato nel secondo trimestre del 2020 (cfr. il grafico A)¹. Tuttavia si collocava ancora al di sotto di 0,6 punti percentuali rispetto al livello precedente la pandemia registrato nel quarto trimestre del 2019, percentuale che si traduceva in circa 1,4 milioni di lavoratori in meno nelle forze di lavoro². Dati più recenti, sebbene ancora preliminari, sulla disoccupazione mensile a luglio e agosto indicano che le forze di lavoro hanno segnato un lieve recupero nel terzo trimestre del 2021.

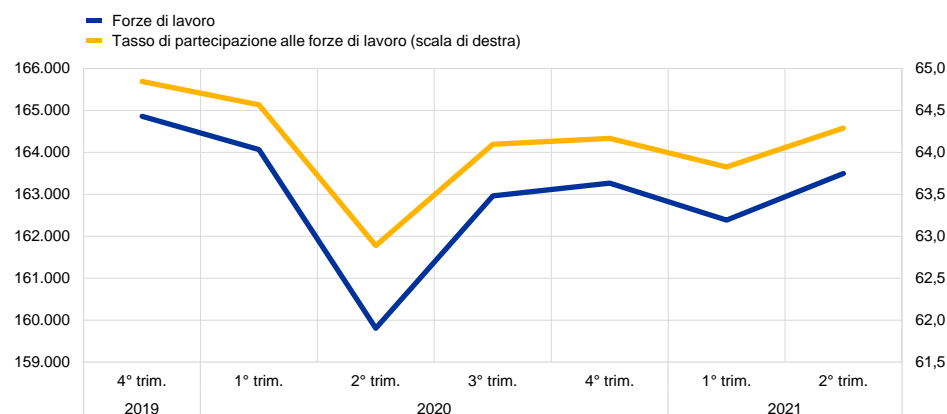
¹ Nel presente riquadro "offerta di lavoro" e "forze di lavoro" sono utilizzati come sinonimi. Le forze di lavoro corrispondono alla somma dei lavoratori (di età compresa tra i 15 e i 74 anni) occupati o disoccupati. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro è calcolato come il rapporto tra le forze di lavoro e la popolazione in età lavorativa (di età compresa tra i 15 e i 74 anni).

² Questi dati vanno interpretati con cautela in quanto potrebbero essere soggetti a più ampie revisioni dovute all'attuazione in corso della direttiva sulle statistiche sociali europee integrate (Integrated European Social Statistics, IESS).

Grafico A

Offerta di lavoro nell'area dell'euro

(migliaia; percentuale della popolazione in età lavorativa)



Fonti: IESS dell'Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

I recenti andamenti delle forze di lavoro hanno evidenziato la tendenza a riflettere, in parte, il rigore delle misure di contenimento. Nell'area dell'euro il totale delle forze di lavoro è sceso bruscamente nel secondo trimestre del 2020 (cfr. il grafico B), principalmente a causa del calo dell'occupazione, dato che il numero dei disoccupati è diminuito solo marginalmente. Tuttavia l'ampio sostegno offerto dalle misure di integrazione salariale ha probabilmente arginato flussi di transizione dall'occupazione all'inattività, impedendo un ben più ampio calo delle forze di lavoro. Il lieve allentamento delle misure di contenimento nel terzo trimestre del 2020 ha fatto registrare una rapida, seppur parziale, ripresa delle forze di lavoro, anche se ciò è stato in parte determinato da un aumento dei disoccupati. Il rigore delle misure di contenimento ha successivamente continuato a riflettersi, in certa misura, negli andamenti delle forze di lavoro, andando a giustificare un ulteriore calo temporaneo del dato sulle forze di lavoro nel primo trimestre del 2021. Questi andamenti delle forze di lavoro sono stati fortemente allineati a movimenti opposti nel numero di lavoratori scoraggiati, ossia quei lavoratori che sono disponibili a lavorare ma non stanno cercando un impiego (ad esempio perché ritengono di non riuscire a trovarne uno) e sono pertanto considerati inattivi. Un allineamento così evidente fra forze di lavoro e lavoratori scoraggiati contrasta con il profilo pre-pandemia e può essere in parte spiegato con la circostanza che la popolazione in età lavorativa è rimasta sostanzialmente invariata durante la pandemia, mentre prima di allora era in aumento. Già prima della pandemia era previsto un rallentamento della crescita della popolazione in età lavorativa a causa dell'invecchiamento della popolazione, poiché le coorti che entrano in età lavorativa sono meno numerose di quelle che ne escono³. L'immigrazione netta nell'area dell'euro avrebbe dovuto controbilanciare questo andamento e mantenere in aumento la popolazione in età lavorativa. Tuttavia, in base alle statistiche sulla popolazione divisa per cittadinanza, nell'area dell'euro la popolazione straniera ha smesso di aumentare dall'inizio della crisi pandemica, mentre in precedenza era in

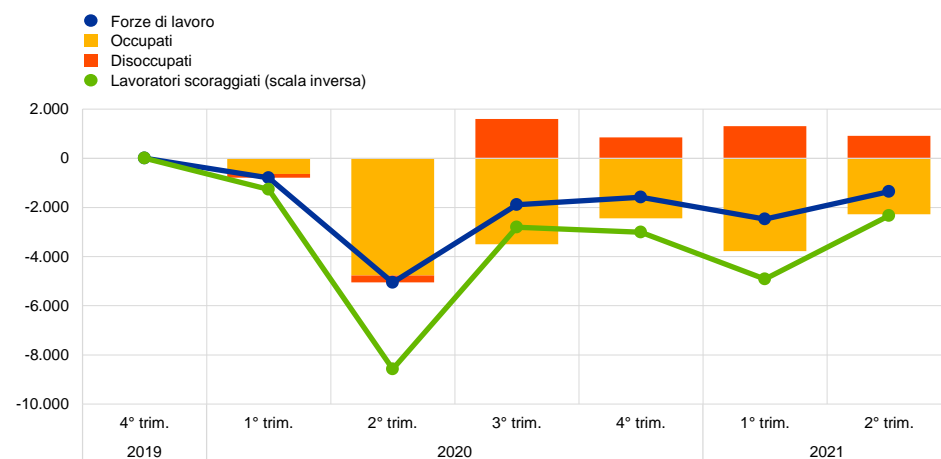
³ Cfr. il riquadro 1, dal titolo "The macroeconomic and fiscal impact of population ageing", in "Evolution of the ECB's analytical framework", *Occasional Paper Series*, n. 277, Banca centrale europea, settembre 2021.

crescita. I limiti di cui risentono le statistiche rendono difficile valutare quale sia stato l'impatto sull'immigrazione, ma vi sono evidenze secondo le quali alcuni lavoratori stranieri sono tornati nei paesi d'origine⁴. Per effetto della moderazione dell'immigrazione netta, la curva della popolazione in età lavorativa negli ultimi trimestri si è appiattita.

Grafico B

Forze di lavoro e lavoratori scoraggiati nell'area dell'euro

(migliaia, variazione cumulata a partire dal quarto trimestre del 2019)



Fonti: IESS dell'Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le serie sono destagionalizzate.

Durante la pandemia, gli andamenti dell'offerta di lavoro nei maggiori paesi dell'area dell'euro sono stati piuttosto eterogenei.

Il numero di lavoratori appartenenti alle forze di lavoro rimane ben al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia in Germania e in Italia, si colloca in prossimità dei livelli pre-pandemia in Francia e in Spagna e registra un livello nettamente più elevato nei Paesi Bassi (cfr. il grafico C). Questa eterogeneità fra i vari paesi, che si riflette anche nei corrispondenti tassi di partecipazione alle forze di lavoro, potrebbe essere riconducibile a diversi fattori. In primo luogo, i vari paesi si trovano in fasi diverse del processo di invecchiamento della popolazione e in alcuni di essi la popolazione in età lavorativa è già in diminuzione (ad esempio, in Germania), mentre in altri è ancora in aumento (ad esempio, in Spagna). In secondo luogo, il tasso di partecipazione alle forze di lavoro varia considerevolmente a seconda dei gruppi demografici, quindi un cambiamento nella struttura della popolazione in età lavorativa può incidere sulle forze di lavoro in termini aggregati. La quota di coorti in età più avanzata è in aumento in tutti i paesi dell'area dell'euro, ma per via delle differenze esistenti fra i livelli delle quote di coorti di lavoratori più anziani (e di altri lavoratori) nella popolazione, l'impatto sulle forze di lavoro di questa tendenza all'aumento è stato piuttosto eterogeneo⁵. Infine, l'impatto della pandemia sui

⁴ Cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino e "International Migration Outlook 2021", OCSE, 2021.

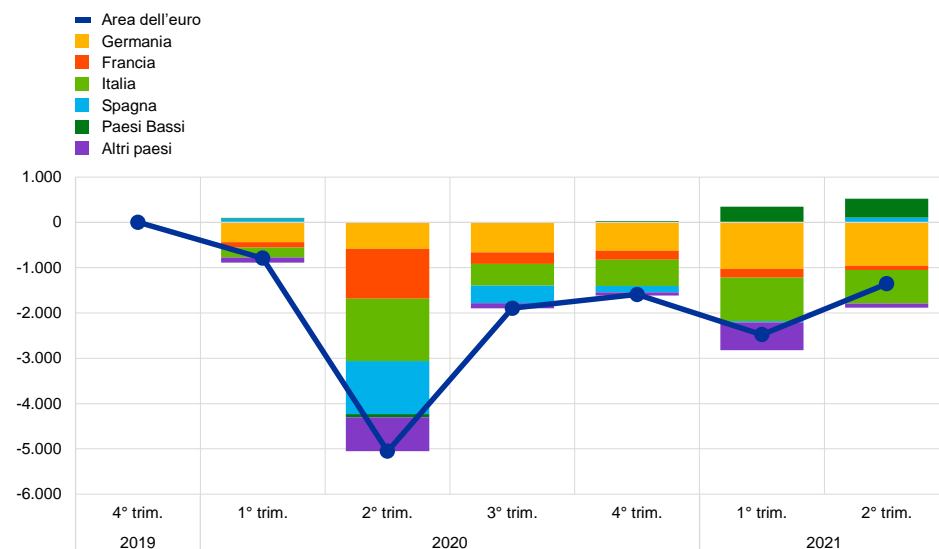
⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione* nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

lavoratori stranieri e, di conseguenza, sull'offerta di lavoro, è stato anch'esso eterogeneo fra i vari paesi.

Grafico C

Forze di lavoro nell'area dell'euro e nei maggiori paesi al suo interno

(migliaia, variazioni cumulate a partire dal quarto trimestre del 2019)



Fonti: IESS dell'Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Comprendere come le determinanti strutturali e cicliche incidano sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei diversi gruppi demografici consente di valutare meglio l'impatto della pandemia e formulare previsioni. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei giovani e degli uomini in piena età lavorativa ha evidenziato la più elevata correlazione con il ciclo economico precedente la pandemia (cfr. il pannello a) del grafico D). Allo stesso tempo, il tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori in età più avanzata e delle donne in piena età lavorativa si è mostrato più indipendente dal ciclo economico. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori con un livello di istruzione medio ha mostrato un forte comovimento con la crescita del PIL, mentre le variazioni dei tassi per i lavoratori con un livello di istruzione superiore e inferiore si sono rivelate meno dipendenti dal ciclo o acicliche. Anche le determinanti strutturali sono state diverse. Il tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata evidenziava una tendenza al rialzo prima della pandemia, per effetto, tra l'altro, del crescente livello di istruzione di tale classe di lavoratori e delle precedenti riforme pensionistiche⁶. Al contempo, anche il tasso di partecipazione delle donne in piena età lavorativa ha evidenziato una tendenza al rialzo, sebbene meno marcata⁷.

Lo shock causato dal coronavirus (COVID-19) ha inciso sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro di alcuni gruppi demografici diversamente da quanto la precedente ciclicità lascerebbe presagire. La valutazione, tuttavia,

⁶ Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

⁷ Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Ore lavorate nell'area dell'euro* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

dipende dallo scenario controfattuale applicato, ossia dall'ipotesi di ciò che sarebbe accaduto in assenza dello shock pandemico. Applicando scenari controfattuali che tengono conto delle tendenze antecedenti la pandemia, il divario del tasso di partecipazione alle forze di lavoro (ossia la differenza fra la partecipazione alle forze di lavoro osservata e lo scenario controfattuale in cui non si considera lo shock dovuto alla pandemia) è più ampio per i lavoratori in età più avanzata e per quelli con livelli di istruzione inferiore e medio, rispettivamente (cfr. il pannello b) del grafico D). L'impatto evidentemente forte dello shock sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro da parte dei lavoratori più anziani non è in linea con i precedenti andamenti ciclici. Ciò si deve alla particolare natura dello shock. La paura del contagio potrebbe essere uno dei fattori alla base dei riscontri sui lavoratori in età più avanzata⁸. Per contro, il tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori più giovani potrebbe aver beneficiato della carenza di manodopera e della minore paura del contagio nei luoghi di lavoro⁹.

⁸ Vi sono evidenze del fatto che, negli Stati Uniti, sono aumentati i pensionamenti anticipati. Cfr., ad esempio, Faria-e-Castro, M., "The COVID Retirement Boom", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Synopses*, numero 25, 2021.

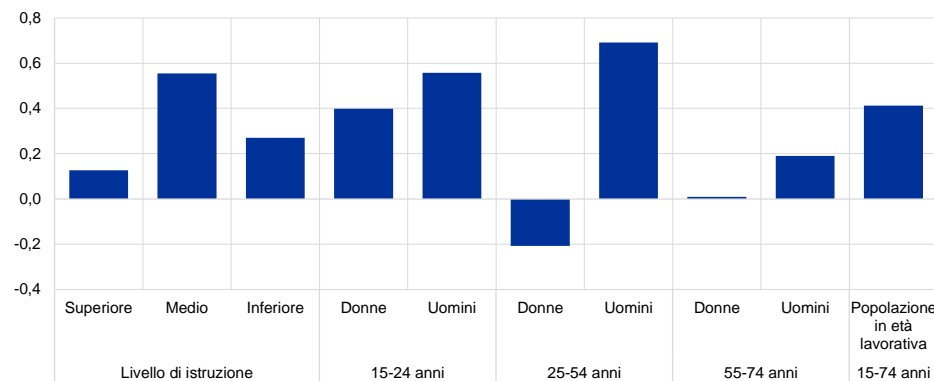
⁹ Anche altri aspetti dell'eterogeneità possono essere rilevanti, tuttavia l'analisi del loro ruolo è soggetta a vincoli di disponibilità dei dati. Uno di questi aspetti è l'impatto della pandemia sull'immigrazione. Gli incrementi registrati nelle forze di lavoro prima della pandemia erano fortemente sostenuti dall'immigrazione in alcuni paesi dell'area dell'euro. Il flusso di immigrazione netto potrebbe aver subito un rallentamento, mentre alcuni flussi migratori potrebbero essersi verificati a seguito dello shock pandemico. I dati, tuttavia, sono caratterizzati da uno sfasamento temporale e da un livello di incertezza superiore alla norma. L'effetto sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro, inoltre, potrebbe essere ambiguo.

Grafico D

Ciclicità del tasso di partecipazione delle diverse fasce di popolazione e gap della partecipazione alle forze di lavoro nel secondo trimestre del 2021

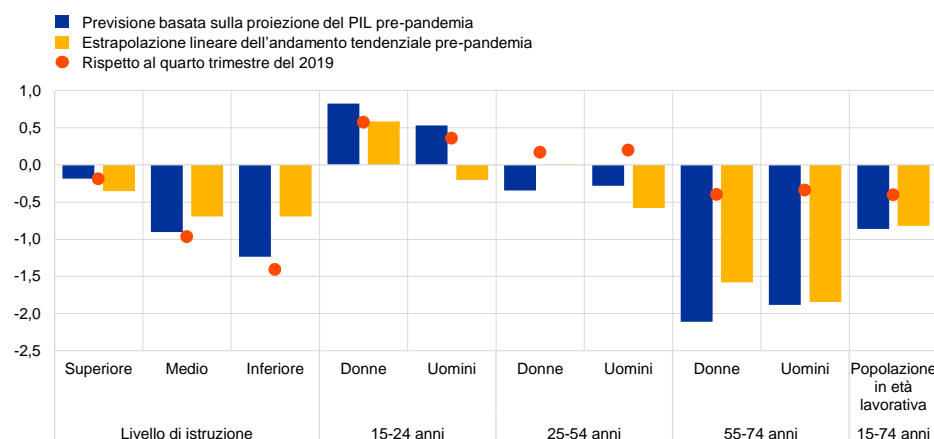
a) Correlazione tra la componente ciclica del tasso di partecipazione alle forze di lavoro e l'output gap tra il primo trimestre del 2000 e il quarto trimestre del 2019¹⁰

(coefficiente di correlazione)



b) Divario tra il tasso di partecipazione alle forze di lavoro e diversi scenari controfattuali

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a) la correlazione è calcolata tra l'output gap e il valore ritardato di un trimestre del tasso di partecipazione alle forze di lavoro dopo l'applicazione del filtro Hodrick-Prescott per il periodo 2005-2019. L'output gap è calcolato utilizzando le stime del prodotto potenziale della Commissione europea. Il filtro Hodrick-Prescott è applicato al tasso di partecipazione alle forze di lavoro per classi di età, trascurando le rilevazioni effettuate durante la pandemia e impiegando, invece, uno scenario controfattuale per gli anni 2020-2021 al fine di ridurre l'incertezza di fine campione e attenuare l'impatto dello shock pandemico sulla tendenza pre-pandemia dovuto alla limitazione delle oscillazioni. Il primo scenario controfattuale nel pannello b) è derivato da regressioni che mettono in relazione la variazione del tasso di partecipazione alle forze di lavoro con la crescita del PIL e i precedenti livelli registrati dal suddetto tasso, nonché dalla previsione del profilo attraverso le proiezioni sul PIL precedenti la pandemia (proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise) di dicembre 2019).

Il ripristino dei livelli del tasso di partecipazione alle forze di lavoro antecedenti la pandemia richiederà del tempo, anche se i lavoratori scoraggiati rientreranno rapidamente. Le precedenti crisi hanno evidenziato una tendenza a gravare sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro per un periodo di tempo prolungato. Dopo aver tenuto conto della tendenza al rialzo del tasso di

partecipazione alle forze di lavoro (cfr. il grafico E), l'attuale gap rispetto agli andamenti pre-crisi risulta più evidente e il suo valore stimato si colloca attorno a -0,75 punti percentuali. Tale stima è caratterizzata da un certo grado di

¹⁰ La correlazione con il tasso di disoccupazione aggregato quale indicatore alternativo del ciclo economico fornisce un quadro molto simile.

incertezza¹¹. Non è ancora chiaro se la pandemia incida sull'andamento tendenziale del tasso di partecipazione alle forze di lavoro e quale sarà l'entità di eventuali effetti negativi a lungo termine. Le stime sopra riportate indicano che le fasce di popolazione che prima della pandemia avevano fornito il maggiore contributo al rialzo tendenziale del tasso di partecipazione alle forze di lavoro in termini aggregati rappresentano anche la principale causa del fatto che il tasso si colloca al di sotto del suo profilo controfattuale. Se tali cambiamenti dovessero persistere, gli incrementi futuri del tasso di partecipazione alle forze di lavoro potrebbero essere più contenuti rispetto a quanto previsto prima della pandemia.

Un graduale recupero del tasso di partecipazione alle forze di lavoro in termini aggregati potrebbe anche essere considerato sostanzialmente coerente con le regolarità osservate in passato. L'elevata persistenza tende a essere determinata in via principale dalla vischiosità delle attività lavorative non di mercato¹². Questo effetto potrebbe risultare più marcato se la pandemia, in misura superiore rispetto alle crisi precedenti, avrà indotto i lavoratori a rivalutare i propri obiettivi professionali e ad acquisire nuove competenze intraprendendo nuovi percorsi formativi. I lavoratori scoraggiati possono rientrare a far parte delle forze di lavoro con relativa rapidità; tuttavia, anche se la quota di lavoratori scoraggiati tornasse ai normali livelli antecedenti la pandemia, continuerebbe a evidenziarsi una carenza. La ripresa del tasso di partecipazione dipenderà anche dalla solidità del recupero della domanda di manodopera.

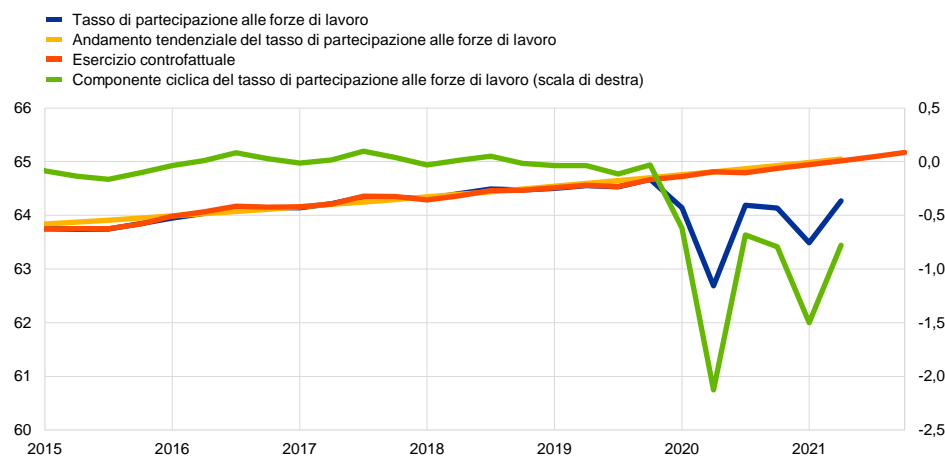
¹¹ In primo luogo, i dati possono essere soggetti a revisioni più ampie rispetto alla norma a causa dell'attuazione della direttiva IESS in corso. Inoltre, sia la scomposizione del ciclo tendenziale sia l'estrapolazione incorporano un determinato grado di incertezza. Sono stati testati diversi metodi alternativi per valutare la solidità della stima di tale divario. Data la persistenza degli andamenti della partecipazione alle forze di lavoro, la stima per lo scenario controfattuale non è particolarmente sensibile alla metodologia utilizzata e il gap stimato rimane compreso tra -0,7 e -0,9 punti percentuali.

¹² Per evidenze sul ruolo delle attività lavorative non di mercato nel determinare un ritardo della ripresa ciclica, cfr., ad esempio, per gli Stati Uniti, Cajner, T., Coglianese, J. e Montes, J., "[The Long-Lived Cyclicity of the Labor Force Participation Rate](#)", *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors del Federal Reserve System, n. 2021-047, 2021; per 30 dei paesi OCSE, cfr. inoltre Duval, R., Eris, M. e Furceri, D., "[The effects of downturns on labour force participation](#)", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 875.I, 2011.

Grafico E

Andamento tendenziale e componente ciclica del tasso di partecipazione alle forze di lavoro

(percentuale della popolazione in età lavorativa e deviazione rispetto all'andamento tendenziale in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati si riferiscono alla fascia di età compresa tra i 15 e i 74 anni. L'andamento tendenziale è calcolato applicando un filtro Hodrick-Prescott ($\lambda=1600$) ai dati sulle previsioni per il periodo successivo al 2019 inclusi nel campione di stima, in modo da attenuare gli effetti di fine campione e non tenere conto dell'impatto della pandemia sull'andamento stesso. La componente ciclica è rappresentata dalla deviazione del tasso di partecipazione effettivo alle forze di lavoro e l'andamento tendenziale dopo l'applicazione del filtro Hodrick-Prescott. Lo scenario controfattuale è ottenuto aggregando gli andamenti controfattuali di diverse fasce di popolazione. Questi ultimi sono derivati da regressioni che mettono in relazione la variazione del tasso di partecipazione alle forze di lavoro con la crescita del PIL e i precedenti livelli registrati dal suddetto tasso, nonché dalla previsione dei profili attraverso le proiezioni sul PIL precedenti la pandemia (proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise) di dicembre 2019). Per l'aggregazione vengono utilizzate le proiezioni demografiche dell'Eurostat. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021.

L'impatto della pandemia di COVID-19 sulla crescita della produttività del lavoro

a cura di Paloma Lopez-Garcia e Bela Szörfi¹

La crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro, misurata dal PIL in termini reali per ora lavorata, è aumentata all'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19), per poi diminuire nel corso della seguente ripresa economica². Ciò contraddice il concetto generale di prociclicità della produttività e riflette l'unicità di questa crisi³. Il presente riquadro esamina i recenti andamenti della produttività del lavoro e considera la misura in cui alcuni di essi potrebbero venir meno oppure consolidarsi dopo la crisi.

Tra l'ultimo trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2021, la crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro è rimasta positiva e ha persino segnato un'accelerazione rispetto al periodo precedente la pandemia (cfr. il grafico A). Nell'arco di tempo considerato, la crescita media annua del PIL in termini reali per ora lavorata è stata dell'1,7 per cento, oltre il doppio del tasso medio precedente la pandemia (2014-2019), mentre il PIL in termini reali e il totale delle ore lavorate sono diminuiti, in media, rispettivamente del 5,7 e del 7,4 per cento sui dodici mesi. Il calo dell'occupazione è stato molto più contenuto, principalmente a causa delle diverse misure di integrazione salariale introdotte in vari paesi dell'area dell'euro (nello stesso periodo l'occupazione è diminuita, in media, dell'1,6 per cento sui dodici mesi). Nel secondo trimestre del 2021, tuttavia, tali andamenti hanno subito un'inversione: le ore lavorate e l'occupazione hanno segnato un netto recupero, determinando un rallentamento della dinamica della produttività. Quest'ultima, nondimeno, è attualmente superiore di oltre il 2 per cento rispetto al livello precedente la pandemia osservato nel quarto trimestre del 2019.

¹ Si ringraziano i colleghi della BCE Vasco Botelho, Rodrigo Barreia, Paul Reims e Charles Hoffreumon per il loro contributo.

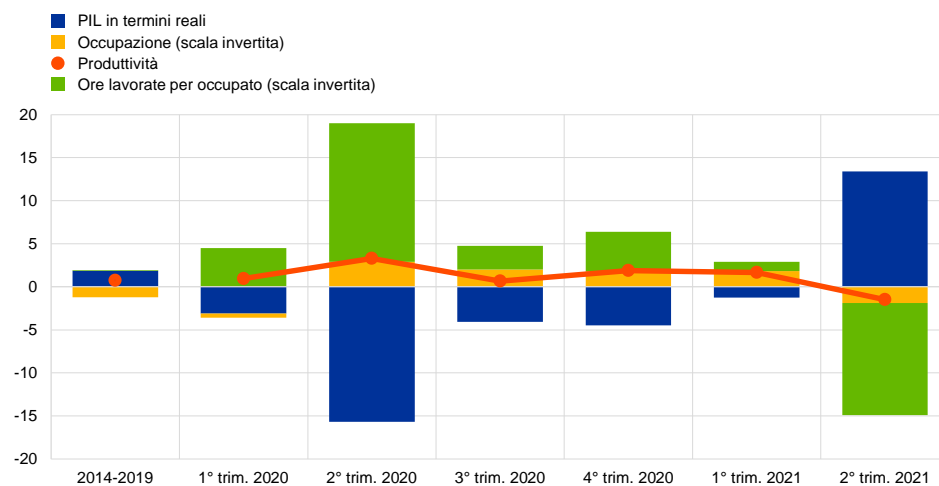
² La produttività totale dei fattori (PTF) è un'altra misura della produttività. Gli andamenti della crescita della PTF al di fuori dell'area dell'euro sono esaminati nel riquadro 1.

³ Un lavoro di Basu e Fernald, ad esempio, si apre con la frase: "La produttività aumenta nei periodi di forte espansione e precipita nelle fasi recessive" (traduzione non ufficiale). Cfr. Basu, S. e Fernald, J., "Why Is Productivity Procyclical? Why Do We Care?", *NBER Working Paper Series*, n. 7940, ottobre 2000.

Grafico A

PIL in termini reali per ora lavorata nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

La pandemia e le relative misure di contenimento hanno inciso sulla crescita della produttività del lavoro aggregata in varie maniere. La trattazione proposta nel presente riquadro è organizzata raggruppando i diversi canali in due gruppi: quelli che hanno un impatto sulla crescita della produttività a livello di impresa e quelli che hanno un impatto sulla riallocazione delle risorse tra imprese all'interno di un settore di attività e tra i settori. La crescita della produttività a livello di singola impresa dipende dalla qualità dei fattori di produzione, dalle pratiche gestionali, dall'innovazione e dall'adozione di tecnologie. La riallocazione delle risorse deriva dall'espansione o dalla contrazione delle imprese e dal processo di distruzione creatrice, per il quale nuove imprese produttive estromettono dal mercato quelle obsolete. La riallocazione può verificarsi tra settori o all'interno del medesimo settore.

La crescita della produttività a livello di singola impresa sta beneficiando dell'accelerazione nell'adozione di tecnologie digitali indotta dalla pandemia.

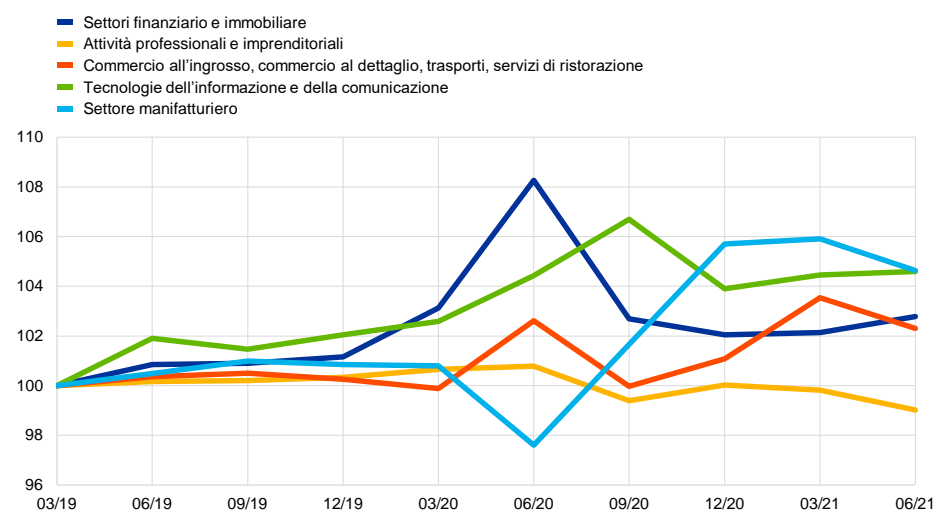
Le misure di contenimento hanno obbligato le imprese ad adeguarsi rapidamente al lavoro a distanza e a istituire nuovi canali di vendita e di contatto con i clienti, con effetti sulle modalità operative e imprenditoriali. Si può pertanto affermare che la pandemia ha accelerato la tendenza alla digitalizzazione già iniziata molto prima della crisi. Il grafico B mostra come la produttività, misurata in termini di valore aggiunto nel settore per ora lavorata, sia aumentata all'indomani della prima ondata di provvedimenti di chiusura (lockdown) in comparti quali le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) e la finanza, in cui il personale è stato in grado di lavorare a distanza e le imprese hanno potuto beneficiare delle nuove soluzioni digitali. Una parte di tali incrementi di produttività si è mantenuta anche dopo la riapertura delle attività. Questa tendenza è stata rafforzata da quanto avvenuto nei settori manifatturiero, del commercio all'ingrosso, di quello al dettaglio e dei servizi alberghieri, dove gli incrementi di produttività hanno iniziato a registrarsi più tardi, ma sono rimasti sostenuti nel corso del 2021. Le evidenze desunte dalle

indagini suggeriscono che tali andamenti settoriali specifici riflettano i rapidi incrementi di produttività derivanti dall'adozione di tecnologie digitali, in particolare nelle imprese e nei settori a intensità tecnologica relativamente più ridotta⁴. Anche se il passaggio al lavoro a distanza potrebbe subire una parziale inversione nel tempo, è probabile che una quota di esso perduri, almeno in alcune aree, dando potenzialmente luogo a notevoli benefici in termini di produttività e benessere dei dipendenti⁵.

Grafico B

Valore aggiunto in termini reali per ora lavorata in diversi settori

(1° trim. 2019=100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2021.

In prospettiva, tuttavia, la pandemia potrebbe anche avere un impatto negativo sulla crescita della produttività a livello di impresa. Un aumento delle uscite delle imprese dal mercato al venir meno delle misure di sostegno potrebbe determinare la distruzione di posti di lavoro, inducendo potenzialmente un deterioramento delle competenze dei lavoratori in esubero nel caso di una riallocazione lenta presso altre aziende. L'accumulazione di capitale umano potrebbe anche risentire delle interruzioni ai percorsi di istruzione e formazione provocate dai lockdown. Le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento potrebbero protrarsi e le imprese potrebbero dover trovare nuovi fornitori, nuove vie di trasporto o nuovi siti produttivi. Inoltre, sarà importante mantenere condizioni di finanziamento favorevoli, per rendere sostenibili i nuovi progetti volti ad accrescere la produttività, nonché evitare che eccessivi livelli di debito, insieme all'elevata incertezza, indeboliscano gli investimenti nei tempi a venire.

⁴ Cfr. il riquadro 6 *Gli effetti a lungo termine della pandemia: evidenze da un'indagine presso le imprese leader* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

⁵ La pandemia di COVID-19 potrebbe inoltre esacerbare la disuguaglianza tra le imprese qualora soltanto quelle più produttive e di maggiori dimensioni adottino le tecnologie digitali più recenti. La ragione è che queste ultime sono caratterizzate da scalabilità, costi fissi elevati e costi marginali bassi, e beneficiano degli effetti di rete. Cfr. Haskel, J. e Westlake, S., *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, Princeton, NJ, novembre 2017.

L'impatto dello shock è stato asimmetrico e ciò ha dato luogo a una riallocazione delle risorse tra settori che ha favorito la produttività, almeno nel breve periodo.

Le misure di contenimento hanno avuto un impatto rilevante su quei settori dei servizi che richiedono interazioni fisiche. Essi sono, in media, relativamente meno produttivi rispetto ad altri settori meno colpiti, come quello manifatturiero o quelli a elevato contenuto tecnologico, che hanno persino beneficiato della maggiore domanda di soluzioni online. Tale redistribuzione dell'attività tra settori eterogenei potrebbe contribuire ad aumentare la produttività. Un'analisi di tipo shift-share (SSA) basata su dati trimestrali relativi all'area dell'euro conferma che durante la pandemia la riallocazione delle risorse tra settori ha contribuito alla crescita della produttività in termini aggregati per una quota tra il 30 e il 40 per cento (cfr. il pannello a) del grafico C)⁶. Tale andamento è in netto contrasto con quanto osservato durante il periodo precedente la crisi, quando il contributo fornito dalla riallocazione settoriale alla crescita della produttività in termini aggregati era modesto (e di valore negativo). Gli andamenti intra-settoriali nelle aree meno colpite dallo shock spiegano il resto dell'espansione della produttività in termini aggregati. In prospettiva, tuttavia, vi sono due possibili motivi di cautela. In primo luogo, non è chiaro in che misura il contributo della riallocazione tra settori persisterà nel tempo: l'impatto appare già in calo nel secondo trimestre del 2021 e tale andamento potrebbe subire un'accelerazione con la graduale revoca delle misure di contenimento⁷. In secondo luogo, la riallocazione di posti di lavoro e capitale è sempre più difficile e lunga tra settori diversi che all'interno del medesimo settore, e ciò potrebbe gravare sulla ripresa.

Alcuni segnali indicano che il processo di distruzione creatrice potrebbe accrescere la produttività.

L'uscita dal mercato di imprese a bassa produttività è considerata un fenomeno positivo nelle fasi di crisi⁸. Tuttavia, il carattere esogeno e orizzontale di questo shock (che interessa tutte le imprese di un dato settore) non ha garantito l'instaurarsi di un processo di distruzione creatrice capace di incrementare la produttività. Le evidenze mostrano che, rispetto ad altre crisi, i casi di fallimento sono stati contenuti per effetto delle diverse politiche attuate dai governi a sostegno delle imprese⁹. Tuttavia, le simulazioni condotte dalla BCE mostrano che le imprese con maggiori probabilità di uscire dal mercato a causa della pandemia sono meno produttive di altre, dotate di una maggiore capacità di tenuta all'interno

⁶ Un'analisi SSA scompone la crescita della produttività del lavoro in tre dimensioni: a) crescita della produttività intra-settoriale, mantenendo costante la ponderazione economica dei settori (contributo intra-settoriale); b) variazione delle ponderazioni economiche settoriali mantenendo costante la produttività del settore (contributo inter-settoriale); c) interazione tra una variazione delle ponderazioni economiche settoriali e la crescita della produttività del lavoro (interazione o covarianza).

⁷ Cfr. Bloom, N., Bunn, P., Mizen, P., Smietanka, P. e Thwaites, G., "The Impact of Covid-19 on Productivity", *NBER Working Paper Series*, n. 28233, dicembre 2020.

⁸ Sebbene possano incrementare le uscite delle imprese scarsamente produttive dal mercato, sostenendo quindi la crescita della produttività, le crisi possono anche compromettere la produttività, a seconda della natura dello shock e delle distorsioni del mercato. Cfr. Foster, L., Grim, C. e Haltiwanger, J., "Reallocation in the Great Recession: Cleansing or Not?", *Journal of Labor Economics*, vol. 34, n. S1, 2016, pagg. S293-S331.

⁹ Cfr. Crisuolo, C., "Productivity and Business Dynamics through the lens of COVID-19: the shock, risks and opportunities", documento di ricerca presentato in occasione del Forum della BCE sull'attività di banca centrale del 2021.

dei settori di appartenenza (cfr. il pannello b) del grafico C)^{10,11}. Per quanto concerne gli ingressi nel mercato, dati recenti mostrano una diminuzione dell'avvio di nuove imprese all'inizio della crisi e una successiva ripresa su livelli più elevati di quelli precedenti la crisi in alcuni paesi dell'area dell'euro, nonché nel Regno Unito e negli Stati Uniti¹².

¹⁰ Tale affermazione si basa su una simulazione degli squilibri a livello di impresa che riflette le condizioni di finanziamento delle imprese prima della crisi e la dinamica del valore aggiunto per settore secondo le proiezioni per l'area dell'euro formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema. Per imprese a rischio si intendono quelle con capitale circolante negativo e collocate nel quartile superiore della distribuzione della leva finanziaria nel proprio paese-settore.

¹¹ Tali risultati sono confermati dai dati delle indagini e dai corrispondenti dati amministrativi per la Spagna (Fernández-Cerezo, A., González, B., Izquierdo, M. e Moral-Benito, E., "[Firm-level heterogeneity in the impact of the COVID-19 pandemic](#)", *Documentos de Trabajo*, n. 2120, Banco de España, maggio 2021) e da Criscuolo, C., op. cit., in un quadro di riferimento multi-paese.

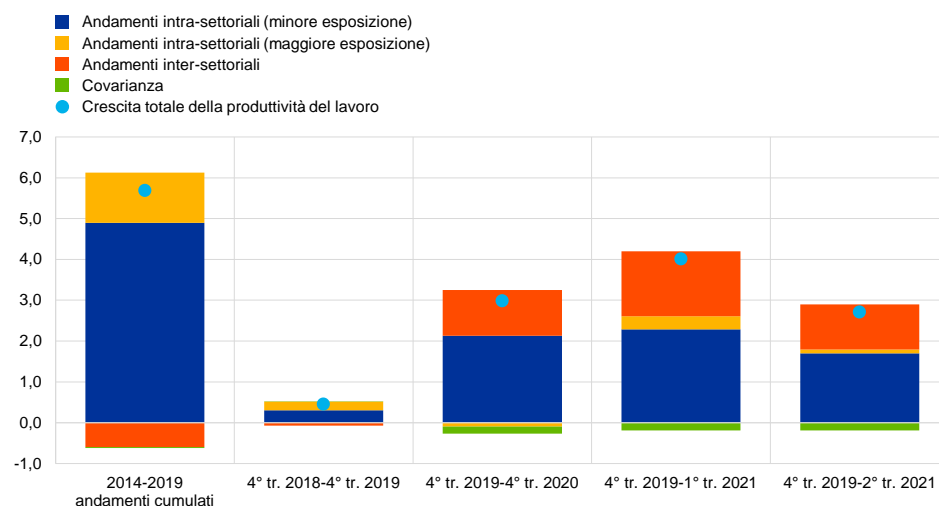
¹² Cfr. Criscuolo, C., op. cit.

Grafico C

Impatto della pandemia di COVID-19 sulla riallocazione delle risorse e sulla produttività

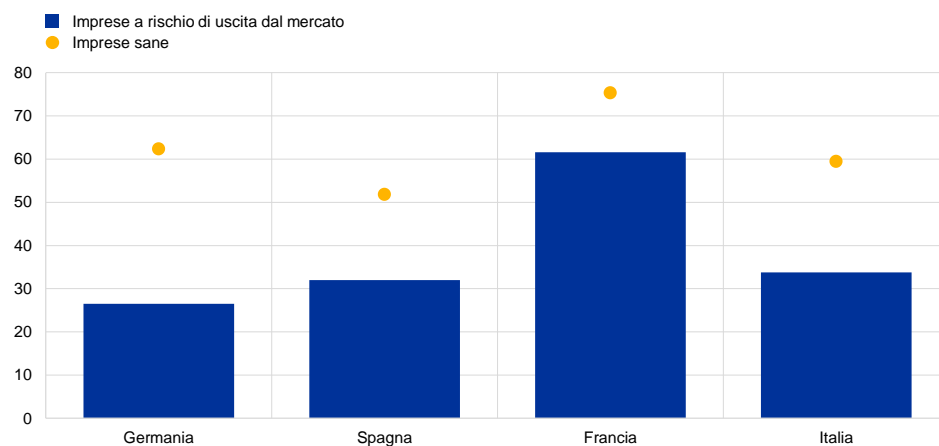
a) Contributo degli andamenti inter-settoriali e intra-settoriali alla crescita della produttività in termini aggregati

(punti percentuali)



b) Produttività delle imprese a rischio di uscita e sane per paese e settore secondo le simulazioni della BCE

(migliaia di euro)



Fonti: pannello a): elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat; pannello b): ORBIS-iBACH ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello a): produttività del lavoro per settore misurata dal valore aggiunto in termini reali per ora lavorata. Il contributo intra-settoriale è diviso in settori meno colpiti e più colpiti dalla pandemia. I settori più esposti sono le attività artistiche e di intrattenimento, i servizi alberghieri e di ristorazione, i trasporti e il commercio al dettaglio e all'ingrosso. Pannello b): produttività definita a livello di impresa come valore aggiunto in termini reali per occupato. Sulla base di una simulazione degli equilibri a livello di impresa che riflette le condizioni di finanziamento delle imprese prima della crisi e la dinamica del valore aggiunto per settore secondo le proiezioni per l'area dell'euro formulate a dicembre 2020 dagli esperti dell'Eurosistema. Le cifre si riferiscono al trimestre con il numero massimo di imprese a rischio secondo le simulazioni. Per imprese a rischio di uscita dal mercato si intendono quelle con capitale circolante negativo che si collocano nel quartile superiore della distribuzione della leva finanziaria nel proprio paese-settore.

In prospettiva, la crescita della produttività dipenderà in larga misura dal consolidamento dell'ampia adozione di tecnologie digitali e dalla definizione delle strategie di graduale revoca delle misure di sostegno. L'articolo sulle tendenze della produttività pubblicato in questo numero del Bollettino evidenzia un rallentamento nella diffusione di innovazione e tecnologia nell'area dell'euro. Considerata in tale ottica, l'accelerazione osservata nell'adozione delle tecnologie

digitali potrebbe essere un effetto positivo della crisi. Tuttavia, la tendenza di lungo periodo della produttività dipenderà in larga misura dallo sviluppo e dalla contemporanea digitalizzazione di istituzioni, infrastrutture, competenze e metodi di produzione e di gestione. L'adozione di tecnologie digitali, inoltre, deve essere trasversale a settori e imprese. Da ultimo, l'ingente sostegno pubblico fornito alle imprese è stato fondamentale nell'attenuare l'impatto iniziale dello shock, ma quando la ripresa si sarà consolidata su base sostenibile occorrerà che le misure di supporto vengano gradualmente rimosse, per evitare di pregiudicare l'efficiente riallocazione delle risorse dando incentivi distorti. Analogamente, la formulazione e la tempistica delle strategie di revoca di tali provvedimenti determineranno la misura in cui la crescita della produttività in termini aggregati sarà influenzata da ulteriori conseguenze derivanti dallo shock.

5 Andamenti economici e prospettive per i servizi a elevata intensità di contatti nell'area dell'euro

a cura di Malin Andersson, Niccolò Battistini e Grigor Stoevsky

Il presente riquadro esamina l'andamento dell'attività economica nei servizi a elevata intensità di contatti nell'area dell'euro che hanno risentito negativamente della pandemia.

Durante la prima ondata della pandemia di coronavirus (COVID-19), il valore aggiunto nei settori manifatturiero e dei servizi ha registrato andamenti molto simili, riducendosi di oltre il 15 per cento nel secondo trimestre del 2020 rispetto ai livelli precedenti la pandemia. Da allora, tuttavia, i percorsi di ripresa dei due settori sono stati significativamente differenti. Il recupero dell'attività nel settore dei servizi si è interrotto intorno al volgere dell'anno, allorché alcuni servizi al consumo (di seguito "servizi a maggiore intensità di contatti") sono stati in gran parte chiusi per effetto della recrudescenza della pandemia e dell'inasprimento delle restrizioni a essa collegate, mentre in altri (di seguito "servizi a minore intensità di contatti") e nel settore manifatturiero è proseguita la ripresa (cfr. il pannello a) del grafico A)¹.

Dopo un 2020 accidentato, nella primavera del 2021 i servizi a maggiore intensità di contatti hanno iniziato a registrare una ripresa e trainano da allora la crescita del PIL.

Le stime rapide preliminari relative al PIL e alla produzione indicano il proseguire della ripresa del valore aggiunto nel settore dei servizi durante il terzo trimestre del 2021. Con la riapertura delle attività economiche nell'area dell'euro, il turismo è stato una determinante fondamentale del forte incremento segnato dall'attività nel settore dei servizi a maggiore intensità di contatti. Ciò, insieme ai progressi compiuti nelle campagne vaccinali, negli ultimi mesi ha alimentato la fiducia nel fatto che i settori a maggiore intensità di contatti ritornino sui livelli precedenti la pandemia o, addirittura, li oltrepassino (cfr. il pannello b) del grafico A). Inoltre, il netto aumento delle spese effettuate con carta di credito suggerisce un più frequente utilizzo dei servizi a maggiore intensità di contatti, come quelli ricettivi. Nonostante la ricostituzione del clima di fiducia, tuttavia, in tali settori l'attività non ha pienamente recuperato i livelli precedenti la crisi e si conferma la presenza di un ampio margine di capacità inutilizzata. Pur essendo notevolmente aumentato a partire dal secondo trimestre del 2021, nel quarto trimestre il grado di utilizzo percepito della capacità produttiva si è attestato soltanto a circa il 75 per cento nel sottosettore dei viaggi e all'85 per cento nei sottosettori dei servizi di alloggio e di ristorazione (quelli citati rappresentano i tre sottosettori maggiormente colpiti). Alla fine del terzo trimestre, secondo le stime, il valore

¹ Tra i servizi a maggiore intensità di contatti, che prima della pandemia rappresentavano il 22 per cento del totale delle attività economiche, figurano il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i servizi di trasporto e quelli di alloggio e di ristorazione (classificazione NACE2 Rev. 2: G, H, I), nonché le attività artistiche e di intrattenimento (R, S, T, U). I servizi a minore intensità di contatti, pari al 33 per cento del totale delle attività economiche prima della pandemia, includono i servizi di informazione e comunicazione (J), le attività finanziarie e assicurative (K), le attività immobiliari (L), le attività professionali, scientifiche e tecniche (M) e le attività amministrative e di servizi di supporto (N).

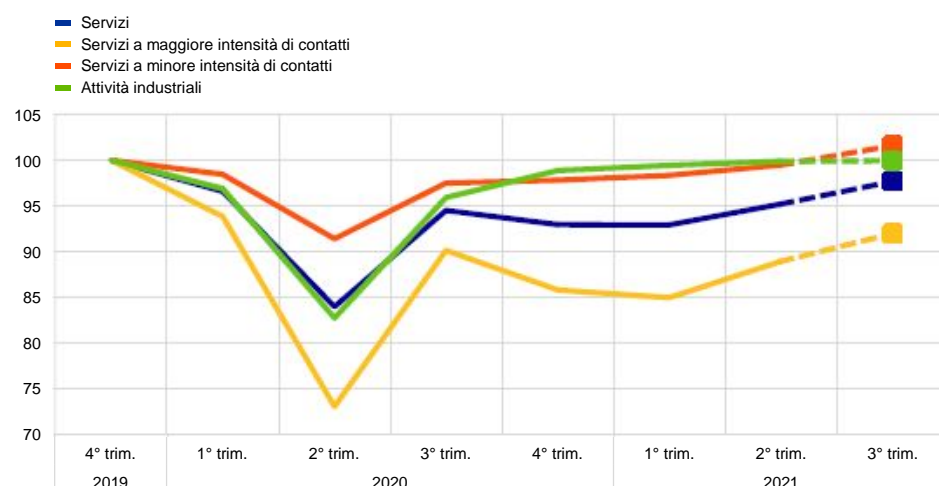
aggiunto nei servizi a maggiore intensità di contatti era inferiore di circa l'8 per cento rispetto al livello precedente la pandemia.

Grafico A

Andamenti nel settore dei servizi

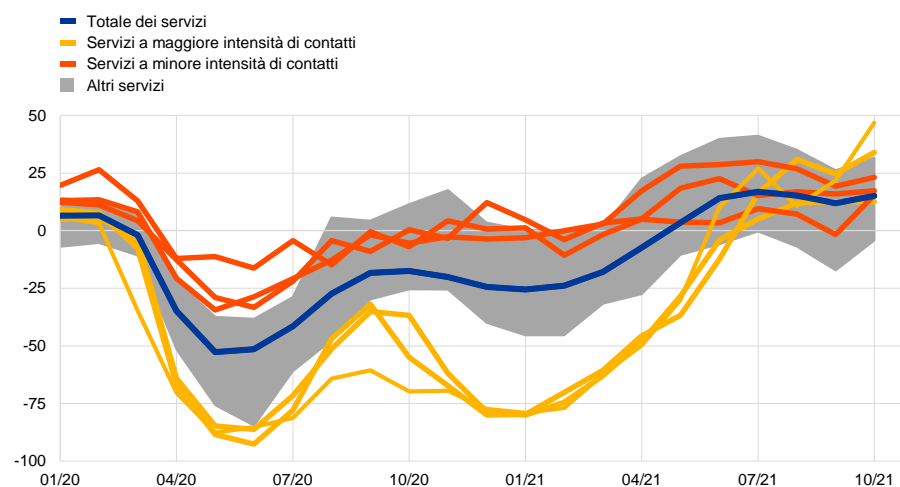
a) Valore aggiunto per settore

(4° trim. 2019 = 100)



b) Clima di fiducia nel settore dei servizi

(saldi percentuali netti)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat ed ECFIN.

Note: pannello a): i dati per il terzo trimestre del 2021 si basano sui dati trimestrali relativi al valore aggiunto in: 1) settore manifatturiero e altre attività industriali (nel testo "settore manifatturiero"), 2) costruzioni e 3) altri settori. Tali dati sono imputati a partire dai dati mensili disponibili fino a settembre per: 1) produzione industriale al netto delle costruzioni, 2) produzione nel settore delle costruzioni e 3) attività residue con riferimento al PIL in termini reali secondo la stima rapida. Pannello b): l'area grigia si riferisce all'intervallo tra i valori massimi e minimi di altre 17 serie NACE relative a sottosettori dei servizi incluse nell'indicatore del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI). Le linee gialle si riferiscono a tre specifici settori dei servizi a maggiore intensità di contatti: alloggio, viaggio e ristorazione. Le linee rosse si riferiscono a tre settori dei servizi a minore intensità di contatti: telecomunicazioni, informazione e programmazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021 (valore aggiunto) e a ottobre 2021 (fiducia).

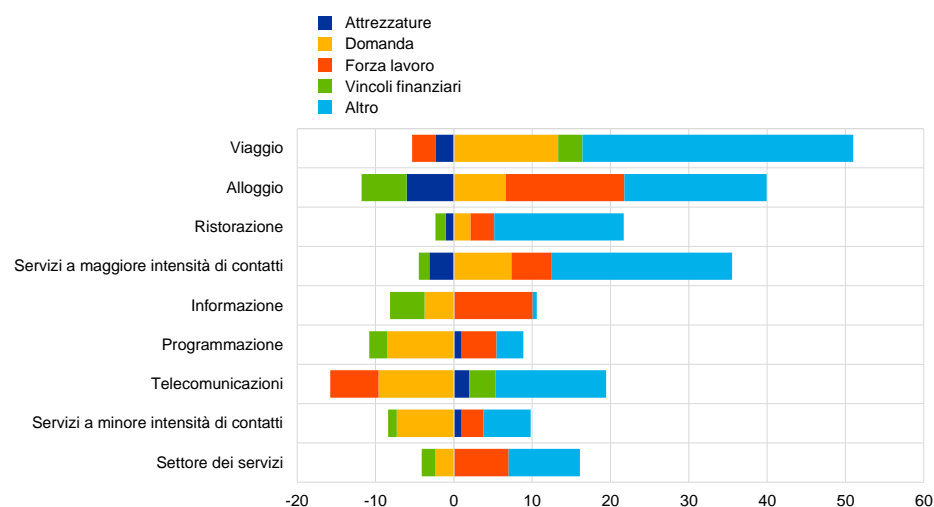
Il considerevole livello di capacità inutilizzata nei servizi a maggiore intensità di contatti è confermato dalle evidenze del fatto che, durante la pandemia, la domanda ha avuto un'importanza superiore nel limitare l'attività rispetto a quanta ne avesse nel periodo antecedente. I limiti all'attività nei servizi a maggiore intensità di contatti sono percepiti come largamente imputabili ad "altri"

fattori, soprattutto legati alle misure preventive di contenimento della pandemia² e anche, in certa misura, alla domanda e all'input di lavoro, mentre nel quarto trimestre del 2021 i vincoli finanziari svolgono un ruolo sostanzialmente simile a quello che avevano prima della pandemia (cfr. il grafico B). La manodopera è ritenuta un fattore che limita in misura crescente l'attività nei servizi a maggiore intensità di contatti, come nei sottosectori dei servizi di alloggio e dei servizi di ristorazione. A differenza del settore manifatturiero, il settore dei servizi non registra carenze di materiali, ma è più sensibile ai vincoli connessi alla pandemia. In una prospettiva ciclica, l'intero settore dei servizi si trova attualmente in una fase espansiva. La maggior parte delle imprese oggetto di indagine attive nei servizi a maggiore intensità di contatti segnala un aumento della domanda passata e attesa, suggerendo il persistere di un periodo di espansione (cfr. il grafico C). Tali sottosectori hanno registrato fasi espansive molto pronunciate dopo le due marcate flessioni segnate durante le precedenti ondate della pandemia e ciò si riflette anche nell'accelerazione delle pressioni sui prezzi. Per contro, negli ultimi 18 mesi i sottosectori dei servizi a minore intensità di contatti hanno mostrato variazioni cicliche molto più contenute.

Grafico B

Limiti all'attività nel settore dei servizi nel quarto trimestre del 2021

(scostamenti dal quarto trimestre del 2019 in saldi percentuali netti)



Fonte: dati ECFIN.

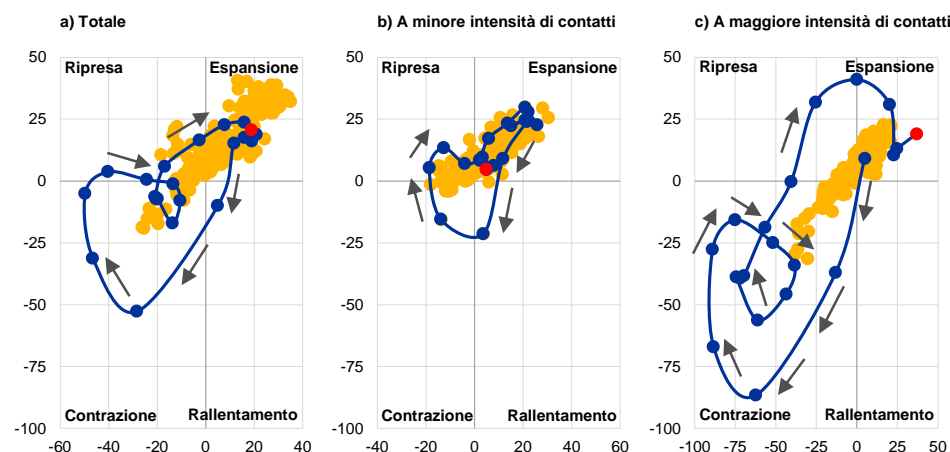
Note: sia per i servizi a maggiore intensità di contatti sia per quelli a minore intensità di contatti i valori si riferiscono alla media dei valori relativi ai tre sottosectori riportati immediatamente sopra. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 (indagine condotta a ottobre).

² È opportuno rilevare che negli ultimi mesi gli indici di mobilità relativi alle attività ricreative (ad esempio, l'indice di mobilità di Google relativo al commercio al dettaglio e alle attività ricreative), che riflettono sostanzialmente l'entità del distanziamento sociale volontario, sono tornati sui livelli precedenti la crisi, mentre quelli relativi alle attività più regolamentate (ad esempio l'indice di mobilità di Google relativo ai luoghi di lavoro) sono rimasti al di sotto dei livelli pre-crisi. Sulla base di dati relativi agli Stati Uniti, gran parte della variazione nella mobilità appare volontaria e la revoca delle restrizioni potrebbe dar luogo a una rapida ripresa, a condizione che la riduzione del rischio COVID-19 sia ritenuta credibile (cfr. Maloney, W. e Taskin, T., "Determinants of Social Distancing and Economic Activity during COVID-19: A Global View", *Policy Research Working Paper Series*, n. 9242, Gruppo della Banca mondiale, maggio 2020). La riduzione del distanziamento sociale volontario e il miglioramento del clima di fiducia indicherebbero pertanto un proseguimento della ripresa.

Grafico C

Cicli in alcuni settori dei servizi

(saldi percentuali; asse delle ascisse: domanda negli ultimi tre mesi; asse delle ordinate: domanda nei prossimi tre mesi)



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati ECFIN.

Note: i punti gialli si riferiscono al periodo tra gennaio 2011 e gennaio 2019. Le linee blu si riferiscono al periodo tra febbraio 2020 e settembre 2021. Le voci "a minore intensità di contatti" e "a maggiore intensità di contatti" indicano gli specifici sottosettori mostrati nel grafico B. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021 (punti rossi).

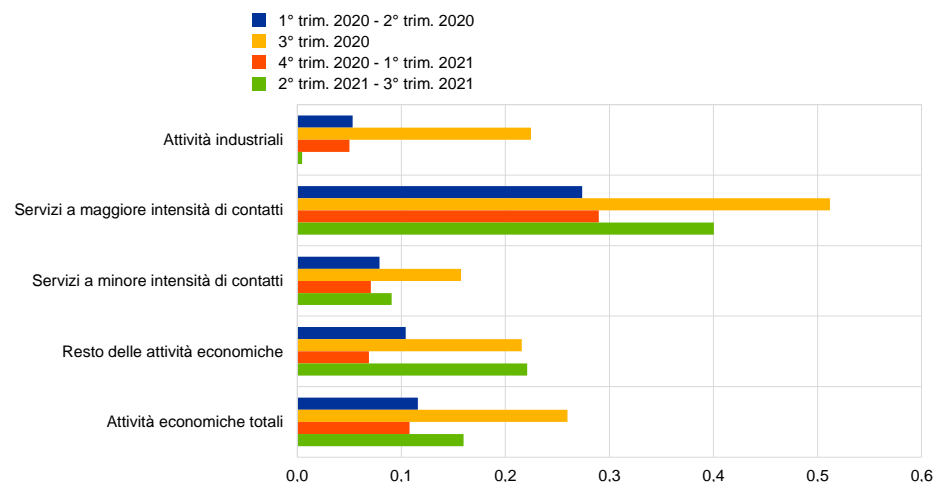
Dalla primavera del 2021 il rigore delle misure di contenimento è stato un fattore importante che ha inciso sull'attività nei servizi a maggiore intensità di contatti. I risultati di un modello statistico suggeriscono che la sensibilità stimata della crescita economica aggregata alle variazioni del grado di severità delle restrizioni a metà del 2021 è aumentata rispetto al suo livello medio al volgere dell'anno, pur rimanendo al di sotto di quello raggiunto nel terzo trimestre del 2020 (cfr. il grafico D)³. L'andamento osservato per l'intera economia è stato in gran parte trainato dai servizi, in particolare dai sottosettori a maggiore intensità di contatti, mentre la reattività delle attività industriali è diminuita nel corso degli ultimi trimestri. L'attività nei servizi a maggiore intensità di contatti sembra essere più reattiva a un allentamento delle misure di contenimento che a un loro inasprimento, come mostrano le elasticità medie stimate relativamente più elevate nel terzo trimestre del 2020 e nel secondo e terzo trimestre del 2021, quando il rigore delle misure di contenimento è stato ridotto. Nel complesso, tali evidenze suggeriscono che il perdurare della riapertura delle attività economiche nei prossimi trimestri resterà una determinante essenziale della ripresa dei servizi a maggiore intensità di contatti.

³ Per ulteriori dettagli sul modello, cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

Grafico D

Elasticità stimate dell'attività settoriale al rigore delle misure di contenimento

(impatto della diminuzione di un punto dell'indice di rigore delle restrizioni di Oxford sulla crescita del valore aggiunto lordo in termini reali sul trimestre precedente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: le elasticità settoriali stimate per il terzo trimestre del 2021 si basano sui dati trimestrali relativi al valore aggiunto in: 1) settore manifatturiero e altre attività industriali, 2) costruzioni e 3) altri settori. Tali dati sono imputati a partire dai dati mensili disponibili per: 1) produzione industriale al netto delle costruzioni, 2) produzione nel settore delle costruzioni e 3) attività residue con riferimento al PIL in termini reali secondo la stima rapida. Per "resto delle attività economiche" si intendono l'agricoltura e i servizi pubblici.

Con l'attenuarsi dell'emergenza sanitaria e l'ulteriore riapertura delle attività economiche, l'attività nei servizi a maggiore intensità di contatti dovrebbe continuare a segnare un'espansione, ma le prospettive a medio termine si confermano incerte.

La necessità di sostituire la capacità produttiva obsoleta, ampliare l'input di lavoro e riallocare le risorse tra sottosectori potrebbe modificare in modo duraturo la crescita tendenziale dei servizi a maggiore intensità di contatti. Allo stesso tempo, nel caso di una lunga permanenza in vigore delle misure di contenimento o di un'improvvisa revoca dei provvedimenti di sostegno, potrebbe registrarsi un aumento delle insolvenze^{4,5}. Inoltre, cambiamenti delle preferenze, come il passaggio da viaggi d'affari e turismo verso mete lontane a soluzioni di lavoro ibrido e vacanze in destinazioni prossime, potrebbero determinare variazioni permanenti dei modelli di consumo che richiederebbero la riallocazione settoriale dell'attività⁶.

In sintesi, la pandemia di COVID-19 ha avuto un forte impatto sui servizi a maggiore intensità di contatti nell'area dell'euro. Sebbene tali sottosectori

⁴ Secondo i dati dell'Eurostat, ad esempio, il numero di fallimenti nel settore dei servizi di alloggio e di ristorazione è aumentato del 23 per cento tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2021. In altri servizi a maggiore intensità di contatti tale dato è stato inferiore nel secondo trimestre del 2021 rispetto all'inizio della crisi, in un contesto caratterizzato dal costante vigore delle misure di sostegno.

⁵ Secondo uno studio della Federal Reserve Bank di New York, ogni ulteriore settimana di chiusura nei sottosectori dei servizi a maggiore intensità di contatti riduce la probabilità di riapertura di un'impresa di due punti percentuali. Recenti evidenze della Banca d'Italia suggeriscono che la pandemia di COVID-19 non ha inciso in misura significativa sul numero di imprese italiane attive nel settore turistico, ma il loro ricorso al credito bancario, relativamente superiore rispetto al periodo precedente la pandemia, ne comprometterà la ripresa quando le misure di sostegno saranno da ultimo revocate.

⁶ Cfr. FMI, "Managing Divergent Recoveries", *World Economic Outlook*, aprile 2021 e de Vet, J.M., et al., "Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries", Dipartimento tematico Politica economica e scientifica e qualità di vita, Parlamento europeo, Lussemburgo, 2021.

abbiano fornito un contributo significativo all'espansione economica a metà del 2021, il loro potenziale di crescita sarà determinato dall'evoluzione e dal contenimento della pandemia nel breve periodo, nonché da un insieme di fattori strutturali nel medio periodo. La probabile necessità di una riallocazione settoriale e il possibile aumento dei casi di insolvenza delle imprese potrebbero pregiudicare una rapida e completa ripresa dei servizi a maggiore intensità di contatti.

La ripresa della domanda di immobili residenziali attraverso l'indagine sulle aspettative dei consumatori

a cura di Desislava Rusinova¹

Il presente riquadro illustra le tendenze passate e le aspettative future in merito alla domanda di immobili residenziali sulla base della nuova indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES)². Le decisioni delle famiglie di acquistare una casa o un appartamento dipendono da numerosi fattori, fra cui la loro situazione lavorativa e finanziaria, il reddito e la ricchezza, nonché le loro aspettative riguardo al livello generale dei prezzi, ai prezzi delle abitazioni e alle condizioni di concessione dei mutui ipotecari. L'indagine CES può fornire indicazioni a livello delle famiglie sulle loro decisioni di acquisto, nonché su alcuni dei fattori all'origine di tali decisioni. Ad esempio, la quota degli intervistati che hanno acquistato una casa o un appartamento nei dodici mesi precedenti può essere considerata un indicatore della recente domanda di immobili residenziali da parte di diversi gruppi socioeconomici. Analogamente, la percentuale di intervistati che intendono acquistare una casa o un appartamento nei dodici mesi successivi fornisce un indicatore prospettico della domanda di abitazioni. L'acquisto di immobili residenziali segnalato dagli intervistati dell'indagine CES è aumentato tra il secondo e il terzo trimestre del 2020 per poi stabilizzarsi (cfr. il pannello a) del grafico A). Nel contempo, gli acquisti attesi nei successivi dodici mesi sono rimasti relativamente stabili per l'intero periodo considerato (istogrammi blu).

¹ L'autrice ringrazia Pedro Neves, Niccolò Battistini, Johannes Gareis, Virginia di Nino e Moreno Roma per i loro contributi e commenti.

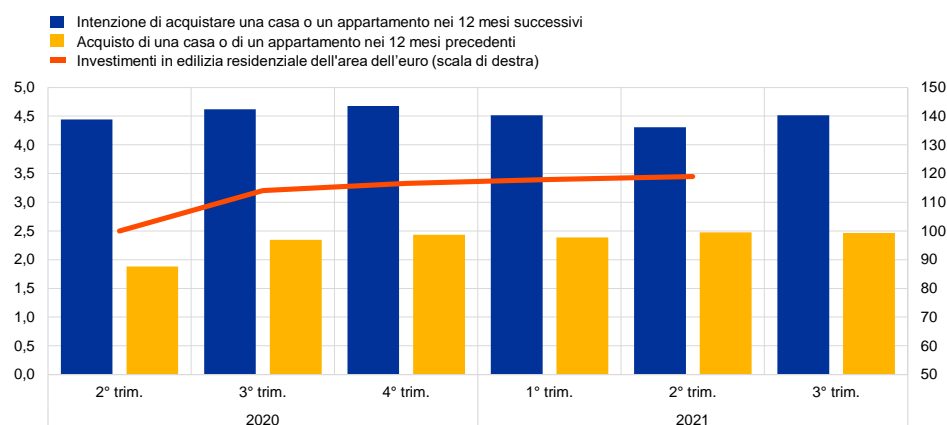
² Per ulteriori dettagli sull'indagine CES, cfr. "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

Grafico A

Andamenti recenti e attesi della domanda di immobili residenziali in base ai dati dell'indagine CES

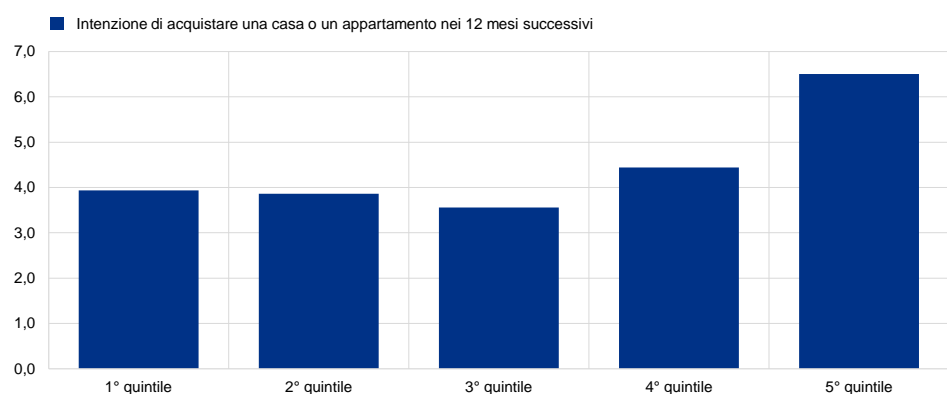
a) Quota di intervistati che hanno acquistato una casa o un appartamento nei dodici mesi precedenti o prevedono di farlo nei dodici mesi successivi e investimenti in edilizia residenziale

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: indice: 2° trim. 2020 =100)



b) Quota di intervistati che intendono acquistare una casa o un appartamento nei dodici mesi successivi, per quintile di reddito

(valori percentuali)



Fonte: CES.

Note: medie ponderate dei sei maggiori paesi dell'area dell'euro. Pannello a): quote di intervistati che hanno affermato di avere acquistato una casa o un appartamento nei dodici mesi precedenti o di volerlo fare nei dodici mesi successivi. Poiché il campione è relativamente piccolo sono state impiegate medie trimestrali al fine di attenuare i relativi effetti di composizione. La linea rossa mostra gli investimenti reali in edilizia residenziale desunti dai dati di contabilità nazionale, normalizzati a 100 nel secondo trimestre del 2021. Pannello b): quote di intervistati che intendono acquistare una casa o un appartamento, per quintile di reddito; medie nel periodo febbraio-agosto 2021.

L'intenzione di acquistare una casa o un appartamento varia a seconda del reddito delle famiglie.

I nuclei che si collocano nei quintili di reddito più alti sono molto più inclini a prevedere l'acquisto di una casa o di un appartamento nei dodici mesi successivi, rispetto alle famiglie con reddito più basso (cfr. il pannello b) del grafico A) ed è quindi probabile che forniscano un supporto maggiore alla domanda di abitazioni. Inoltre tali famiglie sono anche quelle che con maggiore probabilità hanno effettivamente acquistato una casa o un appartamento nei dodici mesi precedenti. Oltre al livello di reddito, un'importante determinante delle decisioni di investimento nel settore dell'edilizia residenziale è rappresentata dalla dinamica attesa del reddito: gli intervistati che intendono acquistare una casa nei dodici mesi

successivi mostrano aspettative di crescita reddituale decisamente maggiori rispetto a coloro che non manifestano tale intenzione.

Sebbene sia probabile che i risparmi accumulati siano già stati utilizzati per l'acquisto di abitazioni, nel breve periodo potrebbero ancora rappresentare uno stimolo alla domanda di immobili residenziali. Le consistenze di risparmio accumulato, o in generale le scelte di risparmio, possono avere un impatto sulla decisione di acquistare una casa o un appartamento. Nell'edizione di marzo 2021 l'indagine CES ha raccolto informazioni sui risparmi accumulati dagli intervistati dall'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19), distinguendo tra chi ha un saldo a favore dei risparmi, chi a favore delle spese e una categoria neutra (caratterizzata da un'approssimativa equivalenza tra risparmi e spese)³. L'analisi di questi dati mostra che la quota più elevata di acquirenti di abitazioni nei dodici mesi precedenti si è riscontrata generalmente tra chi ha speso più di quanto abbia risparmiato (cfr. il pannello a) del grafico B). Se intervistato anche in merito alle ragioni della maggiore spesa a scapito del risparmio, il 36 per cento dei soggetti ha indicato come rilevante o molto rilevante “un aumento della spesa familiare a causa di un acquisto importante pianificato, ad esempio un immobile, un automezzo, etc.”. Ciò sembrerebbe indicare che, a marzo 2021, i risparmi accumulati probabilmente erano già stati utilizzati, almeno in qualche misura, per l'acquisto di immobili residenziali e che, a causa di tali acquisti, alcune famiglie registrarono un saldo negativo. In prospettiva, la quota più alta di acquirenti di immobili residenziali previsti è stata riscontrata tra chi ha risparmiato più di quanto abbia speso. Pertanto, sebbene alcune transazioni dovute a risparmi in eccesso durante la pandemia potrebbero essersi già concretizzate, le grandi consistenze di risparmio accumulato potrebbero ancora stimolare la domanda di abitazioni nel breve periodo. Circa il 44 per cento di chi ha risparmiato più di quanto abbia speso dichiara che una ragione rilevante o molto rilevante per accumulare risparmio da gennaio 2020 è stata “il desiderio di mettere da parte abbastanza denaro per un acquisto importante in futuro, ad esempio di un immobile, di un automezzo, etc.”.

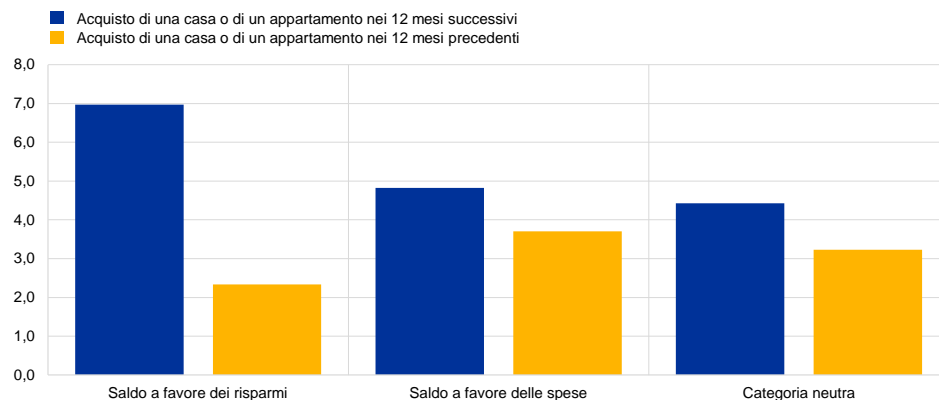
³ Le descrizioni si basano sulle seguenti opzioni di risposta contenute nel questionario: chi ha un saldo a favore dei risparmi - “il nucleo familiare ha versato più denaro di quanto ne abbia prelevato da gennaio 2020”; chi ha un saldo a favore delle spese - “il nucleo familiare ha prelevato più denaro di quanto ne abbia versato”; e la categoria neutra - “il nucleo familiare ha versato tanto denaro quanto ne ha prelevato”. Non sono state considerate le risposte dei non appartenenti alle suddette categorie - “il nucleo familiare non ha né versato, né prelevato denaro” e “non disponiamo di denaro sotto forma di risparmi o investimenti finanziari”, in quanto meno rilevanti ai fini del presente riquadro.

Grafico B

Nesso tra risparmio, domanda di immobili residenziali e appetibilità di tali immobili

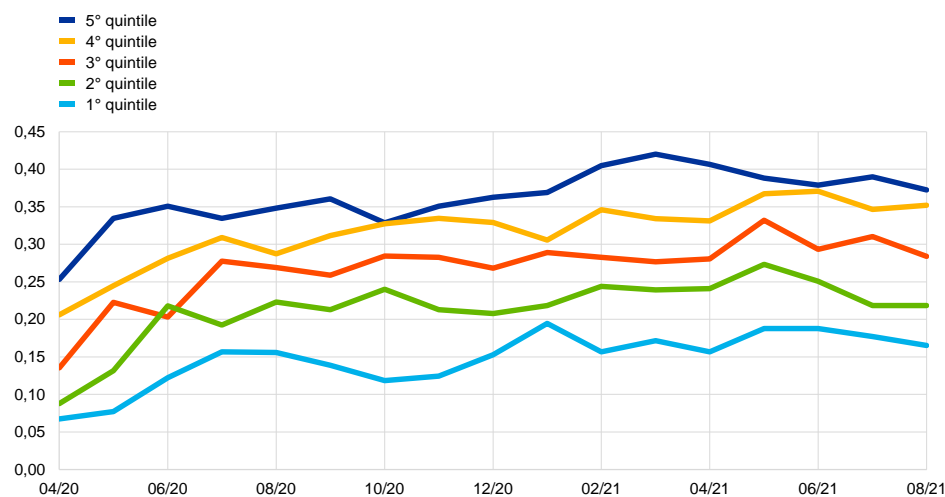
a) Intenzione di acquistare una casa per categoria di risparmio, marzo 2021

(valori percentuali)



b) Appetibilità degli immobili residenziali quale tipologia di investimento per quintile di reddito

(indicatore del saldo)



Fonte: indagine CES.

Note: il saldo è calcolato come la somma delle risposte "molta" e "moltissima" meno la somma delle risposte "poca" e "pochissima", diviso il numero di intervistati del relativo gruppo. Media ponderata dei sei maggiori paesi dell'area dell'euro.

L'appetibilità degli immobili residenziali quale tipologia di investimento è aumentata dall'inizio della pandemia e si mantiene su livelli elevati, in particolare per le famiglie nei quintili di reddito più alti.

Un indicatore utile della potenziale domanda di abitazioni a fini di investimento è il grado di appetibilità dell'edilizia residenziale come investimento nel quartiere degli intervistati, misurato su una scala di cinque livelli. Nel periodo di riferimento dell'indagine l'indicatore dell'appetibilità delle abitazioni è aumentato per tutte le categorie di reddito, per poi stabilizzarsi nella primavera del 2021. L'aumento è stato particolarmente marcato tra gli intervistati nei quintili di reddito più elevati (cfr. il pannello b) del grafico B)⁴.

⁴ È probabile che la scelta del quartiere dipenda dal reddito, è quindi plausibile che le famiglie a reddito più alto investano in quartieri con una qualità di vita più elevata, il che a sua volta li rende investimenti migliori.

Le aspettative sulle condizioni di concessione del credito e sui prezzi delle abitazioni indicano un andamento dinamico del mercato dell'edilizia residenziale.

Tra i fattori alla base di un aumento della domanda di abitazioni gli intervistati dell'indagine CES hanno indicato: aspettative relative a un più agevole accesso al credito in futuro e un calo dei tassi sui mutui ipotecari. Nel contempo, nel periodo compreso tra aprile 2020 e maggio 2021, le aspettative degli intervistati in merito all'aumento dei prezzi delle abitazioni sono cresciute quasi senza soluzione di continuità. Ciò indica il protrarsi di una forte domanda nel settore degli immobili residenziali, ma anche possibili problemi di accessibilità economica per i quintili di reddito più bassi, perché la crescita attesa dei prezzi delle abitazioni è stata molto maggiore di quella del reddito delle famiglie e dell'indice generale dei prezzi.

Prevalenza dell'indicizzazione salariale nel settore privato dell'area dell'euro e il suo potenziale ruolo nell'impatto dell'inflazione sui salari

a cura di Gerrit Koester e Helen Grapow

Gli shock all'inflazione possono avere effetti più duraturi in presenza di effetti di secondo impatto e questi ultimi sono più probabili a fronte di un'indicizzazione dei salari. Gli effetti di secondo impatto possono verificarsi se le famiglie e/o le imprese tentano di compensare la perdita di reddito reale subito a seguito dell'aumento dell'inflazione nel fissare salari e/o prezzi. I potenziali effetti dei meccanismi di indicizzazione salariale sul processo di formazione dei salari e sull'andamento dell'inflazione dipendono non solo dalla prevalenza dell'indicizzazione salariale all'inflazione, ma anche dall'indicatore dell'inflazione utilizzato per tale indicizzazione. Il presente riquadro esamina la prevalenza dei meccanismi di indicizzazione salariale nel settore privato¹. Dato che i meccanismi di fissazione dei salari si differenziano notevolmente nei paesi dell'area dell'euro, si analizzano le regolamentazioni dei vari paesi e si ricava un indicatore relativo all'area dell'euro aggregando le caratteristiche dei sistemi nazionali di indicizzazione salariale, utilizzando come pesi le quote nazionali relative all'occupazione nel settore privato dell'area.

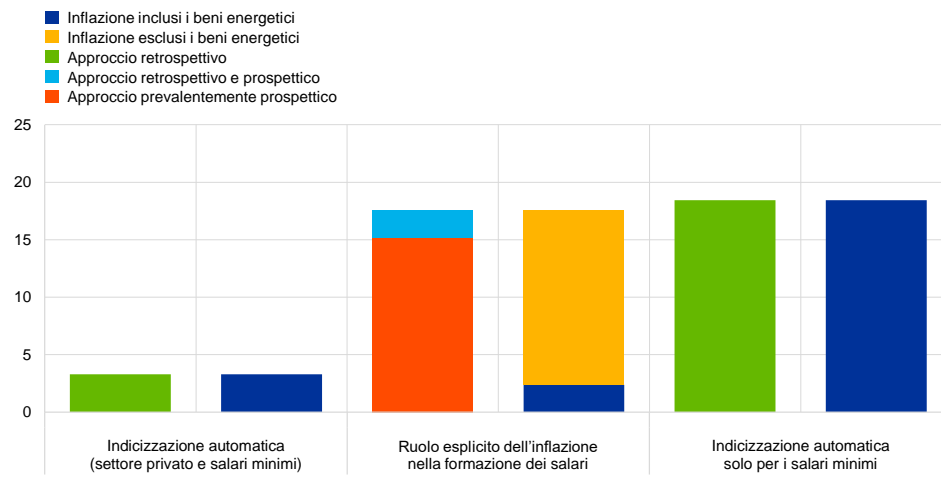
Tra i paesi dell'area dell'euro si possono individuare quattro diversi regimi di indicizzazione salariale, che vanno dai sistemi di indicizzazione automatica dei salari a regimi che non formalizzano il ruolo dell'inflazione nel processo di determinazione dei salari (cfr. il grafico A). Il primo e più generico meccanismo di indicizzazione automatica dei salari funziona in modo tale che l'andamento dell'inflazione si trasmetta automaticamente al processo di formazione dei salari, con l'obiettivo di neutralizzare gli effetti dell'inflazione sul potere di acquisto dei redditi da lavoro. Nel secondo regime, l'inflazione ha un ruolo preciso nelle trattative salariali, ad esempio sotto forma di un parametro esplicito a essa riferito che indirizza tali trattative. Tuttavia, ciò si può applicare solo ad alcuni settori dell'economia e gli effetti dell'inflazione sulla determinazione dei salari spesso sono meno diretti e automatici rispetto al sistema di indicizzazione automatica. Il terzo regime utilizza l'indicizzazione all'inflazione solo per i salari minimi, con l'obiettivo di neutralizzare gli effetti dell'inflazione sul potere di acquisto dei dipendenti con i redditi da lavoro più bassi. Tutti gli altri regimi che non attribuiscono un ruolo esplicito all'indicizzazione all'inflazione nel processo di formazione dei salari rientrano nella quarta categoria.

¹ Il presente riquadro si concentra principalmente sugli effetti inflazionistici esercitati dall'indicizzazione dei salari del settore privato all'inflazione. Ulteriori effetti potrebbero derivare dal settore pubblico, ad esempio attraverso l'indicizzazione delle pensioni del settore pubblico all'inflazione o attraverso altri meccanismi speciali di indicizzazione.

Grafico A

Prevalenza dell'indicizzazione dei salari all'inflazione nell'area dell'euro

(quota in percentuale sul totale degli occupati nel settore privato dell'area dell'euro nel 2021)



Fonti: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

Per quanto riguarda l'indicatore dell'inflazione, l'indicizzazione dei salari può adottare un approccio prospettico o retrospettivo e può includere o escludere i prezzi dei beni energetici. Gli indicatori retrospettivi implicano un adeguamento ritardato dei salari all'inflazione osservata, mentre gli indicatori prospettici devono affidarsi alle previsioni. Vi sono evidenze del fatto che l'indicizzazione dei salari basata su misure retrospettive relative all'inflazione rende più durevole l'effetto degli shock inflazionistici e più difficile la stabilizzazione dell'inflazione rispetto a quella basata su misure prospettiche². In alcuni casi gli indicatori retrospettivi e quelli prospettici sono combinati, collegando la crescita salariale alle previsioni di inflazione ma includendo, ad esempio, la compensazione ex post per errori di previsione dell'inflazione. Laddove la misura dell'inflazione utilizzata per l'indicizzazione comprende i beni energetici, gli shock sui corsi petroliferi a livello internazionale possono avere effetti persistenti sull'inflazione di fondo interna tramite l'indicizzazione salariale e la spirale salari-prezzi che potrebbe derivarne.

Nell'area dell'euro, i sistemi generici di indicizzazione automatica dei salari si applicano solo a una quota molto ridotta di dipendenti. Nel complesso, solo il 3 per cento circa dei dipendenti del settore privato dell'area dell'euro percepisce salari (o salari minimi) automaticamente indicizzati all'inflazione³. Per la maggior parte degli occupati interessati da tali regimi, la misura dell'inflazione è retrospettiva e comprende i beni energetici (cfr. le prime due colonne del grafico A)⁴.

² Cfr., ad esempio, Crowley, J., *The Effects of Forward-Versus Backward-Looking Wage Indexation Price Stabilization Programs*, *IMF Working Papers*, numero 38, FMI, aprile 1997.

³ L'indicizzazione automatica dei salari si applica a un'ampia quota di dipendenti del settore privato in Belgio, Cipro, Malta e Lussemburgo.

⁴ In Belgio, il relativo indice di inflazione non include benzina, tabacchi e alcolici.

I meccanismi di indicizzazione che attribuiscono un ruolo esplicito all'andamento dell'inflazione nelle trattative salariali si applicano a circa il 18 per cento dei dipendenti nell'area dell'euro. In questi casi, si considerano prevalentemente misure dell'inflazione di tipo prospettico che escludono i beni energetici⁵.

Circa il 18 per cento dei dipendenti del settore privato dell'area dell'euro lavora in paesi in cui solo i salari minimi vengono automaticamente indicizzati all'inflazione. Di solito tali meccanismi di indicizzazione adottano un approccio retrospettivo e ricorrono a una misura dell'inflazione che include i beni energetici. Sebbene nei paesi dell'area dell'euro solo una percentuale relativamente esigua di dipendenti percepisca il salario minimo⁶, l'indicizzazione dei salari minimi all'inflazione costituisce solitamente la soglia minima di altri accordi salariali. Inoltre, l'aumento dei salari minimi svolge spesso un ruolo importante come parametro di riferimento generale per gli accordi salariali di settore⁷.

Per oltre la metà dei dipendenti del settore privato nell'area dell'euro, l'inflazione non svolge un ruolo esplicito nel processo di formazione dei salari, ma può essere un fattore importante nelle trattative salariali. Ciò detto, in assenza di un ruolo esplicito dell'inflazione, gli andamenti di quest'ultima spesso non hanno svolto un ruolo importante (rispetto ai regimi in cui all'inflazione viene attribuita esplicitamente una funzione), ad esempio in periodi di elevata incertezza o di forti shock esterni, in cui l'attenzione si concentra invece sulla garanzia del posto di lavoro.

A partire dalla crisi finanziaria mondiale, i meccanismi di indicizzazione che prevedono un ruolo esplicito per l'inflazione nel processo di formazione dei salari sono diventati lievemente meno diffusi (cfr. il grafico B)⁸. La quota di dipendenti del settore privato per i quali è prevista una funzione esplicita dell'inflazione nel processo di formazione dei salari è diminuita di circa 6 punti percentuali nell'area dell'euro dal 2008; in Spagna ha avuto un ruolo fondamentale il calo della quota di lavoratori con contratti contenenti un'indicizzazione basata sull'inflazione precedente. La quota rimanente di contratti per i quali si prevede un ruolo esplicito dell'inflazione fa ora riferimento prevalentemente a misure prospettiche dell'inflazione al netto dei beni energetici⁹. A seguito del calo della quota dei meccanismi di indicizzazione che assegnano un ruolo esplicito all'inflazione nel processo di formazione dei salari, nell'area dell'euro la quota di dipendenti del settore privato per i quali l'inflazione non svolge una funzione esplicita in tale processo è aumentata a partire dalla crisi finanziaria mondiale. I meccanismi più

⁵ L'esempio più rilevante è l'Italia, dove la previsione annuale, relativa al triennio successivo, dell'indice dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici elaborata dall'Istituto nazionale di statistica (ISTAT) è il parametro centrale di riferimento per gli accordi salariali a livello di settore.

⁶ Per ulteriori dettagli sulla percentuale di percettori di salari minimi, cfr. *Eurostat's minimum wage statistics* nonché il riquadro *Andamenti recenti in materia di contributi previdenziali e salari minimi nell'area dell'euro* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

⁷ Per ulteriori dettagli sulla Francia, cfr. Fougère, D., Gautier, E. e S. Roux, "Wage floor rigidity in industry-level agreements: Evidence from France", *Labour Economics*, vol. 55, settembre 2018.

⁸ Per ulteriori dettagli sui meccanismi di indicizzazione dei salari al tempo della crisi finanziaria internazionale, cfr. il riquadro *Meccanismi di indicizzazione dei salari nei paesi dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2008 del Bollettino mensile della BCE.

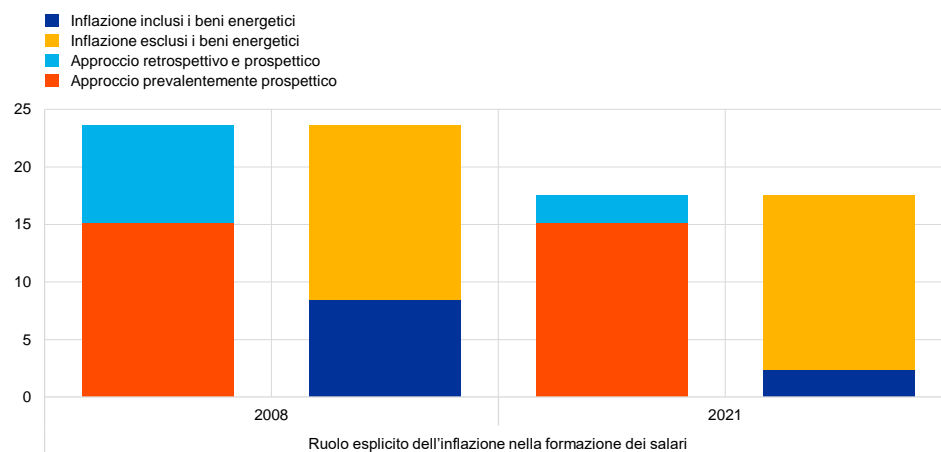
⁹ Tali meccanismi sono prevalenti in Italia.

generali di indicizzazione automatica per le retribuzioni nel settore privato e quelli che si limitano a indicizzare i salari minimi all'inflazione non hanno subito variazioni significative dalla crisi finanziaria mondiale per ciò che concerne la loro importanza e non è cambiato molto nemmeno il tipo di misura dell'inflazione utilizzata per l'indicizzazione.

Grafico B

Prevalenza dell'indicizzazione dei salari nell'area dell'euro nel 2008 rispetto al 2021

(quota in percentuale sul totale degli occupati nel settore privato dell'area dell'euro nel 2021)



Fonti: elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

Nota: il grafico mostra solo i regimi che attribuiscono un ruolo esplicito all'inflazione nella formazione dei salari, in quanto non si sono registrate variazioni significative negli altri regimi illustrati nel grafico A.

Nel complesso, nell'area dell'euro la probabilità che i meccanismi di formazione dei salari inneschino effetti di secondo impatto basati sull'indicizzazione all'inflazione è relativamente limitata, soprattutto quando si tratta dell'inflazione dei beni energetici. Ci si potrebbe quindi attendere, in alcuni paesi, che i recenti aumenti dell'inflazione dei beni energetici determinino incrementi automatici soprattutto dei salari minimi, dal momento che i relativi meccanismi di indicizzazione normalmente prendono in considerazione una misura dell'inflazione che include l'energia. Tali aumenti dei salari minimi potrebbero poi tradursi in retribuzioni generalmente più elevate nei contratti collettivi, dato che gli incrementi dei salari minimi possono servire da parametro di riferimento per le strutture salariali nell'economia nel suo complesso. Per quanto riguarda i meccanismi di indicizzazione che prevedono una funzione esplicita dell'inflazione nelle trattative salariali, ci si devono attendere solo effetti diretti molto contenuti derivanti dai recenti aumenti dell'inflazione dei beni energetici, poiché tali regimi utilizzano prevalentemente una misura dell'inflazione che esclude l'energia. Nel complesso, a meno che lo shock all'inflazione non determini un aumento significativo dell'indicizzazione dei salari, una trasmissione generalizzata e automatica dei recenti aumenti dell'inflazione alla crescita dei salari sembra piuttosto improbabile, dati i meccanismi prevalenti¹⁰.

¹⁰ Cfr. anche l'analisi in Nickel, C. et al.: "Understanding low wage growth in the euro area and European countries", *Occasional Paper Series*, n. 232, BCE, settembre 2019.

8 Risultati di un'edizione speciale dell'indagine SPF sulla nuova strategia di politica monetaria della BCE

a cura di Aidan Meyler, Marta Saez Moreno, Rodolfo Arioli e Franziska Fischer

Nel quarto trimestre del 2021, nell'ambito della consueta indagine SPF (Survey of Professional Forecasters), ai previsori professionali partecipanti è stato sottoposto un ulteriore questionario specifico sulla nuova strategia di politica monetaria della BCE. Tale edizione speciale era volta a comprendere come i partecipanti alla consueta SPF avessero valutato la nuova strategia e se questa avesse già avuto, o avrebbe avuto in futuro, effetti sulle loro previsioni. Il questionario, unitamente ai relativi risultati aggregati, è disponibile sulla pagina web "[Background on the survey of professional forecasters](#)". Il presente riquadro ne riassume alcuni dei risultati.

Gran parte degli intervistati ha dichiarato di ritenere che la nuova strategia di politica monetaria della BCE rappresenti un miglioramento e che, nel complesso, essa renderà più probabile il raggiungimento dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro da parte della Banca centrale europea (cfr. il grafico A). Secondo due terzi degli intervistati la nuova strategia di politica monetaria è "in una certa misura migliore" o "molto migliore", mentre solo una piccola minoranza la considera "in una certa misura peggiore". Il cosiddetto saldo percentuale netto¹ è stato chiaramente positivo, pari al +45 per cento. Quasi il 40 per cento degli intervistati ha ritenuto che la nuova strategia avrebbe reso "in una certa misura più probabile" o "molto più probabile" l'assolvimento del mandato da parte della BCE e poco più della metà ha affermato che le probabilità sarebbero state "pressappoco invariate" (cioè né maggiori né minori). Solo pochi hanno dichiarato che l'assolvimento del mandato sarebbe stato "in una certa misura meno probabile" e nessuno che sarebbe stato "molto meno probabile". Il saldo percentuale netto è stato positivo e pari al +19 per cento.

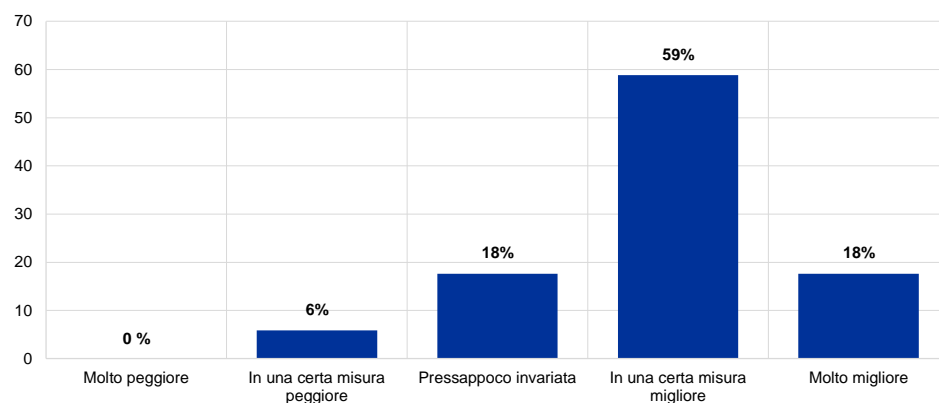
¹ Il saldo percentuale netto è calcolato come: a) la quota di intervistati che hanno risposto "molto migliore" più la metà della quota di coloro che hanno risposto "in una certa misura migliore" meno b) la metà della quota di coloro che hanno risposto "in una certa misura peggiore" e la quota di coloro che hanno risposto "molto peggiore". Il risultato è compreso nell'intervallo ± 100 per cento, dove +100 per cento indica che tutti gli intervistati hanno risposto "molto migliore" e -100 per cento significa che la risposta di tutti i partecipanti è stata "molto peggiore". Un saldo percentuale netto positivo/negativo vuol dire che la maggioranza degli intervistati ha ritenuto che la strategia fosse migliore/peggiore.

Grafico A

Valutazione complessiva della strategia di politica monetaria rispetto alla situazione precedente e probabilità di assolvimento del mandato e di raggiungimento dell'obiettivo primario da parte della BCE

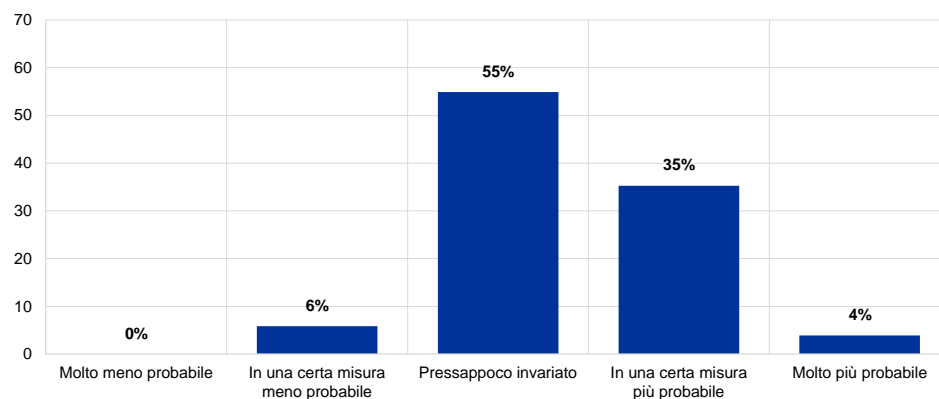
a) Come valuta complessivamente la nuova strategia di politica monetaria della BCE rispetto alla situazione precedente?

(percentuale delle risposte)



b) Secondo Lei, la nuova strategia renderà più o meno probabile l'assolvimento, da parte della BCE, del proprio mandato e dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro?

(percentuale delle risposte)



Fonte: edizione speciale dell'indagine SPF svolta nel quarto trimestre del 2021.

Nota: per ciascun quesito sono pervenute 51 risposte.

Gli intervistati hanno ritenuto che l'elemento chiave della nuova strategia fosse l'obiettivo di inflazione più chiaro, fissato al 2 per cento e simmetrico.

Secondo gli intervistati questo è stato il principale miglioramento, in particolare perché ha reso l'obiettivo più comprensibile da parte del pubblico in generale.

Gli intervistati hanno inoltre dichiarato di ritenere che ciò agevoli la comprensione della funzione di reazione della BCE. Secondo alcuni partecipanti sarà l'attuazione pratica in termini di effettive modifiche alla politica monetaria a determinare in ultima analisi il successo della nuova strategia. Dai quesiti concernenti gli aspetti negativi o mancanti, è emersa l'opinione, relativamente diffusa tra i partecipanti, secondo cui la nuova strategia presenta ambiguità sotto vari aspetti, quali l'inclusione nell'indice IAPC delle abitazioni occupate dai proprietari nonché la misura e durata degli scostamenti dall'obiettivo di inflazione eventualmente tollerati. Diverse persone intervistate hanno dichiarato di ritenere che, includendo altri aspetti, come

i cambiamenti climatici, la politica monetaria potrebbe essere distolta dal proprio obiettivo primario. In alcuni casi è stato affermato che la nuova strategia non chiarisce adeguatamente le dimensioni di alcune caratteristiche degli acquisti di attività (in particolare i possibili limiti alle consistenze dei titoli).

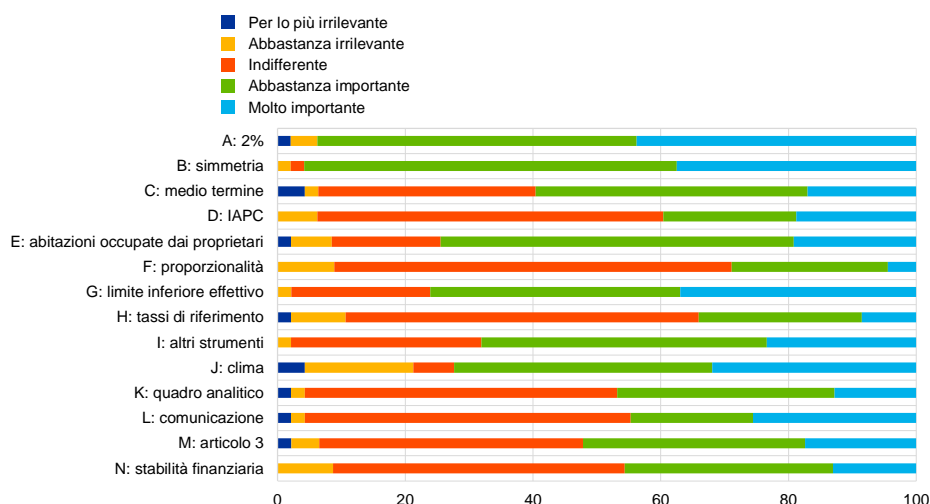
A un quesito esplicito circa l'importanza di elementi specifici della nuova strategia e il fatto che fossero migliori o peggiori rispetto al passato, la maggior parte dei partecipanti ha risposto di considerarli tutti almeno "abbastanza importanti" e tutti almeno "in una certa misura migliori" (cfr. il grafico B). Ad esempio, riguardo al passaggio dell'obiettivo da "un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento" al "2 per cento", un'evidente maggioranza degli intervistati ha ritenuto tale modifica "molto importante" (il 44 per cento) o "abbastanza importante" (il 50 per cento). Per quanto concerne la valutazione di tale modifica come un miglioramento o un peggioramento, ancora una volta un'evidente maggioranza ha ritenuto la strategia "molto migliore" (il 31 per cento) o "in una certa misura migliore" (il 60 per cento).

Grafico B

Opinioni degli intervistati riguardo all'irrelevanza/importanza dei seguenti elementi/aspetti e al fatto che costituiscano un peggioramento/miglioramento della strategia

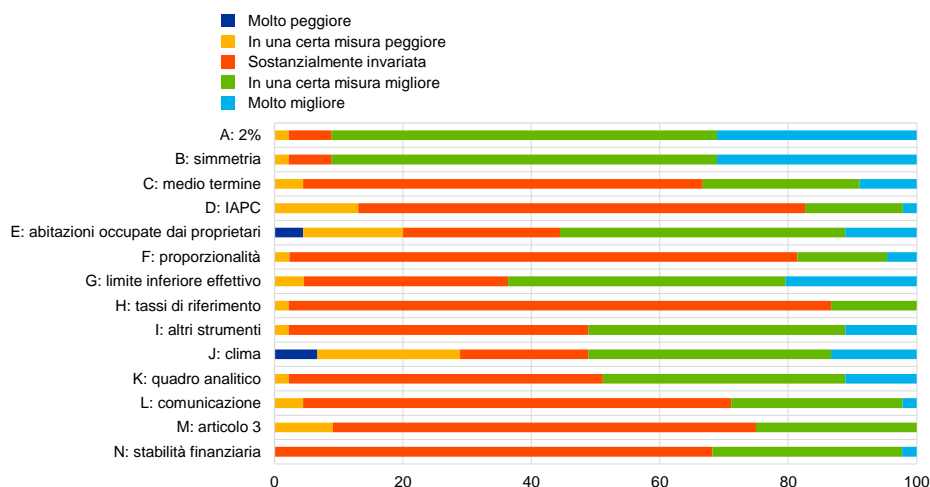
a) Come valuta i seguenti elementi/aspetti in termini di irrilevanza/importanza?

(percentuale delle risposte)



b) Come valuta i seguenti elementi/aspetti, ritiene che abbiano reso la strategia peggiore/migliore?

(percentuale delle risposte)



Fonte: edizione speciale dell'indagine SPF svolta nel quarto trimestre del 2021.

Note: per ogni elemento/aspetto sono pervenute 43-48 risposte. Le lettere riportate nel grafico fanno rispettivamente riferimento ai seguenti concetti: A al passaggio da un obiettivo "inferiore ma prossimo al 2 per cento" a "pari al 2 per cento"; B al riferimento esplicito alla "simmetria dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento"; C alla "conferma dell'orientamento a medio termine"; D al fatto che "lo IAPC resta l'indice adeguato per quantificare l'obiettivo della stabilità dei prezzi"; E alla "proposta di un piano di azione per includere nello IAPC le abitazioni occupate dai proprietari"; F alla "valutazione della proporzionalità"; G a "interventi di politica monetaria particolarmente vigorosi o duraturi quando si è prossimi al limite inferiore effettivo"; H al fatto che "il principale strumento della politica monetaria è l'insieme dei tassi di riferimento della BCE"; I al fatto che "altri strumenti (indicazioni prospettive, acquisti di attività e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine) continueranno a essere parte integrante dello strumentario"; J all'"adozione di un piano d'azione in materia di clima"; K al "quadro analitico integrato" (passaggio dal "quadro analitico basato su due pilastri alla valutazione integrata dell'analisi economica e dell'analisi monetaria e finanziaria"); L alla "comunicazione"; M al concetto che "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, l'Eurosistema sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del Trattato sull'Unione europea"; N al fatto che "l'Eurosistema contribuisce a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario".

In generale, vi è stata una forte correlazione tra la classificazione dei vari elementi/aspetti in termini di rilevanza percepita all'interno della nuova

strategia e la percezione degli stessi come miglioramenti rispetto alla strategia

precedente. Considerando come sintesi statistica l'equilibrio percentuale tra valutazioni positive e negative, gli intervistati hanno classificato come i due elementi più importanti o rilevanti il riferimento esplicito alla simmetria e il passaggio da un obiettivo "prossimo ma inferiore al 2 per cento", a un obiettivo pari al "2 per cento". Fra gli altri aspetti con saldi percentuali netti relativamente elevati figurano il riferimento a interventi di politica monetaria particolarmente vigorosi o duraturi quando l'economia è prossima al limite inferiore effettivo, lo strumentario ampliato in maniera permanente e l'azione in materia di clima. Va altresì rilevato che per tutti gli elementi/aspetti esaminati si è registrato un saldo percentuale netto positivo, a indicazione del fatto che gli intervistati li considerano importanti. In termini di miglioramento rispetto alla strategia precedente, alle prime quattro voci (ossia simmetria, obiettivo del 2 per cento, interventi vigorosi in prossimità del limite inferiore effettivo e strumentario) è stato assegnato lo stesso ordine di importanza.

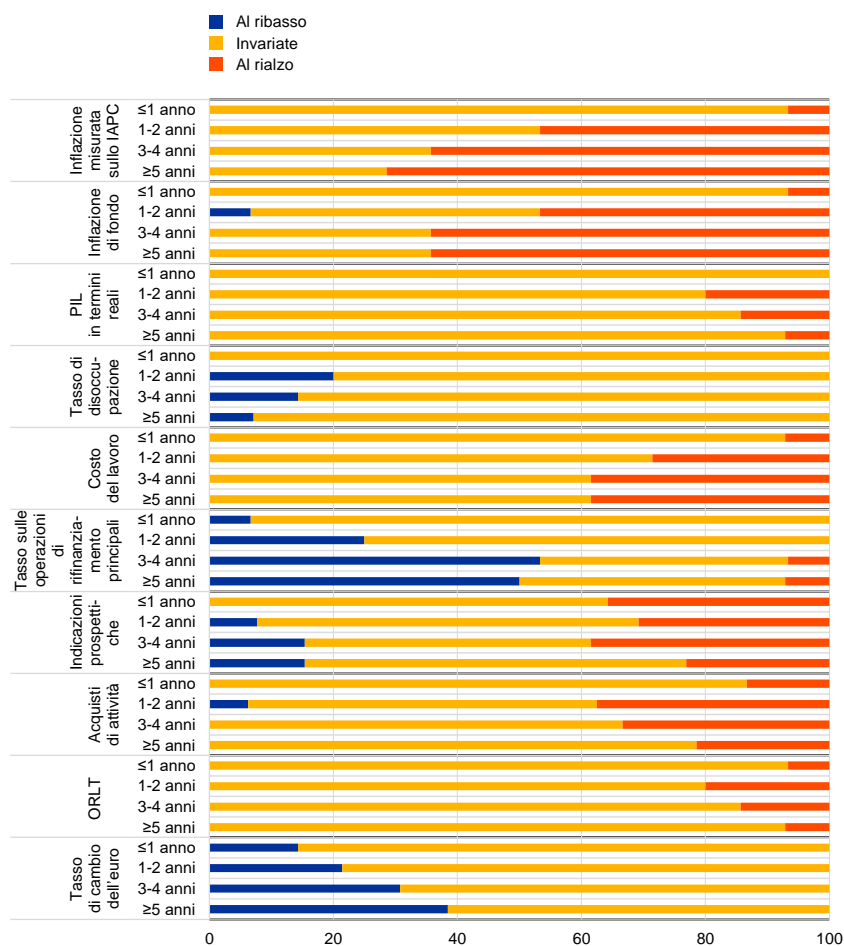
Circa un terzo degli intervistati ha dichiarato di aver in generale modificato le proprie aspettative macroeconomiche in risposta alla nuova strategia.

Il grafico C riporta le variabili e la direzione delle revisioni delle aspettative. Relativamente all'inflazione complessiva, all'inflazione di fondo e al costo del lavoro, le variazioni delle previsioni a breve termine sono state contenute, mentre quelle concernenti le previsioni a più lungo termine sono state riviste al rialzo. Per le variabili attinenti all'economia reale (prodotto interno lordo (PIL) in termini reali e tasso di disoccupazione), in genere le variazioni segnalate hanno riguardato le previsioni a medio termine. Quanto agli aspetti dello strumentario di politica monetaria della BCE (tassi di interesse, indicazioni prospettiche, acquisti di attività e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT)), gli intervistati avevano generalmente rivisto le proprie previsioni in risposta alla nuova strategia nel senso di un allentamento dell'orientamento di politica monetaria.

Grafico C

Orientamento delle revisioni delle previsioni macroeconomiche (al ribasso, invariate o al rialzo) da parte degli intervistati per ciascuna/o variabile/ipotesi e orizzonte temporale

(percentuale delle risposte)



Fonte: edizione speciale dell'indagine SPF svolta nel quarto trimestre del 2021.

Note: per ogni variabile e orizzonte temporale sono state rilevate 13-16 risposte. Nel caso delle indicazioni prospettive "il più breve termine" è rappresentato dalla dicitura "al ribasso" e "il più lungo termine" dalla dicitura "al rialzo"; nel caso del tasso di cambio dell'euro un deprezzamento è rappresentato dalla dicitura "al ribasso" e un apprezzamento dalla dicitura "al rialzo".

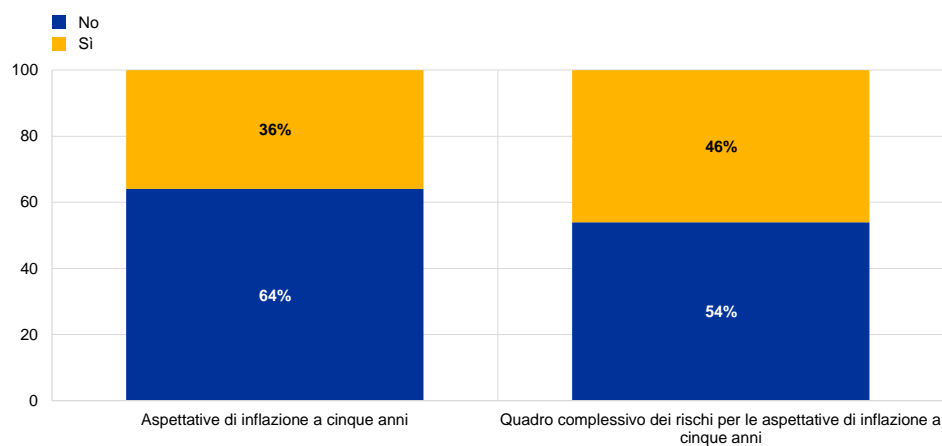
Per quanto riguarda nello specifico le aspettative di inflazione a più lungo termine, alcuni degli intervistati hanno dichiarato di aver modificato sia le proprie aspettative puntuali di inflazione a più lungo termine, sia il quadro complessivo dei rischi che le determinano in risposta alla nuova strategia.

Sebbene gran parte (il 60 per cento circa) degli intervistati avesse mantenuto invariate le proprie aspettative di inflazione su un orizzonte quinquennale in risposta alla nuova strategia di politica monetaria, oltre un terzo le aveva riviste al rialzo (cfr. il grafico D). Quando è stato chiesto loro in quale misura avessero modificato le proprie aspettative di inflazione a cinque anni, due terzi dei partecipanti hanno dichiarato di averlo fatto nella misura di 0,1 punti percentuali. Quanto alle aspettative puntuali, un maggior numero di intervistati (quasi la metà) ha dichiarato di aver rivisto al rialzo la propria valutazione dei rischi per le aspettative di inflazione a cinque anni.

Grafico D

Risposte degli intervistati riguardo alla revisione/variazione delle proprie valutazioni a fronte della nuova strategia di politica monetaria

(percentuale delle risposte)



Fonte: edizione speciale dell'indagine SPF svolta nel quarto trimestre del 2021.

Nota: per ciascun quesito sono pervenute 50 risposte.

Articoli

1 La capacità predittiva dei modelli del tasso di cambio di equilibrio

a cura di Michele Ca' Zorzi, Pablo Anaya Longaric e Michał Rubaszek¹

1 Introduzione

Le banche centrali monitorano con attenzione l'evoluzione dei tassi di cambio.

Nel caso della Banca centrale europea (BCE) e di altre importanti banche centrali, il tasso di cambio non rappresenta un obiettivo di politica monetaria. Tuttavia il “valore di mercato” dell'euro è determinante per comprendere le prospettive di inflazione a medio termine, che tengono conto del suo impatto - attraverso i prezzi all'importazione e gli effetti di equilibrio generale - sull'economia reale.

Per tale ragione sarebbe molto utile riuscire ad anticipare i futuri movimenti dei tassi di cambio, sebbene ciò si sia rivelato piuttosto complicato, specie su orizzonti di breve periodo.

L'ipotesi che i tassi di cambio siano ampiamente scollegati dalle variabili economiche fondamentali a breve termine ha perlopiù prevalso sin dall'influente studio di Meese e Rogoff (1983), che ha dimostrato che i modelli del tasso di cambio non hanno saputo fornire previsioni del tasso di cambio nominale più accurate della semplice previsione “nessuna variazione” associata al modello random walk (RW)². La difficoltà di prevedere i tassi di cambio con risultati sistematicamente migliori rispetto a quelli ottenuti attraverso l'impiego del modello RW, in particolare su orizzonti brevi, è stata ribadita da Rogoff (2008)³ e, più di recente, negli influenti articoli di Rossi (2013)⁴ e Cheung et al. (2019)⁵.

I tassi di cambio svolgono un ruolo importante anche al di là del loro fondamentale contributo alla comprensione delle prospettive di inflazione.

¹ Il presente articolo ha beneficiato dei preziosi commenti di Philip Lane, Fabio Panetta, Livio Stracca, João Sousa, Michael Fidora, David Lodge, Arnaud Mehl, Chiara Osbat e Alexandra Buist.

² Meese, R. A. e Rogoff, K., “Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?”, *Journal of International Economics*, vol. 14(1-2), 1983, pagg. 3-24. Gli autori hanno dimostrato che tali risultati sono validi anche quando i modelli presentano il vantaggio di utilizzare fondamentali economici noti e realizzati. Una spiegazione teorica di tali conclusioni è fornita da Engel et al. (2008), il cui studio dimostra che, in determinate condizioni, le previsioni basate su modelli possono essere meno precise di un parametro RW, anche se il modello riflette il reale processo sottostante di produzione dei dati. Per ulteriori dettagli, cfr. Engel, C., Mark, N.C. e West, K.D., “Exchange rate models are not as bad as you think”, in Acemoglu, D., Rogoff, K. e Woodford, M. (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual 2007*, vol. 22 degli NBER Chapters, National Bureau of Economic Research, 2008, pagg. 381-441.

³ Rogoff, K., commenti del lavoro di Engel, C., Mark, N.C. e West, K.D., “Exchange rate models are not as bad as you think”, in Acemoglu, D., Rogoff, K. e Woodford, M. (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual 2007*, vol. 22 degli NBER Chapters, National Bureau of Economic Research, 2008, pagg. 443-452, <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4076/c4076.pdf>.

⁴ Rossi, B., “Exchange rate predictability”, *Journal of Economic Literature*, vol. 51, 2013, pagg. 1063-1119.

⁵ Cheung, Y.-W., Chinn, M.D., Pascual, A.G. e Zhang, Y., “Exchange rate prediction redux: New models, new data, new currencies”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 95, 2019, pagg. 332-336.

Sebbene la BCE, il Federal Reserve System statunitense e altre importanti banche centrali, in linea con le rispettive strategie di politica monetaria, non considerino il tasso di cambio una variabile di riferimento⁶, esse sono consapevoli che, in caso di ampie e persistenti oscillazioni del tasso di cambio nominale, nel tempo potrebbero verificarsi disallineamenti del tasso di cambio reale, con implicazioni potenzialmente significative per le prospettive economiche. Ciò è dovuto al fatto che, in condizioni di rigidità dei prezzi, sovrastime e sottostime delle valute possono determinare squilibri di competitività, eccessiva volatilità dei tassi di cambio reali e possibili bruschi aggiustamenti economici con impatto avverso sul consumo e sulla produzione⁷. È in questo contesto che si inserisce il dibattito sul “valore equo” (fair value) delle valute. In casi eccezionali, le principali banche centrali sono intervenute di concerto sui mercati dei cambi in modo diretto o soltanto verbalmente, al fine di influenzare le dinamiche dei tassi di cambio. Non sorprende, quindi, che negli ultimi decenni accademici e responsabili delle politiche abbiano continuato ad adoperarsi per affinare le proprie metodologie di valutazione dei tassi di cambio di equilibrio (come nel caso di Bussière et al., 2010; Phillips et al., 2013; Fidora et al., 2017; Couharde et al., 2018; nonché Cubeddu et al., 2019)⁸.

Studi recenti sostengono che i fattori che determinano i tassi di cambio di equilibrio, oltre a destare interesse per loro intrinseca natura, potrebbero essere utili per comprendere e prevedere i movimenti dei tassi di cambio.

Tali studi suggeriscono che, sebbene non sia possibile anticipare del tutto la dinamica di aggiustamento dei tassi di cambio, è tuttavia noto come tali tassi si adeguino, nel tempo, al loro valore di equilibrio, ovvero a un livello definito dalla teoria economica. Gli studi di Ca' Zorzi et al. del 2016 e di Ca' Zorzi e Rubaszek del 2020⁹ mostrano che è sufficiente ipotizzare che il tasso di cambio reale converga gradualmente verso la definizione più semplice del tasso di cambio di equilibrio, ossia la parità del potere d'acquisto (PPA), per produrre previsioni del tasso di cambio reale e nominale sorprendentemente accurate. In teoria, questo approccio è più adatto alla previsione dei tassi di cambio reali, poiché il concetto di tasso di cambio di equilibrio è definito in termini reali. L'evidenza empirica sembra tuttavia indicare che gli aggiustamenti del tasso di cambio reale si verificano principalmente attraverso i movimenti valutari, piuttosto che attraverso le variazioni dei prezzi

⁶ Per una rassegna sul ruolo del tasso di cambio nel caso della BCE, cfr. Work Stream on Globalisation, “The implications of globalisation for the ECB monetary policy strategy”, *Occasional Paper Series*, n. 263, BCE, settembre 2021.

⁷ Il concetto e la misurazione del tasso di cambio di equilibrio sono particolarmente rilevanti anche per le banche centrali con regimi di amministrazione rigida dei tassi di cambio o per i paesi che, dopo l'adesione agli AEC II (accordi europei di cambio), fissano irrevocabilmente la loro parità rispetto all'euro.

⁸ Bussière, M., Ca' Zorzi, M., Chudik, A. e Dieppe, A., “Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates”, *Working Paper Series*, n. 1151, Banca centrale europea, 2010; Phillips, S., Catao, L., Ricci, L.A., Bems, R., Das, M., di Giovanni, J., Unsal, D.F., Castillo, M., Lee, J., Rodriguez, J. e Vargas, M., “The External Balance Assessment (EBA) Methodology”, *IMF Working Papers*, n. 13/272, Fondo monetario internazionale, 2013; Couharde, C., Delatte, A.L., Grekou, C., Mignon, V. e Morvillier, F., “EQCHANGE: A world database on actual and equilibrium effective exchange rates”, *International Economics*, vol. 156, 2018, pagg. 206-230; Cubeddu, L.M., Krogstrup, S., Adler, G., Rabanal, P., Dao, M.C., Hannan, S.A., Juvenal, L., Buitron, C.O., Rebillard, C., Garcia-Macia, D. e Jones, C., “The External Balance Assessment Methodology: 2018 Update”, *IMF Working Papers*, n. 19/65, Fondo monetario internazionale, 2019.

⁹ Ca' Zorzi, M., Muck, J. e Rubaszek, M., “Real exchange rate forecasting and PPP: This time the random walk loses”, *Open Economies Review*, vol. 27, 2016, pagg. 585-609; Ca' Zorzi, M. e Rubaszek, M., “Exchange rate forecasting on a napkin”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 104, 2020.

relativi. Pertanto, almeno per i paesi con tassi di inflazione moderati, le misure dei tassi di cambio di equilibrio reale possono essere utilizzate anche per prevedere i tassi di cambio nominali¹⁰. Da un diverso punto di partenza, i lavori di Ca' Zorzi et al. (2017)¹¹ e Eichenbaum et al. (2020)¹² giungono alla conclusione che i modelli macroeconomici più avanzati, noti come modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) - secondo i quali le oscillazioni del tasso di cambio reale e nominale sono determinate da differenze nell'orientamento di politica monetaria, corrette per i premi per il rischio - offrano anch'essi una descrizione piuttosto accurata degli andamenti dei tassi di cambio e, nel complesso, consentano di prevedere correttamente gli andamenti dei tassi di cambio reali e, in misura minore, di quelli nominali. La spiegazione risiederebbe nel fatto che, come avviene per gli approcci più semplici, tali modelli implicano un graduale ritorno del tasso di cambio reale al suo valore PPA di equilibrio, e tuttavia tendono a sottostimare il riscontro empirico consolidato di un forte comovimento fra i tassi di cambio reali e quelli nominali.

Il principale intento del presente articolo è stabilire se fattori che determinano i tassi di cambio di equilibrio diversi dalla PPA possano concorrere a migliorare la prevedibilità dei tassi di cambio. Nella misura in cui è possibile comprendere le determinanti di lungo periodo dei tassi di cambio, e quindi stimare il tasso di cambio di equilibrio con maggiore precisione, in linea teorica dovrebbe essere possibile prevedere con più accuratezza la traiettoria futura del tasso di cambio reale e nominale. A tale scopo, l'articolo valuta la capacità predittiva di tre fra i più diffusi modelli del tasso di cambio di equilibrio. Oltre al modello PPA, l'articolo esamina anche alcune versioni semplificate degli approcci basati sul tasso di cambio di equilibrio comportamentale (TCEC) e sull'equilibrio macroeconomico (macroeconomic balance, MB), sulla falsariga di Ca' Zorzi et al. (2022)¹³.

2 Tre metodi di valutazione dei tassi di cambio di equilibrio

I modelli del tasso di cambio di equilibrio vengono impiegati per scomporre il tasso di equilibrio reale (real exchange rate, rer) nelle sue componenti di equilibrio (rer^{eq}) e disallineamento (rer^{mis}):

$$rer = rer^{eq} + rer^{mis}$$

¹⁰ Tale proprietà è anche in parte incorporata nei modelli teorici di viscosità dei prezzi. In questi modelli, tuttavia, il risultante comovimento fra i tassi di cambio reali e quelli nominali tende a essere inferiore a quanto si riscontra nei dati effettivi.

¹¹ Ca' Zorzi, M., Kolasa, M. e Rubaszek, M., "Exchange rate forecasting with DSGE models", *Journal of International Economics*, vol. 107, 2017, pagg. 127-146.

¹² Eichenbaum, M., Johannsen, B.K. e Rebelo, S., "Monetary policy and the predictability of nominal exchange rates", *The Review of Economic Studies*, vol. 88, 2020, pagg. 192-228.

¹³ In particolare, il presente articolo del Bollettino economico aggiorna i risultati descritti in dettaglio nello studio di Ca' Zorzi, M., Cap, A., Mijakovic, A. e Rubaszek, M., "The reliability of equilibrium exchange rate models: A forecasting perspective", *International Journal of Central Banking*, di prossima pubblicazione. Una versione precedente di questo documento è disponibile nella serie dei Working Paper della BCE (n. 2358).

La scomposizione nelle due componenti dipende in parte dall'orizzonte temporale utilizzato.

Come argomentato da Driver e Westaway (2005), i movimenti del tasso di cambio sono determinati da variabili economiche fondamentali di lungo, medio e breve periodo e da una componente non spiegata¹⁴. L'approccio adottato nel presente articolo distingue tra i movimenti dei tassi di cambio di equilibrio e i movimenti dei tassi di cambio *attorno* al valore di equilibrio. I primi sono determinati da fondamentali di lungo e medio periodo, i secondi da fondamentali di breve periodo e da una componente non spiegata. Ciò è in linea con i modelli teorici di equilibrio generale¹⁵, in cui le oscillazioni dei tassi di cambio attorno ai valori di equilibrio durante il ciclo economico sono in parte determinate dall'orientamento di politica monetaria relativo delle banche centrali, corretto per i premi per il rischio¹⁶. La definizione di tassi di cambio di equilibrio è quindi importante da una prospettiva di politica monetaria.

Il primo modello di tasso di cambio di equilibrio qui considerato è il modello PPA, ossia quello alla base della prima teoria sulla determinazione del tasso di cambio reale, che è stata riportata in auge in tempi moderni da Gustav Cassel e ancora oggi costituisce un parametro di riferimento fondamentale per determinare le parità dei tassi di cambio in regime di cambi fissi¹⁷.

In sintesi, il modello PPA prende avvio dalla legge del prezzo unico, secondo cui l'arbitraggio internazionale contribuisce a equiparare il prezzo di qualsiasi prodotto commerciabile denominato in una valuta comune. Il concetto di PPA forte emerge dall'applicazione di questa legge ai panieri di consumo, ovvero dall'assunto che lo stesso paniere di beni abbia il medesimo costo in tutti i paesi, se denominato in una stessa valuta. Per contro, la versione relativa della teoria della PPA afferma che, in stato di equilibrio, il costo relativo di uno stesso paniere di beni in diversi paesi è costante nel tempo ma può deviare dall'unità a causa di fattori quali imposte e/o costi di trasporto. La versione relativa della PPA è empiricamente più rilevante e interessante da un punto di vista pratico, in quanto implica che una media campionaria di lungo periodo del tasso di cambio reale sia una valida proxy del tasso di cambio reale di equilibrio basato sulla PPA.

Il modello TCEC generalizza la teoria della PPA ipotizzando che deviazioni persistenti da tale valore non possono essere considerate "squilibri" se determinate da variabili economiche fondamentali.

In altre parole, mentre nel modello PPA il tasso di cambio di equilibrio a lungo termine è costante, nel modello TCEC l'equilibrio a medio termine oscilla nel tempo, in linea con le variazioni di una serie di variabili economiche fondamentali. In pratica, il livello del TCEC è stimato da una regressione che collega il tasso di cambio reale a una serie di variabili economiche indicate da considerazioni di teoria economica (Fell, 1996; MacDonald,

¹⁴ Driver, R. e Westaway, P., "Concepts of equilibrium exchange rates", *Bank of England Working Paper*, n. 248, Bank of England, 2005.

¹⁵ Esempi di tali modelli sono disponibili in Ca' Zorzi, M., Kolasa, M. e Rubaszek, M., 2017, op. cit.; Eichenbaum, M., Johannsen, B.K. e Rebelo, S., 2020, op. cit.; nonché Itskhoki, O. e Mukhin, D., "Exchange rate disconnect in general equilibrium", *Journal of Political Economy*, vol. 129(8), 2021.

¹⁶ Questa nozione è implicita nella scoperta parità dei tassi di interesse, come discusso in Engel, C., "Exchange rates, interest rates, and the risk premium", *American Economic Review*, vol. 106, 2016, pagg. 436-474.

¹⁷ Cassel, G., "Abnormal deviations in international exchanges" *Economic Journal*, dicembre 1918, pagg. 413-415.

1998; Maeso-Fernandez et al., 2001; nonché Lee et al., 2008)¹⁸. In letteratura si è ampiamente dibattuto sulla scelta delle variabili economiche fondamentali più appropriata per il computo del TCEC, nonché sul segno e sull'entità attesi dei parametri (per un compendio esaustivo della letteratura sull'argomento, cfr. Fidora et al., 2017)¹⁹. In questa analisi, la scelta dei fondamentali è limitata a tre variabili principali: il PIL pro capite relativo, le attività nette sull'estero e le ragioni di scambio. Tutte e tre le variabili mirano a spiegare i movimenti dei tassi di cambio a medio e a lungo termine sebbene, come indicato in precedenza, l'analisi non includa i differenziali dei tassi di interesse reali, le variabili di bilancio o altri fattori a breve termine. Nella maggior parte della letteratura si dà per scontato che un aumento del PIL pro capite relativo (*gdp*) determini un apprezzamento del tasso di cambio reale. Il motivo è duplice. Dal punto di vista della domanda, un aumento del reddito relativo dovrebbe determinare una maggiore domanda interna di beni non commerciabili e quindi un aumento del prezzo di questi ultimi in relazione ai beni commerciabili, ovvero un apprezzamento del tasso di cambio reale. La prospettiva dell'offerta si basa sull'effetto Balassa-Samuelson, secondo cui un aumento relativo nella produzione di beni commerciabili determina un aumento di *gdp* e un apprezzamento del tasso di cambio reale (Lee et al., 2013; nonché Zhang, 2017)²⁰. Un'altra spiegazione delle tendenze di lungo periodo dei tassi di cambio reali di equilibrio che viene citata di frequente mette in evidenza il ruolo delle attività nette sull'estero (*nfa*). La logica è che un aumento di *nfa* determina un incremento del reddito da interessi sul conto corrente che deve essere controbilanciato da un deterioramento del saldo commerciale, creando così la necessità di un apprezzamento del tasso di cambio reale (Lane e Milesi-Ferretti, 2002)²¹. Le ragioni di scambio (*tot*) rappresentano la terza variabile esplicativa più utilizzata nelle regressioni TCEC. Un aumento di *tot* dovrebbe determinare un miglioramento del saldo commerciale; pertanto, per riportare il saldo commerciale al livello iniziale, è necessario un apprezzamento del tasso di cambio reale. Per le ragioni di cui sopra si stima il livello del TCEC con la specifica utilizzata da Faruqee (1995) e Lane e Milesi-Ferretti (2004)²², in modo tale che il valore del TCEC per il paese *i* nel periodo *t* sia dato da:

¹⁸ Fell, J., "Balance of payments equilibrium and long-run real exchange rate behaviour", mimeo, Istituto monetario europeo, 1996; MacDonald, R., "What determines real exchange rates?: The long and the short of it", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 8, 1998, pagg. 117-153; Maeso-Fernandez, F., Osbat, C. e Schnatz, B., "Determinants of the Euro Real Effective Exchange Rate: A BEER/PEER Approach", *Australian Economic Papers*, vol. 41(4), 2002, pagg. 437-461; Lee, J., Ostry, J.D., Prati, A., Ricci, L.A. e Milesi-Ferretti, G.M., "Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies", *IMF Occasional Papers*, n. 261, Fondo monetario internazionale, 2008.

¹⁹ Fidora, M., Giordano, C. e Schmitz, M., "Real exchange rate misalignments in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2108, Banca centrale europea, 2017.

²⁰ Lee, J., Milesi-Ferretti, G.M. e Ricci, L.A., "Real exchange rates and fundamentals: A cross-country perspective", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, 2013, pagg. 845-865; nonché Zhang, Q., "The Balassa-Samuelson relationship: Services, manufacturing and product quality", *Journal of International Economics*, vol. 106, 2017, pagg. 55-82.

²¹ Lane, P.R. e Milesi-Ferretti, G.M., "External wealth, the trade balance, and the real exchange rate", *European Economic Review*, vol. 46, 2002, pagg. 1049-1071.

²² Faruqee, H., "Long-run determinants of the real exchange rate: a stock-flow perspective", *IMF Staff Papers*, vol. 42, 1995, pagg. 80-107; Lane, P.R. e Milesi-Ferretti, G.M., "The transfer problem revisited: Net foreign assets and real exchange rates", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 86, 2004, pagg. 841-857. Come spiegano Lane e Milesi-Ferretti, questa specifica rappresenta una relazione di cointegrazione di lungo periodo che rende necessarie stime panel di cointegrazione.

$$rer_{it}^{BEER} = \mu_i + \alpha_1 gdp_{it} + \alpha_2 nfa_{it} + \alpha_3 tot_{it} \quad (1)$$

dove tutte le variabili esplicative sono espresse rispetto alla media ponderata per l'interscambio di valori esteri e i segni stimati della regressione corrispondono alle previsioni teoriche.

L'approccio MB definisce i tassi di cambio di equilibrio dal punto di vista della sostenibilità del conto corrente.

La metodologia dell'approccio MB differisce sostanzialmente da quella dei modelli PPA e TCEC. Anziché stimare un tasso di cambio di equilibrio, l'approccio MB stima o calibra/postula un conto corrente di equilibrio (o di norma) e il gap di conto corrente, ossia la distanza del conto corrente da tale norma²³. Si propone quindi di stimare o calibrare una relazione fra il saldo di conto corrente e il tasso di cambio reale al fine di stabilire in che misura quest'ultimo debba adeguarsi per colmare il gap di conto corrente. Per tale motivo, questa definizione è strettamente collegata al dibattito sugli squilibri (di conto corrente) mondiali e al ruolo svolto dal tasso di cambio nel riassorbirli. Tecnicamente, per calcolare il tasso di cambio di equilibrio utilizzando il quadro di riferimento MB, è necessario tenere conto di tre questioni. La prima è prevedere il livello al quale il saldo di conto corrente si stabilizzerebbe se i tassi di cambio rimanessero invariati e gli output gap colmati (\widehat{ca}). La seconda riguarda la definizione del conto corrente in condizione di norma (ca^{norm}) che viene generalmente stimata utilizzando una regressione di dati panel con fondamentali simili a quelli scelti per le suddette regressioni TCEC. La terza consiste nello stimare come le variazioni del tasso di cambio reale incidano sul conto corrente (elasticità η). Per far fronte a tali questioni, come in Ca' Zorzi et al. (2022),²⁴ il tasso di cambio di equilibrio (rer_{it}^{MB}) può essere calcolato semplicemente come segue:

$$rer_{it}^{MB} = rer_{it} - \frac{\widehat{ca}_{it} - ca_{it}^{norm}}{\eta_{it}} \quad (2)$$

L'equazione (2) rivela il ruolo fondamentale svolto dall'elasticità di conto corrente η , che misura l'adeguamento del conto corrente in risposta a un apprezzamento del tasso di cambio dell'1 per cento. Ad esempio, raddoppiare il valore di questa elasticità dimezzerebbe l'adeguamento del tasso di cambio necessario a riportare il valore del conto corrente di lungo periodo (\widehat{ca}) al suo valore di norma (ca^{norm}). La letteratura accademica ha dimostrato che il valore dell'elasticità di conto corrente è incerto e dipende da alcune ipotesi critiche circa la misura degli effetti della

²³ Cfr. Williamson, J., (a cura di) *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics, 1994; e Lee et al. (2008), op. cit.

²⁴ Questo metodo consiste nel prevedere il conto corrente sottostante mediante un modello RW, previa definizione della norma del conto corrente in base a una regressione panel e scelta delle opportune elasticità di conto corrente.

trasmissione delle variazioni del tasso di cambio ai prezzi all'esportazione e all'importazione²⁵.

In termini di copertura geografica, l'analisi condotta nel presente articolo comprende il gruppo di economie avanzate responsabili dell'emissione delle cosiddette valute del G10, ovvero Australia (AU), Canada (CA), Svizzera (CH), area dell'euro (AE), Regno Unito (UK), Giappone (JP), Norvegia (NO), Nuova Zelanda (NZ), Svezia (SE) e Stati Uniti (US) e la serie di dati trimestrali copre il periodo compreso tra il primo trimestre del 1975 e il quarto trimestre del 2020. Tale campione è comparabile a quelli utilizzati negli studi che valutano le strategie commerciali dei tassi di cambio per le dieci valute più scambiate a livello mondiale (come in Opie e Riddiough, 2020), nonché studi recenti sulle previsioni dei tassi di cambio (come in Engel e Wu, 2021)²⁶. Esistono due criteri aggiuntivi per la selezione dei paesi: la presenza di regimi di cambio flessibili per la maggior parte del campione e la disponibilità di dati macroeconomici sufficienti per un significativo esercizio di valutazione delle previsioni²⁷. Una descrizione completa delle fonti di dati, delle regressioni stimate e delle valutazioni approssimative del tasso di cambio di equilibrio è disponibile nello studio di Ca' Zorzi et al. (2022), che ai fini del presente articolo è stato aggiornato con riferimento al quarto trimestre del 2020.

3 Adeguamenti interni al campione

Una questione fondamentale considerata nell'analisi condotta nel presente articolo è la misura in cui l'euro, il dollaro statunitense e le altre principali valute tendono a convergere verso i rispettivi valori di equilibrio di lungo periodo del tasso di cambio. Per ciascun modello del tasso di cambio di equilibrio, valuta e orizzonte h si stimano i parametri della regressione delle proiezioni locali:

$$rer_{t+h} - rer_t = \alpha_h - \beta_h(rer_t - rer_t^{eq}) + \epsilon_{t+h} \quad (3)$$

in cui il parametro β_h misura la frazione media del disallineamento eliminato all'orizzonte h . Se il tasso di cambio reale torna nel tempo al suo equilibrio, il valore

²⁵ Per evidenze sull'elevato grado di incertezza che circonda le stime sull'elasticità degli scambi commerciali, cfr. Bussière et al. (2010), op. cit. Per lo scenario di base è stata ipotizzata la fatturazione in valuta del produttore. Ciò significa che i prezzi all'esportazione non reagiscono alle variazioni del tasso di cambio, mentre i prezzi all'importazione sono influenzati secondo un rapporto uno a uno, il che implica una trasmissione perfetta. Data l'elevata incertezza sulla stima del valore delle elasticità del commercio estero, si è seguita la letteratura fissando le elasticità di lungo periodo dei prezzi a meno uno. Queste ipotesi si traducono in una serie di elasticità che dipendono sia dal paese sia dal tempo, entrambe funzioni delle quote di importazioni ed esportazioni. Per evidenze dell'impatto sulla capacità predittiva dei tre modelli che utilizzano diverse ipotesi di determinazione dei prezzi, cfr. Ca' Zorzi et al. (2022), op. cit.

²⁶ Opie, W. e Riddiough, S.J., "Global currency hedging with common risk factors", *Journal of Financial Economics*, vol. 136, 2020, pagg. 780-805; nonché Engel, C. e Wu, S.P.Y. (2021), op. cit.

²⁷ Per ciascuna delle dieci economie analizzate, il settore estero è rappresentato dagli altri nove paesi più la Danimarca, che è esclusa dall'analisi in ragione del suo regime di cambio fisso. I pesi sono calcolati sulla base dell'indice del tasso di cambio effettivo ristretto pubblicato dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI). La nostra analisi prende a riferimento i pesi della BRI per l'anno 1995, adeguandoli in modo da sommarsi in una unità. I valori esatti sono presentati nella tavola 1 dello studio di Ca' Zorzi et al. (2022), op. cit., e coprono dal 75 al 96 per cento dell'indice della BRI.

di β_h dovrebbe convergere verso 1 man mano che h aumenta. Parallelamente, vengono stimate le proiezioni locali.

$$ner_{t+h} - ner_t = \gamma_h - \delta_h(ner_t - ner_t^{eq}) + \eta_{t+h} \quad (4)$$

Ciò consente di valutare la misura in cui il tasso di cambio nominale ha realizzato l'aggiustamento necessario.

L'evidenza indica una netta tendenza dei tassi di cambio a convergere verso il loro valore di equilibrio e del ritmo della convergenza a dipendere dal modello.

Nella tavola 1, per ciascun paese la prima riga riporta la quota del disallineamento del tasso di cambio reale assorbita dalla variazione del tasso di cambio reale (β_h) mentre la seconda riga indica la quota assorbita dalla variazione del tasso di cambio nominale (δ_h) su ciascun orizzonte h .

Tavola 1

Quota dell'aggiustamento dei tassi di cambio reali e nominali rispetto al disallineamento iniziale tra i modelli

		PPA	TCEC	MB	PPA	TCEC	MB
		Orizzonte di 1 trimestre			Orizzonte di 4 trimestri		
Euro	tasso di cambio reale	0,07**	0,07**	0,00	0,28***	0,31***	0,01
	tasso di cambio nominale	0,05*	0,05*	0,01	0,23**	0,24**	0,03
Dollaro statunitense	tasso di cambio reale	0,05*	0,06**	0,05***	0,20**	0,26**	0,18***
	tasso di cambio nominale	0,04	0,05	0,05***	0,16*	0,22**	0,20***
Gruppo di valute	tasso di cambio reale	0,05***	0,06***	0,04***	0,20***	0,25***	0,12***
	tasso di cambio nominale	0,04***	0,06***	0,04***	0,18***	0,24***	0,15***
		Orizzonte di 12 trimestri			Orizzonte di 20 trimestri		
Euro	tasso di cambio reale	0,72***	0,79***	0,00	1,10***	1,23***	0,10**
	tasso di cambio nominale	0,63***	0,68***	0,05	1,03***	1,14***	0,06
Dollaro statunitense	tasso di cambio reale	0,74***	0,90***	0,48***	1,25***	1,49***	0,68***
	tasso di cambio nominale	0,69***	0,84***	0,52***	1,24***	1,48***	0,72***
Gruppo di valute	tasso di cambio reale	0,56***	0,69***	0,24***	0,72***	0,86***	0,26***
	tasso di cambio nominale	0,54***	0,68***	0,33***	0,73***	0,90***	0,38***

Fonte: elaborazioni a cura degli autori.

Note: la tavola presenta le stime dei parametri di adeguamento β_h e δ_h rispetto alle regressioni (3) e (4). Gli asterischi ***, ** e * indicano rispettivamente livelli di significatività dell'1, 5 e 10 per cento. Il gruppo comprende le valute di tutti i paesi del G10.

Dalla tavola 1 emergono quattro risultati interessanti.

In primo luogo, l'aggiustamento del tasso di cambio reale inizia quasi

immediatamente. Nel caso del modello PPA, ad esempio, in un trimestre il tasso di cambio reale varia in modo da assorbire il 7 per cento del disallineamento del tasso di cambio reale per l'euro e il 5 per cento sia per il dollaro statunitense sia per l'intero

gruppo di valute del G10²⁸. L'aggiustamento è simile e lievemente più marcato nel caso del modello TCEC. È degno di nota il fatto che nel breve orizzonte temporale di un trimestre si sia già realizzata una piccola quota dell'aggiustamento del tasso di cambio richiesto. Pertanto, nonostante si sia spesso affermato il contrario, i movimenti del tasso di cambio nel breve periodo non sono del tutto imprevedibili. La convergenza al punto di equilibrio è molto lenta, ma inizia ben prima dell'orizzonte di un anno.

In secondo luogo, le variazioni del tasso di cambio nominale sono, almeno in parte, prevedibili, dal momento che l'aggiustamento del tasso di cambio reale richiesto avviene attraverso movimenti valutari e non attraverso un aggiustamento dei prezzi relativi nei vari paesi. Ciò risulta evidente se si osserva che la quota di aggiustamento del tasso di cambio nominale δ_h è cospicua quasi quanto a quella raggiunta da β_h ²⁹. Nel caso del modello PPA, i numeri sono solo lievemente inferiori a quelli relativi al tasso di cambio reale: il tasso di cambio nominale assorbe il 5 per cento del disallineamento del tasso di cambio reale per l'euro e il 4 per cento per il dollaro statunitense e per la media delle valute incluse nel gruppo. Ciò si applica a diversi modelli e orizzonti temporali, indipendentemente dal grado di prevedibilità del tasso di cambio, che differisce da un modello all'altro.

In terzo luogo, il ritmo di convergenza al punto di equilibrio varia considerevolmente da un modello all'altro. Con il modello PPA, entro tre anni il tasso di cambio reale assorbe il 72 per cento dell'adeguamento necessario per l'euro, il 74 per cento per il dollaro statunitense e il 56 per cento per l'intero gruppo di valute del G10. Tuttavia, il ritmo di adeguamento non è lo stesso per i diversi modelli. Esso è lievemente più rapido per il modello TCEC: entro tre anni l'adeguamento viene completato al 79 per cento per l'euro, al 90 per cento per il dollaro statunitense e al 69 per cento per l'intero gruppo di valute³⁰.

In quarto luogo, il ritmo di aggiustamento del tasso di cambio reale è molto più lento con il modello MB. Dopo tre anni l'impatto è sostanzialmente nullo per l'euro, pari al 48 per cento per il dollaro statunitense e solo al 24 per cento per l'intero gruppo di valute. Ciò sembra indicare che il potere esplicativo interno al campione dei tassi di cambio di equilibrio stimato con il modello basato sul conto corrente è nel complesso molto scarso. Un andamento simile emerge se ci si concentra sull'aggiustamento del tasso di cambio nominale (cfr. la tavola 1).

Esiste infine un'elegante modalità grafica per mostrare in modo equivalente che i tassi di cambio nominali assorbono nel tempo i disallineamenti passati dei tassi di cambio. Di seguito viene presentata una serie di grafici di dispersione che mostrano le variazioni del tasso di cambio nominale su diversi orizzonti rispetto al disallineamento iniziale del tasso di cambio reale, ovvero la deviazione del tasso di cambio reale dal suo valore di equilibrio coerente con il modello. Nella misura in

²⁸ I risultati panel sono stimati utilizzando effetti fissi per i dieci paesi inclusi nel campione e correggendo gli errori per l'autocorrelazione e l'eteroschedasticità.

²⁹ Per il modello PPA il rapporto tra l'adeguamento nominale e quello reale, δ_h/β_h , tende a essere inferiore all'unità, il che significa che una piccola quota dell'adeguamento del tasso di cambio reale è completata dall'inflazione relativa.

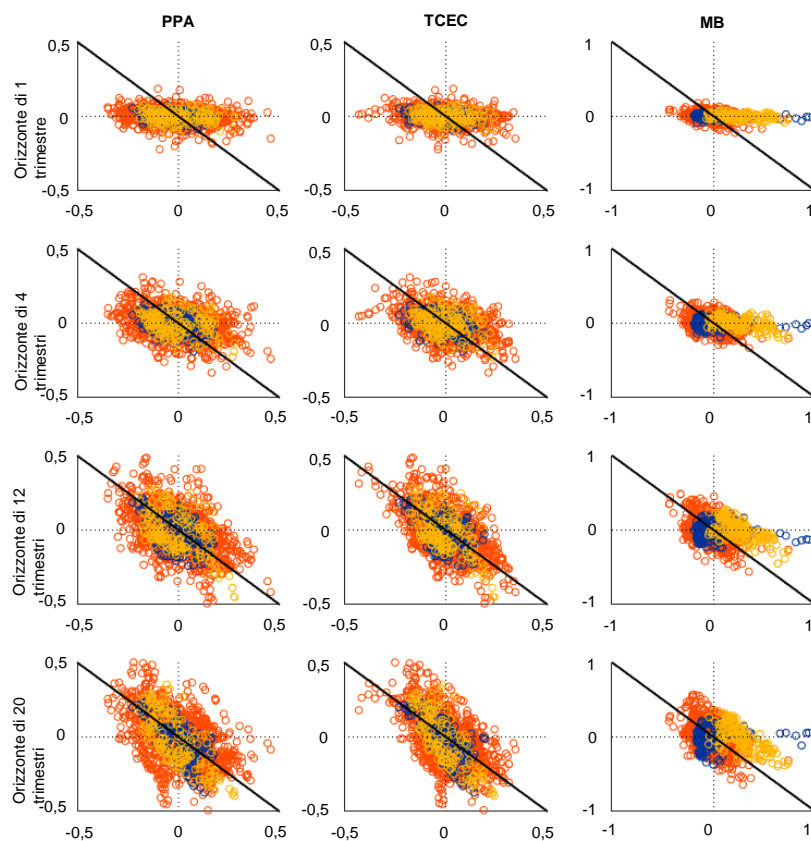
³⁰ Su un orizzonte di quattro anni vi sono evidenze di sopravvalutazione per l'euro e il dollaro statunitense, a indicare che il disallineamento stimato si orienta nella direzione opposta.

cui si verifica un aggiustamento, tale relazione dovrebbe essere negativa e, nel caso di un aggiustamento totale realizzato dal tasso di cambio nominale e assenza di movimenti del tasso di cambio di equilibrio, l'inclinazione della regressione dovrebbe essere pari a meno uno. Il grafico 1 mostra i risultati per i tre modelli su diversi orizzonti temporali: i cerchi gialli indicano le osservazioni relative al dollaro statunitense, quelli blu le osservazioni relative all'euro e quelli rossi le osservazioni di tutte le altre valute del G10.

Grafico 1

Grafico di dispersione delle variazioni del tasso di cambio nominale a fronte di disallineamenti per l'euro, il dollaro statunitense e tutte le altre valute del G10

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori.

Note: l'asse delle ascisse rappresenta le deviazioni dei tassi di cambio effettivi reali dal loro punto di equilibrio per l'intero campione, mentre l'asse delle ordinate rappresenta i successivi adeguamenti del tasso di cambio reale. Il dollaro statunitense e l'euro sono contrassegnati rispettivamente con cerchi gialli e blu. Tutte le altre valute del G10 sono contrassegnate con cerchi rossi. La linea diagonale rappresenta un adeguamento perfetto al punto di equilibrio.

Il grafico conferma visivamente che sia per i modelli PPA sia per quelli TCEC vi è un meccanismo di aggiustamento che assicura che il disallineamento iniziale del tasso di cambio reale venga assorbito attraverso una variazione del tasso di cambio nominale. Ciò appare già visibile su un orizzonte temporale di un anno e diventa particolarmente evidente su orizzonti più lunghi. Per il modello MB

l'aggiustamento è, ancora una volta, molto più lento e visibile solo per il dollaro statunitense sull'orizzonte quinquennale.

4 Evidenze al di fuori del campione

L'evidenza che i tassi di cambio convergano verso gli equilibri di lungo periodo conduce a una domanda fondamentale: tali informazioni possono essere utilizzate per prevedere i tassi di cambio reali e nominali? Per fornire

una risposta, nella fase che segue si valuta l'accuratezza delle previsioni al di fuori del campione per orizzonti temporali compresi tra uno e 20 trimestri nel periodo tra il primo trimestre del 1995 e il quarto trimestre del 2020 sulla base dell'intero panel di dati. In particolare, per ciascun periodo di dati statistici s , per calcolare le previsioni sui tassi di cambio reali e nominali si utilizzano le regressioni delle proiezioni locali (5) e (6):

$$rer_{s+h}^f = rer_s + \alpha_{h|s} - \beta_{h|s}(rer_s - rer_{s|s}^{eq}) \quad (5)$$

$$ner_{s+h}^f = ner_s + \gamma_{h|s} - \delta_{h|s}(rer_s - rer_{s|s}^{eq}) \quad (6)$$

dove $\alpha_{h|s}$, $\beta_{h|s}$, $\gamma_{h|s}$, $\delta_{h|s}$ e $rer_{s|s}^{eq}$ sono i parametri e le stime del tasso di cambio di equilibrio basate su un campione che termina nel periodo s .

Il grafico che mostra le previsioni sequenziali illustra il contenuto predittivo di tre modelli di tasso di cambio di equilibrio e indica immediatamente che i modelli PPA e TCEC funzionano in modo relativamente soddisfacente.

Il grafico 2 illustra le previsioni sequenziali per il dollaro statunitense e l'euro, e mostra che, prefigurando un graduale ritorno del tasso di cambio reale al corrispondente valore di equilibrio, i modelli PPA e TCEC forniscono entrambi, di norma, previsioni relativamente accurate. Per contro, il modello MB produce risultati scarsi³¹, poiché le previsioni ottenute da tale modello sono correlate solo in modo debole con i risultati successivi³².

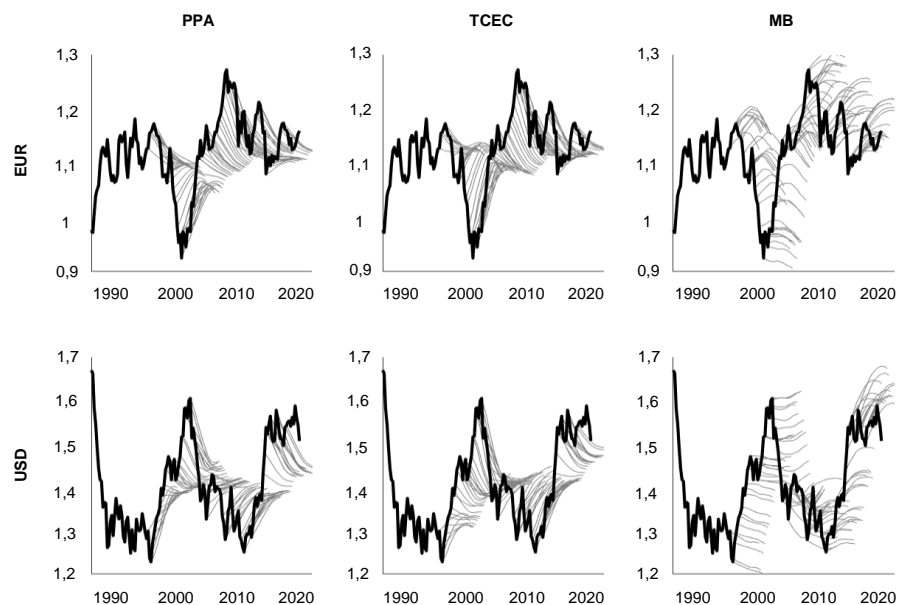
³¹ Un risultato analogo è riscontrabile in Yesin (2016). Cfr. Yesin, P., "Exchange rate predictability and state-of-the art models", *SNB Working Paper Series*, n. 2/2016, Banca nazionale svizzera, 2016.

³² Ciò può essere spiegato da due fattori: l'elevata volatilità degli equilibri impliciti nel modello MB e le basse stime del parametro di adeguamento β_h , indicano che vi è una limitata convergenza verso il valore di equilibrio per i modelli di tasso di cambio di equilibrio basati sul conto corrente. Se β_h è prossimo a zero, le previsioni calcolate con l'equazione (4) sono simili a quelle che si otterrebbero utilizzando un modello RW con drift, come nel caso del modello MB. Ciò conferma il nostro riscontro, all'interno del campione, di un adeguamento molto limitato dei tassi di cambio alle stime del tasso di cambio di equilibrio quando queste ultime sono ricavate con il modello MB.

Grafico 2

Previsioni sequenziali

(logaritmo del tasso di cambio effettivo reale)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori.

Nota: la linea nera rappresenta il risultato effettivo, mentre le linee grigie rappresentano la previsione su un orizzonte di 20 trimestri calcolata in momenti differenti.

Le suddette evidenze aneddotiche sulla capacità relativa dei tre modelli possono anche essere mostrate in modo più formale rispetto al parametro di riferimento RW. A tal fine, nel grafico 3 si riporta un indicatore dei risultati di ciascun modello (ovvero la radice dell'errore quadratico medio, REQM) misurati rispetto a quelli del modello RW. Se questo indicatore è inferiore all'unità, il modello in questione fornisce previsioni più accurate di quelle ottenute utilizzando la semplice ipotesi di un tasso di cambio invariato.

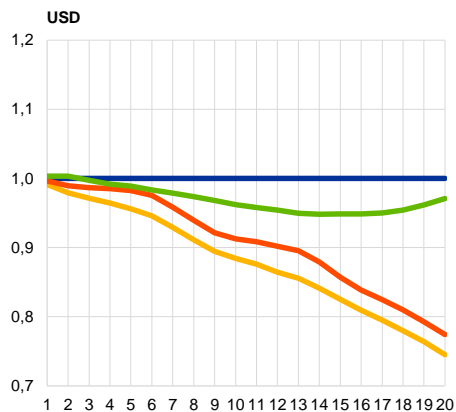
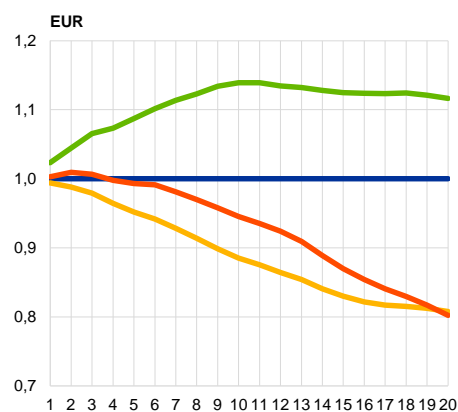
Grafico 3

REQM dell'euro e del dollaro statunitense su orizzonti temporali diversi nei vari modelli rispetto al parametro di riferimento RW

a) REQM per i tassi di cambio reali

(indice)

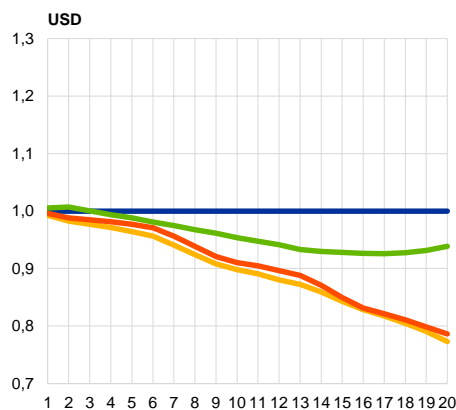
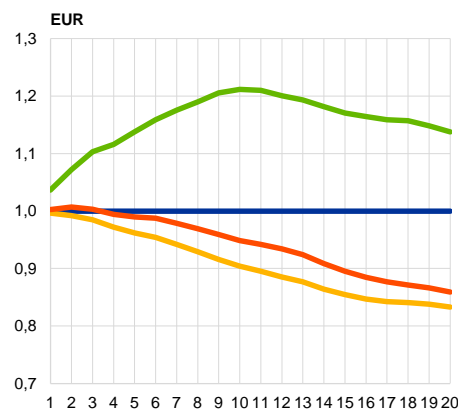
■ RW
■ PPA
■ TCEC
■ MB



b) REQM per i tassi di cambio nominali

(indice)

■ RW
■ PPA
■ TCEC
■ MB



Fonte: elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grafico mostra sull'asse delle ordinate i rapporti della radice dell'errore quadratico medio di previsione dei modelli rispetto al parametro RW. L'asse delle ascisse è organizzato in termini di orizzonti trimestrali.

I risultati confermano che i modelli PPA e TCEC hanno buone performance in termini relativi, mentre il modello MB produce risultati più scarsi per l'area dell'euro. Nei casi di euro e dollaro statunitense, il modello PPA (linea gialla) e quello TCEC (linea rossa) hanno conseguito risultati nettamente superiori a quelli del modello RW (linea blu) in termini di previsione sia reale (pannello a) del grafico 3) sia nominale (pannello b) del grafico 3) dei tassi di cambio, dal momento che questo indicatore della capacità predittiva è sempre al di sotto della soglia di 1. È interessante notare che, per il modello PPA, il risultato è già statisticamente significativo su un orizzonte temporale di un anno. Per contro, il modello MB (linea

verde) non riesce a ottenere risultati migliori del modello RW nel caso dell'euro, mentre li ottiene nel caso del dollaro statunitense su orizzonti temporali superiori a un anno.

Per le altre valute del G10 si ottengono risultati più controversi. La tavola 2 illustra i risultati per tutti i paesi che emettono le valute del G10, con tassi di cambio nominali e reali su orizzonti di quattro e 20 trimestri. I risultati su orizzonti temporali brevi mostrano che le previsioni ottenute tramite il modello basato sull'equilibrio sono migliori di quelle basate sul modello RW in circa la metà dei casi, anche se la differenza è significativa solo in alcuni di questi. Tuttavia, su un orizzonte temporale più lungo, di 20 trimestri, i modelli PPA e TCEC mostrano una capacità predittiva maggiore rispetto al modello RW, mentre il modello MB è generalmente impreciso³³. Il modello PPA ottiene i risultati migliori fra i tre modelli valutati per l'accuratezza delle rispettive previsioni.

³³ Un risultato analogo è riscontrabile in Yesin (2016), op.cit. L'analisi mostra che, nonostante l'utilità del modello MB nel contesto del dibattito sugli squilibri mondiali, il modello TCEC presenta migliori proprietà predittive

Tavola 2

REQM per i tassi di cambio reali e nominali in modelli diversi rispetto al parametro RW; andamento dell'aggiustamento stimato

Tasso di cambio reale	PPA (stimato)	TCEC (stimato)	MB (stimato)	PPA (stimato)	TCEC (stimato)	MB (stimato)
	Orizzonte di 4 trimestri			Orizzonte di 20 trimestri		
AU	1,01*	0,91**	1,05	1,06**	0,55***	1,24
CA	0,99*	1,00*	1,01	0,84***	0,73***	1,11
CH	1,02	1,11	1,06	1,14	1,26	1,02
AE	0,96**	1,00	1,07	0,81***	0,80***	1,12
UK	0,95***	1,05*	1,00	0,80***	1,14	1,05
JP	0,94**	0,88***	1,03	0,90***	0,66***	1,10
NO	0,95**	1,30	0,99*	0,86***	2,59	0,95**
NZ	1,02	0,98*	1,00	0,98**	0,84***	0,97*
SE	1,14	1,09	1,01	1,61	1,19	0,87***
US	0,96**	0,99*	0,99*	0,75***	0,77***	0,97
Tasso di cambio nominale	Orizzonte di 4 trimestri			Orizzonte di 20 trimestri		
AU	1,04	0,92**	1,08	1,23**	0,66***	1,43
CA	0,99*	0,98*	1,01	0,81***	0,77***	1,11
CH	0,97**	1,06	1,08	0,83***	0,95*	0,88***
AE	0,97*	0,99	1,12	0,83***	0,86***	1,14
UK	0,99*	1,05	1,02	0,87***	1,11*	1,00
JP	1,00	0,95**	1,05	1,13**	0,85***	1,20
NO	0,96**	1,21	0,97**	0,87**	1,95	0,84**
NZ	1,14	1,10	1,02	1,56	1,43	1,22
SE	1,03	1,07	1,01	1,08	1,19*	1,16*
US	0,97**	0,98*	0,99*	0,77***	0,79***	0,94**

Fonte: elaborazioni a cura degli autori.

Note: la tavola mostra i rapporti della radice dell'errore quadratico medio di previsione dei modelli rispetto al parametro di riferimento RW, dove i valori inferiori all'unità indicano che le previsioni del rispettivo modello sono più accurate di quelle del valore di riferimento. Gli asterischi ***, ** e * indicano rispettivamente i livelli di significatività dell'1, 5 e 10 per cento del test Clark-West, dove la varianza di lungo periodo è calcolata con il metodo Newey-West.

L'analisi evidenzia che il modello RW resta ancora una valida alternativa, molto probabilmente per via del ruolo dell'errore di stima. Di fatto, lo sforzo compiuto per stimare il ritmo della convergenza al valore di equilibrio con le regressioni delle proiezioni locali (5) e (6) non è stato molto utile in termini di previsioni. A riprova di ciò, l'esercizio precedente può essere ripetuto con le uniche differenze che: a) questa volta il tasso di cambio nominale varia per assicurare un movimento del tasso di cambio reale verso il suo valore di equilibrio e b) tale aggiustamento è calibrato in modo da avvenire piuttosto lentamente, in linea con la letteratura sul tasso di cambio reale. La tavola 3 illustra i risultati relativi a un aggiustamento con emivita di tre anni, che tuttavia sono validi anche per un intervallo più ampio, compreso fra due anni e mezzo e cinque anni; per gli intervalli di emivita superiori a cinque anni, invece, le previsioni sono quasi uguali a quelle fornite dal modello RW.

Tavola 3

REQM per i tassi di cambio reali e nominali in modelli diversi rispetto al parametro RW; aggiustamento calibrato su un periodo di emivita di 3 anni

	PPA	TCEC	MB	PPA	TCEC	MB
	(calibrato)	(calibrato)	(calibrato)	(calibrato)	(calibrato)	(calibrato)
Tasso di cambio reale	Orizzonte di 4 trimestri			Orizzonte di 20 trimestri		
AU	0,98**	0,91**	1,05	0,92***	0,63***	1,27
CA	0,99*	0,98*	0,98**	0,80***	0,78***	0,85***
CH	1,04	1,07	1,08	1,12	1,13	1,17
AE	0,95**	0,96*	1,13	0,77***	0,78***	1,26
UK	0,95***	0,99**	0,98	0,78***	0,97**	0,93**
JP	0,91**	0,89***	1,03	0,79***	0,67***	1,02*
NO	0,96**	1,11	1,07	0,86***	1,81	1,51**
NZ	1,02	0,97*	0,97**	0,98**	0,86***	0,99*
SE	1,19	1,08	1,19	1,74	1,30	1,80
US	0,96**	0,96**	1,11	0,77***	0,79***	1,19*
Tasso di cambio nominale	Orizzonte di 4 trimestri			Orizzonte di 20 trimestri		
AU	0,99***	0,95**	1,04	0,95***	0,79***	1,28
CA	0,99***	0,98*	0,98**	0,79***	0,78***	0,85***
CH	1,11	1,13	1,07	1,19	1,17	1,09
AE	0,96**	0,97*	1,13	0,77***	0,79***	1,32
UK	0,97***	1,02	0,97*	0,85***	1,04	0,87***
JP	0,92**	0,93**	1,02	0,86***	0,85***	0,95***
NO	0,98*	1,14	1,06*	0,94*	1,68	1,37*
NZ	1,01	0,97*	0,97**	0,96***	0,84***	0,97**
SE	1,17	1,08	1,15	1,65	1,24	1,72
US	0,95**	0,96**	1,05	0,77***	0,78***	0,99**

Fonte: elaborazioni a cura degli autori.

Note: la tavola mostra i rapporti della radice dell'errore quadratico medio di previsione dei modelli rispetto al parametro di riferimento RW, dove i valori inferiori all'unità indicano che le previsioni del rispettivo modello sono più accurate di quelle del valore di riferimento. Gli asterischi ***, ** e * indicano rispettivamente i livelli di significatività dell'1, 5 e 10 per cento del test Clark-West, dove la varianza di lungo periodo è calcolata con il metodo Newey-West.

La capacità predittiva del tasso di cambio di equilibrio determinato con l'approccio PPA (ovvero la media del campione) diventa pienamente evidente in questo contesto. Il modello PPA risulta migliore del valore di riferimento RW sette volte su dieci nelle previsioni del tasso di cambio reale e otto volte su dieci in quelle del tasso di cambio nominale. I risultati del modello TCEC sono affidabili quasi quanto quelli del modello PPA, ma non migliori perché influenzati anche da errore di stima di origine diversa. La capacità predittiva del modello MB è, in genere, considerevolmente minore di quella degli altri due modelli.

Un'ulteriore indicazione ricavata da questo risultato è che la maggior parte della capacità predittiva dei modelli rispetto al valore di riferimento RW deriva direttamente dalla proprietà del tasso di cambio reale di riportarsi su

valori medi³⁴. È sufficiente stabilire una semplice “regola empirica” secondo cui il tasso di cambio nominale si muove gradualmente in modo da riportare il tasso di cambio reale sulla sua media, per ottenere risultati migliori rispetto al modello RW e alla maggior parte degli altri modelli. In sintesi, l’approccio PPA rappresenta sia un modello competitivo in termini di stima del tasso di cambio di equilibrio sia un parametro di riferimento accurato per le previsioni del tasso di cambio reale e nominale. Il modello TCEC produce buoni risultati sia all’interno che all’esterno del campione. Per contro, il modello MB è altamente inaffidabile nel prevedere le variazioni future del tasso di cambio.

5 Osservazioni conclusive

I tassi di cambio non costituiscono un obiettivo di politica monetaria per le principali banche centrali, ma rappresentano una variabile significativa nell’insieme di informazioni a loro disposizione. Sono importanti perché la previsione dei loro andamenti futuri può contribuire a valutare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Sono altresì importanti perché scostamenti bruschi e rilevanti dal valore equo (fair value) potrebbero dar luogo ad ampi aggiustamenti, con ripercussioni potenzialmente negative sulle prospettive di inflazione e sul prodotto. Il presente articolo ha fornito un’analisi di compendio della letteratura sui tassi di cambio di equilibrio e sulle previsioni dei tassi di cambio. Dall’analisi della capacità predittiva dei modelli del tasso di cambio di equilibrio è possibile trarre diversi insegnamenti importanti e inattesi.

Il primo è che i tassi di cambio reali all’interno del campione, in media, tendono a convergere lentamente verso i loro valori di equilibrio se questi ultimi sono definiti dai modelli PPA o TCEC. Ciò non si applica ai modelli del tasso di cambio di equilibrio basati sul conto corrente. Le stime del tasso di cambio di equilibrio ottenute con questi modelli tendono a essere instabili e inaffidabili nello spiegare i movimenti del tasso di cambio reale.

Il secondo insegnamento è che questa proprietà della convergenza può essere sfruttata per prevedere non solo i tassi di cambio reali ma anche quelli nominali. Il motivo è intuitivo, poiché gran parte dell’aggiustamento verso il valore di equilibrio è ottenuto da un movimento valutario e non attraverso variazioni dei prezzi relativi nei diversi paesi. Sebbene il modello RW rimanga, in alcuni casi, un formidabile concorrente, i modelli PPA e TCEC possono contribuire a prevedere i movimenti futuri del tasso di cambio. Le stime basate sul modello MB, invece, non sono indicative di tali movimenti futuri.

Il terzo insegnamento è che la maggior parte della capacità predittiva deriva dalle proprietà dei tassi di cambio reali di riportarsi su valori medi, piuttosto che dallo sfruttamento della relazione fra i tassi di cambio e le variabili economiche fondamentali. Sebbene la nozione di PPA sia molto più compatibile

³⁴ Lo studio di Engel e Wu (2021), op. cit., giunge all’analogica conclusione che la caratteristica del tasso di cambio bilaterale del dollaro statunitense di riassetarsi su valori medi può essere sfruttata per le previsioni del tasso di cambio nominale, mentre ulteriori variabili esplicative, come il premio per il rischio, non migliorano la prevedibilità del tasso di cambio nominale al di fuori del campione.

con la teoria economica e offre quindi rassicurazioni circa l'utilità della teoria macroeconomica e il ruolo del tasso di cambio nella trasmissione della politica monetaria, l'idea originale di Meese e Rogoff (1983), ovvero che l'andamento futuro dei tassi di cambio non può facilmente essere estrapolato dai modelli economici in maniera migliore rispetto all'impiego della "regola empirica", rimane in larga misura vera. Nel presente articolo tale risultato è stato definito ipotizzando che la "regola empirica" più competitiva è spesso quella che prevede un aggiustamento graduale del tasso di cambio in modo da ripristinare il suo valore medio, piuttosto che quella che ipotizza l'"assenza" di variazioni. Le variabili fondamentali che devono essere note per la previsione al di fuori del campione sono i tassi di cambio reali e nominali, mentre in circostanze normali le informazioni ricavabili da altre variabili economiche fondamentali sono relativamente scarse. Ampi avanzi o disavanzi di conto corrente possono influenzare il percorso di aggiustamento del tasso di cambio, anche se, in linea con quanto riscontrato negli studi teorici, essi incidono in misura limitata sul valore di lungo periodo dello stesso.

2 Fattori determinanti alla base dell'andamento della produttività nei paesi dell'area dell'euro

a cura di Paloma Lopez-Garcia e Bela Szörfi

1 Introduzione

La produttività, definita in senso lato come l'efficienza nella produzione, svolge un ruolo fondamentale ai fini della capacità di tenuta dell'economia e del benessere sociale dei paesi¹. La crescita della produttività ha effetti importanti sull'economia, dal momento che incide su variabili chiave quali il prodotto, l'occupazione e le retribuzioni. La produttività ha rilevanza anche ai fini della politica monetaria, poiché è una determinante fondamentale della crescita del prodotto potenziale e del tasso di interesse naturale e, pertanto, del margine di manovra necessario alla politica monetaria per assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Per questo le variazioni della produttività possono influenzare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e dovrebbero essere tenute sotto stretta osservazione.

La responsabilità di incrementare la crescita della produttività ricade principalmente sulle politiche nazionali. Le politiche di bilancio e strutturali adottate a livello nazionale possono rafforzare la crescita della produttività promuovendo una maggiore efficienza nei mercati finanziari, del lavoro e dei beni e fornendo così mezzi e incentivi affinché le imprese produttive possano prosperare. Anche l'elevata qualità dell'istruzione e della pubblica amministrazione, come pure lo stato di diritto, costituiscono presupposti istituzionali importanti ai fini di un contesto economico concorrenziale, che a sua volta agevola il progresso tecnologico e accresce gli incentivi all'invenzione e all'innovazione. I governi nazionali dispongono pertanto di ampi margini di manovra per definire le condizioni strutturali e gli incentivi adeguati a favorire decisioni in materia di investimenti produttivi e di innovazione capaci di indurre una crescita della produttività nel lungo periodo. In determinate circostanze anche le politiche cicliche, tra cui la politica monetaria, possono sostenere la crescita della produttività incrementando la domanda e stimolando gli investimenti.

Tendenze di scala mondiale, come l'invecchiamento della popolazione e il rallentamento del ritmo della globalizzazione, influiscono sull'andamento della produttività. La globalizzazione può incrementare la crescita di quest'ultima

¹ La produttività può essere definita in diversi modi. In termini di singolo fattore, la produttività del lavoro è definita come unità di prodotto (PIL in termini reali o valore aggiunto) realizzate per unità di input di lavoro, dove l'input di lavoro può essere il numero di persone occupate o il totale delle ore lavorate. Tuttavia, la produttività di un singolo fattore di produzione, come il lavoro, dipende dalla quantità degli altri input. Per misurare il livello di efficienza con cui sono impiegati tutti i fattori di produzione, gli economisti ricorrono a un concetto più ampio di produttività, ossia la produttività totale dei fattori (PTF), non osservabile e calcolata come componente residua. Dal punto di vista della funzione di produzione, l'aumento della produttività del lavoro è determinata dalla crescita della PTF e dalla crescita del capitale per input di lavoro (intensificazione del capitale o "capital deepening").

attraverso una serie di canali come: a) il potenziamento delle opportunità di esportazione e della concorrenza di mercato²; b) la promozione dell'“apprendimento mediante l'esportazione”³; c) l'aumento della varietà e della qualità dei fattori di produzione⁴; d) il miglioramento dell'allocazione delle risorse tra le imprese⁵. Riguardo all'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro, le evidenze empiriche mostrano che le capacità fisiche e la propensione all'innovazione dei lavoratori diminuiscono con l'età, così come la velocità con cui si adattano alle nuove tecnologie⁶. Poiché la senescenza della popolazione accresce la percentuale di lavoratori più anziani nelle forze di lavoro, ciò potrebbe avere effetti negativi sulla produttività complessiva. Esistono tuttavia alcuni fattori che compensano tale tendenza, fra cui un'accresciuta longevità, un maggior numero di anni vissuti in buona salute e più elevati livelli di istruzione tra la popolazione in età più avanzata.

Il presente articolo esamina i diversi fattori chiave alla base dell'andamento della produttività negli ultimi decenni nell'area dell'euro. L'articolo riassume i nuovi riscontri forniti da un rapporto elaborato nell'ambito della revisione della strategia della BCE che documenta le tendenze e le determinanti della produttività negli ultimi decenni⁷. Per maggiore completezza si fa riferimento all'intero rapporto, che attinge dalla vasta letteratura esistente in materia di determinanti della produttività, dagli studi svolti all'interno del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) e da analisi recenti. L'articolo è integrato dal riquadro 4 di questo numero del Bollettino, che presenta evidenze preliminari dell'impatto sulla produttività della pandemia di COVID-19 (coronavirus) e dei provvedimenti adottati per farvi fronte.

L'articolo si compone di cinque sezioni. La sezione 2 illustra i più importanti fatti stilizzati relativi alla produttività, utilizzando dati macroeconomici e settoriali per delineare il contesto. Sulla scorta dei dati disponibili a livello di impresa, la sezione 3 esamina le principali determinanti alla base della crescita della produttività, distinguendo quelle che incidono sulla crescita della produttività all'interno delle imprese da quelle che influenzano l'allocazione dei fattori di produzione tra le varie imprese. Nella sezione 4 viene trattata l'interazione tra la politica monetaria e le determinanti della crescita della produttività esaminate, mentre la sezione 5 propone alcune osservazioni conclusive.

² Cfr. Bustos, P., “Trade Liberalization, Exports, and Technology Upgrading: Evidence on the Impact of MERCOSUR on Argentinian Firms”, *American Economic Review*, vol. 101, n. 1, febbraio 2011, pagg. 304-340.

³ In altre parole, l'efficienza di un'impresa può beneficiare delle conoscenze acquisite grazie alla sua presenza sui mercati esteri. Cfr. De Loecker, J., “Detecting Learning by Exporting”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n. 3, agosto 2013, pagg. 1-21.

⁴ Cfr. Halpern, L., Koren, M. e Szeidl, A., “Imported Inputs and Productivity”, *American Economic Review*, vol. 105, n. 12, dicembre 2015, pagg. 3660-3703.

⁵ Cfr. Melitz, M.J., “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity”, *Econometrica*, vol. 71, n. 6, 2003, pagg. 1695-1725.

⁶ Cfr. ad esempio Aiyar, S., Ebeke, C. e Shao, X., “The Impact of Workforce Aging on European Productivity”, *IMF Working Papers*, WP/16/238, Fondo monetario internazionale, 2016.

⁷ Il rapporto è stato stilato da esperti di quindici banche centrali nazionali e della BCE. Cfr. “Key factors behind productivity trends in EU countries”, *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

2 Principali andamenti della produttività nell'area dell'euro

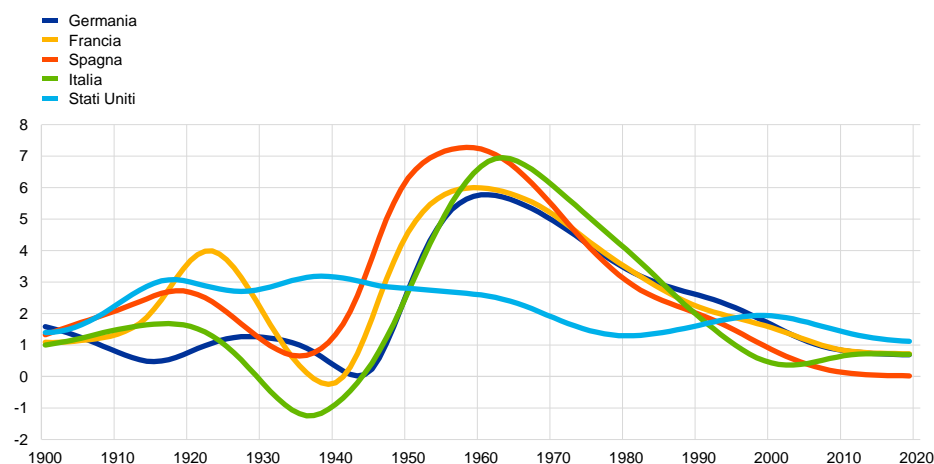
La presente sezione illustra tre fatti stilizzati relativi alla crescita della produttività nell'area dell'euro.

Innanzitutto, la crescita della produttività aggregata del lavoro mostra una tendenza al ribasso da decenni, sia nell'area dell'euro che nelle altre principali economie. La crescita media annua della produttività del lavoro misurata dal PIL in termini reali per ora lavorata nei paesi dell'area dell'euro in cui sono disponibili serie temporali sufficientemente lunghe è scesa in maniera costante da circa il 7 per cento negli anni '60 ad appena l'1 per cento dall'inizio degli anni 2000 (cfr. il grafico 1). Tale calo è riconducibile a una serie di fattori di natura mondiale, nazionale, settoriale, strutturale e temporanea che si influenzano reciprocamente, come pure a eventi con potenziali effetti negativi di lungo periodo sulla produttività e sulla crescita del prodotto potenziale, quali la crisi finanziaria mondiale.

Grafico 1

Tendenze della crescita della produttività del lavoro (PIL per ora lavorata) in alcuni paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sui dodici mesi smussate)



Fonti: elaborazioni degli autori basate su Bergeaud, A., Cette, G. e Lecat, R., "Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012", *Review of Income and Wealth*, vol. 62, n. 3, 2016, pagg. 420-444.

Nota: la tendenza è calcolata per mezzo del filtro di Hodrick-Prescott e di un parametro di smussamento lambda pari a 10.

Inoltre, in media, nei vari anni e paesi, la crescita della produttività totale dei fattori (PTF) rappresenta circa il 60 per cento dell'aumento della produttività del lavoro. Scomponendo la crescita del PIL per ora lavorata nei 12 paesi che hanno adottato l'euro nel 1999 (AE a 12)⁸ in aumento dell'intensità di capitale, utilizzo della capacità produttiva e crescita della PTF, si rileva che dal 1995 al 2019 quest'ultima ha rappresentato in media circa il 60 per cento dell'incremento della

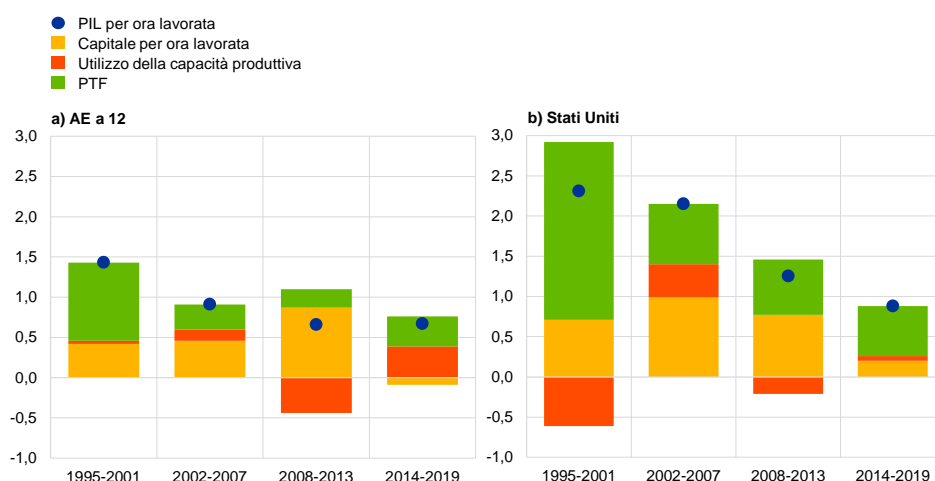
⁸ L'esame è stato limitato a questi paesi per motivi di disponibilità dei dati, dal momento che le informazioni relative agli Stati che hanno adottato l'euro in seguito sono in genere disponibili a partire dal 2000. Per "AE a 12" si intendono Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

produttività del lavoro (cfr. il pannello di sinistra del grafico 2)⁹. Il contributo della crescita della PTF, tuttavia, è diminuito nel tempo (dal 68 per cento nel periodo 1995-2001 al 55 per cento nel periodo 2014-2019). L'aumento dell'intensità di capitale, definito come la variazione del capitale per ora lavorata, ha rappresentato in media circa il 40 per cento della crescita della produttività del lavoro. Tale media cela il contributo molto elevato fornito durante la crisi finanziaria mondiale dal forte calo delle ore lavorate totali e il contributo negativo molto modesto dato nel periodo successivo alla crisi dalla debolezza degli investimenti e della ripresa dell'occupazione. Sebbene il contributo medio del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'intero arco temporale sia piuttosto contenuto, esso svolge un ruolo importante in determinati periodi; negli Stati Uniti si evidenzia peraltro una situazione analoga (cfr. il pannello di destra del grafico 2).

Grafico 2

Contributi alla crescita del PIL per ora lavorata nell'area dell'euro a 12 e negli Stati Uniti in vari periodi

(punti percentuali)



Fonti: elaborazioni degli autori basate su dati AMECO, Eurostat e (per gli Stati Uniti) del Board of Governors del Federal Reserve System.

Nota: per "AE a 12" si intendono Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Gli intervalli di tempo analizzati nel presente articolo, secondo possibilità in base alla disponibilità dei dati, sono gli anni antecedenti l'adozione dell'euro (1995-2001), il periodo precedente la crisi finanziaria mondiale (2002-2007), la crisi finanziaria mondiale e del debito sovrano (2008-2013) e il periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale (dal 2014 in poi).

In terzo luogo, gran parte della crescita della produttività del lavoro aggregata si spiega con dinamiche intra-settoriali, piuttosto che con la riallocazione delle risorse tra settori. L'importanza relativa dei diversi settori di attività, in termini di occupazione o di quota di valore aggiunto, varia nel tempo in funzione di cambiamenti strutturali o di shock asimmetrici che interessano solo alcuni settori.

⁹ Si noti che, in questa scomposizione standard, la quota di prodotto non riconducibile alla quantità di input utilizzati nel processo produttivo, definita anche "residuo di Solow", misura la crescita della PTF in modo accurato solo se la funzione di produzione è di tipo Cobb-Douglas, se vi è una concorrenza perfetta sui mercati dei beni e dei fattori produttivi e se i dati sottostanti danno un'indicazione adeguata delle informazioni necessarie su quantità e prezzi. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, i miglioramenti concernenti la qualità del capitale e del lavoro non opportunamente registrati dai dati saranno colti dalla misura della crescita della PTF.

Poiché la crescita della produttività differisce da un settore all'altro¹⁰, tali cambiamenti e la loro importanza relativa possono dare impulso alla crescita della produttività aggregata. Per misurare la rilevanza della riallocazione inter-settoriale delle risorse ai fini della crescita della produttività aggregata viene utilizzata un'analisi delle componenti regionali e strutturali (Shift and Share Analysis, SSA) scomponendo gli andamenti della produttività aggregata in tre elementi: innanzitutto l'“effetto intra-settoriale”, che definisce la parte di crescita della produttività derivante dalla crescita della produttività settoriale, supponendo che non vi siano variazioni nell'importanza relativa dei vari settori; in secondo luogo, l'“effetto di spostamento” strutturale, che indica l'impatto delle variazioni nell'importanza relativa dei vari settori, misurata per quota di occupazione settoriale, sulla crescita della produttività aggregata, mantenendo costante la produttività di ciascun settore; infine l'“effetto di interazione” strutturale, che coglie l'interrelazione tra la crescita della produttività settoriale e le variazioni nelle rispettive quote di occupazione settoriali. La somma dell'“effetto di spostamento” e dell'“effetto di interazione” dà un'approssimazione delle conseguenze dei cambiamenti strutturali sulla crescita della produttività. Si rileva che, in media, nel periodo 1995-2017 il contributo delle variazioni strutturali alla crescita della produttività del lavoro sui dodici mesi è stato negativo e molto contenuto (cfr. il pannello di sinistra del grafico 3)¹¹. Ciò implica che la crescita della produttività del lavoro aggregata è stata principalmente trainata da dinamiche intra-settoriali ed è in linea con i risultati relativi agli Stati Uniti (pannello di destra del grafico 3) ed emersi dalla relativa letteratura¹². Ciononostante, l'impatto della riallocazione settoriale sulla produttività potrebbe essere considerevole in determinati periodi e paesi, come nel ventesimo secolo, quando l'agricoltura ha perso importanza rispetto al settore manifatturiero, o durante la crisi finanziaria

¹⁰ Per quanto riguarda i livelli di produttività, nel 2017 il settore dei servizi di pubblica utilità (fornitura di energia elettrica, gas e acqua) nonché le attività finanziarie e assicurative hanno registrato la produttività del lavoro più elevata, rispettivamente pari a € 77 ed € 71 per ora lavorata in media in tutti i paesi dell'UE (a causa della loro elevata intensità di capitale). All'estremo opposto dello spettro, il settore delle costruzioni e i servizi alberghieri e di ristorazione mostrano il livello di produttività più basso, rispettivamente pari a € 27 ed € 20 per ora lavorata. Quanto ai tassi di crescita, tra il 1997 e il 2017 l'incremento cumulato della produttività nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) è stato di circa l'85 per cento rispetto al -16 per cento del settore dei servizi alberghieri e di ristorazione.

¹¹ L'analisi si basa su dati a livello di settori a due cifre secondo la classificazione NACE Rev. 2.

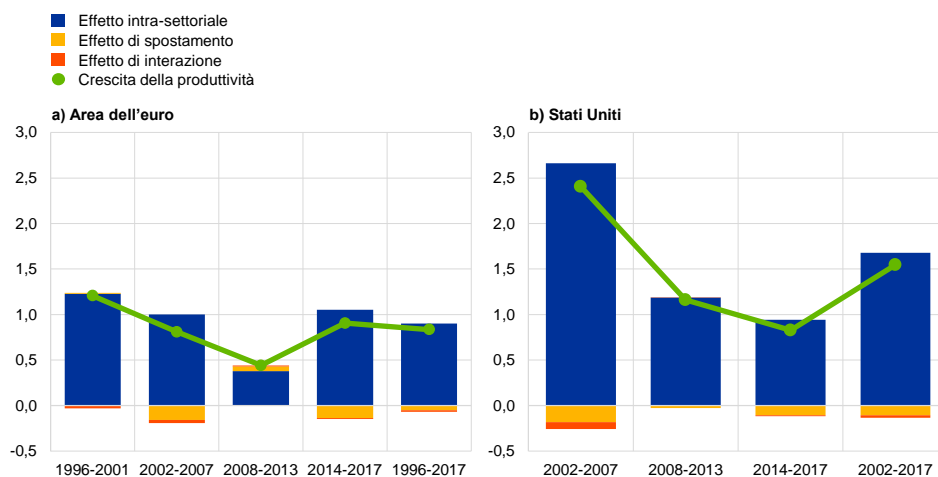
¹² In quasi tutti gli studi concernenti i paesi industrializzati l'effetto di spostamento è molto più debole di quello intra-settoriale e le sue dimensioni diminuiscono nel tempo. In molti casi tale effetto di spostamento è negativo o misto (cfr., ad esempio, *European Economy*, Commissione europea, 2003, e *OECD Compendium of Productivity Indicators 2018*, OECD Publishing, Parigi, 2018).

mondiale, dato l'effetto sproporzionato avuto dalla crisi stessa su alcuni settori a bassa produttività, come quello delle costruzioni¹³.

Grafico 3

Analisi SSA della crescita della produttività del lavoro: area dell'euro e Stati Uniti a confronto

(punti percentuali)



Fonti: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat ed EU-KLEMS a due cifre secondo la classificazione NACE.
 Note: per ragioni legate alla disponibilità dei dati l'aggregato dell'area dell'euro comprende 14 paesi (BE, DE, GR, ES, FR, IT, CY, LT, NL, AT, PT, SI, SK e FI). Non sono inclusi l'agricoltura, la silvicoltura e la pesca (NACE A), le attività minerarie ed estrattive (NACE B), il settore immobiliare (NACE L), il settore pubblico (NACE O-Q) e le organizzazioni e gli enti extraterritoriali (U).

3 Determinanti microeconomiche della crescita della produttività settoriale

Nella precedente sezione è stato mostrato come la dinamica della produttività aggregata nell'area dell'euro sia trainata da andamenti intra-settoriali; in questa sezione vengono esaminate le determinanti microeconomiche della crescita della produttività settoriale.

La crescita della produttività settoriale dipende dalla crescita della produttività a livello di impresa e dall'evoluzione della quota di mercato di ciascuna impresa. Nell'organizzare l'analisi delle determinanti della crescita della produttività, è utile considerare la produttività settoriale come la produttività media ponderata di

¹³ Gli studi relativi ai paesi in via di sviluppo evidenziano un maggiore contributo della riallocazione inter-settoriale alla crescita della produttività a causa della diminuita importanza dell'agricoltura rispetto al settore manifatturiero. Tuttavia, anche in questo gruppo di paesi, la riallocazione inter-settoriale risulta meno importante delle dinamiche intra-settoriali. Ad esempio, un rapporto molto recente della Banca mondiale rileva che la riallocazione inter-settoriale ha storicamente rappresentato due quinti della crescita complessiva della produttività nelle economie emergenti (cfr. Dieppe, A. (a cura di), *Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies*, Gruppo della Banca mondiale, Washington, 2020). Per quanto concerne l'area dell'euro, si stima che l'impatto della variazione del peso dell'occupazione nel settore agricolo sulla produttività nel periodo compreso tra il 1960 e il 1979 sia stato pari in media allo 0,4 per cento annuo in Germania e allo 0,5 in Francia. Si ritiene inoltre che il rallentamento della riallocazione settoriale, una volta completata la transizione che ha visto l'agricoltura perdere importanza, abbia contribuito al complessivo calo della produttività registrato in questi paesi a partire dagli anni '80. Cfr. Card, D. e Freeman, R., "What Have Two Decades of British Economic Reform Delivered in Terms of Productivity Growth?" *International Productivity Monitor*, vol. 5, 2002, pagg. 41-52.

tutte le imprese del settore. La produttività settoriale potrebbe quindi essere espressa come la somma di due componenti: la media aritmetica della produttività delle imprese, ossia la produttività media a prescindere dalla quota di mercato di ciascuna impresa; e la distribuzione del peso economico, misurato in termini di occupazione o di quota di valore aggiunto, tra imprese con diversi livelli di produttività. In tale contesto, la produttività settoriale sarà più elevata se le imprese diventeranno più efficienti, cioè se crescerà la loro PTF, attraverso investimenti in attività capaci di incrementare la produttività stessa; tale fattore accresce la produttività media non ponderata delle imprese ed è noto come “crescita della produttività a livello di impresa”. Si noti che se gli investimenti in conoscenza sono integrati da investimenti in capitale fisso, come ad esempio la costruzione di nuove infrastrutture per l’innovazione, aumenta anche l’intensità di capitale dell’impresa. La produttività settoriale sarà più elevata anche nel caso in cui le risorse siano riallocate a imprese relativamente più produttive, con un conseguente aumento della loro quota di mercato, un fenomeno conosciuto come “efficienza nell’allocazione dinamica”. È opportuno rilevare che le risorse vengono ridistribuite tra le varie imprese per effetto della contrazione e dell’espansione delle dimensioni delle imprese già presenti (riallocazione delle risorse tra imprese), ma anche per via dell’ingresso e dell’uscita dal mercato di altre aziende (demografia d’impresa).

La parte restante della sezione illustra le determinanti e le tendenze che caratterizzano l’area dell’euro in termini di crescita della produttività all’interno delle singole imprese, di riallocazione delle risorse tra le varie aziende e di demografia d’impresa.

Crescita della produttività a livello di singola impresa

La crescita della produttività a livello di singola impresa dipende dalla qualità dei fattori di produzione e dagli investimenti in attività in grado di incrementare la produttività stessa. La capacità manageriale, rivelatasi un fattore determinante nelle differenze di produttività tra paesi e imprese¹⁴, potrebbe essere considerata un fattore di produzione, alla stregua del lavoro e del capitale. Pertanto, accrescendo la capacità manageriale, investendo nella formazione dei lavoratori e sostituendo il capitale obsoleto con nuove dotazioni si otterrebbe una maggiore efficienza aziendale, cioè un aumento della PTF. L’efficienza delle imprese trarrebbe beneficio anche dall’aumento degli investimenti in R&S e innovazione (ad esempio con la creazione di nuove tecnologie) e dagli investimenti in tecnologie esistenti (ossia dall’adozione di tecnologie esistenti). Le scelte delle imprese in relazione a queste diverse determinanti possono essere influenzate da politiche strutturali e di bilancio che definiscano la regolamentazione del mercato e le condizioni del contesto di riferimento in modo tale da incentivare gli investimenti innovativi. Secondo la letteratura, fra tutti questi fattori, la creazione e l’adozione di tecnologie rivestono un ruolo particolarmente importante, per due motivi principali. Innanzitutto, alcuni autori rilevano che la maggiore capacità degli Stati Uniti di creare tecnologia, nonché di

¹⁴ Cfr. Bloom, N., Sadun, R. e Van Reenen, J., “Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle”, *The American Economic Review*, vol. 102, n. 1, 2012, pagg. 167-201.

utilizzarla nel processo produttivo, è una delle principali determinanti del divario di produttività tra Stati Uniti ed Europa¹⁵. Inoltre, nonostante l'apparente rapidità dei recenti progressi tecnologici, la crescita della produttività del lavoro nella maggior parte delle economie sviluppate è in calo da prima della crisi finanziaria mondiale, come mostrato nella sezione 1.

Il generalizzato calo della produttività in una fase di intensa accelerazione tecnologica è stato ampiamente descritto come un enigma o persino come un paradosso. Sono in corso approfonditi dibattiti e ricerche sulle ragioni all'origine di tale paradosso. I "teco-pessimisti" sostengono che le recenti innovazioni tecnologiche sono semplicemente meno rivoluzionarie che in passato, soprattutto rispetto a quelle indotte dalla seconda rivoluzione industriale¹⁶. Per contro, i "teco-ottimisti" ritengono che il potenziale delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) e di altre nuove tecnologie verrà dispiegato nei prossimi decenni, con effetti di vasta portata sulla crescita della produttività. Secondo quest'ultimo filone della letteratura forse i benefici delle nuove tecnologie non sono ancora stati sperimentati appieno perché esse sono ancora in fase di sviluppo e occorre del tempo prima che si diffondano, che le imprese e i lavoratori vi si adattino e che vengano effettuati investimenti complementari¹⁷. Vi è anche una scuola di pensiero secondo cui la crescente diffusione delle nuove tecnologie potrebbe aver dato luogo a un'erronea misurazione della produttività piuttosto che a un paradosso¹⁸.

La velocità della creazione e dell'adozione delle tecnologie nell'area dell'euro può essere approssimata analizzando separatamente la dinamica della PTF nelle imprese di frontiera e in quelle meno innovative¹⁹. Le imprese di frontiera sono le più produttive in un settore circoscritto in tutti i paesi analizzati²⁰. Sono quelle dalle quali ci si aspetta che innovino e introducano nuove tecnologie sul mercato. Per tale ragione nell'area dell'euro la crescita della PTF sarà fortemente correlata all'innovazione e alla creazione di nuove tecnologie. Le imprese meno innovative invece sono definite come l'impresa mediana o rappresentativa del settore. La crescita della loro produttività dipende dall'adozione delle tecnologie introdotte nel loro settore di attività dalle imprese di frontiera. L'adozione delle tecnologie (o la velocità di diffusione di queste ultime) può quindi essere approssimata dal divario nella crescita della PTF tra le imprese di frontiera e quelle meno innovative. Ovviamente, se le nuove tecnologie si diffondono rapidamente dalle imprese di

¹⁵ Cfr. Van Ark, B., O'Mahoney, M. e Timmer, M., "The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n. 1, 2008, pagg. 25-44.

¹⁶ Cfr., ad esempio, Gordon, R., "Secular Stagnation: A Supply-Side View", *American Economic Association Papers & Proceedings*, vol. 105, n. 5, 2015, pagg. 54-59.

¹⁷ Cfr., ad esempio, Brynjolfsson, E. e McAfee, A., "The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies", WW Norton & Company, 2014.

¹⁸ Cfr., ad esempio, Syverson, C., "Challenges to mismeasurement explanations for the US productivity slowdown", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, n. 2, 2017, pagg. 165-186.

¹⁹ Cfr. Andrews, D., Criscuolo, C. e Gal, P.N., "Frontier Firms, Technology Diffusion and Public Policy", *OECD Productivity Working Papers*, n. 2, OECD Publishing, 2015.

²⁰ Idealmente si dovrebbe considerare una frontiera globale, dal momento che la tecnologia non ha confini. Tuttavia, per ragioni legate a limitazioni nell'utilizzo dei dati, in questa sezione vengono esaminate le imprese di frontiera di sei grandi paesi dell'area dell'euro.

frontiera alle altre, l'andamento della crescita della PTF nelle prime e nelle seconde dovrebbe essere analogo, pur partendo da livelli molto diversi.

I dati relativi a sei paesi dell'area dell'euro²¹ mostrano che il ritmo della creazione di nuove tecnologie nel settore manifatturiero ha subito un rallentamento nel periodo compreso tra il 2005 e il 2017²². L'analisi mostra che nel campione selezionato la crescita della PTF delle imprese manifatturiere di frontiera è diminuita da un tasso medio annuo del 4,8 per cento nel periodo 2005-2007 al 2,6 per cento nel periodo 2013-2017 (cfr. il pannello superiore del grafico 4). Se il settore manifatturiero viene suddiviso in base all'intensità tecnologica dei vari comparti che lo compongono, diventa evidente che il rallentamento si è verificato unicamente nei comparti ad elevata tecnologia (cfr. il pannello di sinistra del grafico 5). Le ragioni ultime di tale rallentamento nella creazione di nuove tecnologie nel settore manifatturiero non sono ancora chiare. Una possibile spiegazione potrebbe essere rappresentata dall'età media elevata (e in aumento nel tempo) delle imprese di frontiera in questo settore, in particolare nei comparti ad alta tecnologia (cfr. il pannello inferiore del grafico 4). Un'età media delle imprese più elevata all'interno di un determinato settore può essere indice di uno stadio avanzato del ciclo di vita della tecnologia e/o di una dinamica poco vivace da parte delle imprese (ossia di tassi di ingresso e uscita dal mercato ridotti), spesso associati a un minor grado di attività innovative²³. Un'altra ragione potrebbe essere costituita dal rallentamento dell'integrazione commerciale, che potrebbe aver contribuito al rallentamento nella creazione di nuove tecnologie da parte delle imprese manifatturiere europee attraverso una riduzione degli incentivi all'aggiornamento tecnologico e all'innovazione e poche attività di acquisizione di conoscenze mediante l'esportazione.

Per contro, la creazione di nuove tecnologie da parte delle imprese di frontiera ha segnato un'accelerazione nei settori dei servizi. Nel periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale, la PTF delle imprese di frontiera nel settore dei servizi è cresciuta a un ritmo annuo più elevato rispetto a quella delle imprese di frontiera del settore manifatturiero, evidenziando un'accelerazione dell'innovazione rispetto ai periodi precedenti (cfr. il pannello superiore del grafico 4)²⁴. Il pannello di destra del grafico 5 mostra che questa trasformazione si sta verificando tanto in settori del terziario tradizionalmente poco tecnologici, quali il commercio al dettaglio e le attività alberghiere, quanto in quelli ad alta tecnologia, come i servizi finanziari o professionali. L'accelerazione nella creazione di nuove tecnologie nel settore dei

²¹ I paesi esaminati sono Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, e Portogallo, nel periodo 2005-2017. Le informazioni utilizzate sono tratte dalle banche dati ORBIS (Bureau van Dijk) e iBACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized, che raccoglie dati a livello di impresa sulle contabilità delle imprese stesse), si riferiscono ad aziende con dipendenti che operano in settori diversi da quello agricolo, ad eccezione del settore finanziario, e sono elaborate applicando ponderazioni demografiche invertite per migliorare la rappresentatività del campione.

²² Si noti che la distinzione tra attività manifatturiere e servizi diventa meno evidente nel corso del tempo, giacché le imprese manifatturiere forniscono sempre più spesso servizi legati ai loro prodotti. Per ovviare a tale problema, l'analisi svolta nel presente articolo fa ricorso alla contabilità non consolidata e classifica le imprese in base alla loro attività principale.

²³ Cfr. ad esempio, Huergo, E. e Jaumandreu, J., "How does probability of innovation change with firm age?", *Small Business Economics*, vol. 22, n. 3-4, 2004, pagg. 193-207.

²⁴ Tale incremento riflette in parte la natura mutevole del settore dei servizi, come ad esempio quello delle vendite al dettaglio, che vengono effettuate sempre più online utilizzando sofisticati algoritmi per rilevare le preferenze e le esigenze dei clienti in tempo reale.

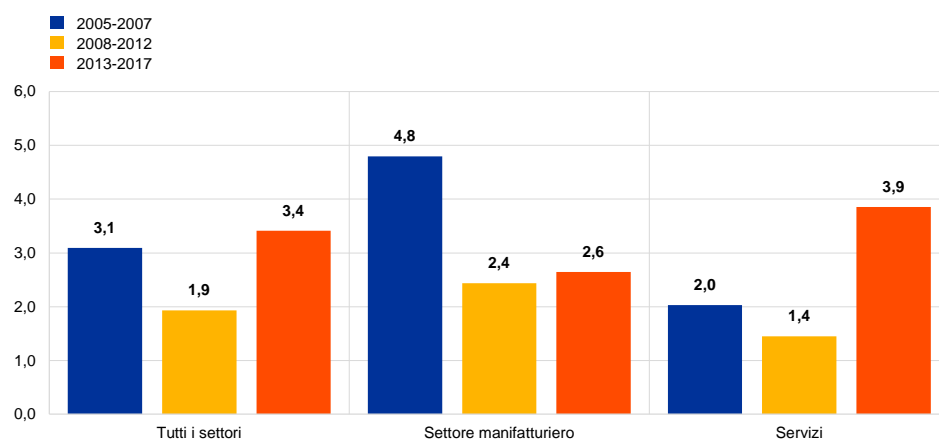
servizi compensa il rallentamento osservato in quello manifatturiero, per cui il quadro aggregato della creazione di tecnologia nell'area dell'euro resta relativamente stabile nel tempo. Tuttavia, dal momento che il settore manifatturiero è stato finora una determinante fondamentale della crescita della produttività aggregata nell'area dell'euro, il rallentamento ivi registrato sul fronte dei processi innovativi potrebbe avere conseguenze sulle prospettive future per quanto riguarda la produttività.

Grafico 4

Creazione di nuove tecnologie nell'area dell'euro

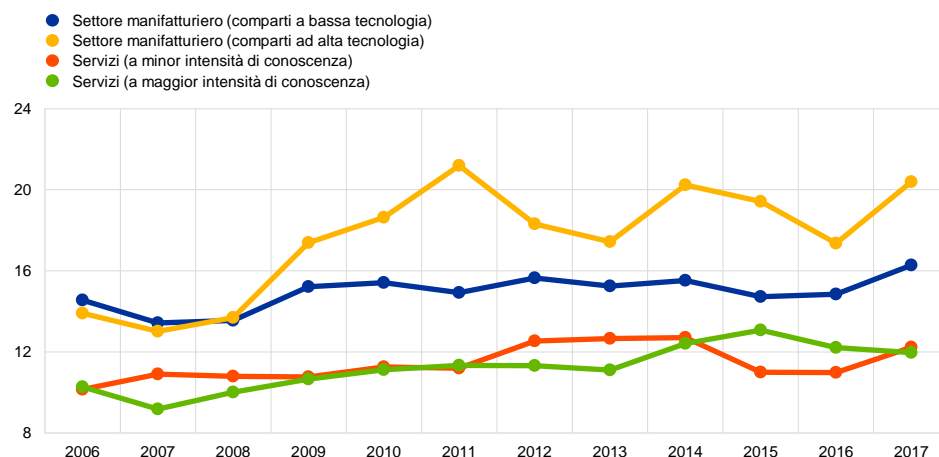
a) Crescita della PTF delle imprese di frontiera (5% delle imprese più produttive); media tra paesi

(crescita media della PTF; variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Età delle imprese di frontiera per settore e intensità tecnologica/intensità di conoscenza; media tra paesi (2006-2017)

(anni di attività)



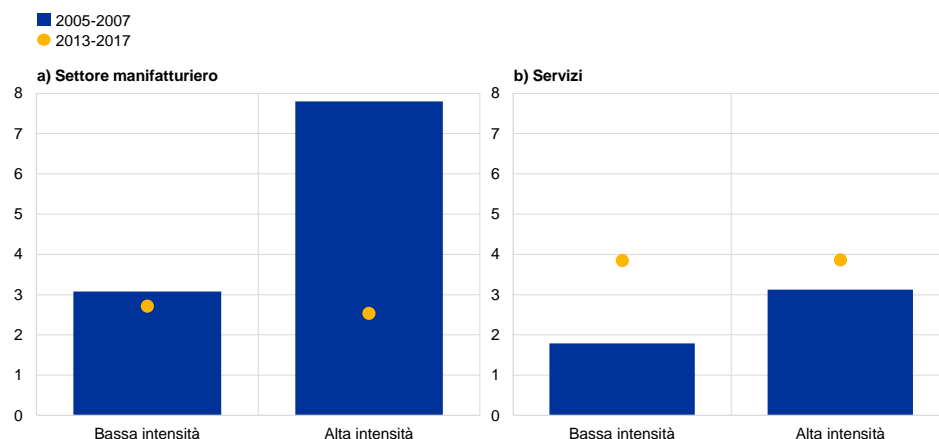
Fonti: banche dati iBACH (BCE) e Orbis ed elaborazioni degli autori.

Note: il pannello superiore del grafico mostra i tassi di crescita medi sui dodici mesi della PTF per il 5 per cento di imprese più produttive operanti in settori a quattro cifre secondo la classificazione NACE in un determinato anno all'interno del campione di paesi selezionato. A fini di aggregazione al livello superiore al corrispondente settore principale di riferimento vengono applicate ponderazioni settoriali basate sul valore aggiunto. Nel pannello inferiore del grafico, i vari comparti del settore manifatturiero sono classificati in base all'intensità di R&S (R&S per valore aggiunto del settore) in comparti a più alta tecnologia (contenuto tecnologico medio-alto) da un lato, e comparti a più bassa tecnologia (contenuto tecnologico medio-basso) dall'altro, secondo la classificazione dell'Eurostat. I servizi sono classificati in settori a maggiore o minore intensità di conoscenza in base alla quota di persone con un grado di istruzione terziario a livello della classificazione NACE a due cifre, anche in questo caso conformemente agli standard dell'Eurostat.

Grafico 5

Crescita della PTF delle imprese di frontiera per settore e intensità di tecnologia/conoscenza prima e dopo la crisi finanziaria mondiale (media tra paesi)

(tasso medio di crescita della PTF sui dodici mesi)



Fonti: dati IBACH (BCE) e Orbis ed elaborazioni degli autori.

Note: il grafico mostra i tassi di crescita medi sui dodici mesi della PTF per il 5 per cento di imprese più produttive operanti in settori a quattro cifre secondo la classificazione NACE in un determinato anno all'interno del campione di paesi selezionato. A fini di aggregazione al livello superiore al corrispondente settore principale di riferimento vengono applicate ponderazioni settoriali basate sul valore aggiunto. I vari comparti del settore manifatturiero sono classificati in base all'intensità di R&S (R&S per valore aggiunto del settore) in comparti a più alta tecnologia (contenuto tecnologico medio-alto) da un lato, e comparti a più bassa tecnologia (contenuto tecnologico medio-basso) dall'altro, secondo la classificazione dell'Eurostat. I servizi sono classificati in settori a maggiore o minore intensità di conoscenza in base alla quota di persone con un grado di istruzione terziario a livello della classificazione NACE a due cifre, anche in questo caso conformemente agli standard dell'Eurostat.

Il divario nella crescita della PTF tra le imprese di frontiera e quelle meno innovative si sta ampliando nel tempo, per via di un rallentamento nella diffusione delle tecnologie (cfr. il pannello di destra del grafico 6)²⁵. Le ragioni di tale rallentamento sono molteplici. È possibile che la conoscenza implicita e il numero di tecnologie complesse siano cresciuti, creando così ostacoli al processo di recupero dei ritardi accumulati da parte delle imprese meno innovative. Inoltre, sia l'utilizzo delle nuove tecnologie sia quello del capitale immateriale è spesso caratterizzato da elevati costi fissi e da effetti di rete, che potrebbero comportare rendimenti crescenti non ripetibili²⁶. Ciò può anche indurre effetti "superstar" e "winner-takes-all" suscettibili di scoraggiare le imprese meno innovative dall'investire nella creazione e nell'adozione di tecnologie²⁷. Infine, anche in presenza di incentivi all'innovazione e all'adozione di tecnologie, le imprese meno innovative potrebbero non disporre dei necessari input complementari. Uno degli investimenti complementari più importanti è il capitale umano, costituito da lavoratori e dirigenti. È stato dimostrato che affinché i dipendenti possano sfruttare appieno il potenziale

²⁵ Si tratta di un fenomeno ampiamente documentato in diversi paesi. Per evidenze raccolte dall'OCSE cfr., ad esempio, Andrews, D., Criscuolo, C. e Gal, P.N., "Frontier Firms, Technology Diffusion and Public Policy", *OECD Productivity Working Papers*, n. 2, OECD Publishing, 2015.

²⁶ Con il concetto di effetti di rete si intende una situazione in cui un bene o un servizio diventa più prezioso quando lo utilizzano più persone. Cfr. Calvino, F. e Criscuolo, C. "Business dynamics and digitalisation", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, n. 62, OECD Publishing, Parigi, 2019.

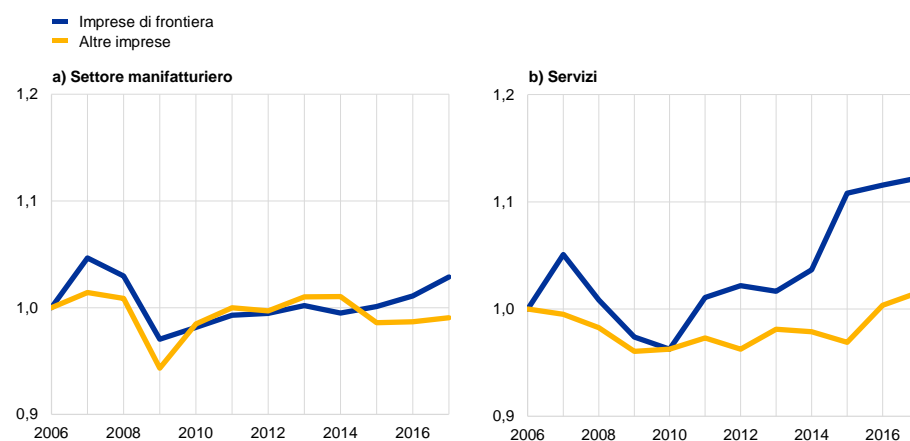
²⁷ Con l'espressione "winner-takes-all" ci si riferisce a dinamiche di mercato per cui la globalizzazione e i cambiamenti tecnologici spingono le vendite verso le imprese più produttive di ciascun settore, determinando una concentrazione del mercato dei beni e l'ascesa di aziende dominanti di grandi dimensioni, definite anche imprese "superstar". Cfr. Autor, D., Dorn, D., Katz, L., Patterson, C. e Van Reenen, J., "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, numero 2, maggio 2020, pagg. 645-709.

delle nuove tecnologie, essi necessitano di competenze complementari in materia di tecnologie informatiche; è inoltre possibile che anche le imprese debbano riorganizzarsi per adottare e trarre beneficio dalle nuove tecnologie. Potrebbero inoltre mancare altri fattori di produzione quali gli investimenti nelle infrastrutture necessarie (ad esempio la banda larga) o input immateriali complementari (come il capitale organizzativo), mentre nella maggior parte dei paesi avanzati gli strumenti e le applicazioni digitali più all'avanguardia si sono diffusi in un numero molto limitato di imprese²⁸.

Grafico 6

Divario nella crescita della PTF tra le imprese di frontiera e quelle meno innovative come proxy della diffusione delle tecnologie nell'area dell'euro

(indice: 2006 = 1)



Fonti: dati IBACH (BCE) e Orbis ed elaborazioni degli autori.

Riallocazione delle risorse tra aziende e demografia d'impresa

In qualsiasi momento, in ogni settore e paese, si verifica una significativa riallocazione di capitale e lavoro tra le imprese. Importanti studi basati su dati longitudinali a livello di impresa per gli Stati Uniti negli anni novanta hanno dimostrato che ogni anno viene creato un posto di lavoro su dieci e uno su dieci viene distrutto all'interno di settori fortemente circoscritti²⁹. Tale ritmo sostenuto di redistribuzione dei posti di lavoro, misurata come la somma della loro creazione e distruzione lorde, rappresenta una caratteristica comune nei vari paesi, settori e anni ed è strettamente legata alla riallocazione dei lavoratori, dato che la gran parte della creazione e distruzione di posti di lavoro in ragione d'anno riflette variazioni persistenti dell'occupazione a livello di impresa.

²⁸ Per una rassegna della letteratura esistente, cfr. Akgigit, U. e Ates, S.T., "What Happened to US Business Dynamism?", *NBER Working Paper*, n. 25756, National Bureau of Economic Research, 2019; e "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

²⁹ Cfr. Davis, S.J., e Haltiwanger, J., "Job Creation, Gross Job Destruction, and Employment Reallocation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n. 3, 1992, pagg. 819-863.

Se le risorse affluiscono da imprese a bassa produttività a imprese con produttività elevata, la riallocazione favorirà la produttività anche se la produttività media delle imprese resterà invariata. Se invece le risorse affluissero alle imprese a bassa produttività, allora l'allocazione delle risorse risulterebbe distorta. Diversi studi segnalano una crescente allocazione impropria delle risorse sin da prima della crisi finanziaria internazionale³⁰. Ciò fa ritenere che alla base di questa tendenza potrebbero esservi fattori strutturali, oltre a quelli ciclici. Le distorsioni che pregiudicano l'allocazione efficiente dei fattori di produzione (capitale e lavoro) tra soggetti produttivi eterogenei possono derivare dalla struttura del sistema fiscale e dei dazi, dalla regolamentazione dei mercati degli input e output, da frizioni finanziarie o da informazioni incomplete³¹.

L'impatto di maggiori distorsioni nell'allocazione delle risorse sulla crescita della PTF nell'area dell'euro potrebbe essere considerevole. Stime derivanti da una meta-analisi di studi empirici che quantificano le perdite di PTF dovute alle crescenti distorsioni nell'allocazione delle risorse mostrano che quest'ultima potrebbe costare fino a 0,2 punti percentuali di crescita della PTF su base annua nell'area dell'euro, il che rappresenta circa la metà della sua crescita media nel periodo 2014-2019 (cfr. il grafico 2)³².

Il processo di distruzione creativa tramite cui nuove imprese si sostituiscono a quelle obsolete contribuisce alla riallocazione delle risorse tra le imprese stesse, pur se in misura limitata nel breve periodo. Lo scarso contributo a breve termine della demografia d'impresa è il risultato di due effetti compensativi. I dati relativi a quattro paesi dell'area dell'euro mostrano che, da un lato, la produttività molto bassa delle imprese uscenti in rapporto alle altre nello stesso settore di mercato aumenta il contributo di produttività dato dall'uscita delle imprese. Dall'altro lato, le nuove imprese partono con livelli di produttività relativamente bassi, il che esercita un effetto frenante sulla crescita di quest'ultima (cfr. il pannello superiore del grafico 7)³³. Il contributo netto degli ingressi e delle uscite, di conseguenza, è generalmente positivo ma relativamente limitato nel breve termine in tutti i paesi.

La selezione delle nuove imprese dopo l'ingresso accresce il contributo della produttività delle aziende giovani nel medio periodo. Dopo l'ingresso, le imprese acquisiscono dati circa la propria produttività relativa e, se questa risulta essere ben al di sotto della media del settore, chiudono dopo qualche anno di attività. Ciò si

³⁰ Cfr. Gopinath, G., Kalemli-Özcan, S., Karabarbounis, L. e Villegas-Sanchez, C., "Capital allocation and productivity in South Europe", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n. 4, 2017, pagg. 1915-1967, e Gamberoni, E., Giordano, C. e Lopez-Garcia, P., "Capital and labour (mis)allocation in the euro area: some stylized facts and determinants", *Working Paper Series*, n. 1981, BCE, novembre 2016.

³¹ Per una rassegna della letteratura, cfr. "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

³² Tale stima deriva da una meta-analisi su 21 importanti studi, con circa 200 osservazioni in totale, relativi ai paesi dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli sulla meta-analisi, cfr. "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

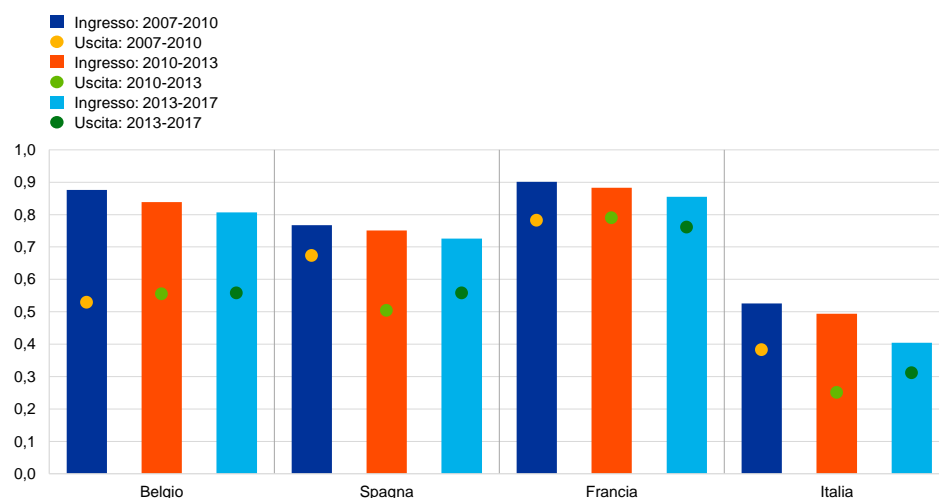
³³ Le informazioni utilizzate ai fini dell'analisi dello sviluppo delle aziende nel periodo successivo all'ingresso provengono dalle banche dati Orbis e IBACH e si riferiscono a quattro paesi dell'area dell'euro, ossia Belgio, Francia, Italia e Spagna nel periodo 2006-2018. Per ulteriori dettagli sui dati, cfr. "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

definisce “effetto di selezione”³⁴. Nel campione analizzato circa un terzo delle imprese esce dal mercato prima di aver concluso tre anni di attività (cfr. il pannello inferiore del grafico 7)³⁵. Quali siano le imprese che superano il primo anno di attività dipende dalla loro produttività: le aziende giovani sopravvissute sono fino a due volte e mezzo più produttive rispetto a quelle uscenti nello stesso segmento di età³⁶.

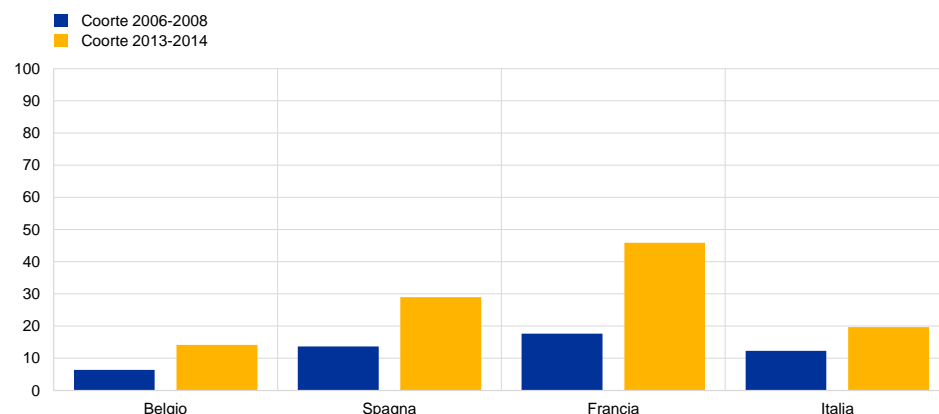
Grafico 7

Produttività all'ingresso e all'uscita ed effetto di selezione

a) Produttività delle nuove imprese e di quelle uscenti rispetto alle imprese esistenti in periodi diversi (indice, 1 = produttività delle imprese esistenti nello stesso paese, settore e anno)



b) Quota di nuove imprese che escono dal mercato prima di aver completato tre anni di attività (percentuale di nuove imprese in ciascuna coorte)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati iBACH (BCE) e Orbis.

Se sopravvivono, le nuove imprese convergono verso il livello di efficienza media del settore. Ciò significa che tali imprese crescono più rapidamente in termini di produttività rispetto a quelle esistenti nello stesso settore, in particolare durante i

³⁴ Cfr., ad esempio, Jovanovic, B., “Selection and the Evolution of Industry”, *Econometrica*, vol. 50, n. 3, 1982, pagg. 649-670.

³⁵ I risultati mostrano l'effetto di selezione delle imprese prima del compimento di tre anni di attività e prendono in considerazione due coorti: le imprese avviate nel periodo 2006-2008 e quelle avviate nel periodo 2013-2014.

³⁶ Cfr. “Key factors behind productivity trends in EU countries”, *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

primi cinque anni di attività. Si tratta del cosiddetto “effetto di apprendimento”. Tenendo conto del paese e del settore di attività, delle condizioni della domanda nel settore e dell’anno d’ingresso, si rileva che le imprese giovani sopravvissute in Belgio e Francia convergono in circa dieci anni verso il livello di produttività delle imprese già esistenti con oltre 20 anni di attività nello stesso settore. In Italia e in Spagna, dove il livello di produttività delle nuove imprese è ben al di sotto di quello delle imprese esistenti, il processo di recupero richiede più tempo (cfr. il pannello superiore del grafico 8).

La marcata produttività delle giovani imprese che superano i tre anni di attività è trainata da alcune imprese con tasso di crescita elevato. Focalizzando l’attenzione sulle imprese giovani entrate nel mercato dopo la crisi finanziaria mondiale per annullare il possibile effetto negativo della crisi, si riscontra che la distribuzione della crescita media annua della produttività nei primi sei anni di attività è fortemente asimmetrica (cfr. il pannello inferiore del grafico 8). La crescita annua della produttività delle imprese che rientrano nel 10 per cento più alto della distribuzione della crescita è in media superiore all’80 per cento, rispetto alla crescita annua della produttività dell’impresa mediana, pari al massimo al 5 per cento. Di fatto, le imprese giovani hanno mostrato di introdurre innovazioni radicali con maggiore frequenza rispetto a quelle mature³⁷, benché, secondo i risultati di questa analisi, poche abbiano successo. Inoltre, studi recenti relativi agli Stati Uniti hanno rilevato che l’ingresso di imprese e la prevalenza di imprese a elevata crescita sono diminuiti nel tempo³⁸. Sebbene la serie di dati utilizzata nella presente sezione non copra un periodo sufficientemente lungo per poter analizzare tali fenomeni nel contesto europeo, vi sono evidenze di un calo del dinamismo delle imprese anche in Europa³⁹.

³⁷ Cfr. Acemoglu, D., Akcigit, U., Alp, H., Bloom, N. e Kerr, W.R., “Innovation, Reallocation and Growth”, *American Economic Review*, vol. 108, n. 11, 2018, pagg. 3450-3491.

³⁸ Cfr. Decker, R., Haltiwanger, J., Jarmin, R.S. e Miranda, J., “Declining Business Dynamism: What We Know and the Way Forward”, *American Economic Association Papers & Proceedings*, vol. 106, n. 5, 2016, pagg. 203-207.

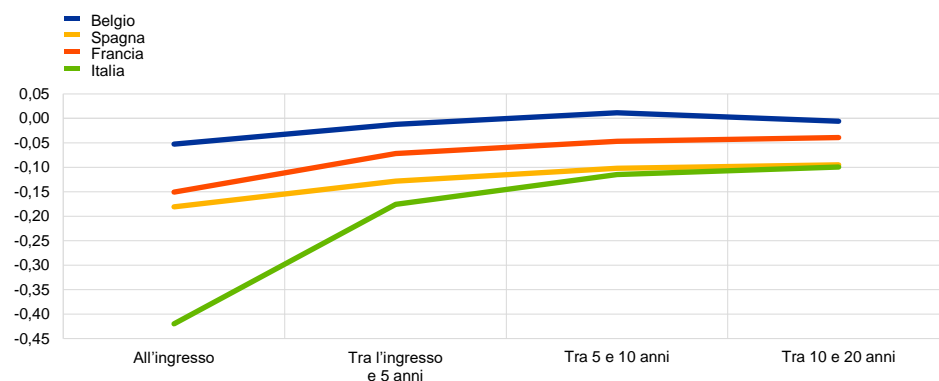
³⁹ Cfr. Calvino, F., Criscuolo, C. e Menon, C., “Cross-country evidence on start-up dynamics”, *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, n. 6, OECD Publishing, Parigi, 2015.

Grafico 8

Effetto di apprendimento

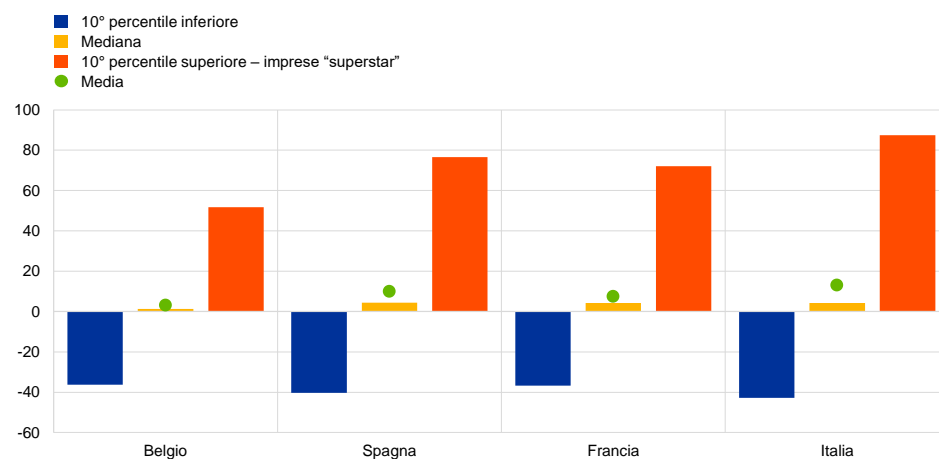
a) Convergenza della produttività delle nuove imprese verso quelle esistenti nello stesso settore, dopo 3 anni di attività

(deviazione percentuale dalla produttività della categoria di riferimento – imprese con 20 o più anni di attività)



b) Crescita media annua della produttività durante i primi sei anni di attività delle imprese nate nel periodo 2012-2013

(crescita media annua della produttività)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati IBACH (BCE) e Orbis.

Note: il pannello superiore mostra il coefficiente di ciascuna fascia di età in una regressione della produttività del lavoro sull'età subordinata alla sopravvivenza dell'impresa ai primi tre anni di attività e che tiene conto del settore di attività, delle condizioni della domanda di settore e dell'anno di ingresso dell'impresa nel mercato. Il pannello inferiore mostra la distribuzione della crescita annua della produttività delle imprese durante i primi sei anni di attività.

Inoltre, le nuove imprese contribuiscono alla crescita della produttività aggregata incrementando la concorrenza sul mercato. Le nuove imprese

innovative possono stimolare interventi di innovazione da parte delle aziende esistenti attraverso le pressioni concorrenziali, producendo un effetto positivo sulla crescita della loro produttività a livello interno⁴⁰.

⁴⁰ Cfr. Anderton, R., Di Lupidio, B. e Jarmulka, B., "The impact of product market regulation on productivity through firm churning: Evidence from European countries", *Economic Modelling*, vol. 91, settembre 2020, pagg. 487-501.

Le implicazioni delle imprese in difficoltà finanziaria per la produttività

L'uscita ritardata delle imprese in difficoltà finanziaria con bassa produttività potrebbe frenare la crescita di quest'ultima. Come mostra il pannello superiore del grafico 7, le imprese in uscita dal mercato tendono a essere significativamente meno produttive rispetto a quelle già esistenti e operanti nello stesso settore. Pertanto, se tali imprese incontrano difficoltà finanziarie e non escono dal mercato, potrebbero esercitare un forte impatto negativo sulla crescita aggregata della produttività. Tale impatto può essere diretto, data la loro produttività relativamente bassa, oppure indiretto, per mezzo di una possibile distrazione di risorse da imprese sane (effetti di congestione). Ritardi nell'uscita dal mercato di tali imprese potrebbero riflettere una crescita stagnante della produttività delle imprese già operanti, distorsioni nell'allocazione delle risorse o effetti di disturbo nell'entrata o uscita dal mercato di altre imprese.

La letteratura ha classificato le imprese in difficoltà finanziarie in base a criteri diversi. Nei loro importanti studi incentrati sulle relazioni fra imprese e banche in Giappone negli anni novanta, Hoshi⁴¹ e Caballero et al.⁴² definiscono “zombi” le imprese con una spesa per interessi molto bassa e livelli elevati di indebitamento, che probabilmente ricevono aiuti finanziari dai creditori. In base a un altro approccio, studi recenti, fra cui il presente articolo, utilizzano varie misure della debolezza persistente dei risultati finanziari per individuare le imprese in difficoltà finanziarie. Tali misure segnalano le imprese con profitti persistentemente bassi, per almeno tre anni consecutivi, rapportandoli agli interessi corrisposti e agli oneri finanziari⁴³.

La dinamica delle imprese in difficoltà, ossia quelle con un indice di copertura degli interessi inferiore a uno per tre anni consecutivi, è altamente prociclica. Utilizzando dati recenti a livello di impresa relativi a cinque paesi dell'area dell'euro (Belgio, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Finlandia)⁴⁴, si può dimostrare che la percentuale di imprese in difficoltà finanziaria è aumentata dal 2006 al 2014 per poi diminuire (fino al 2017, anno degli ultimi dati disponibili) in tutti i paesi analizzati (cfr. il pannello superiore del grafico 9). Per individuare la determinante di questo calo, lo stock di imprese in difficoltà in un dato momento è scomposto in afflussi, vale a dire le imprese che entrano in una condizione di tensione finanziaria, e deflussi, ossia le imprese che escono da tale condizione a causa o della loro ripresa o dell'uscita dal mercato. L'esercizio rivela che l'andamento ciclico delle imprese in difficoltà finanziaria è determinato interamente dal fatto che si sono trovate in tale condizione, fenomeno che però è nettamente diminuito con la ripresa economica successiva alla crisi. Dall'altro lato, il numero di imprese uscite dalla condizione di

⁴¹ Hoshi, T., “Economics of the Living Dead”, *Japanese Economic Review*, vol. 57, n. 1, pagg. 30-49, marzo 2006.

⁴² Caballero, R.J., Hoshi, T. e Kashyap, A.K., “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, vol. 98, n. 5, pagg. 1943-1977, dicembre 2008.

⁴³ Cfr. Adalet McGowan, M. Andrews, D. e Millot, V., “The Walking Dead?: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries”, *Economic Policy*, vol. 33, n. 96, 2018, pagg. 685-736. Per una trattazione dei pro e contro delle diverse definizioni di “zombi”, cfr. “Key factors behind productivity trends in EU countries”, *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

⁴⁴ Per maggiori dettagli concernenti i dati e la metodologia, cfr. “Key factors behind productivity trends in EU countries”, *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

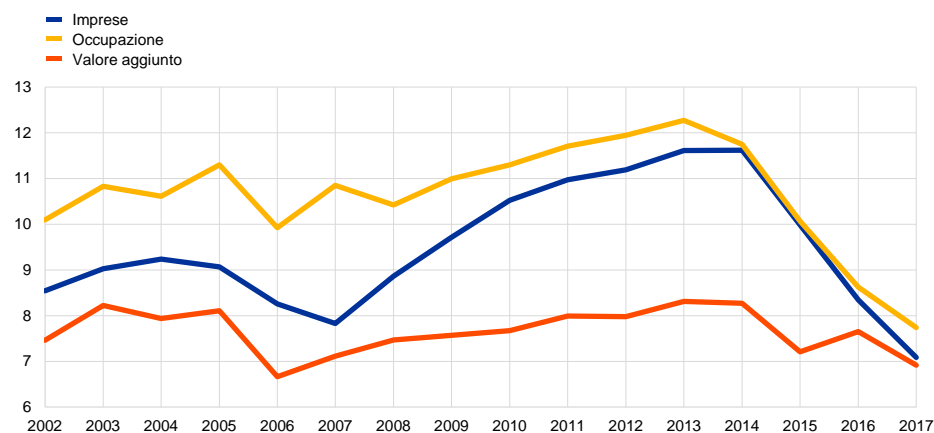
difficoltà è rimasto relativamente invariato nel tempo (cfr. il pannello inferiore del grafico 9). Ciò significa che la durata media della condizione di difficoltà finanziaria delle imprese è rimasta stabile nel tempo.

Grafico 9

Evoluzione delle imprese in difficoltà finanziaria

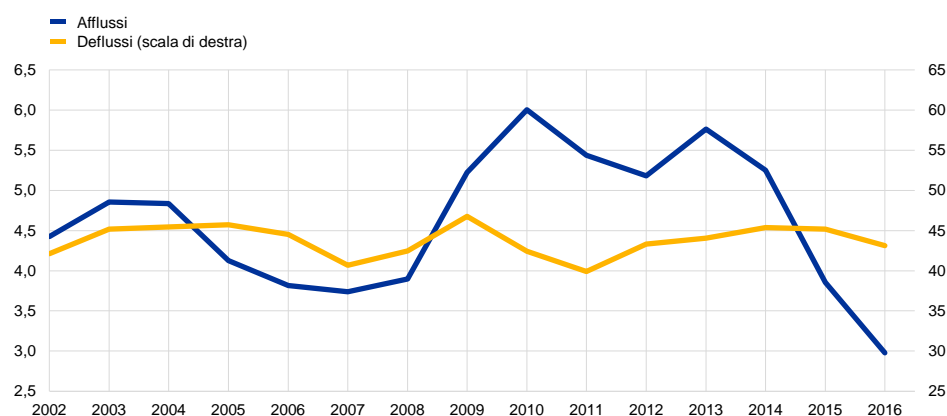
a) Quota delle imprese in difficoltà finanziaria nel tempo; media ponderata dei paesi

(percentuale di imprese, occupazione e valore aggiunto)



b) Afflussi e deflussi rispetto alla condizione di difficoltà; media ponderata dei paesi

(scala di sinistra: percentuale di imprese sane; scala di destra: percentuale di imprese "zombi")



Fonti: Central Balance Sheet Database, Centrale dei bilanci Cerved, Istituto nazionale di previdenza sociale (INPS), National Bank of Belgium Central Balance Sheet Office, Statistics Finland, Statistics Netherlands ed elaborazioni degli autori.

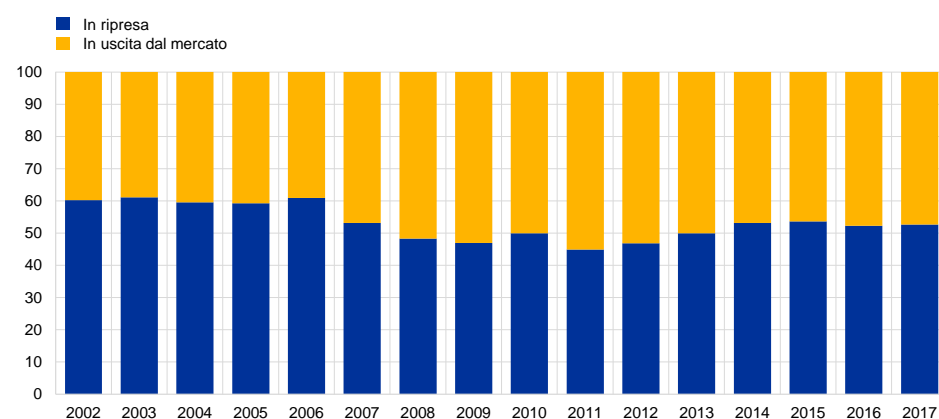
Note: i grafici mostrano la media ponderata degli andamenti in cinque paesi dell'area dell'euro: BE, IT, NL, PT e FI. Le imprese in difficoltà finanziaria sono definite come le imprese con un rapporto tra utili al lordo di interessi e imposte (earnings before interest and taxes, ebit) e interessi versati più oneri finanziari inferiore a uno ($\text{ebit}/(\text{interessi} + \text{oneri finanziari}) < 1$) per tre anni consecutivi. Il comparto manifatturiero comprende i settori 10-33 della classificazione NACE Rev. 2 e i servizi privati comprendono i settori 45-63 e 69-82.

Non tutte le imprese in difficoltà finanziaria sono uguali. In media, nei vari anni e paesi, si riscontra che circa la metà delle imprese in difficoltà escono da tale condizione dopo tre anni: una percentuale compresa tra il 40 e il 70 per cento delle imprese che escono da tale condizione recupera la solidità finanziaria, mentre una percentuale compresa tra il 60 e il 30 per cento esce dal mercato (cfr. il pannello superiore del grafico 10). L'altra metà delle imprese in difficoltà finanziaria, pari a circa il 5 per cento del totale, rimane in tale condizione e pertanto esse potrebbero essere definite come imprese "zombi" (cfr. il pannello inferiore del grafico 10). Questa eterogeneità appare evidente anche dall'analisi della loro produttività del lavoro rispetto a quella delle imprese sane nello stesso paese e settore. Mentre le

imprese in difficoltà finanziaria, definite in base al criterio dell'indice di copertura degli interessi, hanno in media una produttività del 60 per cento rispetto a quelle sane nello stesso paese e settore, quelle tra loro che alla fine escono dal mercato sono significativamente meno produttive di quelle che recuperano lo stato di salute finanziaria dopo un periodo di tensione (cfr. il pannello inferiore del grafico 10).

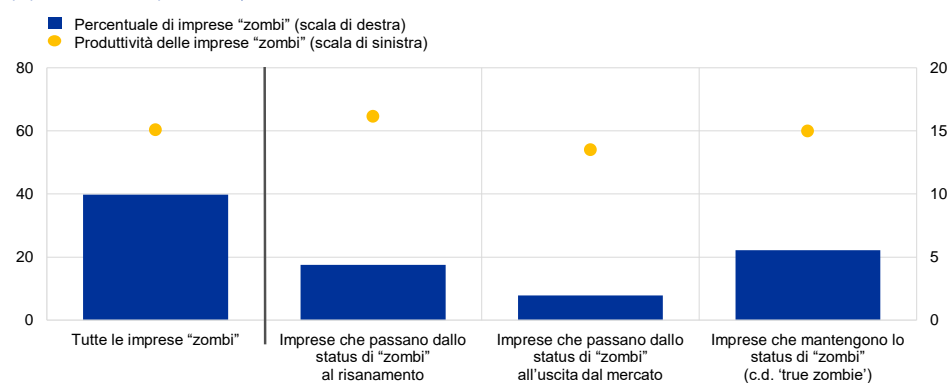
Grafico 10 Differenti tipi di imprese in difficoltà finanziaria

a) Uscita dalla condizione di difficoltà finanziaria: ripresa o uscita dal mercato
(percentuale di imprese che escono dalla condizione di difficoltà finanziaria)



b) Produttività relativa e quota di popolazione di differenti tipi di imprese in difficoltà finanziaria; media nei vari paesi e anni

(scala di sinistra: indice; 100 = produttività delle imprese sane nello stesso paese e settore; scala di destra: quota percentuale di popolazione delle imprese attive)



Fonti: Central Balance Sheet Database, Centrale dei bilanci Cerved, Istituto nazionale di previdenza sociale (INPS), National Bank of Belgium Central Balance Sheet Office, Statistics Finland, Statistics Netherlands ed elaborazioni degli autori.
Note: le imprese in difficoltà finanziaria sono definite come le imprese con un rapporto tra utili al lordo di interessi e imposte (earnings before interest and taxes, ebit) e interessi versati più oneri finanziari inferiore a uno (ebit/(interessi+oneri finanziari)<1) per tre anni consecutivi. Il comparto manifatturiero comprende i settori 10-33 della classificazione NACE Rev. 2 e i servizi privati comprendono i settori 45-63 e 69-82.

La letteratura ha evidenziato diversi fattori che hanno fatto emergere il fenomeno delle imprese "zombi", ossia imprese in situazione finanziaria critica e non sostenibile⁴⁵. Si tratta principalmente di fattori istituzionali e strutturali quali l'efficienza della legislazione in materia di insolvenza, lo stato di salute del settore bancario e, come discusso più in dettaglio nella prossima sezione, forse anche un periodo prolungato di politica monetaria accomodante. L'evidenza empirica

⁴⁵ Cfr. Schivardi, F., Sette, E. e Tabellini, G., "Credit misallocation during the financial crisis", *BIS Working Papers*, n. 669, 2017.

suggerisce che i regimi di insolvenza inefficienti hanno impedito alle imprese la cui attività non è sostenibile di uscire dal mercato. La capacità di queste imprese di uscire dal mercato è particolarmente importante dopo uno shock aggregato avverso per consentire una rapida ristrutturazione e liberare risorse per altri utilizzi più produttivi⁴⁶. Anche la debolezza del settore bancario sembra essere associata alla prevalenza di imprese “zombi”. Il motivo è che le banche sottocapitalizzate hanno minori probabilità di effettuare pignoramenti di imprese “zombi” rispetto a quelle più forti, il che ostacola il processo di riallocazione. Un meccanismo tipico è che le banche deboli cercano di rinviare la registrazione delle perdite nei propri bilanci nel tentativo di evitare la ricapitalizzazione e di puntare sulla ripresa. Infine, come discusso nella prossima sezione, alcuni studi hanno mostrato che un periodo prolungato di politica monetaria accomodante potrebbe ridurre gli incentivi delle imprese a risanare i propri bilanci e ritardare l’uscita di imprese improduttive o non sostenibili. Nel complesso, questi risultati evidenziano l’importanza di politiche tese a facilitare l’allocazione delle risorse verso imprese più innovative e produttive.

4 Interazione tra politica monetaria e crescita della produttività

In determinate circostanze le politiche cicliche, compresa la politica monetaria, possono sostenere la crescita della produttività influenzando la domanda e le condizioni finanziarie e quindi anche l’aumento dell’intensità di capitale e la crescita della PTF. Nella presente sezione si esaminano dapprima i canali teorici tramite i quali la politica monetaria può incidere sulla produttività. In seguito vengono presentate nuove evidenze empiriche degli effetti della politica monetaria sulla produttività e sull’allocazione del credito nell’area dell’euro. È importante sottolineare che questa nuova analisi non considera tutti i canali congiuntamente, in un contesto di equilibrio generale, e riguarda solo i paesi per i quali erano disponibili dati.

Un orientamento accomodante della politica monetaria può stimolare la domanda e gli investimenti in tecnologie finalizzate a migliorare la produttività.

Oltre a sostenere la domanda e gli investimenti, un orientamento accomodante della politica monetaria potrebbe dar luogo a condizioni di finanziamento favorevoli, con un impatto sulla redditività delle imprese e sulla soglia di produttività per la sopravvivenza sul mercato, il che inoltre stimola l’ingresso e ritarda l’uscita delle imprese dal mercato stesso. In presenza di condizioni di finanziamento rigide, una politica monetaria accomodante impedisce la chiusura di imprese altamente produttive che si trovano in condizioni di tensioni finanziarie e ne agevola gli investimenti, favorendo in tal modo la crescita della produttività aggregata. Al tempo stesso, in alcuni casi una politica monetaria accomodante potrebbe anche generare effetti negativi sulla produttività. In primo luogo, tassi di interesse contenuti stimolano l’assunzione di rischi pregiudicando una corretta allocazione delle risorse, soprattutto in assenza di una idonea vigilanza bancaria o di adeguate politiche macroprudenziali. In secondo luogo, se da un lato un orientamento accomodante della politica monetaria può agevolare il flusso di risorse dalle imprese con bassa

⁴⁶ Cfr. Andrews, D. e Petroulakis, F., “Breaking the shackles: zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe”, *OECD Working Papers*, n. 1433, OECD Publishing, 2017.

produttività verso quelle con produttività elevata, soprattutto se queste ultime si sono trovate in difficoltà finanziarie, dall'altro lato può verificarsi anche il contrario. Ad esempio, se le imprese con bassa produttività dispongono di maggiori risorse finanziarie grazie a garanzie elevate (ad esempio nel settore delle costruzioni), le risorse potrebbero affluire anche a questo tipo di imprese e defluire da imprese altamente produttive soggette a maggiori tensioni finanziarie (ridotto patrimonio netto, asimmetrie informative dovute all'età o ad attività immateriali, ecc.). In terzo luogo, condizioni di finanziamento più favorevoli potrebbero ridurre gli incentivi che inducono imprese e banche a intraprendere le necessarie ristrutturazioni e il risanamento dei bilanci, con effetti avversi sull'allocazione delle risorse⁴⁷. Ciò implica la necessità che la politica monetaria sia integrata da adeguate politiche micro e macroprudenziali per evitare che tali distorsioni si accumulino e si traducano in episodi di espansione seguiti da fasi di contrazione ("boom-bust").

Nuovi studi empirici indicano che gli shock dovuti a una politica monetaria accomodante hanno un impatto positivo sulla crescita della PTF nel lungo termine⁴⁸. Nel breve periodo, per l'area dell'euro, vi sono solo segnali di anticipazione di investimenti in grado di migliorare la tecnologia. Nel più lungo periodo, tuttavia, la PTF reagisce positivamente a uno shock di politica monetaria sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (cfr. il grafico 11).

⁴⁷ Per una rassegna della letteratura che studia i canali attraverso i quali la politica monetaria influisce sulla produttività, cfr. "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

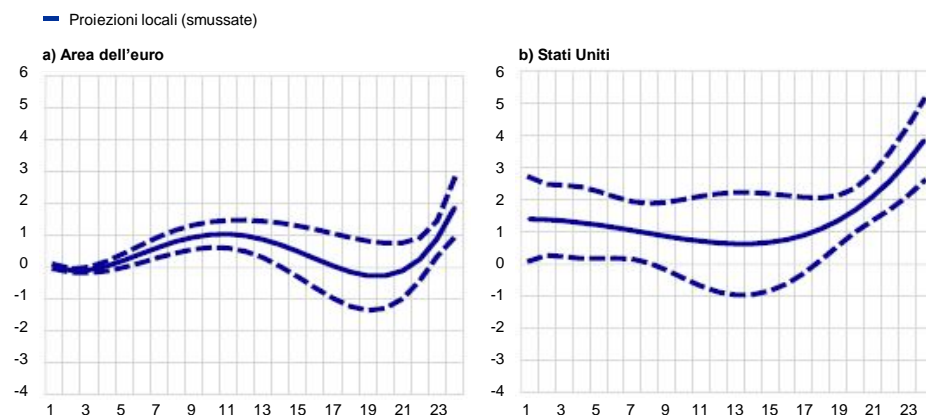
⁴⁸ Per maggiori informazioni riguardo all'esercizio sui dati relativi agli Stati Uniti, cfr. anche Hartwig, B. e Lieberknecht, P., "Monetary Policy, Firm Exit and Productivity", *Bundesbank Discussion Paper*, n. 61, 2020.

Grafico 11

Impatto dell'accomodamento monetario sulla PTF nel tempo

Risposta dinamica della PTF corretta per il ciclo a una riduzione di 100 punti base dei tassi di interesse nominali

(asse delle ascisse in trimestri; asse delle ordinate in variazione percentuale cumulata rispetto alla crescita della PTF prima dello shock)



Fonti: PTF dell'area dell'euro calcolata utilizzando la contabilità della crescita a livello settoriale. La PTF dell'area dell'euro corretta per il ciclo deriva dalle previsioni della primavera 2020 elaborate dalla Commissione europea, mentre la PTF degli Stati Uniti corretta per il ciclo è ricavata dalla banca dati di Fernald.

Note: i grafici rappresentano la crescita cumulata della PTF su diversi orizzonti temporali (trimestri, asse delle ascisse) dopo uno shock espansivo di politica monetaria a $t=0$. Gli shock di politica monetaria sono individuati utilizzando dati ad alta frequenza rilevati in concomitanza di movimenti dei mercati legati ad annunci inattesi di politica monetaria, come in Jarociński, M. e Karadi, P., "Deconstructing Monetary Policy Surprises — The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n. 2, 2020, pagg. 1-43. Le linee continue indicano stime delle proiezioni locali smussate, mentre le linee tratteggiate indicano intervalli di confidenza del 68 per cento.

L'analisi empirica mostra scarse evidenze di un deterioramento nell'allocazione delle risorse in concomitanza con decisioni di politica monetaria accomodanti.

In un contesto di tassi di interesse contenuti, le banche potrebbero allentare i criteri per la concessione del credito (aumento dell'assunzione di rischio, episodi di crescita eccessiva del credito) e offrire sempre più prestiti anche a imprese con attività non sostenibili, il che potrebbe esercitare pressioni sulla produttività aggregata data la loro produttività relativamente più bassa, come spiegato nella sezione precedente (cfr. il pannello inferiore del grafico 10).

Per studiare questo possibile canale vengono condotte tre nuove analisi. La prima si avvale dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE)⁴⁹ condotta dalla BCE, per stabilire se l'orientamento accomodante della politica monetaria degli ultimi anni abbia agevolato l'accesso al credito, e quindi la sopravvivenza, delle imprese deboli nell'area dell'euro⁵⁰. I risultati mostrano che l'allentamento delle condizioni di finanziamento a seguito di decisioni di politica monetaria espansiva ha agevolato

⁴⁹ L'analisi si riferisce al periodo 2009-2020 e quindi alle decisioni di politica monetaria adottate dalla BCE a partire dalla crisi finanziaria mondiale. Per ulteriori dettagli sui dati e sulla metodologia, cfr. "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021 e *Survey on the access to finance of enterprises: Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset*, BCE, Francoforte sul Meno, 2020.

⁵⁰ Le imprese deboli sono definite in modi diversi: a) in base a un rigoroso indicatore SAFE delle imprese vulnerabili, ossia quelle che hanno segnalato contemporaneamente una riduzione del fatturato, una diminuzione degli utili, un aumento degli oneri per interessi e un debito più elevato o invariato rispetto alle attività totali negli ultimi sei mesi; b) in base all'indice di copertura degli interessi, ossia se si tratta di imprese con oneri per interessi o risultato operativo inferiori a uno per tre anni consecutivi, come illustrato nella sezione precedente; c) in base al punteggio Z di Altman e d) in base alla produttività relativa dell'impresa, dove la produttività è definita come il valore aggiunto o il fatturato, in termini reali, per occupato.

l'accesso al finanziamento per la maggior parte delle imprese, ma in misura significativamente inferiore per quelle deboli o vulnerabili (cfr. il grafico 12). L'unica eccezione sono state le grandi imprese con un tasso di copertura degli interessi temporaneamente inferiore a 1 (ossia con utili al di sotto della spesa per interessi), che di fatto hanno aumentato lo stock di debito quando le condizioni di finanziamento sono state allentate. Questo risultato potrebbe essere determinato dal fatto che i bilanci bancari sono più sensibili alle grandi imprese in difficoltà e che le grandi imprese hanno un maggior potere contrattuale⁵¹. La seconda analisi è incentrata sulle politiche di prezzo delle banche francesi e utilizza i dati delle centrali dei rischi per verificare se la quota di imprese a bassa solvibilità che beneficiano di tassi di interesse eccezionalmente bassi⁵² sia aumentata durante il periodo caratterizzato da tassi di interesse contenuti. I risultati mostrano che in Francia tale quota è rimasta modesta e stabile nell'ultimo decennio e indicano che in quel paese le distorsioni nell'allocazione del credito non sono pervasive. La terza analisi riguarda Spagna, Italia e Portogallo, paesi con una quota relativamente elevata di imprese con difficoltà finanziarie, e rileva che l'allocazione del capitale è migliorata dopo uno shock positivo di politica monetaria. Il motivo è che il calo del tasso di interesse ha fatto aumentare gli investimenti in misura relativamente maggiore in imprese con un elevato ricavo marginale della produttività del capitale, che inizialmente si trovavano in difficoltà (imprese più giovani, più dipendenti dal finanziamento esterno e con bassi margini di profitto)⁵³.

⁵¹ Per ulteriori risultati, cfr. Acharya, V., Eisert, T., Eufinger, C. e Hirsch, C., "Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy", *The Review of Financial Studies*, vol. 32, n. 9, 2019, pagg. 3366-3411 e "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

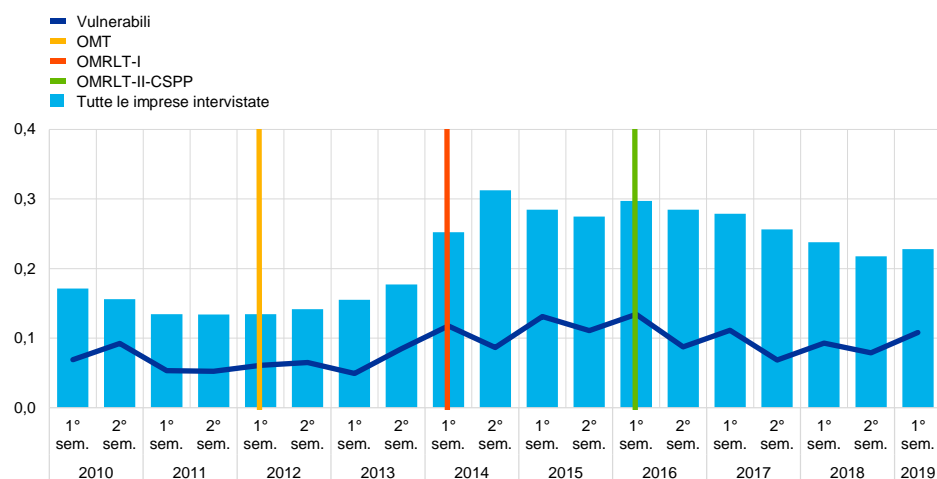
⁵² In altre parole, le distorsioni nell'allocazione del credito sono individuate come l'incidenza delle imprese a bassa solvibilità che ottengono un tasso di interesse sui nuovi prestiti al di sotto di un tasso "prime" riservato solo alle imprese di qualità più elevata. Cfr. Caballero, R.J., Hoshi, T. e Kashyap, A.K., "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *The American Economic Review*, vol. 98, n. 5, 2008, pagg. 1943-1977 e "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

⁵³ Per ulteriori dettagli sui dati e sulla metodologia, cfr. "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021 e Albrizio, S. e González, B., "Monetary policy and capital misallocation in Europe", lavoro di ricerca di prossima pubblicazione, Banco de España, Madrid.

Grafico 12

Miglioramento dell'accesso al credito bancario per tipo di impresa dopo determinate decisioni di politica monetaria

(quota netta di imprese che hanno risposto che l'accesso al credito è migliorato nei sei mesi precedenti; percentuali ponderate di imprese intervistate)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: imprese che avevano richiesto prestiti bancari. Le imprese vulnerabili sono quelle che hanno segnalato contemporaneamente un calo del fatturato, una diminuzione degli utili, un aumento degli oneri per interessi e un debito più elevato o invariato rispetto alle attività totali negli ultimi 6 mesi; OMT (Outright Monetary Transactions) sta per programma di operazioni monetarie definitive; OMRLT-I sta per operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine; CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) sta per programma per l'acquisto di obbligazioni societarie. La prima linea verticale indica l'annuncio delle OMT, la seconda linea verticale indica l'avvio delle OMRLT-I e della politica dei tassi negativi e la terza linea verticale indica l'avvio delle OMRLT-II e del CSPP. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine comprese tra la 3a (marzo-settembre 2010) e la 22a (ottobre 2019-marzo 2020).

5 Osservazioni conclusive

Nell'area dell'euro la crescita della produttività è contenuta da decenni, a causa di una serie di fattori che si influenzano reciprocamente. In primo luogo, l'aumento dell'intensità di capitale è stato debole nell'area dell'euro a partire dalla crisi finanziaria mondiale a causa dei bassi investimenti e della ripresa dell'occupazione. In secondo luogo, la crescita della produttività all'interno delle imprese è diminuita dal periodo precedente la crisi finanziaria, riflettendo la minore creazione di tecnologia nelle imprese manifatturiere con un impatto negativo sulla crescita della PTF nell'area dell'euro. Sebbene tale andamento sia stato in parte compensato da un'accelerazione dell'innovazione nel settore dei servizi, le nuove tecnologie che hanno determinato una maggiore crescita della PTF in tale settore sembrano apportare benefici in larga misura alle imprese di frontiera; la gran parte delle imprese dei servizi, invece, è in ritardo nell'adozione di conoscenze tecniche, il che ne rallenta la crescita della PTF. In terzo luogo, il contributo alla crescita della produttività fornito dalla riallocazione delle risorse tra le imprese già esistenti è andato diminuendo da prima della crisi finanziaria mondiale. Infine, l'evoluzione demografica delle imprese fornisce solo un modesto contributo positivo alla crescita della produttività, poiché le nuove imprese hanno una produttività inferiore alla media e solo poche di esse superano i primi anni di attività e registrano una elevata crescita della produttività. È probabile che negli ultimi decenni l'uscita ritardata dal mercato di imprese a bassa produttività e in difficoltà finanziarie abbia contribuito, sebbene in misura minore, a frenare la crescita della produttività stessa.

Tali fattori dipendono dalle leve interne ed esterne delle imprese, il che suggerisce che le politiche nazionali possono svolgere un ruolo importante nello stimolare la crescita della produttività. Vi è ampia evidenza che i paesi dell'area dell'euro potrebbero conseguire una crescita della produttività significativamente più vigorosa seguendo le migliori prassi mondiali in termini di politiche strutturali e di regolamentazione di vari mercati⁵⁴. Fra queste figurano politiche che promuovano la mobilità del lavoro sia tra imprese, settori e regioni sia al loro interno; che sostengano la diffusione della tecnologia e la crescita di imprese più innovative e produttive; che creino un contesto più competitivo nei mercati dei beni e servizi; che potenzino il contributo dei finanziamenti a una più efficiente allocazione dei risparmi e scorraggino l'accumulo eccessivo di debito societario; e che rafforzino la normativa in materia di insolvenza per agevolare l'uscita delle imprese meno produttive.

Allo stesso tempo, l'articolo rileva alcuni segnali concernenti l'effetto positivo esercitato dalla politica monetaria sulla crescita della produttività, almeno in un approccio di equilibrio parziale. Le nuove evidenze preliminari presentate in questo articolo indicano che, sostenendo la domanda e gli investimenti di imprese in difficoltà finanziarie con un'elevata produttività marginale del capitale, l'orientamento accomodante della politica monetaria nell'area dell'euro potrebbe aver migliorato l'allocazione del capitale. Si rileva inoltre che l'orientamento accomodante, nel complesso, non ha influito negativamente sull'allocazione del credito, sebbene vi possano essere alcune eccezioni relative alle grandi imprese con utili inferiori alla spesa per interessi.

In prospettiva, l'andamento della produttività dipenderà anche dall'interazione delle principali determinanti della crescita della produttività con gli effetti della pandemia di COVID-19. Nonostante i recenti segnali incoraggianti, permangono alcune minacce, riconducibili alla possibile ristrutturazione delle catene globali del valore dopo la pandemia e all'ulteriore aumento delle barriere commerciali. L'ingente sostegno fornito al settore societario dalle politiche attuate in risposta alla crisi pandemica è stato fondamentale nell'attenuare l'impatto iniziale dello shock. Tuttavia, una volta consolidata la ripresa economica su base sostenibile, le misure di supporto dovranno essere gradualmente revocate, anche per evitare di pregiudicare l'efficiente riallocazione delle risorse creando incentivi distorti. Inoltre, tale ritiro dovrebbe evitare un inopportuno inasprimento delle condizioni finanziarie che accrescerebbe il costo di finanziamento, ridurrebbe i benefici attesi di nuovi progetti volti ad accrescere la produttività e ritarderebbe gli investimenti, con effetti sulla crescita della produttività.

Per quel che riguarda le prospettive al rialzo, l'accelerazione nell'adozione di tecnologie digitali a seguito dello shock causato dal COVID-19 potrebbe tradursi in una maggiore crescita della produttività in futuro. Le evidenze disponibili circa l'impatto dello shock causato dal COVID-19 sulla produttività sembrano confermare questa ipotesi, come discusso nel riquadro 4 in questo

⁵⁴ Per una panoramica relativa all'impatto delle politiche strutturali sulla produttività, cfr. "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021, e Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. e Benalal, N., "Structural policies in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 210, BCE, 2018.

numero del Bollettino. Tuttavia, il ritmo e gli effetti distributivi dell'accelerazione nell'adozione di tecnologie digitali sono ancora incerti e dipendono dallo sviluppo di istituzioni, infrastrutture, competenze, metodi di produzione e competenze gestionali. Inoltre, ingenti investimenti in tecnologie verdi potrebbero dare alle frontiere della tecnologia un forte impulso verso l'esterno. Tuttavia, per agevolare i cambiamenti strutturali necessari a mettere in atto le pratiche di produzione ecologiche, i nuovi investimenti dovrebbero essere integrati da un contesto che determini condizioni favorevoli.

3 Il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19

a cura di Niccolò Battistini, Matteo Falagiarda, Johannes Gareis, Angelina Hackmann e Moreno Roma

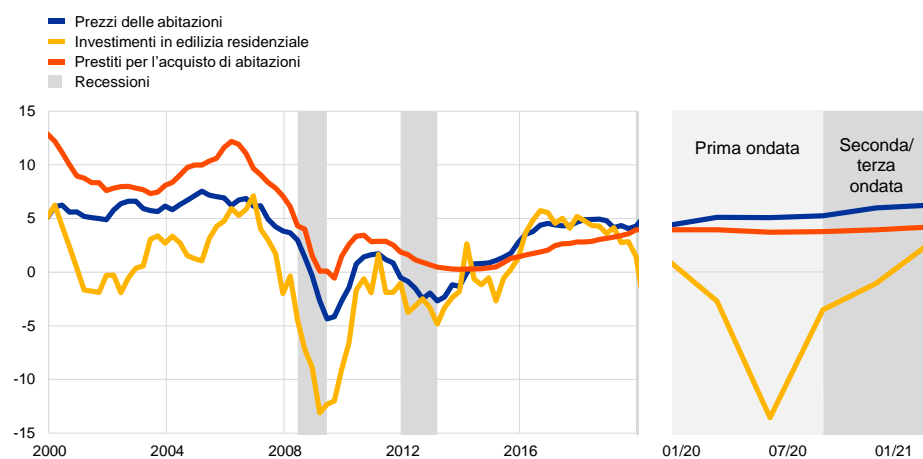
1 Introduzione

Il mercato dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro si trovava in una fase ciclica espansiva relativamente lunga prima di essere colpito dalla crisi generata dal coronavirus (COVID-19)¹. Alla vigilia della crisi legata al COVID-19 il mercato dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro si trovava in buone condizioni. Nell'ultimo trimestre del 2019 i prezzi delle abitazioni, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e i prestiti per l'acquisto di immobili a uso abitativo evidenziavano una tendenza al rialzo, sostenuta da una robusta dinamica dei redditi e dai tassi sui prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni ai minimi storici (cfr. i grafici 1 e 2)². Considerando la fase in cui si trovava il ciclo dell'edilizia residenziale, ci si sarebbe potuta attendere un'inversione della tendenza a seguito di uno shock economico quale la crisi causata dal COVID-19.

Grafico 1

Prezzi delle abitazioni, investimenti in edilizia residenziale e prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: le aree ombreggiate rappresentano le recessioni individuate dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

¹ Per una valutazione delle condizioni del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro prima della pandemia di COVID-19, cfr. l'articolo [Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

² Nel presente articolo, salvo diversa indicazione, i prezzi degli immobili a uso residenziale si riferiscono all'indice nominale dei prezzi delle abitazioni, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale agli investimenti in termini reali in edilizia residenziale e i prestiti per l'acquisto di immobili a uso abitativo ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni in termini nominali.

Tuttavia, la reazione del mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro alla crisi legata al COVID-19 è stata diversa da quella registrata nelle crisi precedenti a causa della diversa natura dello shock sottostante³. La crisi finanziaria mondiale del 2008, che ha avuto origine nel mercato degli immobili residenziali statunitense, e la crisi del debito sovrano iniziata nel 2010 sono scaturite principalmente da shock finanziari. Inizialmente, lo shock causato dalla pandemia di COVID-19 non era collegato ai fondamentali economici e, soprattutto nelle prime fasi, ha colpito l'economia principalmente attraverso restrizioni obbligatorie e volontarie alla mobilità, finalizzate a contenere la diffusione del virus. Tali restrizioni hanno dato origine a conseguenze peculiari rispetto alla crisi finanziaria mondiale e alla crisi del debito sovrano, in particolare a causa del loro diverso impatto sulla dinamica reale e nominale del settore dell'edilizia residenziale e dei diversi andamenti del mercato delle abitazioni nei vari paesi. La particolare natura della pandemia di COVID-19 ha innescato forti risposte di politica monetaria, di bilancio e macroprudenziale.

Il presente articolo esamina gli andamenti del mercato dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro durante la pandemia e li confronta con quelli delle crisi precedenti, prestando particolare attenzione al ruolo delle politiche di sostegno. In tutte le parti dell'articolo si adotta un approccio integrato che prende in esame gli andamenti e le prospettive degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, dei prezzi degli immobili a uso abitativo e dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. La sezione 2 esamina, in particolare, i diversi effetti riscontrati nel mercato dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro durante la prima ondata della pandemia di COVID-19, dal primo al terzo trimestre del 2020, quando le rigide misure di contenimento hanno avuto l'impatto maggiore sull'attività. La sezione 3 indaga la capacità di tenuta mostrata dal settore successivamente, durante la seconda e terza ondata della pandemia fino al secondo trimestre del 2021, in un contesto caratterizzato da misure di contenimento più mirate e politiche di sostegno consistenti. La sezione 4 presenta un'analisi prospettica delle attese e dei rischi per il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro.

2 La prima ondata della pandemia di COVID-19: i diversi effetti delle misure di contenimento sul mercato dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro

Le misure di contenimento adottate in risposta alla prima ondata della pandemia di COVID-19 hanno determinato una divergenza tra gli andamenti reali e nominali del settore dell'edilizia abitativa. Il forte calo della mobilità indotto dalle misure di contenimento e dal distanziamento sociale volontario durante la prima ondata della pandemia ha avuto un impatto negativo sugli investimenti

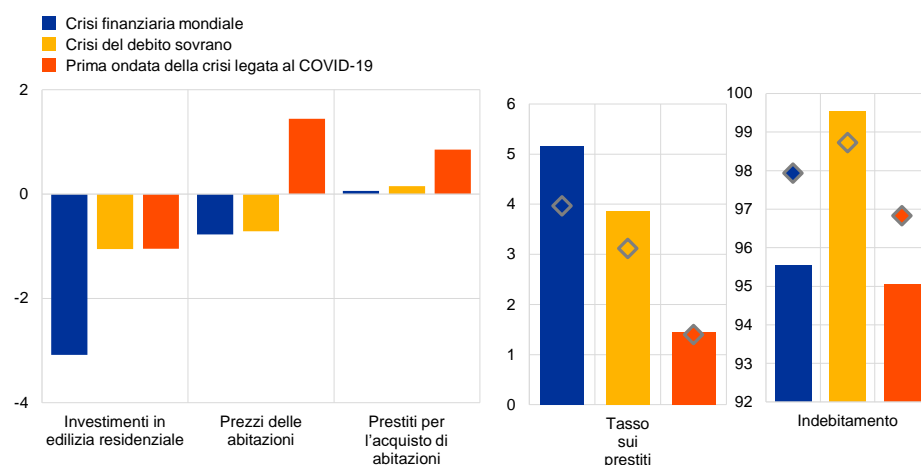
³ Nel presente articolo, in linea con la [cronologia dei cicli economici dell'area dell'euro](#) stabilita dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR, salvo diversa indicazione ci si riferisce alla crisi generata dal COVID-19 come al periodo compreso tra il quarto trimestre del 2019 (picco precedente la crisi) e l'ultimo trimestre disponibile (non essendo ancora stata fissata una data di fine crisi). La crisi finanziaria mondiale si riferisce al periodo compreso tra il primo trimestre del 2008 e il secondo trimestre del 2009, mentre la crisi del debito sovrano al periodo compreso tra il terzo trimestre del 2011 e il primo del 2013.

nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro, portandoli, nel terzo trimestre del 2020, a un livello del 3,1 per cento inferiore rispetto a quello della fine del 2019, un andamento sostanzialmente in linea con quelli osservati durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano (cfr. il grafico 2). Tuttavia, mentre nelle crisi precedenti il deterioramento dei fondamentali economici ha ostacolato la crescita dei prezzi delle abitazioni e dei mutui per l'acquisto di immobili residenziali, lo shock causato dal COVID-19 non ha inciso sulla dinamica al rialzo dei prezzi e dei prestiti, che nel terzo trimestre del 2020 hanno superato del 4,3 e del 2,6 per cento, rispettivamente, i livelli osservati nel quarto trimestre del 2019, sostenuti dalla tenuta della domanda di abitazioni nel contesto dell'introduzione delle politiche di sostegno (cfr. il riquadro 1)⁴.

Grafico 2

Andamenti del mercato dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro durante la crisi finanziaria mondiale, la crisi del debito sovrano e la prima ondata della crisi legata al COVID-19

(variazioni percentuali; tasso sui prestiti e indebitamento in valori percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il tasso sui prestiti si riferisce al tasso composito sui mutui per l'acquisto di abitazioni. L'indebitamento si riferisce al rapporto tra i mutui per l'acquisto di abitazioni e il reddito annuo lordo disponibile. Tutte le variabili sono calcolate come variazioni percentuali medie nei periodi di riferimento, a eccezione del tasso sui prestiti e dell'indebitamento, i cui istogrammi indicano i livelli nel trimestre precedente i periodi di riferimento e i cui indicatori a rombo indicano il livello nell'ultimo trimestre dei periodi di riferimento. I periodi di riferimento sono definiti nella sezione 1.

La natura differente della pandemia di COVID-19 in confronto alle crisi precedenti si mostra anche nel maggior grado di diversità tra gli andamenti degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dei vari paesi. Le flessioni degli investimenti in edilizia residenziale durante i primi tre trimestri del 2020 hanno mostrato grandi differenze: nove paesi hanno registrato degli aumenti e due (Spagna e Malta) hanno riscontrato perdite maggiori di quelle osservate durante la crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico 3). Tali andamenti eterogenei possono essere spiegati in parte con la tempistica e il relativo grado di severità delle misure

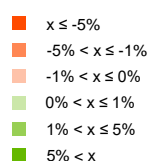
⁴ Per un'analisi dell'andamento dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, cfr. il riquadro [Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro durante la pandemia di coronavirus](#) nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

di contenimento⁵, che in alcuni paesi hanno determinato la temporanea interruzione dell'attività del settore edile⁶. Tra gli altri fattori figurano le iniziali misure di sostegno di bilancio, considerevolmente diverse da un paese all'altro in termini di portata e tempistica⁷, nonché le diverse strutture demografiche dei mercati nazionali degli immobili residenziali.

Grafico 3

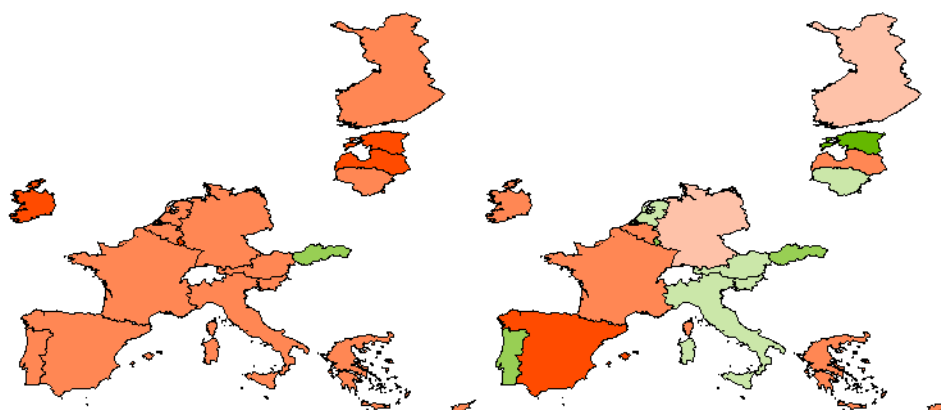
Investimenti in edilizia residenziale nei vari paesi dell'area dell'euro durante la crisi finanziaria mondiale e la prima ondata della crisi generata dal COVID-19

(variazioni percentuali medie)



a) Crisi finanziaria mondiale

b) Prima ondata della crisi generata dal COVID-19



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Nota: nella legenda, la variabile "x" si riferisce alla variazione percentuale media degli investimenti in edilizia residenziale durante i rispettivi periodi di riferimento in ogni pannello, come definiti nella sezione 1.

Anche le strutture demografiche potrebbero aver indotto andamenti difforni degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nei vari paesi, rispecchiando il diverso impatto della prima ondata in base alla distribuzione del reddito. I paesi in cui la quota di reddito percepita dalle famiglie più povere è maggiore hanno registrato cali più pronunciati degli investimenti in edilizia

⁵ La severità delle misure di contenimento, approssimata dall'indice di rigore delle restrizioni di Oxford (Oxford stringency index, OSI), spiega circa il 25 per cento della variazione complessiva tra i vari paesi dei livelli degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nei primi tre trimestri del 2020. Per l'indice di rigore delle restrizioni di Oxford, 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.

⁶ Cfr. lo studio *Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries*, Parlamento europeo, marzo 2021; il riquadro *L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19* nel numero 2/2021 di questo Bollettino, il riquadro *L'impatto economico eterogeneo della pandemia nei paesi dell'area dell'euro* nel numero 5/2021 di questo Bollettino e i riferimenti ivi contenuti.

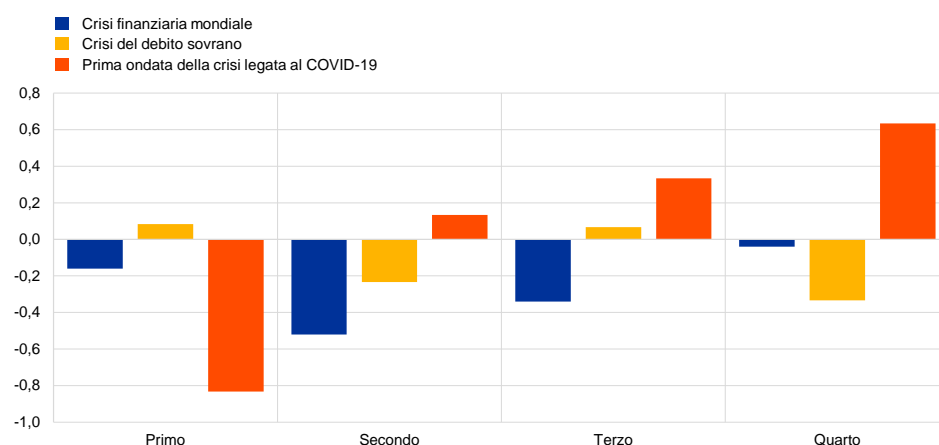
⁷ Cfr., ad esempio, l'articolo *La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

residenziale durante la prima ondata della pandemia⁸. Ciò è confermato dai dati desunti dalle indagini dell'area dell'euro, in quanto alla fine della prima ondata della pandemia le famiglie a reddito più basso sono rimaste significativamente meno inclini ad acquistare una casa rispetto ai livelli precedenti la crisi, contrariamente a quanto osservato durante la crisi finanziaria mondiale e quella del debito sovrano (cfr. il grafico 4). Si è invece riscontrato un aumento delle intenzioni di acquisto di immobili da parte delle famiglie a reddito medio e più alto. Ciò è ascrivibile molto probabilmente agli elevati livelli di risparmio accumulato da questi gruppi di reddito, a seguito delle restrizioni al consumo di servizi ad alta intensità di contatti⁹.

Grafico 4

Intenzioni di acquisto di immobili da parte delle famiglie in base ai quartili di distribuzione del reddito durante la crisi finanziaria mondiale, la crisi del debito sovrano e la prima ondata della crisi legata al COVID-19

(variazioni medie; saldi netti)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni a cura degli autori.
Nota: i periodi di riferimento sono definiti nella sezione 1.

Riquadro 1

L'impatto delle restrizioni alla mobilità sul mercato dell'edilizia residenziale: un approccio strutturale

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

Il presente riquadro esamina in modo empirico l'impatto sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e sui prezzi delle abitazioni esercitato dalle restrizioni obbligatorie e volontarie alla mobilità degli operatori economici a causa della diffusione della pandemia di coronavirus

⁸ Tale dato è stato ottenuto tenendo conto degli effetti fissi temporali (trimestrali) e della severità delle misure di contenimento, approssimata dall'indice di rigore delle restrizioni di Oxford per i primi tre trimestri del 2020 nei paesi dell'area dell'euro.

⁹ Di fatto, il forte recupero delle intenzioni di acquisto di immobili da parte delle famiglie a reddito medio e più alto (a differenza delle famiglie a più basso reddito) in risposta all'allentamento delle misure di contenimento alla fine della prima ondata della pandemia è seguito al forte aumento dei risparmi nelle prime fasi della pandemia, in linea con i risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumers Expectations Survey, CES). Cfr. il riquadro [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino. In base ai dati dell'indagine CES, i proprietari di immobili che percepiscono un reddito più alto hanno segnalato minori preoccupazioni finanziarie e maggiori acquisti di abitazioni nel terzo trimestre del 2020. Cfr. Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. e Kenny, G., "The COVID-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries", *Working Paper Series*, n. 2507, BCE, dicembre 2020.

(COVID-19), tenendo conto di molteplici meccanismi di trasmissione importanti per il mercato dell'edilizia abitativa. Sulla base di dati aggregati per l'area dell'euro e relativi al periodo compreso tra il primo trimestre del 2000 e il primo trimestre del 2021, un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) impiega le informazioni ricavate dalle interazioni dinamiche tra sette variabili endogene: investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, prezzi reali delle abitazioni, tasso composito sui prestiti per l'acquisto di abitazioni, stock dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, PIL in termini reali, prezzi al consumo (IAPC) e tasso di interesse ombra¹⁰. Sulla scorta di un'ampia letteratura empirica¹¹, il modello individua le principali determinanti del mercato dell'edilizia abitativa, imponendo restrizioni nulle e di segno ai comovimenti tra le variabili endogene all'impatto di vari shock fondamentali¹². Al fine di considerare le caratteristiche specifiche della crisi generata dal COVID-19, il modello include, come variabile esogena, una misura dell'effettiva severità delle misure di contenimento, cioè l'indice di efficacia del lockdown. Da un punto di vista concettuale, tale indice mira a isolare l'impatto economico delle restrizioni alla mobilità, includendo sia le misure di contenimento sia il distanziamento sociale volontario, durante le varie ondate della pandemia¹³. In termini pratici, l'indice funziona come una variabile dummy aumentata, che riduce i problemi di stima indotti dalle oscillazioni improvvise e ampie degli andamenti economici osservati dall'inizio della crisi legata al COVID-19¹⁴.

¹⁰ Tutte le variabili sono variazioni percentuali sul trimestre precedente, tranne il tasso sui prestiti e il tasso di interesse ombra, che sono variazioni sul trimestre precedente. Il tasso ombra è tratto da Lemke, W. e Vladu, A. L., "Below the zero lower bound: a shadow-rate term structure model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 1991, BCE, gennaio 2017.

¹¹ Tra gli studi che includono l'area dell'euro cfr. Smets, F. e Jarociński, M., "House prices and the stance of monetary policy", *Working Paper Series*, n. 891, BCE, aprile 2008; Bijsterbosch, M. e Falagiarda, M., "Credit supply dynamics and economic activity in euro area countries: A time-varying parameter VAR analysis", *Working Paper Series*, n. 1714, BCE, agosto 2014; Gambetti, L. e Musso, A., "Loan Supply Shocks and the Business Cycle", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 32, numero 4, 2017, pagg. 764-782; Nocera, A. e Roma, M., "House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs", *Working Paper Series*, n. 2073, BCE, giugno 2017; e Altavilla, C., Darracq Pariès, M. e Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, dicembre 2019.

¹² Gli shock dal lato della domanda e dell'offerta di immobili a uso abitativo sono individuati sulla base della reazione contemporanea degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e dei prezzi delle abitazioni, che si presume si muovano nella stessa direzione in caso di shock della domanda e in direzioni opposte per gli shock dell'offerta. Gli shock della domanda di immobili a uso abitativo e dell'offerta di credito differiscono, in quanto implicano reazioni opposte del tasso sui prestiti, mentre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e i prezzi delle abitazioni mostrano un comovimento positivo in risposta a entrambi gli shock. Gli shock espansivi dal lato della domanda aggregata inducono un aumento del PIL in termini reali, dei prezzi al consumo e del tasso ombra, mentre gli shock espansivi dal lato dell'offerta aggregata determinano un aumento del PIL in termini reali e una diminuzione dei prezzi al consumo. Un allentamento della politica monetaria provoca un calo del tasso sui prestiti e del tasso ombra ed esercita pressioni al rialzo sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, sui prezzi delle abitazioni, sul PIL in termini reali e sui prezzi al consumo. Si ipotizza che gli shock connessi al mercato immobiliare a uso abitativo non abbiano un impatto contemporaneo sulle variabili aggregate, cioè il PIL in termini reali, i prezzi al consumo e il tasso ombra. Il modello include uno shock non identificato per rilevare gli effetti di eventuali ulteriori turbolenze residue. Per i dettagli tecnici dell'applicazione, cfr. Arias, J. E., Rubio-Ramírez, J.F. e Waggoner, D. F., "Inference Based on Structural Vector Autoregressions Identified With Sign and Zero Restrictions: Theory and Applications", *Econometrica*, vol. 86, n. 2, 2018, pagg. 685-720.

¹³ L'indice di efficacia del lockdown si ricava moltiplicando l'indice di rigore delle restrizioni di Oxford (Hale et al., op. cit.) per l'indice di mobilità residenziale di Google, che riproduce fedelmente gli andamenti del traffico pedonale in seguito alle disposizioni relative al lavoro da remoto. Tale indice è stato individuato come uno dei principali fattori alla base del processo di apprendimento da parte degli operatori economici e in grado di spiegare l'eterogeneità tra i vari settori dell'impatto delle misure di contenimento durante le diverse fasi della pandemia di COVID-19. Cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19*, op. cit. I risultati sono qualitativamente solidi rispetto all'impiego di indicatori di mobilità di Google alternativi.

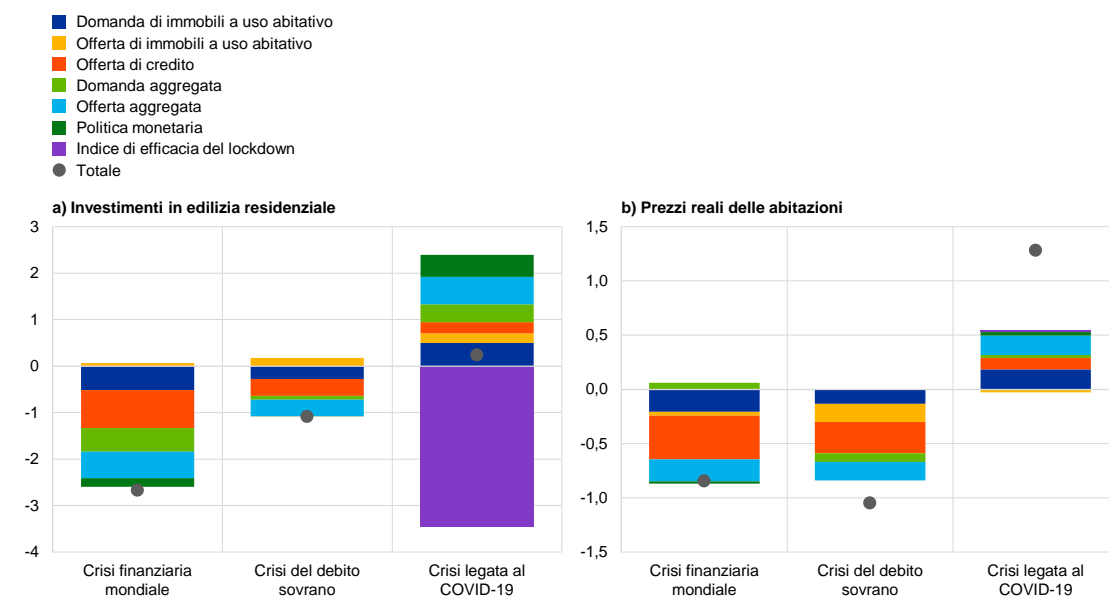
¹⁴ Cfr. Lenza, M. e Primiceri, G., "How to estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, n. 2461, BCE, agosto 2020.

La scomposizione storica delle determinanti degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e dei prezzi delle abitazioni evidenzia gli effetti peculiari della crisi legata al COVID-19 sul mercato immobiliare a uso abitativo (cfr. il grafico A). Durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano i fattori alla base del prolungato calo sia degli investimenti in edilizia residenziale sia del prezzo delle abitazioni sono stati gli shock a carico dell'intera economia e le forze legate al mercato dell'edilizia residenziale, quali domanda e offerta di immobili a uso abitativo, nonché gli shock dal lato dell'offerta di credito. A differenza dei due periodi precedenti, durante la crisi legata al COVID-19 i fondamentali economici hanno in gran parte sostenuto, in media, sia gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sia i prezzi delle abitazioni. Tuttavia le misure di contenimento hanno determinato una dicotomia tra gli andamenti reali e nominali del settore. Di fatto, le restrizioni effettive alla mobilità hanno pesato in misura significativa sull'attività, mentre hanno lasciato i prezzi delle abitazioni relativamente invariati nel corso di tutta la crisi legata al COVID-19, durante la quale gli shock individuati possono spiegare relativamente bene la dinamica degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, ma non altrettanto quella dei prezzi delle abitazioni. Il divario tra i prezzi reali e quelli desunti dalla scomposizione deriva da fattori non identificati, quali l'avversione al rischio e possibili variazioni nelle preferenze, oltre che da un tasso di crescita medio positivo.

Grafico A

Determinanti degli investimenti in edilizia residenziale e dei prezzi reali delle abitazioni durante la crisi finanziaria mondiale, la crisi del debito sovrano e la crisi legata al COVID-19

(variazioni percentuali sul trimestre precedente e punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Hale et al., op. cit., Lemke e Vladu, op. cit., indice di mobilità residenziale di Google, BCE ed elaborazioni a cura degli autori.
 Note: per esigenze di comparabilità, i dati sono presentati come variazioni percentuali medie sul trimestre precedente e contributi nei periodi di riferimento, come definiti nella sezione 1. Il contributo del termine costante e di altri residui non identificati (relativi ad esempio all'avversione al rischio e a possibili variazioni nelle preferenze) non è mostrato.

3 La seconda e la terza ondata: la capacità di tenuta del mercato degli immobili residenziali nel contesto delle misure di sostegno

Il mercato delle abitazioni ha mostrato una buona capacità di tenuta durante la seconda e la terza ondata della pandemia di COVID-19. Nonostante il deterioramento della situazione epidemiologica che ha indotto un inasprimento delle restrizioni nel quarto trimestre del 2020, il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro ha acquisito ulteriore slancio. I prezzi delle abitazioni hanno continuato a evidenziare una tendenza al rialzo, aumentando di circa il 6 per cento su base annua sia nel quarto trimestre del 2020 sia nel primo trimestre del 2021, un ritmo che non si osservava dalla metà del 2007. Nello stesso periodo di riferimento gli investimenti in edilizia residenziale hanno segnato un'ulteriore ripresa, attestandosi su livelli prossimi a quelli precedenti la crisi. Tali segnali di significativa capacità di tenuta sono provenuti sia dal lato dell'offerta, come indicato dalla dinamica del valore aggiunto e dell'occupazione nelle costruzioni e nel settore immobiliare, sia dal lato della domanda, come suggerito dal ritorno del numero di compravendite ai livelli pre-crisi in molti paesi dell'area dell'euro e dall'accresciuta domanda di mutui ipotecari. Il minore impatto delle restrizioni rispetto alla prima ondata, il significativo rafforzamento delle misure di politica monetaria e di bilancio, il perdurare di condizioni di finanziamento favorevoli, la maggiore appetibilità dell'edilizia residenziale a fini di investimento, in considerazione del risparmio forzato, hanno contribuito a rinsaldare gli investimenti in edilizia residenziale e a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi delle abitazioni¹⁵.

Le misure di politica di bilancio sono state fondamentali nell'attenuare gli effetti negativi della seconda e della terza ondata della pandemia sul mercato degli immobili residenziali. Tali misure hanno incluso regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, sussidi mirati ai segmenti più vulnerabili, diminuzioni delle imposte sul reddito delle persone fisiche, dei contributi sociali e delle imposte indirette. Anche gli interventi a sostegno delle imprese hanno contribuito a mitigare l'impatto della crisi sull'occupazione e sul reddito, aiutando le imprese di costruzione a garantire l'offerta di immobili residenziali¹⁶. Tali misure hanno incluso regimi di sostegno diretto ad aziende e lavoratori autonomi, compensazioni parziali delle perdite, sussidi, differimenti delle imposte e garanzie pubbliche sui prestiti bancari¹⁷. Altri importanti strumenti sono stati rappresentati dai regimi di moratoria, che hanno fornito a famiglie e imprese benefici di breve periodo mediante la sospensione del pagamento del capitale e/o degli interessi sui prestiti,

¹⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. *L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19*, op. cit.

¹⁶ Nel quadro dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro, le imprese in difficoltà economica hanno potuto momentaneamente ridurre la quantità di ore lavorate e, al tempo stesso, fornire ai propri dipendenti i sussidi al reddito ricevuti dal governo per le ore non lavorate.

¹⁷ Per maggiori dettagli sulle misure di politica di bilancio attuate durante la pandemia di COVID-19, cfr. *La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19*, op. cit. e *Le garanzie pubbliche sui prestiti e il credito bancario nel periodo del COVID-19* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

e dagli incentivi fiscali, di entità molto generosa, introdotti in alcuni paesi per la ristrutturazione delle abitazioni.

La politica monetaria ha inoltre fornito un sostegno fondamentale al mercato immobiliare dell'area dell'euro, preservando condizioni di finanziamento favorevoli per famiglie e imprese. In primo luogo, il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) annunciato a marzo 2020, incidendo soprattutto sui rendimenti a lungo termine della gamma delle scadenze, ha esercitato significative pressioni al ribasso sui tassi applicati ai prestiti. Ciò è stato particolarmente evidente nel caso dei tassi sui mutui ipotecari, generalmente collegati ai tassi di interesse a più lungo termine. In secondo luogo, la politica dei tassi di interesse negativi ha continuato a contribuire al mantenimento dei tassi applicati ai prestiti su livelli storicamente bassi, sostenendo così il credito bancario. In terzo luogo, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) hanno offerto condizioni favorevoli per la provvista bancaria, che gli istituti di credito hanno trasmesso a imprese e famiglie, anche per il segmento non mirato della linea di credito (ossia i mutui per l'acquisto di abitazioni)¹⁸. Nel complesso, secondo l'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) condotta dalla BCE, le misure di politica monetaria introdotte da quest'ultima hanno contribuito a un aumento dei volumi dei prestiti per l'acquisto di abitazioni e a un allentamento delle condizioni del credito bancario sui nuovi mutui durante il periodo della pandemia¹⁹. Per quanto riguarda i mutui ipotecari esistenti, le famiglie che si collocano nella parte inferiore della distribuzione del reddito sembrano avere beneficiato in misura maggiore della riduzione dei tassi di interesse attraverso il cosiddetto effetto dei flussi di cassa (cash-flow) della politica monetaria, che ha accresciuto le risorse a loro disposizione per la spesa (cfr. il riquadro 2).

Le condizioni di finanziamento sono rimaste favorevoli, soprattutto per le famiglie meno rischiose, sostenendo la robusta domanda di abitazioni.

Eccetto che nei primi due mesi del 2020, i flussi di mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostenuti: nel primo trimestre del 2021 il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze di prestiti ha raggiunto il 4,2 per cento, valore che non si osservava dal 2008, muovendosi in evidente conformità con i prezzi degli immobili residenziali. La domanda di mutui da parte delle famiglie è stata soddisfatta da tassi storicamente bassi sui prestiti bancari, che hanno continuato a non risentire dell'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito segnalato dalle banche nel 2020, né dell'aumento dei tassi di mercato nei primi mesi del 2021. Tale reazione attenuata ha rispecchiato i favorevoli costi della provvista bancaria (supportati dalle misure introdotte), ma ha celato un ampliamento dei margini sui prestiti per i debitori più rischiosi e un aumento delle garanzie richieste a fronte di una peggiore percezione del merito di credito delle famiglie. Nella prima metà del 2021 le pressioni tendenti all'inasprimento delle politiche di prestito praticate dalle banche in relazione ai mutui per l'acquisto di abitazioni si sono esaurite, principalmente di riflesso a una

¹⁸ Inoltre, dal punto di vista della politica microprudenziale, la vigilanza bancaria della BCE ha concesso agli enti creditizi un importante allentamento dei requisiti patrimoniali, creando ulteriori margini per l'espansione dei bilanci bancari.

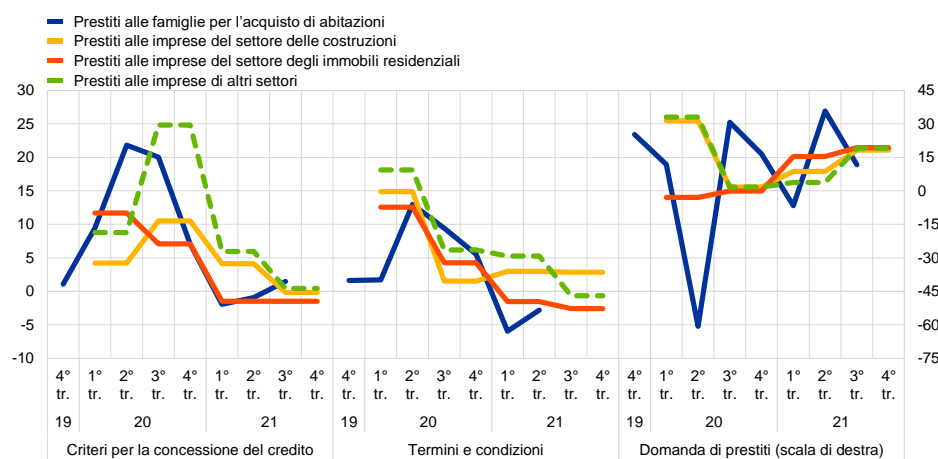
¹⁹ Cfr. la sezione 3 dell'indagine BLS della BCE di aprile 2021.

più ridotta percezione del rischio, a sua volta legata al miglioramento delle prospettive economiche (cfr. il grafico 5). Gli andamenti favorevoli osservati durante la seconda e la terza ondata hanno consentito alle famiglie di registrare, nel complesso dell'intero periodo pandemico, un inasprimento delle condizioni del credito bancario significativamente inferiore rispetto alle precedenti crisi (cfr. il grafico 6)²⁰. Anche il contributo delle prospettive del mercato immobiliare alla domanda di prestiti è stato sorprendentemente diverso da quello osservato nelle crisi precedenti, in quanto ha mostrato una tenuta particolarmente solida durante tutta la pandemia. Nel periodo del COVID-19 le condizioni del credito bancario per le imprese del settore delle costruzioni e di quello immobiliare sono state più favorevoli rispetto a quelle applicate alle imprese dei settori più colpiti dalle misure di contenimento²¹.

Grafico 5

Condizioni del credito bancario e domanda di prestiti relative a famiglie e imprese

(percentuali nette di banche)



Fonti: BCE (indagine BLS) ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali relative alle risposte "hanno registrato un notevole irrigidimento/incremento" e "hanno registrato un lieve irrigidimento/incremento" e la somma delle percentuali relative alle risposte "hanno registrato un lieve allentamento/calò" e "hanno registrato un notevole allentamento/calò". La voce "prestiti alle imprese di altri settori" rappresenta la media semplice tra i prestiti alle imprese dei comparti manifatturiero, dei servizi, del commercio all'ingrosso e al dettaglio e degli immobili commerciali. Per quanto concerne i prestiti alle imprese per settore, le domande hanno frequenza semestrale e le risposte delle banche, pertanto, riguardano due trimestri anziché uno. Il terzo e il quarto trimestre del 2021 indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'indagine BLS di luglio 2021.

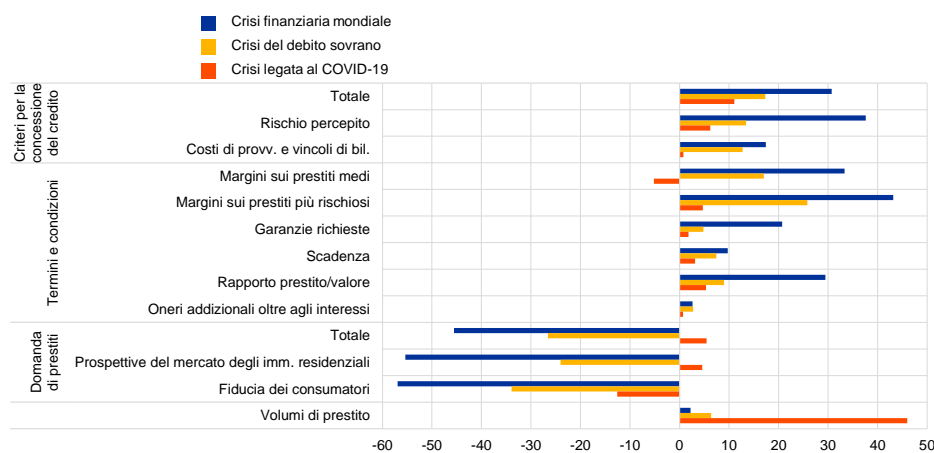
²⁰ Le crisi precedenti hanno avuto un impatto più diretto sul settore bancario, che ha attraversato un processo di significativo aggiustamento dei bilanci. Tale processo ha limitato la capacità di intermediazione delle banche, dando luogo a politiche creditizie più restrittive.

²¹ Come osservato in altri comparti, le imprese del settore delle costruzioni e di quello immobiliare hanno ridotto il ricorso al finanziamento bancario nella seconda metà del 2020 per effetto del minore fabbisogno di liquidità di emergenza e delle significative riserve precauzionali accumulate nelle prime fasi della pandemia (cfr. Falagiarda, M. e Köhler-Ulbrich, P., "Bank lending to euro area firms – What have been the main drivers during the COVID-19 pandemic?", *European Economy: Banks, Regulation, and the Real Sector*, vol. 1, 2021, pagg. 119-143). In questo periodo, inoltre, la domanda di prestiti ha continuato a essere frenata dall'elevata incertezza, soprattutto per quanto riguarda il finanziamento degli investimenti fissi. Nella prima metà del 2021 le imprese del settore delle costruzioni e di quello immobiliare hanno iniziato ad aumentare significativamente la domanda di prestiti bancari (cfr. il grafico 6) a causa delle migliori prospettive economiche e della robusta domanda di abitazioni.

Grafico 6

Condizioni del credito bancario relative ai mutui per l'acquisto di abitazioni, domanda e volumi dei prestiti

(per gli indicatori della BLS: percentuali nette di banche, media trimestrale durante le crisi; per i volumi dei prestiti: flussi in miliardi di euro, medie trimestrali durante le crisi)



Fonti: BCE (indagine BLS e voci di bilancio) ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali relative alle risposte "hanno registrato un notevole irrigidimento/incremento" e "hanno registrato un lieve irrigidimento/incremento" e la somma delle percentuali relative alle risposte "hanno registrato un lieve allentamento/calò" e "hanno registrato un notevole allentamento/calò". La voce "rischio percepito" rappresenta la media semplice tra "situazione e prospettive economiche generali" e "prospettive del mercato degli immobili residenziali, comprese le attese sull'andamento dei prezzi". Per "costi di provv. e vincoli di bil." si intendono "costi di provvista e vincoli di bilancio".

In un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, elevata incertezza e ingenti risparmi, la domanda di abitazioni è stata anche sostenuta da motivi di investimento.

La domanda di abitazioni a fini di investimento è stata una caratteristica distintiva della ripresa dei mercati immobiliari iniziata nel 2013²². Tale fattore sembra essersi rafforzato durante il periodo della pandemia, riflettendo un ulteriore aumento dell'appetibilità relativa delle abitazioni come categoria di investimento e un'espansione supplementare della disponibilità di risparmi in una fase di considerevole incertezza economica^{23,24}. Inoltre, i flussi verso i fondi immobiliari, sebbene in lieve calo nel 2020, sono rimasti su livelli relativamente elevati, anche in percentuale degli investimenti residenziali. Sebbene alcuni di questi fondi potrebbero anche essere destinati a immobili commerciali o a investimenti al di fuori dell'area dell'euro, tali evidenze suggeriscono che gli investitori privati e istituzionali alla ricerca di rendimenti e sicurezza potrebbero aver contribuito a incrementare la domanda di abitazioni durante il periodo pandemico.

Anche i vincoli dal lato dell'offerta hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi delle abitazioni.

I vincoli all'offerta di abitazioni sono stati un importante fattore alla base della dinamica del mercato degli immobili residenziali nel periodo

²² Cfr. l'articolo [Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro](#), op.cit.

²³ L'impatto dell'accumulo forzato di risparmio associato alla pandemia è esaminato nel riquadro *La ripresa della domanda di immobili residenziali attraverso l'indagine sulle aspettative dei consumatori* in questo numero del Bollettino.

²⁴ Le stime del rendimento degli investimenti connessi all'edilizia residenziale indicano un aumento dell'appetibilità relativa degli investimenti in immobili residenziali rispetto a titoli di Stato e depositi durante il periodo della pandemia di COVID-19. I maggiori rendimenti degli immobili residenziali potrebbero a loro volta aver alimentato aspettative di un aumento dei prezzi delle abitazioni, stimolando ulteriormente la domanda di queste ultime.

2013-2019. Dopo il significativo calo delle concessioni edilizie seguito all'insorgere della pandemia, le strozzature nell'offerta si sono ulteriormente aggravate durante le sue diverse ondate (cfr. il grafico 7). Se nella prima ondata a limitare la produzione sono stati soprattutto le condizioni di finanziamento e altri fattori (in particolare, le misure di contenimento), nella seconda e nella terza ondata le strozzature dal lato dell'offerta sono state essenzialmente determinate da carenze di manodopera e materiali. La mancanza di lavoratori (soprattutto altamente qualificati) costituiva un importante vincolo alla produzione anche prima della crisi legata al COVID-19²⁵, ma la carenza di materiali ha rispecchiato le turbative lungo le catene mondiali di approvvigionamento e la riallocazione delle risorse indotta dall'insorgere della pandemia, determinando un aumento dei tempi di consegna dei fornitori e dei costi degli input. Nel complesso, i dati delle indagini suggeriscono che per le imprese di costruzione nel periodo della pandemia i vincoli dal lato dell'offerta sono aumentati rispetto a quelli dal lato della domanda.

Riquadro 2

La politica monetaria e l'effetto dei flussi di cassa sulle famiglie attraverso i mutui ipotecari

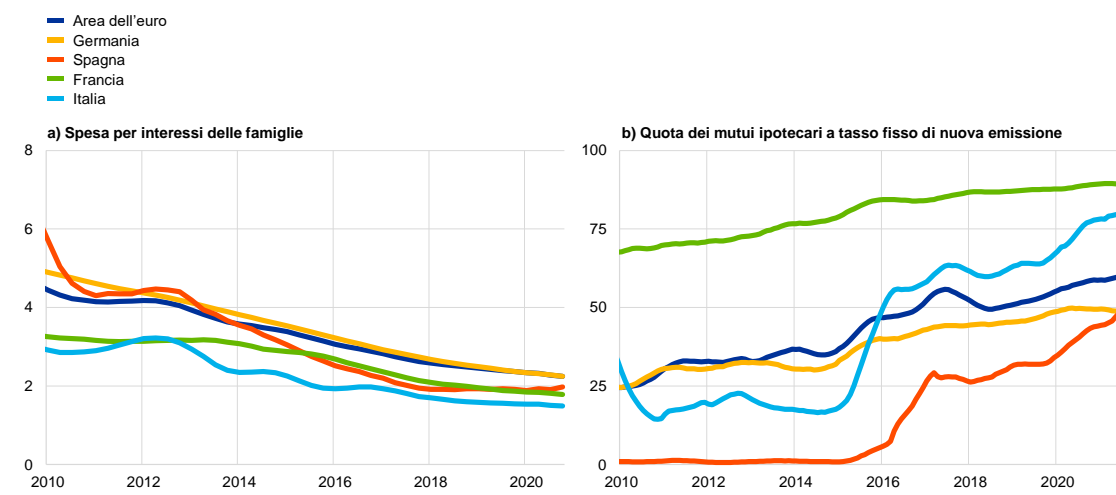
a cura di Lucía Kazarian Avakian, Giulio Nicoletti e Christophe Van Nieuwenhuyze

Il presente riquadro valuta i benefici ottenuti dalle famiglie per effetto della minore spesa per interessi sul loro debito ipotecario a partire dall'inizio della politica monetaria non convenzionale della BCE nel 2015. Il cosiddetto effetto dei flussi di cassa della politica monetaria ha contribuito alla riduzione della spesa per interessi del settore aggregato delle famiglie dell'area dell'euro, che alla fine del 2020 ha complessivamente raggiunto il minimo storico del 2,2 per cento del reddito disponibile (cfr. il pannello a) del grafico A). Tale effetto positivo ha aiutato le famiglie ad affrontare lo shock causato dal COVID-19.

Grafico A

Spesa per interessi e mutui ipotecari a tasso fisso delle famiglie

(pannello a): percentuali del reddito disponibile lordo; pannello b): valori percentuali)



Fonti: conti settoriali trimestrali dell'Eurostat e della BCE e dati mensili della BCE sui tassi di interesse su prestiti e depositi nell'area dell'euro.

Note: pannello a): spesa lorda per interessi effettiva, ossia comprensiva dei servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati. Pannello b): media mobile a dodici mesi della quota dei nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale superiore a dieci anni sul totale dei nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni.

²⁵ Cfr., ad esempio, "KfW-ifo Skilled Labour Barometer" per il settore delle costruzioni tedesco a giugno 2021.

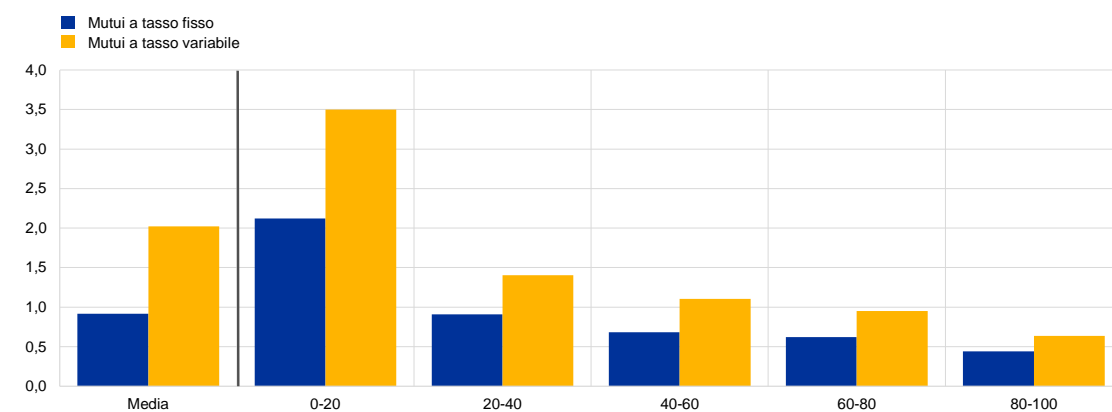
Al fine di analizzare l'impatto distributivo di questo canale di trasmissione della politica monetaria, si calcola l'entità del vantaggio nell'intera distribuzione del reddito delle famiglie intestatarie di un mutuo ipotecario. Inoltre, si distingue tra l'impatto attraverso i mutui ipotecari a tasso variabile, che sono periodicamente riparametrati alla variazione dei tassi a breve termine, e i mutui a tasso fisso, che risentono della variazione dei tassi a lungo termine qualora le famiglie rifinanzino il prestito. Dati il calo relativamente consistente dei tassi a lungo termine dal 2015 e la quota crescente di mutui a tasso fisso (cfr. il pannello b) del grafico A), è probabile che il vantaggio ottenuto mediante questo canale sia aumentato.

Si calcola il beneficio nell'intera distribuzione del reddito delle famiglie intestatarie di un mutuo nelle cinque maggiori economie dell'area dell'euro, combinando informazioni sui mutui e sul reddito a livello di famiglia con informazioni sui tassi di interesse a livello nazionale. Considerando tutte le famiglie intestatarie di un mutuo nel 2014, sulla base della seconda edizione dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS), si calcola l'incremento di reddito registrato a fine 2020, rispetto alla relativa situazione iniziale del 2014, per effetto della minore spesa per interessi sui mutui ipotecari. Per i mutui a tasso variabile le elaborazioni si basano sugli andamenti del tasso a breve termine (Euribor a tre mesi), mentre per i mutui a tasso fisso²⁶ esse tengono conto degli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine e dei volumi di rifinanziamento. In generale, questi ultimi aumentano con l'entità del vantaggio in termini di tasso di interesse, ossia con il divario tra i tassi a lungo termine sui nuovi mutui ipotecari e il tasso su quelli in essere.

Grafico B

Incremento di reddito derivante dalla minore spesa per interessi sui mutui per percentile di reddito

(percentuali del reddito lordo delle famiglie)



Fonti: BCE (indagine HFCS, dati mensili sui tassi di interesse) ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grafico mostra, per le famiglie intestatarie di un mutuo ipotecario nel 2014 in Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi e raggruppate in base ai quintili di reddito aggregati tra tali paesi (asse delle ascisse), l'incremento medio di reddito registrato a fine 2020, rispetto alla situazione iniziale del 2014, per effetto dei minori oneri per interessi sui mutui a tasso variabile e fisso. Per i mutui a tasso variabile tale incremento è calcolato moltiplicando la variazione del tasso a breve termine (Euribor a tre mesi) per il valore residuo del mutuo nel 2014. L'incremento di reddito dato dai minori tassi di interesse sui mutui a tasso fisso è calcolato come il prodotto di tre componenti: le consistenze dei mutui a tasso fisso nel 2014, la quota media di famiglie che hanno rinegoziato i prestiti nel periodo 2015-2020 e il vantaggio medio in termini di tasso di interesse da esse registrato, calcolato come differenza media tra i tassi rinegoziati e i tassi che venivano applicati ai nuovi mutui cinque anni prima.

L'effetto dei flussi di cassa ha beneficiato tutte le famiglie con un mutuo ipotecario e si è collocato in media allo 0,9 per cento circa del reddito lordo per i mutui a tasso fisso e al 2 per cento per i mutui

²⁶ Tutti i prestiti per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a dieci anni vengono considerati mutui a tasso fisso, sebbene possano consentire variazioni dei tassi dopo tale periodo secondo caratteristiche analoghe a quelle dei mutui a tasso variabile (ad esempio, variazioni dei tassi ogni cinque anni dopo i primi dieci).

a tasso variabile (cfr. il grafico B), sostenendo, a parità di altre condizioni, i bilanci delle famiglie, anche durante il periodo della pandemia di COVID-19²⁷. In tale periodo l'incremento di reddito potrebbe aver assunto la forma di risparmi aggiuntivi, contribuendo alla tenuta del mercato degli immobili residenziali²⁸. Inoltre, l'effetto dei flussi di cassa ha favorito soprattutto le famiglie a basso reddito, che sono state maggiormente esposte alle perdite di reddito da lavoro durante il periodo pandemico²⁹. La minore spesa per interessi, come tale, potrebbe aver mitigato il complessivo impatto negativo sul reddito dei debitori, attenuando così anche un fattore di disuguaglianza³⁰, la probabilità di ritardi di pagamento e la necessità di fare ampio e prolungato ricorso alle moratorie³¹. Infine, tassi a lungo termine inferiori hanno incoraggiato sia il rifinanziamento sia una quota più elevata di mutui a tasso fisso, così che le famiglie sono state in grado di assicurarsi i bassi tassi di interesse, migliorando la sostenibilità del rispettivo debito e riducendo la propria sensibilità al tasso di interesse in caso di irrigidimento della politica monetaria.

4 Prospettive e rischi per il mercato degli immobili residenziali nell'area dell'euro

È probabile che nel breve periodo diversi fattori sostengano le prospettive del mercato degli immobili residenziali. L'attesa ripresa dell'attività economica, supportata dal buon esito della campagna vaccinale condotta nell'area dell'euro, dovrebbe rafforzare le prospettive di reddito e di occupazione delle famiglie, anche a fronte del graduale venir meno delle politiche di sostegno di bilancio. È probabile che le condizioni di finanziamento restino favorevoli, di riflesso al supporto fornito dalle politiche e al previsto miglioramento del merito di credito dei debitori. Le recenti dinamiche dei prestiti e le indicazioni provenienti dall'indagine sul credito bancario, che tendono a mostrare buone proprietà anticipatrici di circa due o tre trimestri in termini di prezzi delle abitazioni e investimenti in edilizia residenziale, segnalano

²⁷ Si noti che la parte di tali incrementi connessa alla politica monetaria non convenzionale richiederebbe l'individuazione dello shock di politica monetaria. Tali esercizi confermano che l'effetto maggiore si è prodotto per il tramite dei mutui a tasso variabile piuttosto che attraverso quelli a tasso fisso. Cfr., ad esempio, Pietruni, M. e Signoretti, F. M., "Unconventional monetary policy and household debt: The role of cash-flow effects", *Journal of Macroeconomics*, vol. 64, n. 103201, giugno 2020. In modo analogo alla metodologia qui utilizzata, Ehrmann, M. e Ziegelmeyer, M., in "Mortgage choice in the euro area: Macroeconomic Determinants and the effect of monetary policy on debt burdens", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, marzo-aprile 2017, pagg. 469-494, riscontrano che l'impatto maggiore si verifica per il tramite dei mutui a tasso variabile, sebbene questi risultati risalgano al periodo antecedente l'esistenza della politica monetaria non convenzionale.

²⁸ Considerati i risparmi forzati, durante la pandemia di COVID-19 la propensione marginale al consumo è stata relativamente bassa. Cfr. il riquadro [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino e Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. e Kenny, G., "The COVID-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries", op. cit.

²⁹ Cfr. Schnabel, I., "Unequal scars – distributional consequences of the pandemic", discorso pronunciato in occasione del dibattito tra esperti *Verteilung der Lasten der Pandemie* ("Condividere il peso della pandemia"), Deutscher Juristentag 2020, Francoforte sul Meno, 18 settembre 2020 e i riferimenti ivi contenuti.

³⁰ Cfr. l'articolo [Politica monetaria e disuguaglianze](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

³¹ L'impatto positivo sulle famiglie dell'effetto dei flussi di cassa attraverso i mutui ipotecari si accompagna a un effetto negativo sui bilanci bancari. Tuttavia, effetti positivi sui bilanci bancari derivano anche dal miglioramento del merito di credito delle famiglie. Per uno studio relativo all'impatto complessivo della politica monetaria sulla redditività delle banche, cfr. Altavilla, C., Bouchina, M. e Peydró, J.L., "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment", *Economic Policy*, vol. 33, numero 96, ottobre 2018, pagg. 531-586.

un protratto dinamismo del mercato immobiliare nei trimestri a venire.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale continueranno probabilmente a evidenziare la tendenza positiva osservata a partire dal terzo trimestre del 2020, rafforzata dalla tenuta dei prezzi delle abitazioni in rapporto ai costi di costruzione, dal miglioramento dei redditi disponibili reali e dall'andamento favorevole delle intenzioni di acquisto e ristrutturazione degli immobili (cfr. il grafico 7). Inoltre, una parte dei risparmi accumulati durante la pandemia potrebbe essere reindirizzata verso il mercato delle abitazioni, in un contesto caratterizzato da bassi rendimenti e dalla maggiore appetibilità relativa degli immobili residenziali a fini di investimento. È probabile che la quota di questi ultimi nei portafogli immobiliari aumenti perché percepiti come attività più sicure in periodi di incertezza (l'abitazione è una necessità primaria) e legate a flussi di reddito stabili (canoni di locazione).

Tuttavia, le prospettive per il mercato degli immobili residenziali continuano a dipendere in larga misura dalle incertezze connesse alla pandemia.

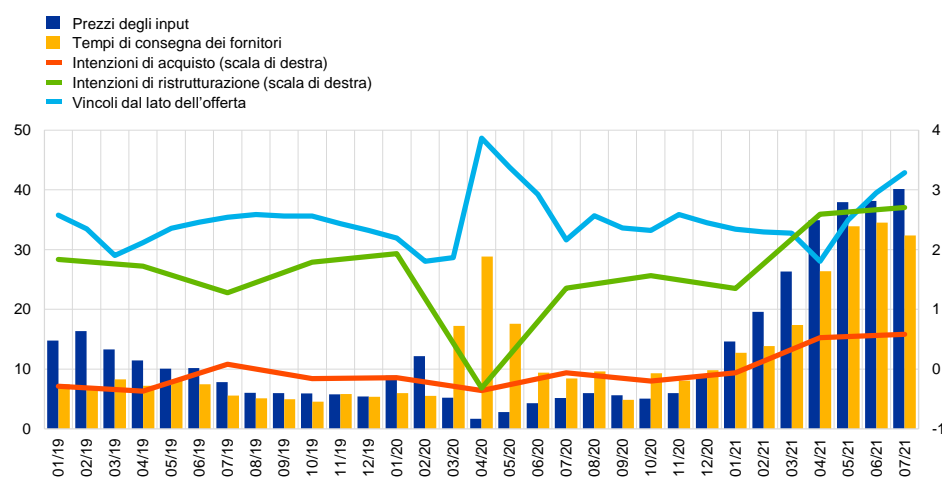
Gli andamenti avversi legati alla pandemia di COVID-19, come l'eventuale diffusione di nuove varianti, potrebbero gravare sulle prospettive del mercato degli immobili residenziali, e in particolare sulla domanda di abitazioni, come osservato all'inizio della pandemia. In un contesto di elevata incertezza, la rimozione delle misure di sostegno costituisce un ulteriore fattore in grado di limitare le prospettive del mercato degli immobili residenziali nel caso in cui tali politiche fossero gradualmente revocate prima che la ripresa risulti ben avviata. Inoltre, l'aumento complessivo dei tassi di interesse privi di rischio osservato dall'inizio del 2021 potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui tassi applicati ai mutui ipotecari. L'andamento delle carenze di materie prime e i connessi aumenti dei tempi di consegna dei fornitori e dei costi degli input potrebbero poi influire negativamente sull'attività del settore delle costruzioni ed esercitare forti pressioni al rialzo sui prezzi nel breve periodo (cfr. il grafico 7). Ciò contribuirebbe a mantenere i prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro su livelli elevati³², determinando così un probabile incremento dell'importanza e della necessità di misure macroprudenziali (cfr. il riquadro 3).

³² Per ulteriori dettagli, cfr. l'edizione di maggio 2021 della *Financial Stability Review* della BCE.

Grafico 7

Vincoli dal lato dell'offerta, prezzi degli input nel settore delle costruzioni, tempi di consegna dei fornitori e intenzioni di acquisto e ristrutturazione nell'area dell'euro

(prezzi degli input e tempi di consegna dei fornitori: deviazione dallo scenario di base (50); intenzioni di acquisto o ristrutturazione: livelli standardizzati; vincoli dal lato dell'offerta: livelli)



Fonti: Commissione europea, IHS Markit ed elaborazioni a cura degli autori.

In prospettiva, anche le variazioni delle preferenze abitative potrebbero incidere sul mercato degli immobili residenziali. La pandemia di COVID-19 potrebbe indurre cambiamenti nelle preferenze e nei comportamenti in grado di influenzare la domanda di abitazioni nel medio-lungo periodo. Nel caso di una maggiore diffusione di accordi per il lavoro a distanza, la domanda di abitazioni potrebbe in parte spostarsi dai centri delle città verso le aree suburbane e rurali, in quanto i costi opportunità associati ai luoghi di lavoro periferici diminuirebbero in linea con il tempo destinato agli spostamenti casa-lavoro³³. Ciò potrebbe contribuire a contenere le pressioni al rialzo sui canoni di locazione e sui prezzi delle abitazioni nelle grandi città caratterizzate da una limitata offerta di immobili residenziali. Come osservato in altre economie avanzate³⁴, le evidenze preliminari relative ad alcuni paesi dell'area dell'euro tendono a confermare questa ipotesi, suggerendo, ad esempio, il rialzo dei prezzi delle abitazioni nelle aree rurali della Germania e l'attenuazione degli incrementi di prezzo degli immobili nelle capitali dell'area dell'euro rispetto al periodo precedente la pandemia (cfr. il grafico 8)^{35,36}. L'introduzione più rapida di accordi per il lavoro da remoto ha rallentato la domanda

³³ Secondo il sondaggio dell'ifo Institute tedesco "Wie beeinflusst die Corona-Pandemie die Wohnortpräferenzen?", *ifo Schnelldienst*, vol. 74, n. 08, 2021, circa il 20 per cento delle famiglie che vivono in aree urbane prevede di trasferirsi entro i prossimi due anni, a fronte del 12 per cento delle famiglie che vivono in aree rurali (cfr. il grafico 8). Per circa la metà di tali intervistati (46 per cento) la decisione è stata influenzata dalla pandemia di COVID-19.

³⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. "How Covid Has Reshaped Real Estate From New York to Singapore", Bloomberg, maggio 2021 e *The Impact of the COVID-19 Pandemic on the Demand for Density: Evidence from the U.S. Housing Market*, Federal Reserve Bank di Dallas, agosto 2020, che illustra come negli Stati Uniti la pandemia abbia indotto una ricomposizione della domanda a scapito dei quartieri densamente popolati.

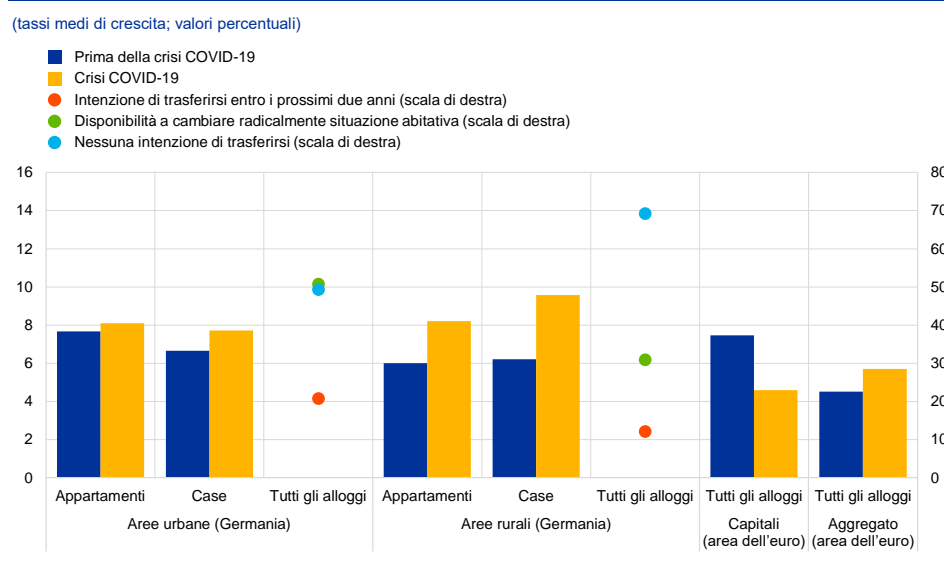
³⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro durante la pandemia di coronavirus*, op. cit.

³⁶ A marzo 2021 l'Irlanda ha promosso un piano per la creazione di una rete di oltre 400 centri per il lavoro da remoto, introducendo agevolazioni fiscali per individui e imprese che sostengono lo svolgimento del lavoro a distanza e dando avvio a una politica di sviluppo rurale per il periodo 2021-2025.

di uffici commerciali e spazi per la vendita al dettaglio, introducendo la possibilità di convertire in abitazioni alcuni di questi immobili in aree in cui l'offerta è limitata³⁷. In futuro anche il cambiamento climatico e le politiche a esso collegate potrebbero incidere sul mercato degli immobili a uso abitativo. Gli investimenti in efficienza energetica degli edifici potrebbero stimolare gli investimenti in edilizia residenziale, anche grazie agli incentivi fiscali introdotti in alcuni paesi, riducendo così la spesa delle famiglie per l'energia. Inoltre, gli immobili che soddisfano requisiti energetici più avanzati potrebbero avere prezzi superiori, ponendo quindi ulteriori sfide per l'accessibilità finanziaria delle abitazioni.

Grafico 8

Intenzioni di trasferimento delle famiglie e andamento dei prezzi nelle zone urbane rispetto alle zone rurali



Fonti: BCE, DESTATIS, ifo Institute, Eurostat, fonti nazionali ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: i prezzi degli immobili residenziali per le aree urbane in Germania sono calcolati come tassi medi di crescita di metropoli, città non collegate a un distretto e distretti urbani, e, per le aree rurali, come tassi medi di crescita dei distretti rurali densamente e scarsamente popolati. Il periodo precedente la pandemia va dal quarto trimestre del 2016 al quarto trimestre del 2019 e il periodo della crisi legata al COVID-19 va dal primo trimestre del 2020 al primo trimestre del 2021. La "disponibilità a trasferirsi" delle famiglie che vivono in aree urbane è calcolata come la media delle risposte a un'indagine dell'ifo Institute tedesco fornite dalle famiglie di aree urbane, suburbane e piccole città, espressa in percentuale. L'"intenzione di trasferirsi entro i prossimi due anni" è calcolata come la somma delle percentuali di famiglie che prevedono di trasferirsi entro i successivi sei mesi, sei-dodici mesi e due anni. La serie aggregata per l'area dell'euro è una media ponderata basata su pesi del PIL che comprende Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Slovenia e Finlandia.

Riquadro 3

Politica macroprudenziale per gli immobili residenziali prima, durante e dopo la pandemia di COVID-19

a cura di Jan Hannes Lang, Marek Rusnák, Marco Lo Duca e Barbara Jarmulska

Prima della pandemia di COVID-19 molti paesi dell'area dell'euro avevano attivato misure macroprudenziali per far fronte all'accumulo di vulnerabilità nel settore degli immobili residenziali o come meccanismo di copertura cautelativo. All'inizio del 2020 in 14 paesi dell'area dell'euro erano in vigore misure macroprudenziali mirate ai prenditori, quali limiti al rapporto prestito/valore (loan-to-value, LTV), al rapporto tra servizio del debito e reddito (debt service-to-income, DSTI),

³⁷ Per ulteriori dettagli, cfr. *Brick by Brick*, OCSE, maggio 2021.

al rapporto debito/reddito (debt-to-income, DTI) o alle scadenze³⁸. Inoltre, sette paesi dell'area avevano attivato delle politiche macroprudenziali di ponderazione dei rischi, al fine di aumentare le riserve di capitale che le banche devono detenere a fronte di prestiti ipotecari³⁹. Le misure macroprudenziali mirate ai prenditori erano state attuate da molti paesi perché fungessero come meccanismo di copertura cautelativo per i criteri di concessione dei prestiti; quando furono attuate riguardavano solo una quota esigua dei mutui ipotecari erogati, ma servivano a evitare che in futuro i criteri per la concessione dei prestiti venissero allentati in maniera diffusa. Tuttavia, in alcuni paesi le vulnerabilità relative all'edilizia residenziale si erano accumulate negli anni precedenti, inducendo il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) a emettere, a settembre 2019, segnalazioni e raccomandazioni nei confronti di sei paesi dell'area dell'euro⁴⁰. In alcuni paesi sono state pertanto adottate misure macroprudenziali per contenere più attivamente l'accumulo di vulnerabilità relative agli immobili residenziali e accrescere la capacità di tenuta delle banche di fronte ai connessi rischi sistemici.

A seguito della diffusione della pandemia, in linea con la natura anticiclica della politica macroprudenziale, alcune autorità nazionali hanno attenuato le misure macroprudenziali per gli immobili residenziali al fine di limitare i possibili effetti di amplificazione di un orientamento macroprudenziale restrittivo. Al culmine della pandemia, nella primavera del 2020, le autorità nazionali di Malta, Portogallo, Slovenia e Finlandia hanno adeguato le misure macroprudenziali mirate ai prenditori già in vigore, temendo che l'impatto della pandemia potesse limitare l'accesso al mercato per i debitori solvibili esposti a shock temporanei al reddito e alla liquidità⁴¹. Due paesi hanno fornito un certo margine patrimoniale per assorbire le perdite e soddisfare la domanda di credito. Nei Paesi Bassi è stata posticipata la prevista introduzione di un limite minimo per la ponderazione del rischio in funzione del rapporto prestito/valore per i mutui ipotecari e, in Finlandia, il limite minimo per la ponderazione del rischio per i mutui ipotecari IRB in vigore non è stato prorogato oltre il 2020. Tutte le misure menzionate hanno agevolato sia i nuovi debitori sia

³⁸ Gli unici paesi dell'area dell'euro che all'inizio del 2020 non avevano adottato misure macroprudenziali mirate ai prenditori erano: Germania, Grecia, Spagna, Italia e Lussemburgo. Per maggiori dettagli sulle misure di questo tipo attuate nei vari paesi cfr. la sezione 4 di Lang, J.H., Pirovano, M., Rusnák, M. e Schwarz, C., "Trends in residential real estate lending standards and implications for financial stability", Approfondimento A, *Financial Stability Review*, Banca centrale europea, maggio 2020.

³⁹ Le politiche di ponderazione dei rischi incidono sui coefficienti patrimoniali aumentando i pesi sulle esposizioni delle banche relative a immobili residenziali. Ciò si traduce generalmente in maggiori esposizioni ponderate per il rischio e implica la necessità di capitale aggiuntivo per soddisfare i requisiti patrimoniali. Belgio, Estonia e Finlandia avevano attivato moltiplicatori, requisiti aggiuntivi e limiti minimi di ponderazione del rischio ai sensi dell'articolo 458 del regolamento sui requisiti patrimoniali (Capital Requirements Regulation, CRR) per i mutui residenziali nazionali erogati dalle banche che utilizzano il metodo basato sui rating interni (internal ratings-based approach, IRB) per determinare le ponderazioni di rischio. Irlanda, Malta e Slovenia avevano attivato limiti minimi per la ponderazione del rischio ai sensi dell'articolo 124 del CRR per i mutui ipotecari erogati dalle banche che utilizzano il metodo standardizzato (standardised method, STA) per determinare le ponderazioni di rischio. Il Lussemburgo aveva emesso raccomandazioni in merito ai limiti minimi di ponderazione del rischio per i mutui ipotecari sia in caso di metodo STA sia in caso di IRB.

⁴⁰ Germania e Francia sono state oggetto di una segnalazione da parte del CERS, mentre Belgio, Lussemburgo, Paesi Bassi e Finlandia hanno ricevuto raccomandazioni dal Comitato. Cfr. il comunicato stampa del CERS *ESRB issues five warnings and six recommendations on medium-term residential real estate sector vulnerabilities*, 23 settembre 2019.

⁴¹ In Portogallo, ad aprile 2020, è stato deciso che il credito personale con scadenza fino a due anni non dovesse rispettare i limiti del rapporto tra servizio del debito e reddito e fosse esentato dalla raccomandazione di regolare pagamento di capitale e interessi fino a settembre 2020. In Slovenia, a maggio 2020, è stata attuata una modifica delle restrizioni macroprudenziali sui prestiti alle famiglie al fine di garantire flessibilità temporanea nel calcolo del reddito. In Finlandia, a giugno 2020, il limite al rapporto prestito/valore rispetto alle garanzie è stato riportato dall'85 al 90 per cento per i debitori diversi dagli acquirenti della prima casa. A Malta, a giugno 2020, è entrata in vigore una proroga del periodo di introduzione graduale del limite al rapporto prestito/valore ed è stato allentato temporaneamente il limite del 40 per cento al rapporto tra servizio del debito e reddito in fasi di stress.

le banche e hanno integrato altri provvedimenti di sostegno, quali moratorie sui rimborsi dei prestiti o regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro (cfr. la sezione 3).

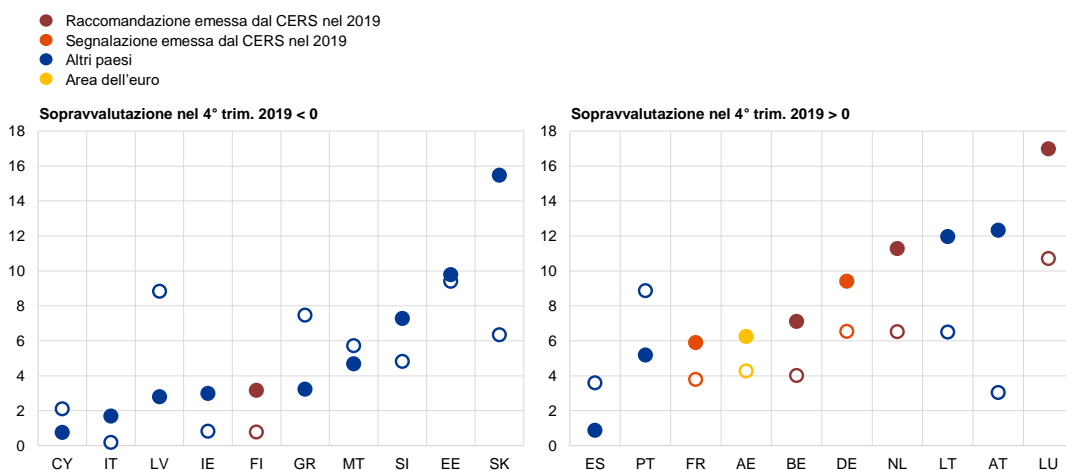
Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro le autorità non hanno adeguato le misure macroprudenziali mirate ai prenditori già in vigore, perché considerate come meccanismi di copertura cautelativi che non prevedevano adattamenti nel corso del ciclo economico. Inoltre, a seconda della base giuridica, era possibile che l'adeguamento di tali misure comportasse processi lunghi rispetto alle misure patrimoniali. Tuttavia, nel 2021 Belgio ed Estonia hanno esteso l'applicazione di misure di ponderazione del rischio ai mutui ipotecari (ai sensi dell'articolo 458 del CRR), al fine di preservare la capacità di tenuta delle banche a fronte di un accumulo di rischi associati agli immobili residenziali. Poiché le misure di ponderazione del rischio esistenti incidono sui requisiti minimi o sulle riserve settoriali, potrebbe rendersi necessario il loro allentamento nel caso in cui si concretizzino rischi e perdite nel mercato degli immobili residenziali.

Grafico A

Misure macroprudenziali dovrebbero essere prese in considerazione nei paesi in cui le vulnerabilità continuano ad accumularsi con il venir meno dei rischi al ribasso a breve termine

a) Crescita sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali nel quarto trimestre del 2019 e nel primo trimestre del 2021

(pannello a): valori percentuali; pannello b): considerazioni correnti in merito alle misure macroprudenziali relative al settore degli immobili residenziali)



b) Considerazioni correnti in merito alle misure macroprudenziali relative al settore degli immobili residenziali



Ulteriore aumento delle vulnerabilità relative agli immobili residenziali in alcuni paesi



Le politiche continuano a sostenere le famiglie, ma la loro revoca comporta rischi



Rischi al ribasso a breve termine per i mercati degli immobili residenziali in calo nella maggior parte dei paesi

SE IL RISCHIO-PAESE SPECIFICO LEGATO AGLI IMMOBILI RESIDENZIALI È ELEVATO E LA PROBABILITÀ DI AMPLIFICAZIONE PROCICLICA È BASSA, SARANNO CONSIDERATE ULTERIORI MISURE DI POLICY

Fonti: BCE ed elaborazioni a cura degli autori.
 Note: pannello a): i cerchi vuoti si riferiscono ai valori del quarto trimestre del 2019; i cerchi pieni si riferiscono ai valori del primo trimestre del 2021 (quarto trimestre del 2020 per Cipro e Finlandia). La soppravvalutazione media indica la media del rapporto tra prezzi delle abitazioni e reddito e i risultati di un modello econometrico nel quarto trimestre del 2019.

In prospettiva, con il venir meno dei rischi legati alla pandemia, andrebbero considerate ulteriori misure macroprudenziali relative agli immobili residenziali nei paesi in cui continuano ad accumularsi vulnerabilità in tale mercato. La considerevole crescita dei prezzi delle abitazioni e dei mutui ipotecari è proseguita per tutta la durata della pandemia, in particolare nei paesi con vulnerabilità preesistenti nel segmento degli immobili residenziali (cfr. il pannello a) del grafico A). Ciononostante, la divergenza tra gli andamenti del mercato degli immobili residenziali e i cicli economici durante la pandemia di COVID-19 può comportare rischi al ribasso negli scenari di crescita avversi, specie se il sostegno pubblico viene ridimensionato troppo presto. In tale contesto, sarebbe opportuno introdurre misure macroprudenziali nei paesi in cui le vulnerabilità continuano ad accumularsi con il venir meno dei rischi al ribasso a breve termine (cfr. il pannello b) del grafico A). A tale riguardo, alla fine del 2020 il Lussemburgo ha adottato delle misure macroprudenziali mirate ai prenditori, mentre nella primavera del 2021 i Paesi Bassi hanno confermato l'intenzione di attivare un limite minimo di ponderazione del rischio associato al rapporto prestito/valore per i mutui ipotecari⁴². Nonostante queste azioni, in alcuni paesi dell'area dell'euro potrebbero rendersi necessarie ulteriori misure macroprudenziali se proseguiranno le attuali tendenze nei mercati degli immobili residenziali.

5 Osservazioni conclusive

Il presente articolo ha esaminato gli andamenti del mercato degli immobili residenziali nell'area dell'euro dall'insorgere della pandemia di COVID-19.

Le restrizioni obbligatorie e volontarie alla mobilità degli operatori economici in risposta alla prima ondata della pandemia di COVID-19 hanno avuto un forte impatto sull'attività senza pregiudicare in misura significativa la tendenza al rialzo di prezzi e prestiti, al contrario di quanto avvenuto durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano. Inoltre, rispetto alle crisi precedenti, la prima ondata della pandemia ha determinato una maggiore eterogeneità tra i vari paesi negli investimenti in edilizia residenziale, in parte a causa del diverso impatto delle restrizioni in base alla distribuzione del reddito.

Diversi fattori hanno sostenuto il settore immobiliare nel corso della pandemia. La capacità di tenuta del mercato degli immobili residenziali è in parte riconducibile al minore impatto delle restrizioni dopo la prima ondata. Tra gli altri fattori figurano le misure di politica di bilancio, monetaria e macroprudenziale, le condizioni di finanziamento persistentemente favorevoli, la maggiore appetibilità dell'edilizia residenziale a fini di investimento, nonché le strozzature dal lato dell'offerta che hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi delle abitazioni senza gravare in misura significativa sull'attività.

Nel complesso, le incertezze connesse alla pandemia e i relativi cambiamenti strutturali continueranno a influenzare le prospettive del mercato degli immobili residenziali. È probabile che in futuro la ripresa economica generalizzata e l'utilizzo degli ingenti risparmi accumulati sosterranno le prospettive del mercato

⁴² Tale misura dovrebbe entrare in vigore il 1° gennaio 2022, purché la ripresa economica prosegua in linea con le aspettative attuali (cfr. il *DNB Financial Stability Report*, primavera 2021).

degli immobili residenziali. Le prospettive restano tuttavia incerte e dipendono dall'evoluzione della pandemia e dai tempi della revoca delle misure di sostegno. Anche le variazioni delle preferenze abitative potrebbero determinare una ricomposizione all'interno del mercato degli immobili, a scapito di quelli commerciali e residenziali nelle aree urbane e a favore degli edifici a uso abitativo collocati nelle aree suburbane e rurali. È probabile che gli andamenti eterogenei osservati tra le famiglie persistano e possano intensificarsi.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW): <http://sdw.ecb.europa.eu/>

I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

La versione integrale dello Statistics Bulletin è reperibile nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle note generali dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle note tecniche dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3,7	2,9	1,7	0,6	6,7	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,3	1,7	0,0	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,4	-9,7	-4,6	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 3° trim.	7,8	7,5	17,4	5,4	3,0	12,6	1,2	1,6	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
4° trim.	1,9	1,1	1,1	2,8	2,6	-0,4	1,2	1,6	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 1° trim.	0,8	1,5	-1,4	-1,1	0,6	-0,3	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
2° trim.	.	1,6	5,5	0,5	1,3	2,1	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
2021 apr.	-	-	-	-	-	-	3,3	2,4	4,2	1,5	-1,1	0,9	1,6
mag.	-	-	-	-	-	-	3,8	2,8	5,0	2,1	-0,8	1,3	2,0
giu.	-	-	-	-	-	-	4,0	3,1	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
lug.	-	-	-	-	-	-	4,2	3,1	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2
ago.	-	-	-	-	-	-	4,3	3,1	5,3	3,2	-0,4	0,8	3,0
set.	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	.	.	3,4

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)							Importazioni di beni ¹⁾				
	Indice composito dei responsabili degli acquisti						Indice mondiale dei responsabili degli acquisti ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,4
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,3	-4,5	-4,2
2020 4° trim.	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,8	5,2	4,4
2021 1° trim.	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,5	1,8	7,5
2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,6	1,4	1,9
3° trim.	52,9	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,2	50,3	.	.	.
2021 mag.	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,5	53,6	3,9	2,2	5,7
giu.	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	1,6	1,4	1,9
lug.	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	-0,4	0,5	-1,3
ago.	51,3	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,6	51,5	49,5	-0,9	-0,2	-1,7
set.	52,4	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	52,8	50,1	.	.	.
ott.	.	57,3	.	.	.	54,3	.	.	.	.	.	.

Fonti: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili sono variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ¹⁾						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021 mar.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08
apr.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
mag.	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
giu.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
lug.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
ago.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
set.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{1),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021 mar.	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37
apr.	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
mag.	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57
giu.	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45
lug.	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
ago.	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16
set.	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
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
2021 mar.	422,4	3.813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3.910,5	29.315,3
apr.	440,1	3.987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4.141,2	29.426,8
mag.	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1
giu.	455,3	4.105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4.238,5	28.943,2
lug.	453,8	4.062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4.363,7	28.118,8
ago.	468,5	4.177,0	1.014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4.454,2	27.692,7
set.	465,5	4.158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4.449,6	29.893,6

Fonte: Refinitiv.

2 Andamenti finanziari

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG ³⁾				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni		oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 set.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
ott.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
dic.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 gen.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,58	1,31
mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
apr.	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
mag.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,75	5,16	5,31	5,93	2,04	1,32	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
giu.	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,70	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
lug.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,77	15,57	5,31	5,24	5,85	1,98	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
ago. ^(p)	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,70	5,76	5,30	5,91	2,04	1,33	1,47	1,24	1,28	1,59	1,32

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 set.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51
ott.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 gen.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
mag.	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
giu.	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
lug.	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,43	1,37	1,28	1,32	1,16	1,48
ago. ^(p)	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,79	1,90	2,02	1,56	1,46	1,37	1,23	1,12	1,14	1,44

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 mar.	1.588	487	150	.	95	726	130	460	218	51	.	31	118	43
apr.	1.563	475	147	.	98	706	136	416	180	42	.	39	107	47
mag.	1.537	464	151	.	100	692	130	410	187	48	.	37	105	33
giu.	1.542	481	152	.	90	694	126	450	217	56	.	34	105	39
lug.	1.540	478	149	.	101	688	124	466	224	44	.	39	109	51
ago.	1.538	492	148	.	99	678	121	411	230	40	.	25	91	25
A lungo termine														
2018	15.748	3.688	3.162	.	1.249	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.315	3.817	3.397	.	1.324	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.213	3.892	3.136	.	1.453	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 mar.	17.704	3.970	3.226	.	1.471	8.274	763	371	107	94	.	27	125	17
apr.	17.704	3.956	3.214	.	1.467	8.308	760	313	64	74	.	17	146	12
mag.	17.830	3.947	3.234	.	1.489	8.393	768	269	46	69	.	21	121	12
giu.	18.005	3.981	3.270	.	1.504	8.473	779	337	75	82	.	29	136	15
lug.	18.108	3.992	3.313	.	1.507	8.517	779	299	56	97	.	17	119	10
ago.	18.136	3.991	3.306	.	1.506	8.556	778	136	28	35	.	4	66	3

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2018	16.962,7	4.190,4	3.332,4	.	1.320,6	7.445,8	673,5	7.023,4	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.597,8	4.367,2	3.577,7	.	1.408,4	7.558,1	686,5	8.586,6	538,4	1.410,6	6.637,6
2020	18.742,8	4.347,3	3.281,1	.	1.550,8	8.720,3	843,3	8.448,2	469,3	1.321,5	6.657,4
2021 mar.	19.291,1	4.457,1	3.376,3	.	1.566,2	8.999,1	892,5	9.237,3	542,9	1.467,6	7.226,8
apr.	19.266,5	4.430,6	3.360,8	.	1.565,5	9.013,8	895,8	9.456,9	554,3	1.467,6	7.434,9
mag.	19.366,9	4.410,2	3.384,8	.	1.588,4	9.085,1	898,3	9.664,8	575,7	1.508,7	7.580,5
giu.	19.547,5	4.462,0	3.421,2	.	1.593,8	9.166,3	904,2	9.791,5	564,9	1.521,5	7.705,2
lug.	19.648,0	4.470,2	3.462,2	.	1.607,6	9.204,3	903,8	9.911,0	559,2	1.526,8	7.825,0
ago.	19.674,4	4.483,1	3.453,8	.	1.605,1	9.233,7	898,7	10.178,8	587,9	1.610,3	7.980,6
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	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,4	1,2	2,6	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2021 mar.	8,5	2,2	4,2	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1
apr.	7,0	0,9	4,6	.	8,1	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5
mag.	5,6	0,1	5,0	.	5,4	8,1	12,2	2,3	1,4	6,1	1,6
giu.	4,4	-0,4	4,2	.	4,2	6,6	9,6	2,5	1,8	6,4	1,7
lug.	4,5	0,2	5,0	.	3,7	6,2	10,0	2,4	1,8	6,5	1,7
ago.	4,1	0,7	4,3	.	3,4	5,4	9,1	2,5	1,8	7,6	1,5

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2020 3° trim.	28.055,9	28.650,3	-594,4	11.129,6	9.381,6	9.997,8	12.579,7	-91,7	6.110,7	6.689,0	909,5	15.163,1
4° trim.	28.374,9	28.979,5	-604,6	11.045,2	9.365,9	10.695,1	12.875,6	-82,2	5.836,9	6.738,0	879,7	14.854,7
2021 1° trim.	29.652,8	30.301,7	-649,0	11.379,0	9.479,4	11.437,8	13.678,6	-122,1	6.108,6	7.143,7	849,4	15.485,7
2° trim.	30.116,9	30.693,1	-576,2	11.342,2	9.459,7	11.950,1	14.081,7	-114,2	6.069,7	7.151,7	869,0	15.388,9
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2021 2° trim.	255,2	260,1	-4,9	96,1	80,2	101,3	119,3	-1,0	51,4	60,6	7,4	130,4
<i>Transazioni</i>												
2020 3° trim.	195,4	75,0	120,4	33,6	-7,4	94,7	85,5	-31,3	95,1	-3,1	3,3	-
4° trim.	80,6	-48,2	128,8	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,5	2,1	-
2021 1° trim.	523,0	425,0	97,9	100,7	-7,1	266,3	178,8	6,4	152,6	253,4	-3,1	-
2° trim.	194,3	93,6	100,7	-37,2	-38,0	227,6	87,0	8,5	-12,1	44,6	7,5	-
2021 mar.	78,0	74,0	4,0	12,8	-6,5	82,4	89,3	-5,3	-11,4	-8,9	-0,5	-
apr.	200,6	193,9	6,7	30,1	5,4	56,4	39,7	4,5	109,0	148,8	0,7	-
mag.	14,0	-26,3	40,3	-51,3	-65,1	75,2	4,7	-2,1	-9,1	34,1	1,4	-
giu.	-20,4	-74,1	53,7	-16,0	21,6	96,0	42,6	6,2	-111,9	-138,2	5,3	-
lug.	143,3	102,5	40,8	23,1	-10,7	22,6	40,9	8,9	89,0	72,2	-0,3	-
ago.	185,5	183,4	2,2	5,9	-6,9	45,2	19,7	-5,9	18,2	170,6	122,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2021 ago.	1.105,2	684,7	420,5	-9,1	-37,3	941,6	129,3	-6,3	48,3	592,7	130,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 ago.	9,4	5,8	3,6	-0,1	-0,3	8,0	1,1	-0,1	0,4	5,0	1,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2018	11.600,2	11.132,8	6.223,0	2.369,5	2.430,6	1.177,5	746,1	500,5	109,6	467,5	5.571,6	5.104,2
2019	11.982,7	11.577,1	6.378,5	2.456,6	2.652,5	1.253,6	770,3	621,7	89,4	405,6	5.765,4	5.359,7
2020	11.400,4	10.976,4	5.902,0	2.573,5	2.494,9	1.216,3	681,9	589,7	6,1	423,9	5.173,4	4.749,4
2020 3° trim.	2.917,8	2.778,0	1.529,1	648,8	622,3	311,8	179,8	128,9	-22,1	139,7	1.300,0	1.160,3
4° trim.	2.927,3	2.787,7	1.485,8	661,2	641,4	318,1	182,9	138,6	-0,8	139,5	1.364,2	1.224,6
2021 1° trim.	2.939,1	2.807,9	1.470,4	663,0	645,8	324,7	185,4	134,0	28,8	131,2	1.399,6	1.268,5
2° trim.	3.003,1	2.879,3	1.527,3	669,8	659,1	334,9	187,7	134,7	23,0	123,8	1.463,5	1.339,7
<i>in percentuale del PIL</i>												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,9	10,7	6,0	5,2	0,1	3,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 3° trim.	12,6	10,5	14,5	5,5	13,9	14,7	24,8	0,0	-	-	16,4	11,7
4° trim.	-0,4	-0,3	-3,2	0,8	2,7	1,5	1,8	6,6	-	-	4,2	4,8
2021 1° trim.	-0,3	-0,4	-2,3	-0,5	0,0	0,6	1,8	-3,9	-	-	1,1	1,0
2° trim.	2,1	2,1	3,4	1,2	1,1	1,4	0,5	1,2	-	-	2,7	2,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,9	3,7	0,4	-	-	3,6	3,8
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,7	3,3	1,8	22,0	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,3	-7,0	-4,6	-12,0	-5,9	-	-	-9,1	-9,1
2020 3° trim.	-4,0	-4,2	-4,5	2,7	-4,0	-2,7	-7,9	-1,5	-	-	-8,8	-9,6
4° trim.	-4,4	-6,5	-7,6	3,3	-10,1	-0,5	-4,8	-30,6	-	-	-4,9	-9,3
2021 1° trim.	-1,2	-3,8	-5,6	2,9	-6,1	2,7	6,8	-31,6	-	-	-0,2	-5,7
2° trim.	14,2	12,0	12,1	7,1	18,2	18,8	30,1	3,6	-	-	26,0	21,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 3° trim.	12,6	10,2	7,5	1,3	2,9	1,5	1,4	0,0	-1,6	2,4	-	-
4° trim.	-0,4	-0,3	-1,7	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,6	-0,1	-	-
2021 1° trim.	-0,3	-0,4	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,9	0,1	-	-
2° trim.	2,1	2,0	1,7	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,2	0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2020 3° trim.	-4,0	-4,0	-2,4	0,6	-0,9	-0,3	-0,5	-0,1	-1,3	0,0	-	-
4° trim.	-4,4	-6,3	-4,1	0,7	-2,4	-0,1	-0,3	-2,0	-0,6	2,0	-	-
2021 1° trim.	-1,2	-3,7	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,1	2,4	-	-
2° trim.	14,2	11,7	6,2	1,7	3,8	2,0	1,7	0,2	-0,1	2,5	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2018	10.395,4	175,4	2.055,6	525,8	1.963,1	499,9	477,2	1.170,0	1.210,2	1.960,3	358,0	1.204,8
2019	10.741,0	178,5	2.099,1	561,4	2.041,8	531,4	478,9	1.204,9	1.250,1	2.025,7	369,3	1.241,7
2020	10.268,6	176,6	1.969,5	552,6	1.800,2	545,0	469,0	1.211,2	1.168,3	2.054,3	321,9	1.131,7
2020 3° trim.	2.626,9	44,2	505,5	142,3	474,2	139,9	116,8	305,4	295,1	519,5	84,0	290,9
4° trim.	2.634,4	43,7	521,3	146,7	458,8	139,5	117,2	305,7	302,0	522,2	77,5	292,8
2021 1° trim.	2.647,5	44,0	532,3	145,7	455,8	141,5	118,6	306,3	303,0	523,3	77,1	291,5
2° trim.	2.696,0	44,9	534,4	149,1	478,3	145,0	118,4	309,3	306,1	529,9	80,6	307,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 3° trim.	12,5	0,7	16,1	15,0	23,3	7,5	2,7	3,2	12,0	9,4	24,1	13,0
4° trim.	-0,4	0,6	3,3	2,2	-3,6	-0,7	-0,4	-0,3	1,8	-1,3	-11,4	-0,3
2021 1° trim.	0,0	-3,0	1,0	-1,1	-1,0	2,0	1,3	-0,3	0,3	0,0	-0,7	-3,3
2° trim.	1,8	0,8	0,3	1,2	4,5	2,3	0,7	1,0	0,9	1,7	6,0	4,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,8	-0,7	1,9	2,2	1,5	6,4	0,2	1,4	4,0	0,7	1,3	1,7
2019	1,6	1,7	0,5	2,0	2,4	5,6	0,4	1,4	1,7	1,1	1,6	1,6
2020	-6,3	-0,7	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,1	-6,5
2020 3° trim.	-4,1	-0,2	-5,0	-3,4	-9,8	3,0	-0,3	0,0	-7,2	0,1	-11,6	-3,5
4° trim.	-4,5	-0,8	-1,3	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,8	-5,6	-1,5	-21,8	-3,7
2021 1° trim.	-1,3	-1,0	3,1	0,5	-8,2	3,8	1,5	-0,1	-2,5	0,8	-16,5	-0,4
2° trim.	14,2	-0,8	21,6	17,5	22,8	11,5	4,4	3,6	15,4	9,9	15,7	14,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 3° trim.	12,5	0,0	3,0	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,4	1,9	0,7	-
4° trim.	-0,4	0,0	0,6	0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 1° trim.	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	1,8	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,6	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 3° trim.	-4,1	0,0	-1,0	-0,2	-1,9	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,0	-0,4	-
4° trim.	-4,5	0,0	-0,2	0,0	-2,4	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,7	-
2021 1° trim.	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
2° trim.	14,2	0,0	4,0	0,9	3,7	0,6	0,2	0,4	1,7	2,0	0,5	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2018	100,0	85,9	14,1	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	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	1,9	0,0	-0,4	1,5	2,6	1,6	3,8	-1,0	2,4	2,8	1,4	0,3
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,6	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,4	-1,8	0,7	-3,7	1,5	-0,5	-0,2	-2,4	0,9	-3,3
2020 3° trim.	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	-2,7	0,8	-4,3	1,1	-0,7	0,8	-3,5	0,8	-3,3
4° trim.	-1,8	-1,8	-1,5	-1,6	-2,3	0,8	-4,7	1,6	-0,4	1,7	-2,1	1,1	-4,1
2021 1° trim.	-1,8	-1,8	-1,3	0,4	-2,2	1,4	-5,5	2,2	-0,4	1,4	-1,7	1,3	-4,8
2° trim.	1,9	2,3	-0,1	3,6	-0,4	4,7	0,4	4,5	0,9	2,0	4,4	2,5	1,5
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,7	25,9	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	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,4	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,7	2,2	0,0	-0,2	1,4	3,2	1,8	3,9	-1,0	3,1	3,1	1,2	0,7
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,3	0,3	1,9	1,3	1,3	0,2
2020	-7,4	-6,7	-10,6	-3,0	-7,3	-6,1	-12,9	-1,6	-2,4	-6,4	-7,9	-1,8	-12,8
2020 3° trim.	-4,4	-4,2	-5,1	-1,3	-5,5	-0,6	-8,1	-1,9	-1,6	-2,2	-6,7	0,1	-5,5
4° trim.	-6,0	-5,4	-8,3	-1,6	-5,3	-2,6	-12,6	-0,4	-1,3	-2,6	-5,5	-0,6	-12,0
2021 1° trim.	-2,6	-2,8	-1,5	1,9	-1,3	5,1	-10,3	1,9	0,9	3,1	-1,7	2,0	-8,6
2° trim.	15,6	14,4	21,3	6,9	14,7	24,2	21,9	11,7	6,1	18,6	18,1	8,0	22,8
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,2	0,4
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,0	-5,3	-9,1	-0,6	-5,6	-6,8	-9,6	-3,0	-1,9	-6,3	-5,6	-2,6	-9,8
2020 3° trim.	-2,4	-2,3	-3,2	0,5	-2,9	-1,4	-3,9	-3,0	-0,9	-3,0	-3,3	-0,6	-2,2
4° trim.	-4,3	-3,7	-6,9	0,0	-3,0	-3,4	-8,2	-2,0	-0,9	-4,2	-3,4	-1,7	-8,3
2021 1° trim.	-0,8	-1,0	-0,2	1,5	0,9	3,7	-5,1	-0,4	1,3	1,7	-0,1	0,7	-4,0
2° trim.	13,4	11,8	21,4	3,1	15,2	18,6	21,4	6,8	5,1	16,2	13,1	5,4	21,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018	163,438	3,9	13,380	8,2	3,8	10,913	7,3	2,467	17,2	6,879	7,9	6,501	8,6	2,1
2019	164,210	3,6	12,405	7,6	3,3	10,101	6,7	2,304	16,0	6,352	7,2	6,053	7,9	2,2
2020	162,523	3,6	12,742	7,8	3,0	10,265	6,9	2,477	17,7	6,555	7,6	6,188	8,2	1,8
2020 3° trim.	162,962	3,7	13,840	8,5	3,1	11,131	7,5	2,709	19,2	7,105	8,2	6,735	8,9	1,7
4° trim.	163,265	3,6	13,089	8,0	3,2	10,615	7,1	2,474	17,8	6,736	7,7	6,353	8,3	1,9
2021 1° trim.	162,380	3,7	13,542	8,3	3,2	10,895	7,4	2,648	18,6	6,875	7,9	6,667	8,8	2,1
2° trim.	163,499	3,5	13,154	8,0	3,3	10,520	7,1	2,633	18,0	6,648	7,6	6,505	8,5	2,3
2021 mar.	-	-	13,101	8,1	-	10,503	7,1	2,598	18,4	6,608	7,6	6,493	8,6	-
apr.	-	-	13,350	8,2	-	10,663	7,2	2,687	18,8	6,706	7,7	6,643	8,7	-
mag.	-	-	13,156	8,0	-	10,562	7,1	2,594	18,0	6,638	7,6	6,518	8,5	-
giu.	-	-	12,712	7,8	-	10,207	6,8	2,505	17,3	6,375	7,3	6,337	8,3	-
lug.	-	-	12,423	7,6	-	10,043	6,7	2,380	16,7	6,205	7,1	6,218	8,1	-
ago.	-	-	12,162	7,5	-	9,845	6,6	2,317	16,4	6,138	7,1	6,024	7,9	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili. Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.

2) Non destagionalizzati.

3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2018	0,8	1,1	0,6	1,2	1,5	-1,5	1,7	3,6	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-3,1	2,4	1,0	3,7	0,8	1,8
2020	-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,7	-5,3	-5,7	-9,7	-0,8	3,6	-2,4	-14,4	-25,0
2020 4° trim.	-1,6	-1,6	1,4	-3,2	-2,6	-1,8	-1,2	-1,0	1,6	4,5	1,3	-13,8	-9,2
2021 1° trim.	3,5	3,6	4,9	5,1	0,4	0,9	2,9	7,5	2,4	2,7	3,1	-5,1	3,4
2° trim.	22,5	24,1	25,4	29,0	17,6	7,7	17,8	45,5	11,9	2,1	18,7	29,6	53,8
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-23,5
2021 apr.	39,8	43,0	38,6	64,2	26,7	13,5	45,5	68,4	23,7	4,1	42,8	62,3	262,5
mag.	20,5	22,2	24,2	27,0	14,5	6,4	12,2	47,9	8,7	0,4	14,2	28,6	49,5
giu.	10,6	11,2	15,8	6,8	12,9	3,3	4,1	26,6	5,6	2,0	7,4	11,7	5,4
lug.	8,0	8,6	11,3	5,9	10,5	1,5	3,5	28,3	3,1	1,2	4,5	3,8	-22,0
ago.	5,1	6,1	6,6	2,8	10,0	-0,6	-1,6	18,8	0,0	-1,9	1,3	1,2	-24,8
sett.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-24,2
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2021 apr.	0,7	0,6	0,8	0,7	2,2	1,9	-0,3	3,3	-3,6	-1,6	-5,9	-0,8	-1,5
mag.	-1,1	-0,7	-0,1	-2,6	-1,6	-2,4	-0,4	-1,4	4,2	-0,6	8,7	8,1	1,8
giu.	0,2	0,2	0,1	-1,3	2,6	-0,5	-0,7	3,6	1,9	-1,2	3,6	2,2	-0,4
lug.	1,4	1,6	0,6	2,6	2,1	-0,3	0,1	3,8	-2,6	-0,5	-4,2	0,6	-5,9
ago.	-1,6	-2,0	-1,5	-3,9	-1,8	0,5	-1,3	-3,8	0,3	-1,7	1,8	-0,1	-3,8
sett.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE, statistiche sperimentali della BCE (col. 8) e Associazione europea dei costruttori di automobili (col. 13).

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-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 4° trim.	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 1° trim.	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
2° trim.	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
3° trim.	118,1	14,2	.	-4,6	5,7	3,4	16,9	.	60,9	58,6	58,4	58,4
2021 mag.	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,5	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1
giu.	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5
lug.	119,0	14,5	82,9	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8	60,2
ago.	117,6	13,8	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0
sett.	117,8	14,1	-	-4,0	7,5	1,3	15,1	-	58,6	55,6	56,4	56,2
ott.	.	.	-	-4,8	.	.	.	-	58,5	53,2	54,7	54,3

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

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,6	93,3	1,9	2,0	6,3	2,5	4,6	35,5	5,6	76,5	2,0	7,6	1,6
2019	13,1	93,6	1,8	2,6	3,8	5,7	3,9	35,3	6,3	75,9	2,1	7,9	1,7
2020	19,5	96,4	-0,5	4,1	-3,5	5,1	4,7	31,3	4,5	83,1	3,3	-14,8	2,0
2020 3° trim.	17,8	95,6	0,7	3,6	-1,6	3,6	4,2	31,5	4,4	82,8	2,7	-15,2	1,9
4° trim.	19,5	96,4	0,3	4,1	2,6	5,1	4,7	31,3	4,5	83,1	3,3	-21,3	2,0
2021 1° trim.	20,6	96,7	-0,2	4,8	10,3	7,4	4,6	32,3	5,8	84,5	3,9	-10,7	2,2
2° trim.	19,1	96,7	3,4	4,2	29,8	6,5	4,8	34,2	7,9	81,7	4,3	20,6	2,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020 3° trim.	958,7	884,9	73,8	548,0	455,5	198,2	188,6	184,0	177,9	28,5	62,9	12,2	10,4
4° trim.	1.021,2	930,4	90,8	581,6	479,6	225,5	197,6	183,3	173,9	30,7	79,3	23,8	24,6
2021 1° trim.	1.050,8	945,3	105,5	602,3	496,9	226,5	203,5	191,2	169,0	30,8	75,8	15,4	12,4
2° trim.	1.073,5	1.007,8	65,6	617,7	536,1	232,5	212,4	193,8	188,1	29,4	71,2	17,2	11,6
2021 mar.	348,0	324,1	23,9	201,7	175,3	75,2	70,4	60,7	54,8	10,4	23,6	7,4	4,7
apr.	354,3	336,7	17,6	203,2	176,6	77,1	71,5	63,4	64,9	10,7	23,7	4,6	3,6
mag.	360,3	342,1	18,2	208,5	180,6	77,0	72,0	65,7	65,6	9,0	23,9	5,3	3,0
giu.	358,9	329,0	29,9	206,1	178,9	78,4	68,8	64,7	57,7	9,7	23,6	7,3	4,9
lug.	357,2	334,6	22,6	208,9	183,1	79,1	72,4	59,1	55,2	10,1	23,8	6,6	4,8
ago.	359,2	345,8	13,4	204,9	187,4	79,9	80,6	57,8	53,1	16,7	24,7	7,1	2,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2021 ago.	4.190,2	3.862,1	328,1	2.402,9	2.038,0	913,9	830,4	746,4	697,2	127,1	296,6	74,0	60,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2021 ago.	35,5	32,8	2,8	20,4	17,3	7,8	7,0	6,3	5,9	1,1	2,5	0,6	0,5

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2020 3° trim.	-8,6	-11,4	531,9	248,2	108,4	166,0	448,4	469,6	242,5	85,0	134,3	360,7	34,2
4° trim.	-2,7	-5,7	568,7	265,5	114,2	178,4	480,2	493,1	261,9	86,8	135,2	380,1	35,4
2021 1° trim.	0,6	0,3	582,0	280,5	114,9	174,6	487,5	512,7	285,1	91,3	129,8	383,0	47,1
2° trim.	34,3	33,6	595,3	290,6	116,8	176,2	492,2	556,8	322,2	91,7	134,9	403,4	53,5
2021 mar.	12,5	19,2	197,8	95,7	38,4	59,4	161,9	179,7	101,6	32,0	45,2	132,4	17,1
apr.	46,8	38,1	198,1	95,2	39,6	60,0	164,6	184,9	106,3	30,6	45,7	133,5	17,1
mag.	35,0	35,0	199,3	97,5	39,0	58,8	164,6	185,8	107,7	30,7	44,6	135,2	18,3
giu.	23,7	28,4	197,9	98,0	38,3	57,4	163,1	186,1	108,3	30,4	44,6	134,7	18,2
lug.	11,5	17,2	200,0	98,5	40,3	56,9	165,7	186,5	110,4	30,0	43,1	133,3	19,4
ago.	18,2	26,5	200,6	.	.	.	164,0	189,4	.	.	.	136,4	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2020 3° trim.	-7,2	-6,8	98,6	100,0	95,6	100,1	97,9	101,8	96,9	106,2	110,8	104,5	81,2
4° trim.	-1,4	-0,9	104,3	105,9	99,6	106,5	103,8	105,6	102,7	107,8	111,1	109,3	84,9
2021 1° trim.	0,7	0,2	104,5	108,5	100,7	101,8	103,9	104,9	103,4	112,3	105,4	108,2	85,6
2° trim.	29,2	20,3	104,5	108,8	101,7	101,1	103,1	109,4	109,8	113,1	107,6	111,6	84,9
2021 feb.	-2,0	-3,5	104,1	107,6	103,4	100,6	104,8	103,7	101,8	110,7	104,1	107,5	85,2
mar.	11,4	15,4	105,7	110,5	100,2	102,4	103,0	108,4	107,8	118,5	109,1	111,5	84,5
apr.	41,7	25,2	104,6	107,6	103,9	102,8	103,6	109,9	110,6	112,7	109,0	111,0	83,9
mag.	29,4	20,5	104,7	109,2	101,0	101,3	103,2	109,7	110,5	113,4	106,9	112,5	87,2
giu.	19,0	15,7	104,1	109,6	100,1	99,3	102,5	108,7	108,5	113,2	106,9	111,4	83,5
lug.	4,3	2,4	103,4	108,1	103,8	96,4	102,3	105,7	106,9	108,0	101,7	107,7	85,1

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2020 4° trim.	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,8	-0,7	0,5	0,3	-0,4	0,5	
2021 1° trim.	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,6	-0,3	1,5	6,5	0,6	1,0	1,4	
2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,4	1,4	-0,3	3,7	0,3	1,8	2,4	
3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,6	1,3	4,3	0,5	2,7	3,5	
2021 apr.	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,2	0,2	1,4	0,0	0,7	0,0	1,5	2,2	
mag.	107,4	2,0	1,0	2,6	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,8	0,1	1,9	2,4	
giu.	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,3	0,2	-0,2	0,3	1,3	0,2	1,8	2,5	
lug.	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,1	2,0	0,0	2,0	3,5	
ago.	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,2	0,6	0,2	1,0	0,2	2,9	3,5	
set.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,2	-0,5	1,4	0,4	3,3	3,6	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Di 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 4° trim.	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
2021 1° trim.	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5
2° trim.	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
3° trim.	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6
2021 apr.	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4
mag.	0,5	0,7	0,0	3,8	0,7	13,1	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,8	1,6
giu.	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7
lug.	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,4	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7
ago.	2,0	1,7	3,0	6,0	2,6	15,4	1,4	1,1	2,3	0,7	1,0	1,6
set.	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

4 Prezzi e costi

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

in perc. del totale nel 2015	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,3	5,4	1,7
2020 3° trim.	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	1,0	5,3	1,1
4° trim.	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9
2021 1° trim.	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,7	6,1	.
2° trim.	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,5	7,2	.
2021 mar.	106,9	4,4	3,5	2,4	4,5	1,2	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	-
apr.	107,9	7,6	5,8	3,6	7,0	1,4	1,0	0,8	1,1	20,6	-	-	-
mag.	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	1,9	1,3	25,1	-	-	-
giu.	110,9	10,3	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-
lug.	113,7	12,4	8,4	6,8	12,7	2,5	2,7	2,8	2,0	30,1	-	-	-
ago.	114,9	13,4	9,2	7,4	14,2	3,1	2,9	2,9	2,2	32,0	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,6	1,5	1,8	1,5	1,9	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	107,1	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 4° trim.	107,4	1,2	0,9	0,0	2,8	0,4	-1,4	-2,6	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 1° trim.	108,2	1,6	1,6	1,0	2,4	1,1	0,9	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
2° trim.	108,2	0,5	1,5	1,5	-1,4	2,2	4,2	7,0	57,0	38,3	20,1	56,4	35,6	20,2	54,4
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	61,9	31,1	26,3	35,4	32,4	28,3	36,7
2021 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,1	35,4	17,5	54,0	33,8	19,4	51,4
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,1	20,7	61,9	37,2	19,2	59,5
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,5	30,0	29,1	30,7	31,7	31,6	31,8
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,7	23,1	29,9	29,3	25,9	33,0

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 4° trim.	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 1° trim.	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
2° trim.	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
3° trim.	36,9	28,0	12,3	26,1	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
2021 mag.	29,9	17,5	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6
giu.	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6
lug.	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
ago.	37,2	27,3	11,7	27,8	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
set.	38,2	30,5	13,1	24,8	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
ott.	.	.	.	.	.	90,2	67,0	72,3	56,1

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,4	2,5	2,3	3,2	2,6	2,3	2,0
2019	106,9	2,4	2,6	2,1	2,4	2,5	2,2
2020	110,2	3,1	3,7	1,2	2,7	3,8	1,8
2020 3° trim.	105,0	1,5	2,2	-0,4	1,3	2,1	1,7
4° trim.	116,6	2,9	3,4	0,7	2,2	4,2	2,0
2021 1° trim.	104,6	1,3	2,0	-1,0	1,2	1,9	1,4
2° trim.	115,8	-0,2	-0,4	0,8	-0,9	1,6	1,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale	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
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2018	103,4	1,9	1,3	1,5	2,6	2,1	0,1	1,1	4,0	1,6	2,6	2,0
2019	105,3	1,9	-1,0	2,0	1,9	0,8	0,9	1,8	2,6	2,5	2,6	2,1
2020	110,1	4,5	-1,2	2,8	4,7	6,5	0,7	0,3	1,6	5,6	6,3	13,6
2020 3° trim.	108,6	2,9	-1,3	1,0	6,1	4,7	-1,5	-0,7	3,7	5,1	3,1	10,0
4° trim.	109,9	3,7	-0,5	-1,0	3,1	5,6	1,8	1,2	5,0	4,8	6,1	22,1
2021 1° trim.	110,3	1,5	3,2	-3,1	5,0	2,0	0,5	1,2	4,5	2,5	2,8	15,4
2° trim.	108,9	-4,2	6,7	-10,5	-1,3	-7,4	0,6	-2,7	8,6	-1,9	-4,7	-2,5
Redditi per occupato												
2018	105,2	2,1	1,0	1,8	2,2	2,0	2,6	2,3	2,9	2,7	1,9	3,0
2019	107,4	2,1	3,1	1,4	1,4	1,6	3,3	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,3	-1,6	-4,6	0,4	-0,2	0,9	-0,3	2,4	-2,6
2020 3° trim.	108,6	0,7	0,3	-1,4	1,6	-1,3	0,4	-0,3	2,8	1,1	2,4	0,5
4° trim.	109,1	1,0	0,2	0,0	1,6	-3,3	1,4	0,7	2,5	1,1	3,4	-0,5
2021 1° trim.	109,3	2,1	1,9	2,2	4,1	-0,9	2,0	3,1	3,0	1,6	2,3	1,2
2° trim.	109,5	7,3	2,1	9,3	10,7	13,2	7,3	0,7	10,2	8,4	2,2	11,1
Produttività del lavoro per occupato												
2018	101,7	0,2	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	2,5	1,2	-1,0	1,1	-0,7	1,0
2019	102,0	0,3	4,2	-0,6	-0,5	0,8	2,3	0,3	-0,2	0,2	-0,3	1,2
2020	97,0	-4,9	1,7	-5,0	-6,0	-10,5	-0,3	-0,5	-0,7	-5,6	-3,7	-14,3
2020 3° trim.	100,0	-2,1	1,7	-2,4	-4,2	-5,7	1,9	0,4	-0,9	-3,8	-0,7	-8,6
4° trim.	99,3	-2,7	0,8	1,1	-1,5	-8,5	-0,4	-0,4	-2,4	-3,6	-2,6	-18,5
2021 1° trim.	99,1	0,5	-1,3	5,4	-0,9	-2,8	1,5	1,9	-1,5	-0,9	-0,5	-12,4
2° trim.	100,5	12,0	-4,3	22,1	12,2	22,3	6,7	3,5	1,5	10,5	7,2	14,0
Redditi per ora lavorata												
2018	104,9	1,9	1,4	1,8	1,5	1,4	2,4	2,3	2,0	2,2	2,2	2,4
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	112,6	4,9	2,3	3,1	4,0	5,0	2,6	1,1	5,4	4,5	4,7	6,1
2020 3° trim.	110,9	3,0	-0,1	1,5	2,8	2,9	2,9	0,2	5,3	4,2	2,8	2,8
4° trim.	113,3	4,8	1,4	2,9	3,9	5,1	2,4	1,2	6,3	3,7	4,8	6,5
2021 1° trim.	114,0	3,1	0,7	1,2	0,8	5,0	2,5	1,8	3,4	2,1	1,7	4,6
2° trim.	112,5	-4,0	-2,4	-4,3	-5,6	-5,3	1,2	-3,6	0,6	-2,6	-2,4	-4,6
Produttività per ora lavorata												
2018	101,9	0,1	-0,5	0,4	-0,9	-0,4	2,4	1,1	-1,7	0,8	-0,5	0,6
2019	102,5	0,6	5,2	0,0	-0,3	1,2	2,3	0,1	-0,5	0,3	-0,2	1,4
2020	103,7	1,1	2,4	0,6	0,8	-0,9	2,8	1,4	6,0	0,0	-1,1	-5,0
2020 3° trim.	102,9	0,3	1,1	0,6	-2,8	-1,9	5,0	1,3	2,2	-0,5	-0,1	-6,5
4° trim.	104,3	1,7	0,8	4,2	2,0	-0,3	1,6	0,5	1,9	-0,2	-0,9	-11,2
2021 1° trim.	104,3	1,4	-2,8	4,5	-4,4	2,4	1,9	0,6	-3,1	-0,8	-1,2	-8,7
2° trim.	104,1	-1,2	-7,2	6,0	-5,4	0,7	-0,2	-1,5	-12,7	-2,3	1,7	-5,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5	8	9	10					
Consistenze												
2018	1.164,2	7.114,7	8.278,9	1.128,3	2.298,9	3.427,2	11.706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12.384,3
2019	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,1	2.362,4	3.435,5	12.383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13.011,0
2020	1.359,2	8.898,4	10.257,6	1.039,9	2.447,3	3.487,2	13.744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14.520,9
2020 4° trim.	1.359,2	8.898,4	10.257,6	1.039,9	2.447,3	3.487,2	13.744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14.520,9
2021 1° trim.	1.391,8	9.147,2	10.539,0	985,6	2.483,8	3.469,5	14.008,5	109,6	612,4	12,6	734,6	14.743,0
2° trim.	1.419,5	9.360,8	10.780,3	932,4	2.489,8	3.422,3	14.202,6	112,0	608,6	22,1	742,7	14.945,2
3° trim. ^(p)	1.443,7	9.606,2	11.049,9	916,3	2.490,0	3.406,3	14.456,2	121,1	600,8	32,3	754,3	15.210,5
2021 apr.	1.402,4	9.182,3	10.584,7	965,6	2.486,4	3.452,0	14.036,7	109,3	608,7	20,3	738,3	14.774,9
mag.	1.411,7	9.241,0	10.652,6	964,3	2.486,3	3.450,5	14.103,2	107,2	609,7	28,4	745,4	14.848,5
giu.	1.419,5	9.360,8	10.780,3	932,4	2.489,8	3.422,3	14.202,6	112,0	608,6	22,1	742,7	14.945,2
lug.	1.426,8	9.418,4	10.845,3	934,9	2.487,3	3.422,2	14.267,5	116,8	612,6	30,4	759,8	15.027,3
ago.	1.435,6	9.509,1	10.944,7	918,0	2.484,1	3.402,1	14.346,8	110,7	615,7	29,5	755,9	15.102,7
set. ^(p)	1.443,7	9.606,2	11.049,9	916,3	2.490,0	3.406,3	14.456,2	121,1	600,8	32,3	754,3	15.210,5
Transazioni												
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3
2020	137,6	1.255,9	1.393,5	-27,2	85,7	58,5	1.452,0	19,2	124,0	8,8	152,0	1.604,0
2020 4° trim.	28,6	296,1	324,7	-35,0	24,0	-10,9	313,8	-3,5	41,3	27,6	65,4	379,2
2021 1° trim.	32,6	236,2	268,9	-57,9	38,0	-19,9	249,0	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	208,1
2° trim.	27,7	218,0	245,7	-52,1	6,1	-46,0	199,7	2,7	-3,1	9,4	9,0	208,7
3° trim. ^(p)	24,5	229,5	254,0	-17,5	8,1	-9,4	244,6	6,1	-7,8	9,1	7,4	251,9
2021 apr.	10,6	44,4	54,9	-17,6	2,6	-15,0	40,0	0,4	-3,7	7,7	4,4	44,4
mag.	9,3	60,9	70,2	-0,7	-0,1	-0,8	69,4	-1,9	1,6	8,5	8,3	77,7
giu.	7,8	112,7	120,5	-33,8	3,6	-30,2	90,3	4,2	-1,1	-6,8	-3,7	86,6
lug.	7,6	56,8	64,4	2,7	-2,5	0,2	64,6	4,8	4,0	8,4	17,2	81,8
ago.	8,8	81,2	90,0	-17,1	4,7	-12,5	77,5	-6,2	3,1	-1,3	-4,4	73,2
set. ^(p)	8,1	91,5	99,6	-3,0	5,8	2,8	102,4	7,4	-14,9	2,1	-5,5	96,9
Variazioni percentuali												
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-	-8,0	4,9
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	-	24,2	12,3
2020 4° trim.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	-	24,2	12,3
2021 1° trim.	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-	6,3	10,0
2° trim.	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	5,7	-	8,3	8,3
3° trim. ^(p)	8,5	11,4	11,0	-15,1	3,1	-2,5	7,5	12,6	-0,8	-	5,7	7,4
2021 apr.	9,8	12,8	12,4	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,6	11,7	-	10,1	9,2
mag.	9,1	12,0	11,6	-11,5	4,1	-0,8	8,3	8,9	10,1	-	11,0	8,5
giu.	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	5,7	-	8,3	8,3
lug.	8,9	11,3	11,0	-13,5	3,4	-1,8	7,6	5,1	4,0	-	7,9	7,6
ago.	8,6	11,4	11,0	-12,5	3,3	-1,5	7,8	15,1	5,0	-	10,0	7,9
set. ^(p)	8,5	11,4	11,0	-15,1	3,1	-2,5	7,5	12,6	-0,8	-	5,7	7,4

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
2018	2.334,0	1.901,2	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,1	204,8	436,2
2019	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,6	217,1	468,0
2020	2.985,3	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,5	437,5	2.254,7	0,8	1.106,7	237,9	508,9
2020 4° trim.	2.985,3	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,5	437,5	2.254,7	0,8	1.106,7	237,9	508,9
2021 1° trim.	3.071,4	2.618,4	301,3	143,8	7,8	7.825,3	5.109,5	422,2	2.292,9	0,8	1.127,9	209,4	492,3
2° trim.	3.105,4	2.667,0	290,0	139,7	8,7	7.908,1	5.199,4	407,5	2.300,4	0,7	1.171,3	219,4	490,9
3° trim. ^(a)	3.164,1	2.739,0	284,5	131,1	9,5	8.015,7	5.311,6	389,8	2.313,6	0,7	1.218,5	227,5	507,9
2021 apr.	3.051,4	2.606,1	294,9	143,0	7,4	7.844,1	5.129,7	417,6	2.295,9	0,9	1.128,7	225,5	493,8
mag.	3.059,6	2.615,9	295,2	141,7	6,8	7.874,6	5.165,7	411,6	2.296,5	0,8	1.144,4	229,4	490,7
giu.	3.105,4	2.667,0	290,0	139,7	8,7	7.908,1	5.199,4	407,5	2.300,4	0,7	1.171,3	219,4	490,9
lug.	3.109,3	2.681,5	284,3	135,8	7,7	7.939,3	5.234,4	398,9	2.305,2	0,8	1.183,1	232,0	493,9
ago.	3.133,4	2.712,7	281,7	130,6	8,5	7.989,5	5.286,6	394,2	2.307,9	0,8	1.174,9	229,9	494,2
set. ^(a)	3.164,1	2.739,0	284,5	131,1	9,5	8.015,7	5.311,6	389,8	2.313,6	0,7	1.218,5	227,5	507,9
Transazioni													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,5	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	514,0	468,0	55,8	-6,9	-3,0	611,6	561,1	-53,8	104,4	-0,1	144,6	22,3	41,1
2020 4° trim.	32,1	51,9	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,1	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-1,9	39,2
2021 1° trim.	81,1	85,0	-9,0	0,6	4,4	176,4	152,6	-16,0	39,7	0,0	12,5	-29,1	-16,5
2° trim.	36,3	50,5	-11,1	-4,0	0,9	83,6	90,5	-14,5	7,6	-0,1	46,0	10,1	-1,3
3° trim. ^(a)	59,5	65,6	-6,0	-0,8	0,7	100,1	106,1	-17,8	12,0	-0,1	44,6	5,3	16,6
2021 apr.	-15,4	-8,7	-5,7	-0,7	-0,3	20,3	21,3	-4,3	3,1	0,1	6,6	16,5	1,7
mag.	9,4	10,8	0,7	-1,4	-0,6	30,9	36,3	-5,9	0,6	-0,2	17,2	4,0	-3,2
giu.	42,3	48,5	-6,1	-1,8	1,8	32,3	32,9	-4,4	3,9	0,0	22,2	-10,4	0,2
lug.	11,5	18,8	-5,6	-0,7	-1,0	22,9	29,9	-8,7	1,5	0,1	12,0	12,5	2,9
ago.	22,6	25,0	-2,8	-0,4	0,8	50,9	50,9	-4,7	4,7	-0,1	-9,2	-2,1	0,4
set. ^(a)	25,4	21,8	2,4	0,4	0,9	26,4	25,2	-4,5	5,7	-0,1	41,7	-5,1	13,3
Variazioni percentuali													
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,3	8,8
2020 4° trim.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,3	8,8
2021 1° trim.	18,0	19,8	15,2	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,1	-6,2	4,2
2° trim.	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
3° trim. ^(a)	7,1	10,2	-12,0	-5,3	38,5	6,9	10,1	-12,7	3,9	-31,8	14,9	-6,5	8,1
2021 apr.	12,8	14,8	4,7	-2,7	26,2	8,3	11,6	-10,4	5,4	4,0	8,8	-0,5	6,0
mag.	8,9	11,6	-5,8	-3,9	47,4	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,7	11,5	-0,7	6,5
giu.	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
lug.	6,8	10,4	-14,2	-5,5	46,9	7,3	10,6	-12,6	4,2	-27,9	14,9	-3,9	4,1
ago.	6,9	10,2	-13,0	-5,6	96,7	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,7	16,4	-1,7	5,7
set. ^(a)	7,1	10,2	-12,0	-5,3	38,5	6,9	10,1	-12,7	3,9	-31,8	14,9	-6,5	8,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.404,9	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6
2019	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,5	11.452,4	11.839,6	4.475,8	5.931,1	893,5	152,0	1.562,5	850,6
2020	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,2	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,0
2020 4° trim.	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,2	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,0
2021 1° trim.	6.092,3	993,9	5.096,8	14.461,3	12.059,3	12.419,4	4.782,9	6.173,4	947,8	155,3	1.521,2	880,8
2° trim.	6.185,9	1.005,9	5.178,4	14.485,7	12.073,0	12.436,6	4.745,5	6.240,3	937,6	149,7	1.523,8	888,9
3° trim. ^(p)	6.365,7	997,9	5.366,2	14.609,3	12.179,8	12.532,7	4.773,2	6.310,1	952,1	144,4	1.533,4	896,1
2021 apr.	6.098,6	1.002,7	5.093,7	14.417,3	12.037,9	12.393,8	4.751,5	6.191,4	944,6	150,4	1.505,5	873,8
mag.	6.133,9	1.004,4	5.127,7	14.455,7	12.064,9	12.415,5	4.745,8	6.213,7	948,3	157,1	1.505,0	885,8
giu.	6.185,9	1.005,9	5.178,4	14.485,7	12.073,0	12.436,6	4.745,5	6.240,3	937,6	149,7	1.523,8	888,9
lug.	6.290,8	1.009,9	5.279,2	14.530,3	12.113,7	12.474,1	4.745,6	6.274,6	945,5	148,0	1.527,4	889,2
ago.	6.341,8	1.005,1	5.335,1	14.550,1	12.131,4	12.487,4	4.754,0	6.291,2	939,1	147,1	1.521,6	897,0
set. ^(p)	6.365,7	997,9	5.366,2	14.609,3	12.179,8	12.532,7	4.773,2	6.310,1	952,1	144,4	1.533,4	896,1
Transazioni												
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	424,9	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020	1.050,4	13,3	1.037,0	735,1	539,6	560,6	288,8	209,2	25,8	15,8	167,2	28,3
2020 4° trim.	177,0	-1,9	178,7	156,7	83,6	119,9	3,5	60,8	9,6	9,7	30,0	43,1
2021 1° trim.	162,2	-1,7	174,4	144,4	132,5	114,8	59,6	56,6	28,9	-12,6	3,7	8,2
2° trim.	109,8	11,9	97,2	47,2	38,5	38,4	-25,8	78,9	-9,2	-5,5	2,7	6,0
3° trim. ^(p)	182,6	-8,2	190,8	132,1	119,4	121,5	39,4	64,1	23,8	-7,8	10,1	2,6
2021 apr.	25,3	8,5	16,1	-20,6	-0,7	-8,8	-22,8	27,6	-0,7	-4,7	-12,6	-7,3
mag.	37,6	1,8	35,7	40,6	30,6	23,0	-3,9	23,0	4,8	6,7	-0,4	10,4
giu.	47,0	1,6	45,5	27,2	8,6	24,3	1,0	28,3	-13,2	-7,4	15,7	3,0
lug.	79,3	4,0	75,3	46,1	46,2	46,1	13,5	26,0	8,4	-1,8	3,0	-3,1
ago.	60,0	-5,0	65,0	26,5	25,7	23,3	7,2	17,2	2,3	-0,9	-4,9	5,6
set. ^(p)	43,3	-7,2	50,6	59,6	47,6	52,1	18,7	20,9	13,1	-5,2	12,0	0,0
Variazioni percentuali												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020	22,3	1,3	27,9	5,3	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2020 4° trim.	22,3	1,3	27,9	5,3	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021 1° trim.	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4
2° trim.	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6
3° trim. ^(p)	11,0	0,0	13,6	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,3	3,1	7,3
2021 apr.	18,0	-0,5	22,9	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,8	-3,5	6,5	9,0
mag.	15,4	-0,2	19,4	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,6	1,8	5,1	9,6
giu.	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6
lug.	12,4	1,1	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,2	-5,0	4,4	6,9
ago.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,1	-6,0	2,6	7,2
set. ^(p)	11,0	0,0	13,6	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,3	3,1	7,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
Consistenze										
2018	4.404,9	4.489,0	991,0	844,2	2.569,7	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.577,9	966,7	878,0	2.631,1	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,6	4.841,3	898,2	1.012,0	2.813,4	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2020 4° trim.	4.723,6	4.841,3	898,2	1.012,0	2.813,4	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2021 1° trim.	4.782,9	4.900,9	895,1	1.017,5	2.870,2	6.173,4	6.435,8	695,4	4.785,0	693,1
2° trim.	4.745,5	4.865,8	833,7	971,9	2.939,9	6.240,3	6.496,9	693,4	4.851,1	695,7
3° trim. ^(p)	4.773,2	4.890,4	836,3	971,2	2.965,6	6.310,1	6.568,8	697,1	4.913,2	699,7
2021 apr.	4.751,5	4.870,4	874,3	996,2	2.881,0	6.191,4	6.451,6	690,6	4.809,0	691,8
mag.	4.745,8	4.859,5	873,3	972,9	2.899,6	6.213,7	6.472,0	691,7	4.829,9	692,0
giu.	4.745,5	4.865,8	833,7	971,9	2.939,9	6.240,3	6.496,9	693,4	4.851,1	695,7
lug.	4.745,6	4.860,0	828,9	966,6	2.950,2	6.274,6	6.532,3	696,1	4.873,1	705,4
ago.	4.754,0	4.871,5	828,6	968,5	2.956,8	6.291,2	6.552,2	695,8	4.893,0	702,3
set. ^(p)	4.773,2	4.890,4	836,3	971,2	2.965,6	6.310,1	6.568,8	697,1	4.913,2	699,7
Transazioni										
2018	124,1	176,3	17,8	32,8	73,5	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,4	-13,5	43,6	85,6	200,4	217,2	41,0	168,6	-9,2
2020	288,8	325,1	-54,1	138,9	204,0	209,2	195,0	-11,8	210,8	10,2
2020 4° trim.	3,5	22,3	-21,7	-1,5	26,6	60,8	68,0	-1,7	61,6	1,0
2021 1° trim.	59,6	59,5	-3,1	5,8	56,9	56,6	50,9	-3,1	60,4	-0,7
2° trim.	-25,8	-26,4	-57,6	-42,6	74,4	78,9	72,7	3,1	72,9	2,9
3° trim. ^(p)	39,4	45,5	4,6	0,6	34,2	64,1	69,0	4,6	63,4	-3,9
2021 apr.	-22,8	-25,8	-17,4	-19,4	13,9	27,6	25,6	-0,7	28,1	0,1
mag.	-3,9	-11,7	-0,4	-22,8	19,2	23,0	21,2	1,5	21,0	0,6
giu.	1,0	11,1	-39,8	-0,4	41,2	28,3	25,9	2,3	23,8	2,2
lug.	13,5	10,2	-3,1	-3,2	19,7	26,0	27,6	2,4	22,9	0,6
ago.	7,2	12,4	-0,2	1,6	5,8	17,2	20,4	0,3	19,9	-3,0
set. ^(p)	18,7	22,9	7,8	2,2	8,7	20,9	21,1	1,9	20,6	-1,5
Variazioni percentuali										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,4	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2020 4° trim.	6,5	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 1° trim.	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
2° trim.	1,4	1,9	-11,7	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
3° trim. ^(p)	1,6	2,1	-8,5	-3,7	6,9	4,3	4,1	0,4	5,5	-0,1
2021 apr.	2,6	3,2	-9,8	3,6	6,8	4,3	3,8	0,4	5,4	1,3
mag.	1,5	1,9	-7,7	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
giu.	1,4	1,9	-11,7	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
lug.	1,3	1,7	-11,3	-3,2	7,2	4,5	4,2	0,4	5,7	0,6
ago.	1,0	1,5	-10,9	-3,9	6,7	4,5	4,2	0,1	5,8	0,1
set. ^(p)	1,6	2,1	-8,5	-3,7	6,9	4,3	4,1	0,4	5,5	-0,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze										
2018	389,2	6.817,4	1.940,0	56,1	2.099,7	2.721,6	1.030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,2	7.058,9	1.946,1	50,1	2.156,5	2.906,1	1.455,6	452,3	178,9	187,2
2020	748,5	6.967,2	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,6	1.428,7	539,3	130,1	139,2
2020 4° trim.	748,5	6.967,2	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,6	1.428,7	539,3	130,1	139,2
2021 1° trim.	698,7	6.892,6	1.897,6	41,2	1.984,7	2.969,1	1.392,6	388,1	127,2	130,2
2° trim.	657,0	6.848,6	1.868,5	40,4	1.953,6	2.986,2	1.404,1	375,2	123,7	134,5
3° trim. ^(p)	703,0	6.852,7	1.849,3	38,7	1.978,8	2.985,9	1.366,1	425,0	139,0	146,0
2021 apr.	726,3	6.839,2	1.869,7	41,2	1.968,1	2.960,1	1.444,6	379,9	132,8	131,3
mag.	690,4	6.835,3	1.868,2	40,8	1.944,2	2.982,1	1.467,8	316,9	133,4	130,8
giu.	657,0	6.848,6	1.868,5	40,4	1.953,6	2.986,2	1.404,1	375,2	123,7	134,5
lug.	683,2	6.892,0	1.860,9	39,4	1.965,4	3.026,3	1.442,6	338,9	133,4	133,2
ago.	723,1	6.868,4	1.848,2	39,0	1.962,1	3.019,1	1.456,8	345,6	125,3	128,4
set. ^(p)	703,0	6.852,7	1.849,3	38,7	1.978,8	2.985,9	1.366,1	425,0	139,0	146,0
Transazioni										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,8	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,5	19,3	-2,7	-2,5
2020	321,2	-32,8	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-49,5	156,4	-48,8	-48,0
2020 4° trim.	-57,5	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-110,5	100,7	-9,8	-8,1
2021 1° trim.	-49,7	-31,7	-22,5	-0,9	-33,5	25,2	2,9	-182,8	-2,9	-8,9
2° trim.	-41,8	-19,3	-22,4	-0,7	-26,1	30,0	-7,3	-2,1	-3,6	4,3
3° trim. ^(p)	46,0	-4,3	-19,9	-1,7	14,7	2,6	-49,0	27,8	15,3	11,5
2021 apr.	27,6	-18,2	-20,2	0,0	-3,2	5,3	50,0	-1,0	5,6	1,0
mag.	-36,0	-27,4	-1,0	-0,3	-20,5	-5,5	-5,4	-58,4	0,6	-0,5
giu.	-33,4	26,3	-1,2	-0,4	-2,4	30,3	-51,9	57,3	-9,7	3,7
lug.	26,2	0,0	-7,4	-1,0	13,3	-4,8	16,1	-33,4	9,7	-1,3
ago.	40,0	-16,7	-12,9	-0,4	-5,4	2,0	10,2	-0,2	-8,0	-4,8
set. ^(p)	-20,2	12,4	0,4	-0,3	6,9	5,5	-75,2	61,4	13,7	17,6
Variazioni percentuali										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 4° trim.	88,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 1° trim.	56,3	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2° trim.	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
3° trim. ^(p)	-12,8	-0,8	-3,6	-9,9	-4,3	3,7	-	-	-0,6	-0,9
2021 apr.	27,8	-0,3	-2,3	-10,8	-4,2	4,0	-	-	-29,2	-35,4
mag.	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,1	-	-	-32,1	-38,1
giu.	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
lug.	-9,6	-0,5	-3,0	-9,4	-4,0	3,7	-	-	-17,9	-23,5
ago.	-11,8	-0,8	-3,9	-9,4	-3,8	3,4	-	-	-26,5	-27,7
set. ^(p)	-12,8	-0,8	-3,6	-9,9	-4,3	3,7	-	-	-0,6	-0,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 3° trim.	-5,2	.	.	.	.	-3,7
4° trim.	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 1° trim.	-8,4	.	.	.	.	-6,8
2° trim.	-7,0	.	.	.	.	-5,6

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 3° trim.	46,6	46,1	13,0	12,8	15,5	0,4	51,8	47,6	10,5	5,8	1,6	24,8	4,2
4° trim.	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 1° trim.	46,5	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6
2° trim.	46,3	45,8	12,8	12,8	15,5	0,5	53,3	48,7	10,5	5,9	1,5	25,0	4,6

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6 IFM	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 3° trim.	96,6	3,1	13,9	79,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 1° trim.	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	98,3	3,1	13,9	81,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 3° trim.	11,3	3,7	3,0	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,6	8,5
4° trim.	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 1° trim.	14,3	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,3	5,5	10,3
2° trim.	3,9	5,6	-1,3	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,9	-0,3	5,8

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Scadenze fino a 1 anno	Emissione	Rimborsi
	1													2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	11,0	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	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2020 2° trim.	15,3	13,9	5,0	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
3° trim.	15,8	14,5	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
4° trim.	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 1° trim.	15,7	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
2021 apr.	15,8	14,4	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,0	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
mag.	15,7	14,3	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
giu.	15,5	14,2	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
lug.	15,4	14,1	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
ago.	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
set.	15,5	14,1	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2020 3° trim.	-7,1	-2,8	-4,0	-3,4	-5,5	-8,2	-7,2	-7,4	-4,2
4° trim.	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2021 1° trim.	-8,8	-5,8	-5,6	-5,6	-12,6	-11,6	-10,5	-10,2	-7,4
2° trim.	-6,4	-5,2	-4,3	-4,4	-11,2	-8,7	-9,2	-8,9	-6,2
Debito pubblico									
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3
2020 3° trim.	112,0	69,1	19,1	61,2	199,8	114,1	115,4	154,2	116,0
4° trim.	112,8	68,7	19,0	58,4	205,7	120,0	115,0	155,6	115,3
2021 1° trim.	116,9	69,9	19,6	60,4	209,0	125,3	117,9	159,6	121,4
2° trim.	113,7	69,7	19,6	59,1	207,2	122,8	114,6	156,3	112,0

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 3° trim.	-3,5	-4,1	-2,6	-7,0	-2,5	-4,5	-4,2	-4,9	-4,0	-4,1
4° trim.	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2021 1° trim.	-6,6	-7,2	-2,5	-10,0	-5,8	-10,6	-7,0	-8,2	-6,4	-6,0
2° trim.	-7,0	-5,4	-0,6	-8,6	-4,2	-8,5	-5,8	-6,4	-6,2	-4,4
Debito pubblico										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 3° trim.	44,4	45,4	26,2	51,5	55,1	78,5	131,6	77,8	60,2	67,2
4° trim.	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	60,1	69,5
2021 1° trim.	45,4	45,1	28,0	57,5	54,9	87,0	139,1	84,9	60,1	70,4
2° trim.	43,3	44,6	26,2	59,5	54,2	86,2	135,4	80,0	61,4	69,4

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2021

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 27 ottobre 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-21-007-IT-N (online)