



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2021



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	19
3 Attività economica	26
4 Prezzi e costi	35
5 Moneta e credito	42
6 Andamenti della finanza pubblica	51
Riquadri	55
1 Raffronto tra gli andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro	55
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 28 aprile al 27 luglio 2021	63
3 Lo stato di salute delle società non finanziarie durante la pandemia	69
4 L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta	79
5 Prezzi delle quote di emissione dell'UE nell'ambito del piano d'azione della BCE per i cambiamenti climatici	85
Articoli	91
1 Ore lavorate nell'area dell'euro	91
2 OMRLT-III e condizioni del credito bancario	115
Statistiche	S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Attività economica

Prosegue la ripresa dell'attività economica mondiale, sebbene le persistenti strozzature dal lato dell'offerta e la diffusione della più contagiosa variante Delta del coronavirus (COVID-19) offuschino le prospettive di crescita nel breve periodo. Le ultime indagini segnalano un lieve indebolimento del ritmo dell'espansione, in particolare nelle economie emergenti. Rispetto all'esercizio precedente, le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE segnano una lieve revisione al rialzo delle prospettive per la crescita dell'economia mondiale, soprattutto per il 2022. Quest'anno la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe incrementare, raggiungendo il 6,3 per cento, per poi rallentare al 4,5 per cento nel 2022 e al 3,7 nel 2023. Rispetto alle proiezioni precedenti, il dato relativo alla domanda estera è stato rivisto al rialzo: essa dovrebbe crescere del 9,2 per cento quest'anno, e poi del 5,5 nel 2022 e del 3,7 nel 2023. Ciò riflette principalmente il maggior vigore delle importazioni mondiali all'inizio del 2021 rispetto a quanto stimato nelle precedenti proiezioni, nonché la maggiore prociclicità dell'interscambio che si registra durante una ripresa economica. I prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per l'anno in corso, a fronte del rincaro delle materie prime e dell'aumento della domanda. I rischi per lo scenario di base relativo all'economia mondiale sono perlopiù connessi con il futuro corso della pandemia. Si ritiene che gli altri rischi per le prospettive dell'attività a livello mondiale siano orientati verso il basso per quanto riguarda la crescita e verso l'alto per quel che concerne l'inflazione.

Nel secondo trimestre dell'anno l'economia dell'area dell'euro ha segnato un recupero del 2,2 per cento, superiore alle attese, procedendo verso una forte crescita nel terzo trimestre. Il recupero si fonda sul successo delle campagne di vaccinazione in Europa, che hanno consentito una significativa riapertura dell'economia. Con la revoca delle restrizioni, il settore dei servizi sta beneficiando del ritorno della clientela nei negozi e nei ristoranti e della ripresa nel settore di viaggi e turismo. Il settore manifatturiero mostra un andamento vigoroso, sebbene la produzione continui a essere frenata dalla scarsità di materiali e attrezzature. La diffusione della variante Delta non ha finora richiesto la reintroduzione di misure di chiusura (lockdown), ma potrebbe rallentare la ripresa del commercio mondiale e la piena riapertura dell'economia.

La spesa per consumi sta aumentando, sebbene i consumatori restino in qualche misura cauti alla luce dell'evoluzione della pandemia. Anche il mercato

del lavoro sta migliorando rapidamente, facendo presagire un incremento dei redditi e della spesa. La disoccupazione sta diminuendo e il numero dei beneficiari dei programmi di integrazione salariale è sceso di circa 28 milioni di unità rispetto al picco dello scorso anno. Il recupero della domanda interna e mondiale accresce ulteriormente l'ottimismo delle imprese, sostenendone gli investimenti. Sarà tuttavia necessario ancora del tempo prima che i danni economici causati dalla pandemia siano risanati. Si registrano tuttora oltre due milioni di occupati in meno rispetto al periodo antecedente la pandemia, soprattutto fra i più giovani e meno qualificati. Anche il numero dei beneficiari delle misure di integrazione salariale resta cospicuo.

Dopo le politiche di bilancio significativamente espansive messe in campo dall'inizio della pandemia, gli ultimi mesi hanno visto l'adozione di un numero limitato di misure di ulteriore stimolo, dato che i documenti programmatici di bilancio per il 2022 sono ancora in preparazione e la ripresa economica sembra procedere a un passo lievemente più sostenuto del previsto. Di

conseguenza, le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE prevedono un miglioramento delle prospettive di bilancio per l'area dell'euro rispetto all'esercizio dello scorso giugno. Mentre nel 2021 il rapporto tra disavanzo e PIL dovrebbe rimanere elevato, al 7,1 per cento, dopo il 7,3 del 2020, il successivo miglioramento dovrebbe essere rapido, a fronte del rallentamento della pandemia e il consolidamento della ripresa economica. Si prevede pertanto una diminuzione di tale rapporto al 3,0 per cento nel 2022 e al 2,1 nel 2023, alla fine dell'orizzonte temporale della proiezione. Di riflesso a tali sviluppi, il debito dell'area dell'euro dovrebbe raggiungere un picco appena inferiore al 99 per cento del PIL nel 2021, per poi scendere a circa il 94 per cento del PIL nel 2023. Per sostenere la ripresa, una politica di bilancio ambiziosa, mirata e coordinata dovrebbe continuare ad affiancare la politica monetaria. In particolare, il programma Next Generation EU contribuirà ad assicurare un recupero più forte e omogeneo tra i paesi dell'area dell'euro, accelerando inoltre la transizione verso un'economia verde e digitale, sostenendo le riforme strutturali e sospendendo la crescita a lungo termine.

Nel medio periodo ci si attende un deciso recupero dell'economia. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2021 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 5,0 per cento nel 2021, al 4,6 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto a giugno dagli esperti dell'Eurosistema le prospettive per il 2021 sono state riviste al rialzo, principalmente per effetto dei risultati più solidi del previsto nel primo semestre dell'anno; le cifre relative al 2022 e al 2023 rimangono sostanzialmente invariate.

Inflazione

Ad agosto, l'inflazione nell'area dell'euro è salita al 3,0 per cento. Ci si attende che l'inflazione aumenti ancora in autunno, per poi diminuire il prossimo anno. L'attuale incremento dell'inflazione è ritenuto perlopiù temporaneo, poiché riflette soprattutto i consistenti rincari del petrolio registrati dalla metà circa dello scorso anno, il venir meno della riduzione transitoria dell'IVA in Germania, l'inizio ritardato dei saldi estivi nel 2020 e le pressioni sui costi esercitate dalla temporanea scarsità

di materiali e attrezzature. Tali fattori dovrebbero ridimensionarsi nel corso del 2022 oppure non rientreranno più nel calcolo dell'inflazione sui dodici mesi. Le spinte sull'inflazione di fondo si sono intensificate. Con l'ulteriore ripresa dell'economia, e grazie al sostegno delle misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo, è atteso un rialzo dell'inflazione di fondo nel medio periodo. Questo rialzo dovrebbe essere solo graduale, in quanto occorrerà del tempo prima che l'economia torni a operare a pieno regime, e quindi si prevede una crescita salariale appena moderata. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine hanno continuato ad aumentare, ma continuano a collocarsi a una certa distanza dall'obiettivo del 2 per cento perseguito dalla BCE.

Tale valutazione si riflette nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE, che prevedono un tasso di inflazione annuo del 2,2 per cento nel 2021, dell'1,7 per cento nel 2022 e dell'1,5 per cento nel 2023, rivisto al rialzo rispetto alle proiezioni dell'esercizio di giugno.

Rispetto alle proiezioni di giugno è stata rivista al rialzo anche l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare, che si collocherebbe, in media, all'1,3 per cento nel 2021, all'1,4 per cento nel 2022 e all'1,5 per cento nel 2023.

Valutazione dei rischi

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive economiche siano sostanzialmente bilanciati. L'attività economica potrebbe superare le attese della BCE qualora i consumatori, in un clima di maggiore fiducia, risparmiassero meno di quanto ci si attende al momento. Un più rapido miglioramento della situazione pandemica potrebbe inoltre determinare un'espansione maggiore rispetto alle attuali previsioni. Se le strozzature dal lato dell'offerta dovessero durare più a lungo, traducendosi in aumenti salariali maggiori di quanto previsto, le pressioni sui prezzi potrebbero risultare più persistenti. Al tempo stesso, le prospettive economiche potrebbero deteriorarsi se la pandemia dovesse peggiorare, rischiando di ritardare l'ulteriore riapertura dell'economia, oppure se le carenze dal lato dell'offerta si rivelassero più durature rispetto alle attese e frenassero la produzione.

Condizioni finanziarie e monetarie

La ripresa della crescita e dell'inflazione continua a dipendere dalle condizioni di finanziamento favorevoli in tutti i settori dell'economia. I tassi di interesse di mercato si sono ridotti durante l'estate, ma di recente hanno registrato un'inversione di tendenza. Nel complesso, le condizioni di finanziamento per l'economia restano favorevoli.

Sebbene la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) evidenzia un notevole spostamento verso il basso per le scadenze a medio termine, il suo segmento a breve è rimasto in ampia misura invariato, a indicare l'assenza di aspettative circa una imminente variazione del tasso di riferimento nel brevissimo termine. Nel periodo in esame (dal 10 giugno all'8 settembre 2021),

i tassi a lungo termine privi di rischio sono dapprima diminuiti, di riflesso, tra l'altro, alla revisione delle indicazioni prospettiche sui tassi della BCE – comunicate dopo la riunione del Consiglio direttivo di luglio in seguito alla pubblicazione della nuova strategia di politica monetaria – per poi invertire parzialmente tale andamento nel corso delle ultime settimane del periodo di riferimento. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto al tasso OIS (overnight index swap) sono rimasti sostanzialmente invariati nei diversi paesi. Le attività rischiose hanno mostrato una complessiva capacità di tenuta, in un contesto di crescenti timori circa la diffusione della variante Delta. I corsi azionari sono aumentati, sostenuti principalmente da una forte ripresa delle aspettative di crescita degli utili societari, solo parzialmente controbilanciata da un aumento dei premi per il rischio azionario. Di riflesso all'aumento dei corsi azionari, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a ridursi.

La creazione di moneta nell'area dell'euro si è attenuata a luglio 2021, normalizzandosi ulteriormente dopo la significativa espansione monetaria associata alle precedenti ondate della pandemia. Il credito interno è rimasto la principale determinante della creazione di moneta, con gli acquisti di attività dell'Eurosistema che hanno fornito il contributo maggiore. La crescita dei prestiti al settore privato si è stabilizzata in prossimità dei più bassi livelli a lungo termine antecedenti la pandemia, mentre le condizioni di finanziamento sono rimaste molto favorevoli. I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie si collocano su livelli storicamente bassi. I prestiti alle famiglie, in particolare per l'acquisto di abitazioni, mostrano una buona tenuta. La crescita in certa misura inferiore del credito alle imprese è attribuibile principalmente all'ampia disponibilità di fondi da parte di queste ultime per via dei cospicui prestiti ottenuti durante la prima ondata della pandemia. Le elevate disponibilità liquide e i crescenti utili non distribuiti riducono il fabbisogno di finanziamento esterno per le imprese. Per le imprese più grandi, l'emissione di obbligazioni rappresenta un'interessante alternativa al credito bancario. Solidi bilanci bancari continuano ad assicurare adeguate disponibilità di credito.

Molte imprese e famiglie hanno però contratto più debiti durante la pandemia. Un deterioramento delle prospettive economiche potrebbe mettere a repentaglio la loro solidità finanziaria, con il rischio di ripercuotersi sulla qualità dei bilanci bancari. Il sostegno delle politiche resta essenziale per evitare che tensioni sui bilanci e condizioni di finanziamento più restrittive si rafforzino a vicenda.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione di politica monetaria di settembre il Consiglio direttivo ha riesaminato la propria valutazione dell'economia e le misure di contrasto della pandemia.

Sulla base di una valutazione congiunta delle condizioni di finanziamento e delle prospettive di inflazione, il Consiglio ritiene che possano essere mantenute condizioni di finanziamento favorevoli con un ritmo di acquisti netti di attività nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic

emergency purchase programme, PEPP) moderatamente inferiore rispetto ai due trimestri precedenti.

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

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

Le proiezioni macroeconomiche formulate per l'area dell'euro a settembre 2021 dagli esperti della BCE indicano che la ripresa dell'attività economica prosegue a livello mondiale, sebbene le persistenti strozzature dal lato dell'offerta e la diffusione della più contagiosa variante Delta del coronavirus (COVID-19) offuschino le prospettive di crescita nel breve periodo. Le ultime indagini segnalano un lieve indebolimento del ritmo della crescita, in particolare nelle economie emergenti. Rispetto alle previsioni precedenti, le prospettive per l'espansione dell'economia mondiale sono state riviste lievemente al rialzo, soprattutto per il 2022. Quest'anno la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare fino al 6,3 per cento, per poi rallentare al 4,5 per cento nel 2022 e al 3,7 nel 2023. Anche la domanda estera dell'area dell'euro è stata rivista al rialzo rispetto alle proiezioni precedenti: ci si attende un'espansione del 9,2 per cento quest'anno, poi del 5,5 nel 2022 e del 3,7 per cento nel 2023. Ciò si deve principalmente al maggior vigore delle importazioni mondiali all'inizio del 2021 rispetto a quanto previsto, alle prospettive più favorevoli per la crescita mondiale e alla maggiore prociclicità dell'interscambio che si osserva durante una ripresa economica. I prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per l'anno in corso, a fronte del rincaro delle materie prime e dell'aumento della domanda. I rischi per lo scenario di base riferito all'economia mondiale sono perlopiù connessi con il futuro corso della pandemia. Si ritiene che gli altri rischi per le prospettive dell'attività a livello mondiale siano orientati verso il basso per quanto riguarda la crescita e verso l'alto per quanto riguarda l'inflazione.

Attività economica e commercio a livello mondiale

L'attività economica mondiale ha subito un rallentamento nella prima metà del 2021 a fronte di un aumento dei contagi da COVID-19, di progressi disomogenei nelle campagne di vaccinazione e dell'imposizione di misure restrittive. Agli inizi del 2021 l'aumento dei nuovi contagi nelle economie avanzate

ha portato a un inasprimento delle misure restrittive. Alla fine della primavera, la rapida progressione delle campagne vaccinali ha consentito una riapertura graduale in alcune delle economie più importanti, dando così un certo sollievo all'economia mondiale. Nel contempo, tuttavia, la pandemia si è aggravata nelle economie emergenti, in cui le campagne vaccinali sono procedute a ritmi più lenti. Di conseguenza, la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) ha subito un rallentamento, scendendo allo 0,8 per cento nel primo trimestre dell'anno e, secondo le stime, allo 0,6 nel secondo, dopo il 2,5 dell'ultimo trimestre del 2020. Rispetto alle previsioni macroeconomiche dello scorso giugno condotte dagli esperti dell'Eurosistema, si stima che nelle economie emergenti l'attività nel secondo trimestre sia stata sostanzialmente in linea con quanto ipotizzato nelle proiezioni, mentre si è rivelata più debole nelle economie avanzate a causa della crescita meno dinamica del previsto negli Stati Uniti.

Gli indicatori ricavati dalle indagini segnalano una moderazione del ritmo della ripresa dell'attività economica a livello mondiale, in particolare nelle economie

emergenti, in un contesto di perduranti strozzature dal lato dell'offerta.

In agosto l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è diminuito per il terzo mese consecutivo, scendendo a 51,3 dal 54,9 registrato a luglio. Pur rimanendo in territorio espansivo, l'indice mostra una certa attenuazione della crescita in confronto al secondo trimestre. Il PMI composito relativo al prodotto è diminuito sia nelle economie avanzate, sia in quelle emergenti, dove è sceso al di sotto della soglia di espansione per la prima volta da giugno 2020 (a 49,3 dal 52,0 di luglio). Per quanto riguarda le componenti, il PMI relativo al prodotto nel settore dei servizi è sceso bruscamente a 51,5 dal proprio massimo di 60,5 registrato a maggio, segnando un calo particolarmente marcato nelle economie avanzate. Anche il PMI relativo al settore manifatturiero è diminuito, scendendo al di sotto della soglia di espansione nelle economie emergenti, pur rimanendo lievemente al di sopra di tale soglia a livello complessivo (con un calo da 53,2 a 50,7). Se da un lato l'economia mondiale continua a far osservare una ripresa a doppio binario, in cui le economie avanzate recuperano più rapidamente rispetto a quelle emergenti, dall'altro gli indici PMI recenti segnalano una riduzione dello scarto fra le due regioni, e anche fra settori (cfr. il grafico 1).

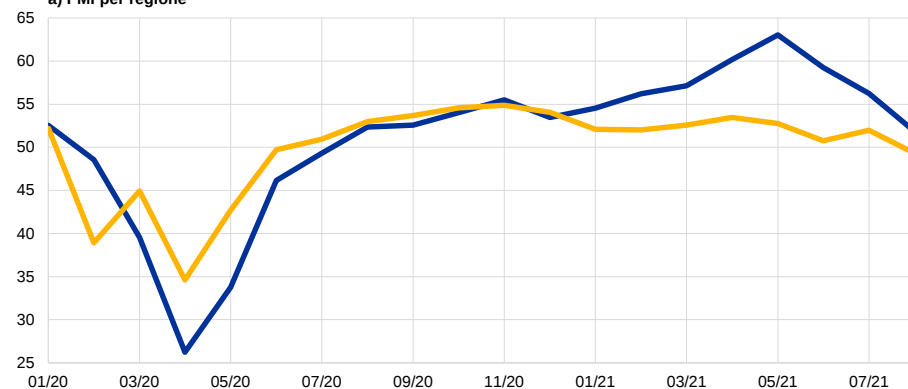
Grafico 1

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

(indici di diffusione)

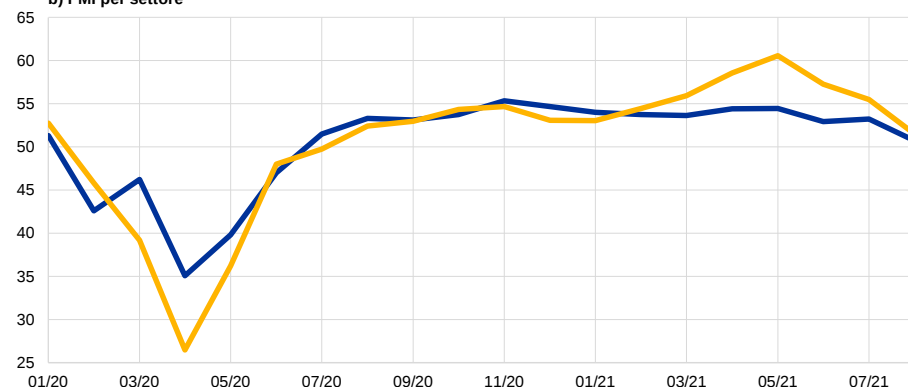
■ Economie avanzate (esclusa l'area dell'euro)
■ Economie emergenti

a) PMI per regione



■ Settore manifatturiero
■ Settore dei servizi

b) PMI per settore



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2021.

Le condizioni finanziarie continuano a essere accomodanti. Dopo l'ultimo aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021, le condizioni finanziarie hanno mostrato un lieve inasprimento nelle economie avanzate, rimanendo invece sostanzialmente stabili nelle economie emergenti. In linea di massima gli andamenti dei mercati finanziari mondiali si sono mantenuti perlopiù nella norma, in un contesto caratterizzato da una dinamica ancora vivace della crescita economica, ma anche da crescenti rischi a breve termine. La recrudescenza dei contagi da COVID-19 e i timori che le banche centrali, compreso il Federal Reserve System, inizino presto a ridimensionare gli acquisti di attività hanno indotto gli investitori ad adottare un atteggiamento più cauto. I mercati azionari hanno continuato a toccare nuovi massimi in alcune economie avanzate, ma i rapporti prezzo/utili, inclusi nel calcolo degli indici delle condizioni finanziarie, sono diminuiti marcatamente sulla scorta di una stagione di utili storicamente elevati negli Stati Uniti e in altre economie avanzate. I crescenti timori che la ripresa economica possa richiedere più tempo del previsto si sono manifestati anche nei differenziali sulle obbligazioni societarie, che sono aumentati

lievemente in alcune economie, in particolare nei mercati emergenti, seppur partendo da livelli storicamente bassi. I mercati dei titoli di Stato privi di rischio si sono mantenuti sostanzialmente invariati, su livelli compressi, per effetto delle pressioni al ribasso esercitate dagli afflussi verso investimenti “rifugio” – stimolati dai timori circa la diffusione della variante Delta – che sono stati compensati dalle crescenti aspettative che la Federal Reserve inizi a ridurre il ritmo degli acquisti di attività già a partire dall'anno in corso.

Nel breve termine, la recrudescenza dei contagi da COVID-19 offusca le prospettive di quella che, al netto questo elemento, è una ripresa solida.

Ci si attende che l'attività economica mondiale riacquisti slancio nella seconda metà dell'anno a fronte della graduale ripartenza delle economie, del calo dei tassi di contagio e, soprattutto nelle economie avanzate, di rapidi progressi nella campagna vaccinale. Di fatto, mentre molte economie avanzate sono già riuscite a vaccinare oltre la metà della popolazione, nelle economie emergenti la campagna vaccinale è stata molto più lenta. Da questo punto di vista la Cina rappresenta un'eccezione, poiché circa il 70 per cento della popolazione sarebbe già stato vaccinato. Di recente, la nuova impennata di contagi da COVID-19 dovuta alla più contagiosa variante Delta ha offuscato le prospettive. Nelle economie avanzate tale recrudescenza continua a dar luogo a un aumento significativo del numero dei ricoveri e dei decessi rispetto ai minimi registrati durante l'estate, pur rimanendo su livelli inferiori a quelli osservati all'inizio del 2021. Mentre alcuni paesi, in particolare Cina e Giappone, sono nuovamente ricorsi all'imposizione di provvedimenti di chiusura (a livello locale), altri hanno preferito optare per misure meno invasive, intensificando ad esempio l'uso obbligatorio della mascherina. In tali paesi è probabile che le conseguenze economiche di questa nuova impennata si concretizzino in cambiamenti nel comportamento dei consumatori, in particolare nei settori ad alta intensità di contatti. I progressi compiuti nelle campagne vaccinali e la maggiore consapevolezza su come evitare il contagio hanno tuttavia attenuato i rischi economici connessi con tale recrudescenza. Se le autorità riusciranno a contenere l'aumento di ricoveri e decessi è probabile che l'impatto si riveli solo temporaneo e non pregiudizievole per la ripresa in atto.

Nel 2021 il sostegno di bilancio dovrebbe diminuire gradualmente sia nelle economie avanzate, sia in quelle emergenti. Secondo le proiezioni di aprile 2021 del “Fiscal Monitor” del Fondo monetario internazionale, i disavanzi di bilancio dovrebbero iniziare a ridursi nel 2021 sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, nel momento in cui le misure connesse con la pandemia giungono al termine e gli stabilizzatori automatici iniziano a operare in un contesto di ripresa delle economie interne. È tuttavia probabile che vi saranno differenze nel ritmo con cui i vari paesi cominceranno a riequilibrare i propri bilanci. Negli Stati Uniti l'ampio stimolo di bilancio predisposto dall'amministrazione Biden sosterrà la ripresa economica nel 2021 e darà sostegno all'economia mondiale nell'orizzonte di

previsione¹. Ci si attende che nel Regno Unito i disavanzi di bilancio vengano tenuti sotto controllo, per quanto alcune misure di bilancio in scadenza siano state prorogate fino a settembre 2021. Il risanamento è atteso anche in Brasile e in Russia, mentre in India sono state recentemente approvate ulteriori misure di sostegno di bilancio a fronte del peggioramento della situazione pandemica.

Nel complesso, le prospettive di crescita dell'economia mondiale sono lievemente più favorevoli rispetto alle proiezioni precedenti, in primis per quanto riguarda il 2022. Dopo un tasso di crescita previsto al 6,3 per cento nel 2021, secondo le proiezioni il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe crescere del 4,5 per cento nel 2022 e del 3,7 nel 2023. Il recupero dalla crisi su scala internazionale dovrebbe confermarsi disomogeneo. Le economie avanzate al di fuori dell'area dell'euro dovrebbero tornare ai propri andamenti pre-pandemia agli inizi del 2022, soprattutto trainate dagli Stati Uniti. In Cina, paese che è stato colpito per primo dalla pandemia ma che ha poi registrato il recupero più rapido a fronte di un vigoroso sostegno offerto delle politiche adottate, il PIL in termini reali si è riportato sulla propria traiettoria pre-crisi già alla fine dello scorso anno. In altre economie emergenti la ripresa dovrebbe procedere più stentatamente. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, il tasso di crescita è stato rivisto al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2021 e di 0,3 per il 2022, mentre rimane invariata la previsione per il 2023. Le più favorevoli prospettive di crescita previste per il 2022 a livello mondiale riflettono in ampia misura la rimodulazione della spesa pubblica negli Stati Uniti² e, in misura minore, il ritardo della ripresa che si prevede per il Giappone in ragione degli elevati tassi di contagio registrati nel periodo estivo, che hanno portato alla reintroduzione di misure restrittive in alcune grandi prefetture, fra cui Tokyo.

Negli Stati Uniti l'economia dovrebbe crescere, in un contesto caratterizzato dal forte sostegno delle politiche pubbliche e dal graduale venir meno dei vincoli dal lato dell'offerta, sebbene il recente aumento dei contagi da COVID-19 pregiudichi le prospettive. L'attività economica ha continuato a espandersi nel secondo trimestre del 2021, con un incremento pari al 6,5 per cento in ragione d'anno, che ha fatto seguito al 6,4 del primo trimestre. Questo dato è inferiore rispetto a quanto indicato nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021, in ragione di una spesa pubblica più contenuta del previsto, nonché del contributo negativo dato dalle variazioni delle scorte. La crescita è stata trainata dalla spesa per consumi, riconducibile al sostegno al reddito messo a disposizione nella parte precedente dell'anno, e al rapido allentamento delle restrizioni connesse con il COVID-19. Gli investimenti si sono mantenuti su livelli

¹ Il piano di salvataggio americano (American Rescue Plan, ARP), le cui misure ammontano complessivamente a 1.900 miliardi di dollari (8,9 per cento del PIL), include il rinnovo dei sussidi di disoccupazione, ulteriori erogazioni una tantum alle famiglie e un aumento della spesa a livello sia locale sia statale per il finanziamento della sanità e dell'istruzione pubbliche. L'amministrazione statunitense ha inoltre annunciato due nuovi programmi di bilancio a medio termine, anch'essi inclusi nelle proiezioni macroeconomiche di base formulate a settembre dagli esperti della BCE, sebbene il loro impatto sull'attività economica sarà probabilmente più limitato rispetto a quello dell'ARP.

² Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali è stata rivista al rialzo per la fine di quest'anno e l'inizio del 2022 a seguito della recente pubblicazione delle proiezioni dell'Ufficio di bilancio del Congresso degli Stati Uniti (Congressional Budget Office). Ciò si è concretizzato in un profilo di spesa pubblica che prevede minori anticipi (sia per consumi che per investimenti) rispetto a quanto ipotizzato nelle proiezioni di giugno 2021.

sostenuti. Il recente aumento degli ordini invariati in alcuni settori industriali, come quello automobilistico, riflette i vincoli dal lato dell'offerta. Proseguono i negoziati in seno al Congresso sui due piani di bilancio che erano stati integrati nelle proiezioni di giugno, forieri di alcuni elementi di incertezza circa le prospettive economiche. Se da un lato il forte sostegno delle politiche pubbliche e l'ipotesi di un graduale venir meno dei vincoli dal lato dell'offerta dovrebbero stimolare la crescita nel medio periodo, dall'altro le prospettive a breve termine sono offuscate dal brusco incremento del numero di casi di COVID-19 dovuto alla variante Delta, più contagiosa, in particolare negli stati con bassi tassi di vaccinazione. Conseguentemente, i consumatori, che fino ad ora sono stati il motore della ripresa, sembrano essersi fatti più cauti: a luglio la spesa per consumi privati è diminuita dello 0,1 per cento, mentre il tasso di risparmio personale è aumentato. Anche la crescita dell'occupazione nel mese di luglio è stata inferiore alle attese, in particolare nei settori ad alta intensità di contatti come quelli legati al tempo libero e alla ricettività. L'inflazione complessiva si è stabilizzata su un livello elevato a luglio e dovrebbe rimanere intorno al 5 per cento fino alla fine del 2021 a causa delle strozzature dal lato dell'offerta, che hanno spinto al rialzo i prezzi di autovetture e altri beni, di una normalizzazione della domanda di servizi, di prezzi più elevati per le materie prime e di un output gap positivo. Ci si attende che l'inflazione torni prossima al 2 per cento nel 2022-2023, con il venir meno delle strozzature e l'adattamento delle imprese al profilo della domanda post-pandemia.

Nel Regno Unito l'economia dovrebbe rimanere su un percorso durevole di ripresa, nonostante la recente recrudescenza di casi di COVID-19. Dopo la brusca contrazione osservata nel 2020, il PIL in termini reali ha segnato un recupero nel secondo trimestre del 2021 e dovrebbe mantenersi su un percorso di ripresa. Ci si attende che il programma di vaccinazione, giunto in fase avanzata, protegga un'ampia parte della popolazione dagli effetti più gravi del COVID-19, anche tenuto conto del diffondersi della variante Delta, rendendo improbabile la reintroduzione delle limitazioni alla mobilità connesse con la pandemia, che pesano sull'attività economica. È probabile che la crescita continui a essere sospinta dal vigore dei consumi e degli investimenti privati, sulla scorta dell'ulteriore spesa pubblica approvata a marzo dal governo, pari al 2,7 per cento del PIL. Si continua a considerare probabile che nel breve periodo le variazioni delle scorte accrescano la volatilità del prodotto. A luglio l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 2,0 per cento, dal 2,5 di giugno. Anche l'inflazione di fondo è diminuita all'1,8 per cento dal 2,3 di giugno. Il calo del tasso annuale di inflazione complessiva è stato trainato principalmente dai prezzi delle attività ricreative e culturali e dell'abbigliamento, in una situazione in cui l'aumento dei prezzi alla fine del confinamento dello scorso anno ha determinato effetti base negativi nel 2021. È probabile che tale calo sia di natura temporanea; ci si attende che ci sia stato un nuovo brusco aumento dell'inflazione ad agosto e un ulteriore aumento nei mesi successivi, fino al 4 per cento circa. Oltre agli effetti diretti riconducibili ai beni energetici, che rappresentano circa la metà dell'aumento previsto, anche i prezzi dei beni dovrebbero aumentare ulteriormente, a causa delle pressioni internazionali sui prezzi dovute ai rincari delle materie prime, ai costi del trasporto e alle carenze dal lato dell'offerta.

In Cina la dinamica espansiva si sta confrontando con circostanze sfavorevoli di natura temporanea nel breve termine, ma nel medio periodo l'attività economica dovrebbe crescere a un ritmo sostenuto.

L'adozione di misure di contenimento più severe dovute all'aumento dei casi di COVID-19, a gravi inondazioni e ad alcune interruzioni dell'offerta fanno presagire un rallentamento nel terzo trimestre. A luglio la produzione industriale, le vendite al dettaglio e gli investimenti sono stati inferiori alle attese, pur continuando a segnare una crescita. Il PMI relativo al settore manifatturiero è sceso a 49,2 ad agosto, segnando una contrazione per la prima volta da aprile 2020, il che rende più probabile un rallentamento di questo settore nel terzo trimestre. Anche l'indice PMI per il complesso dell'attività imprenditoriale legata ai servizi è sceso, a un valore pari a 46,7, in virtù dell'inasprimento delle misure di contenimento. A metà agosto, tuttavia, il numero di nuovi casi di COVID-19 a livello locale ha iniziato a diminuire, portandosi su livelli molto bassi, e vi è sufficiente margine di manovra per stimolare la crescita nel caso in cui il rallentamento economico dovesse aggravarsi. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa all'1,0 per cento a luglio, mentre l'inflazione alla produzione sui dodici mesi nello stesso mese è risalita al 9 per cento, dopo un lieve calo all'8,8 in giugno, principalmente per effetto dei forti rincari nei settori energetico e minerario. Nel complesso, l'inflazione al consumo rimane contenuta, in ampia misura per effetto dell'attuale deflazione dei prezzi dei beni alimentari, in un contesto di normalizzazione dei prezzi della carne suina, mentre i prezzi dei carburanti sono aumentati.

In Giappone le restrizioni connesse con il COVID-19 hanno continuato a gravare sull'attività economica, facendo slittare così la ripresa verso la fine del 2021.

La ripresa che ha fatto seguito allo shock iniziale causato dal COVID-19 è entrata in una fase di stallo all'inizio del 2021, in concomitanza con l'inasprimento delle restrizioni dovuto alla ripartenza dei contagi. Il PIL in termini reali si è pertanto contratto nel primo trimestre dell'anno. L'attività economica ha registrato una modesta ripresa nel secondo trimestre, in virtù di un recupero della domanda interna più solido del previsto, in particolare per quanto riguarda i consumi privati, a fronte delle rinnovate misure finalizzate al controllo dei contagi adottate ad aprile/maggio. Una rapida impennata dei casi di COVID-19 ha poi fatto scattare l'annuncio di un quarto stato di emergenza in diverse prefetture, tra cui Tokyo. Il conseguente calo della mobilità, inizialmente contenuto, si è accentuato di recente e ad agosto il PMI per il settore dei servizi è sceso ulteriormente, a 42,9. La produzione industriale è diminuita a luglio e il PMI relativo al prodotto del settore manifatturiero ad agosto è sceso a 51. Ci si attende una ripresa più solida verso il quarto trimestre, ipotizzando che la situazione pandemica gradualmente migliori a fronte di una costante progressione della campagna vaccinale e della revoca delle misure finalizzate al controllo dei contagi. Il sostegno offerto in questa fase dalle politiche monetarie e di bilancio, nonché il perdurare della ripresa della domanda estera, dovrebbero sorreggere la crescita nei tempi a venire. A luglio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è passata dal -0,5 al -0,3 per cento, mentre l'inflazione di fondo si è attestata sul -0,8 per cento, dal -1,1 del mese precedente. I rincari dei beni energetici e degli alloggi hanno contribuito all'aumento dell'inflazione e a compensare l'impatto delle consistenti riduzioni delle tariffe di telefonia mobile. L'inflazione di fondo al netto dei fattori straordinari ha verosimilmente continuato a

evidenziare una tendenza al rialzo, suggerendo pertanto una dinamica più positiva rispetto a quanto desumibile dai dati principali.

Negli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale l'attività economica dovrebbe gradualmente riacquisire slancio, sostenuta dalle misure di stimolo di bilancio e monetario. In questa regione la ripresa ha subito un rallentamento nella prima metà del 2021, inficiata da una nuova ondata di contagi da COVID-19 che ha gravato sull'attività. Il PIL in termini reali dovrebbe tornare a crescere e rimanere sostenuto nel corso dell'anno, in quanto ci si attende che il costante allentamento delle restrizioni e l'aumento dei tassi di vaccinazione rilancino la crescita. La domanda interna dovrebbe essere la principale determinante della ripresa per effetto dell'attenuarsi dell'incertezza e del miglioramento del clima di fiducia, in un contesto caratterizzato dal notevole sostegno fornito dalla politica di bilancio e dalla politica monetaria.

Nei grandi paesi esportatori di materie prime la ripresa dell'attività economica trae beneficio dal favorevole contesto esterno. In Russia il PIL in termini reali si è riportato su livelli pre-crisi e dovrebbe crescere in maniera sostenuta nell'orizzonte di proiezione. Il rafforzamento della domanda mondiale di petrolio sostiene l'aumento della produzione e delle esportazioni. Anche la prevista ripresa dei consumi e degli investimenti dovrebbe contribuire alla crescita nel periodo in esame. Il livello persistentemente elevato dei prezzi dei beni alimentari e l'aumento della domanda hanno generato pressioni inflazionistiche che, a loro volta, hanno indotto un inasprimento della politica monetaria. In Brasile l'attività economica ha mostrato una buona tenuta di fronte alla recrudescenza dei contagi da COVID-19, sostenuta dalla vigorosa crescita delle esportazioni e dal perdurare della ripresa degli investimenti (al netto di fattori idiosincratici). Il recupero relativamente rapido osservato nella fiducia dei consumatori e nelle vendite al dettaglio, nonché la reintroduzione, su scala più ridotta rispetto al 2020, dei trasferimenti alle famiglie a basso reddito e dei regimi di sostegno all'occupazione sospingeranno i consumi privati nel breve termine. La politica monetaria ha iniziato a inasprirsi in risposta alle crescenti pressioni inflazionistiche, dovute agli elevati prezzi delle materie prime e a fattori interni (siccità in alcune aree, aumento delle tariffe energetiche e ripresa della domanda) che nel breve periodo dovrebbero mantenere l'inflazione su livelli elevati.

Secondo le proiezioni, in Turchia l'economia dovrebbe crescere costantemente nel medio periodo. Dopo lo shock iniziale legato all'insorgere del COVID-19, l'economia turca ha registrato una rapida ripresa e ha mostrato capacità di tenuta a fronte della successiva recrudescenza di nuovi casi. Nel secondo trimestre del 2021 la crescita del PIL in termini reali ha riservato sorprese positive, attestandosi allo 0,9 per cento sul trimestre precedente. La crescita è stata sostenuta principalmente dai consumi delle famiglie, nonostante le nuove restrizioni adottate a maggio e l'inasprimento delle condizioni finanziarie, e dalle esportazioni nette. In prospettiva, posto che il recente cambio di direzione delle politiche economiche verso la stabilità macroeconomica sia duraturo, è probabile che la crescita del PIL in termini reali rimanga moderata ma diventi più equilibrata.

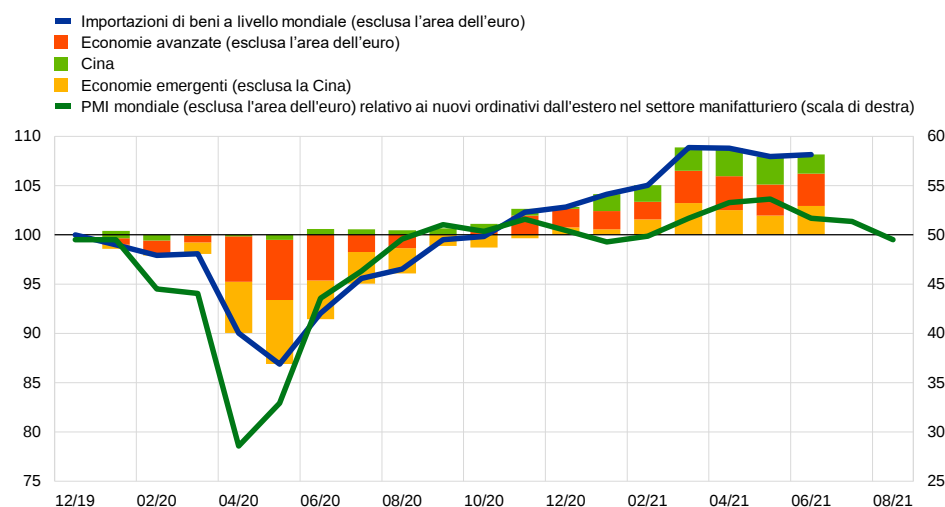
Il commercio mondiale dovrebbe crescere costantemente nel medio periodo, ma nel breve periodo si iniziano a intravedere segnali di moderazione.

Dopo una ripresa dinamica dallo shock causato dal COVID-19, nel primo trimestre del 2021 il commercio mondiale è tornato sui livelli antecedenti la pandemia. Da poco, tuttavia, sono emersi segnali di una moderazione della crescita dell'interscambio, che riflette principalmente l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta documentato dai dati recenti. Le importazioni di beni sono diminuite ulteriormente a maggio, ma sono rimaste sostanzialmente stabili a giugno, rimanendo prossime ai livelli elevati osservati a marzo. Le importazioni di servizi rimangono ben al di sotto del livello antecedente la pandemia e vi sono scarsi riscontri che indichino un ampliamento della ripresa. I dati ad alta frequenza sui voli internazionali e sulle prenotazioni nel settore alberghiero indicano che negli ultimi mesi nel turismo e in altre forme di commercio connesse con il settore dei servizi la crescita non ha registrato ulteriori accelerazioni. Il PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è diminuito nuovamente in agosto, portandosi appena al di sotto del valore soglia di espansione. Al tempo stesso, ad agosto l'indice PMI dei tempi di consegna da parte dei fornitori si collocava al di sopra del massimo storico registrato al culmine della pandemia. Si ipotizza che le attuali strozzature dal lato dell'offerta, riconducibili principalmente a una ripresa della domanda di beni manufatti più vigorosa del previsto, inizino a venir meno agli inizi del 2022. La domanda di beni manufatti è stata molto più vivace della domanda di servizi, ancora penalizzata dalle misure di contenimento. Dal momento che le economie hanno mostrato una maggiore tenuta di fronte alle misure restrittive e che i consumatori riequilibrano i propri acquisti volgendosi verso i servizi, la domanda potrebbe incidere in misura minore sulle strozzature. Al momento, tuttavia, fattori idiosincratici, quali i vincoli di capacità nell'industria dei semiconduttori, la diffusione del COVID-19 ed eventi meteorologici estremi, stanno provocando turbative dal lato dell'offerta.

Grafico 2

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

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



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

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

La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe registrare una crescita, sospinta da un contesto esterno più favorevole.

La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe incrementare del 9,2 per cento quest'anno e, successivamente, del 5,5 nel 2022 e del 3,7 nel 2023. Rispetto alle previsioni macroeconomiche dello scorso giugno condotte dagli esperti dell'Eurosistema si tratta di una revisione al rialzo di 0,6 punti percentuali per il 2021 e di 0,3 l'anno sia per il 2022 che per il 2023. Il dato per il 2021 riflette in ampia misura i risultati, migliori del previsto, fatti registrare dalle importazioni mondiali nel primo trimestre dell'anno, soprattutto tra le economie emergenti, con l'interscambio che ha mostrato una relativa capacità di tenuta di fronte agli andamenti sfavorevoli che hanno interessato l'attività economica. La revisione al rialzo per il 2022 e il 2023 deriva dalle migliori prospettive di crescita a livello mondiale e riflette la maggiore prociclicità dell'interscambio che si osserva durante una fase di ripresa economica. Anche le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) sono state riviste al rialzo nell'orizzonte di proiezione e dovrebbero aumentare dell'11,9 per cento nel 2021, del 5,3 per cento nel 2022 e del 4,1 per cento nel 2023.

Si ritiene che i rischi per lo scenario di base delle proiezioni siano, a livello mondiale, orientati verso il basso per quanto riguarda la crescita e verso l'alto per quel che concerne l'inflazione.

In linea con i precedenti esercizi di proiezione, per le prospettive mondiali vengono utilizzati due scenari alternativi al fine di illustrare l'incertezza che circonda il futuro corso della pandemia. Tali scenari riflettono l'interazione tra l'andamento della pandemia e il corrispondente profilo delle misure di contenimento³. Inoltre, i rischi al rialzo per l'inflazione a livello mondiale sono connessi principalmente con la possibilità che le attuali pressioni inflazionistiche diventino più radicate, per effetto di strozzature dal lato dell'offerta, più persistenti rispetto alle attese attuali, dando quindi luogo ad aspettative di inflazione più elevate. Tale elemento, a sua volta, potrebbe indurre un inasprimento monetario più anticipato e più marcato. L'inasprimento delle condizioni finanziarie a livello mondiale rischierebbe di compromettere la fragile ripresa economica, in particolare nelle economie emergenti, di aumentare la volatilità nei mercati finanziari internazionali e di accentuare l'impatto negativo sulla crescita dell'elevato livello di indebitamento. Tali fattori potrebbero prevalere sui rischi al rialzo per le prospettive economiche, che sono collegati a un più vigoroso effetto espansivo del pacchetto di stimolo di bilancio statunitense rispetto alle attese e a una più rapida riduzione del risparmio accumulato in confronto a quanto attualmente previsto. Pertanto, i rischi per la crescita mondiale non sono più ritenuti bilanciati, come nelle precedenti proiezioni, ma ora si considera che siano orientati verso il basso.

Andamenti dei prezzi a livello mondiale

I corsi petroliferi sono lievemente aumentati rispetto al precedente esercizio di proiezione, mentre il rincaro delle materie prime non petrolifere si è arrestato.

Vi è stata anche una rinnovata volatilità nel mercato petrolifero in quanto il

³ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 4 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE di settembre 2021*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 9 settembre del 2021.

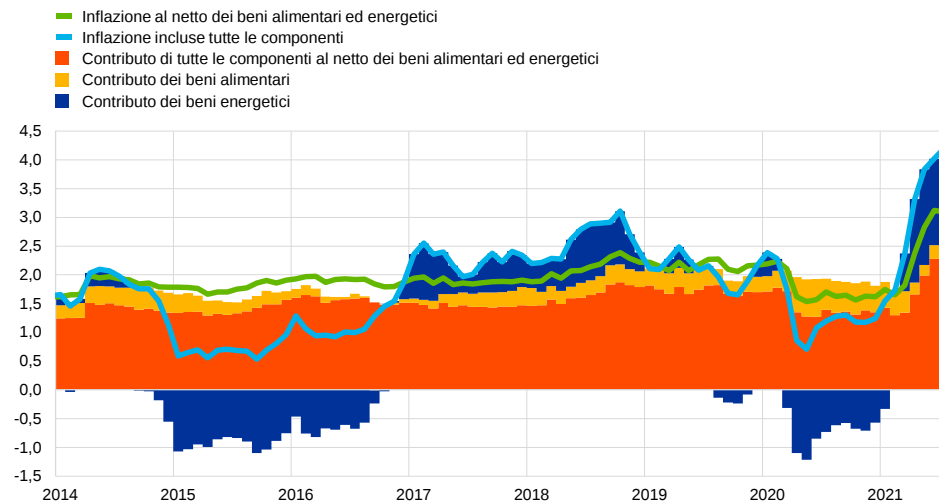
disaccordo tra i membri del gruppo OPEC+ ha temporaneamente spinto al rialzo le quotazioni globali del petrolio, sullo sfondo di un miglioramento delle prospettive per la domanda di petrolio a livello mondiale. Gli operatori di mercato si attendono che la domanda di petrolio aumenti nel 2021, a fronte di una mobilità che ritorna gradualmente sui livelli antecedenti la pandemia. Tuttavia, i prezzi sono diminuiti agli inizi di agosto, di riflesso all'aumento dei contagi da COVID-19 e alle prospettive di un inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti, che incidono sulla propensione al rischio. I prezzi a pronti delle materie prime non energetiche sono variati solo marginalmente nelle proiezioni di settembre rispetto ai livelli ipotizzati nelle proiezioni di giugno, perché il recente calo dei prezzi dei metalli, verificatosi sullo sfondo dell'indebolimento della domanda e dell'utilizzo delle riserve strategiche in Cina, ha interrotto il recupero osservato tra l'estate del 2020 e la tarda primavera del 2021.

Quest'anno l'inflazione al consumo dovrebbe aumentare a livello mondiale, in un contesto caratterizzato da effetti base, da strozzature dal lato dell'offerta e dalla ripresa in atto della domanda, per poi diminuire nel resto dell'orizzonte di proiezione. I rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere, l'impennata dei costi del trasporto marittimo di merci e le frizioni lungo la catena di approvvigionamento hanno accresciuto le spinte inflazionistiche. Questo fenomeno è particolarmente evidente nelle economie avanzate, dove le riaperture e l'ingente sostegno pubblico hanno generato una forte domanda di consumi. Ciò ha portato le ultime rilevazioni sull'inflazione al consumo nella maggior parte delle economie avanzate al di sopra delle medie storiche. Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 4,2 per cento a luglio dal 4,0 di giugno (cfr. il grafico 3). Il dato di luglio ha segnato il nono incremento consecutivo ed è stato sospinto principalmente dall'inflazione dei beni alimentari (passata dall'1,9 al 3,1 per cento), mentre l'inflazione dei beni energetici è aumentata in misura marginale (dal 16,9 al 17,4 per cento), riflettendo ancora in ampia misura gli effetti base annuali. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione misurata sull'IPC al netto della componente alimentare ed energetica è rimasta invariata al 3,1 per cento. L'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi si è confermata stabile negli Stati Uniti, al 5,4 per cento, mentre è aumentata in Canada e ha segnato un rallentamento nel Regno Unito. In Giappone, dopo un cambiamento nell'anno base, l'inflazione complessiva è rimasta negativa a luglio, al -0,3 per cento, seppur in aumento rispetto al mese precedente (-0,5 per cento). Tra le principali economie emergenti non appartenenti all'OCSE, l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita al 9,0 per cento in Brasile, mentre è rimasta stabile in Russia ed è scesa in India. In Cina è rimasta stabile, intorno all'1 per cento.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2021.

Una volta che la base di confronto più elevata per i prezzi delle materie prime sarà entrata a regime e vi sarà un allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta (previsto agli inizi del 2022) l'inflazione al consumo a livello mondiale dovrebbe diminuire. Un andamento simile emerge anche dalle proiezioni riguardanti i prezzi all'esportazione (in valuta nazionale) dei concorrenti dell'area dell'euro, che sono aumentati notevolmente nella prima metà dell'anno. Le proiezioni su tali prezzi per il 2021 sono state nettamente corrette al rialzo, riflettendo in ampia misura la recente pubblicazione di dati relativi a paesi che sono importanti partner commerciali dell'area, i quali hanno evidenziato risultati sorprendentemente positivi rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2021 nonché, in misura minore, i rincari del petrolio e il lieve rafforzamento della domanda nelle economie avanzate.

Sebbene la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) abbia evidenziato uno spostamento verso il basso per le scadenze a medio termine, il suo segmento a breve è rimasto in larga misura invariato, a indicare l'assenza di aspettative circa un'imminente variazione del tasso di riferimento nel brevissimo termine. Nel periodo in esame (dal 10 giugno all'8 settembre 2021), i tassi a lungo termine privi di rischio sono dapprima diminuiti, riflettendo, tra l'altro, la revisione delle indicazioni prospettiche (forward guidance) della BCE - comunicate dopo la riunione del Consiglio direttivo di luglio - in seguito alla pubblicazione della nuova strategia di politica monetaria. Nelle ultime settimane dello stesso periodo, tuttavia, i tassi a lungo termine privi di rischio hanno modificato tale andamento, con il susseguirsi di sorprese positive nei dati relativi all'inflazione complessiva e ipotesi di un rallentamento degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP). I differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto al tasso OIS (overnight index swap) sono rimasti sostanzialmente invariati nei diversi paesi. Le attività rischiose hanno mostrato una complessiva capacità di tenuta, in un contesto di crescenti timori circa la diffusione della variante Delta del coronavirus (COVID-19). I corsi azionari sono aumentati, sostenuti principalmente da una forte ripresa delle aspettative di crescita degli utili societari, solo parzialmente controbilanciate da un aumento dei premi per il rischio azionario. Di riflesso alle quotazioni azionarie, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a ridursi.

Nel periodo in esame, l'Eonia e il tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -48 e -57 punti base⁴.

La liquidità in eccesso è aumentata di circa 189 miliardi di euro, fino a circa 4.395 miliardi, principalmente grazie agli acquisti di attività nell'ambito del PEPP e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché al ricorso all'ottava operazione OMRLT-III per 109,83 miliardi di euro. Tale crescita, indotta dall'aumento delle attività di politica monetaria, è stata limitata da un netto calo delle altre attività, pari a circa 180 miliardi di euro, nel periodo in rassegna.

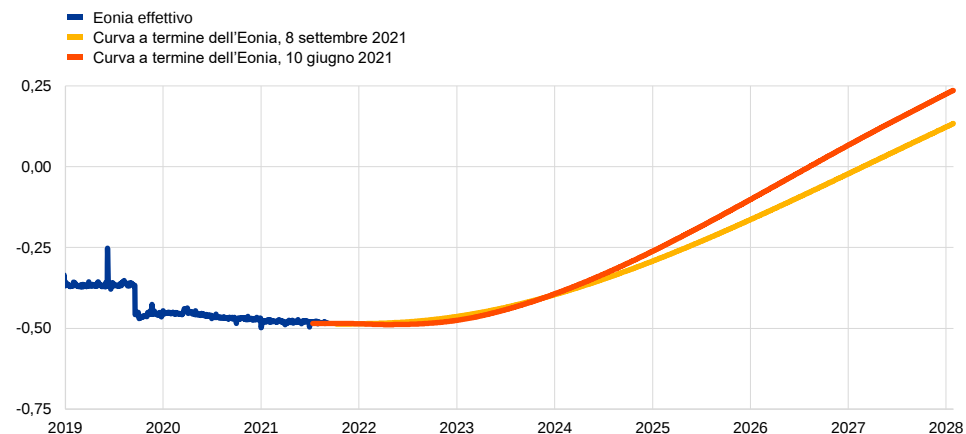
Sebbene la curva a termine dell'Eonia abbia evidenziato uno spostamento verso il basso per le scadenze a medio termine nel periodo in esame, il suo segmento a breve è rimasto piatto (cfr. il grafico 4). Il segmento a breve della curva a termine dell'Eonia mostra una sostanziale assenza di variazioni fino alla fine del 2024 circa, indicando l'assenza di aspettative, tra gli operatori di mercato, di modifiche ai tassi di riferimento nel prossimo futuro. I tassi sulle scadenze a medio termine, tuttavia, si sono spostati verso il basso. Parte del calo riflette la revisione delle indicazioni prospettiche sulla politica monetaria della BCE comunicate dopo la riunione del Consiglio direttivo di luglio, in seguito alla pubblicazione della nuova strategia di politica monetaria all'inizio dello stesso mese.

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

Grafico 4

Tassi a termine dell'Eonia

(valori percentuali in ragione d'anno)



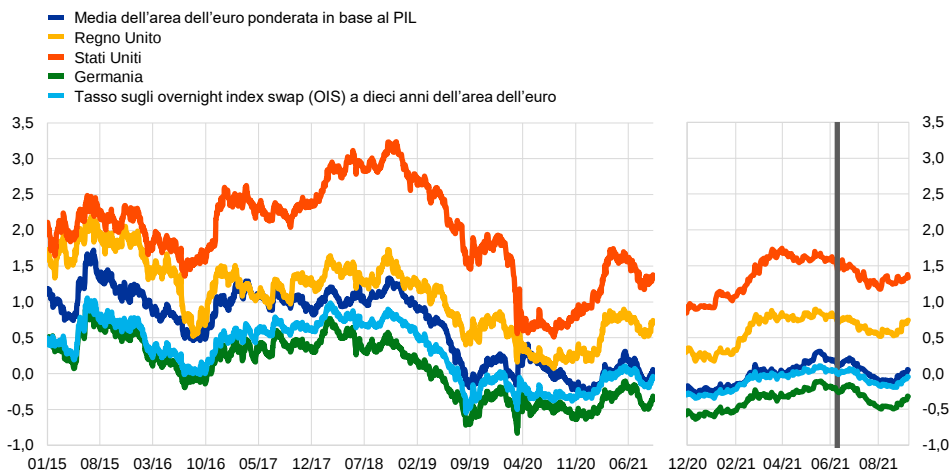
Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono diminuiti, in un contesto caratterizzato da aspettative di un perdurante sostegno offerto dalla politica monetaria (cfr. il grafico 5). Gli andamenti dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno seguito da vicino quelli dei tassi privi di rischio; nel periodo in esame i rendimenti si sono mossi di pari passo nelle diverse giurisdizioni, avvicinandosi, in molti casi, ai valori minimi storici, nonostante il recupero osservato nelle ultime settimane del periodo rispetto al calo evidenziato in precedenza. Nello specifico, i rendimenti dei titoli di Stato decennali tedeschi e dell'area dell'euro ponderati per il PIL sono diminuiti di circa 7 punti base, portandosi rispettivamente al -0,32 e al -0,05 per cento. Un calo analogo si è verificato negli Stati Uniti, dove il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni è sceso di 10 punti base, all'1,34 per cento.

Grafico 5

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, il 10 giugno 2021. L'ultima osservazione si riferisce all'8 settembre 2021.

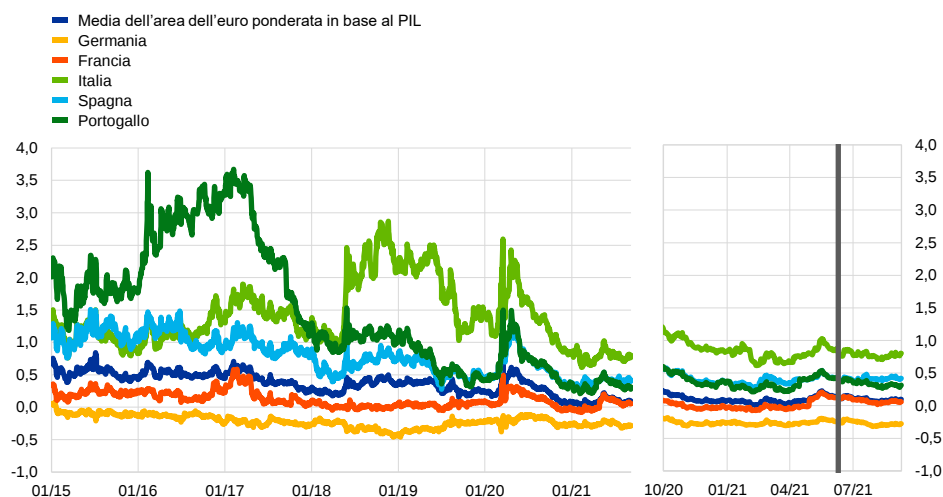
I differenziali a lungo termine fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS si sono mantenuti sostanzialmente invariati nei diversi paesi, sostenuti dalle decisioni di politica monetaria e dalle comunicazioni successive alla riunione del Consiglio direttivo di luglio (cfr. il grafico 6).

Le variazioni dei differenziali fra i titoli di Stato dei singoli paesi e i tassi privi di rischio sono state molto contenute, come si evince dal valore aggregato dei differenziali sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato per il PIL rispetto al corrispondente tasso OIS, ridottosi di 3 punti base, allo 0,10 per cento. Conseguentemente, questa misura rimane prossima ai livelli molto bassi osservati verso la fine del 2020, dopo l'inversione di un aumento temporaneo registrato all'inizio dell'estate. Nel complesso, si sono verificate lievi diminuzioni dei differenziali a dieci anni in Portogallo e in Francia, di 9 e 7 punti base, allo 0,31 e allo 0,06 per cento rispettivamente. Nello stesso periodo, i differenziali dei titoli italiani a dieci anni sono rimasti invariati allo 0,80 per cento, mentre quelli spagnoli sono cresciuti di 3 punti base, portandosi allo 0,42 per cento. Questi movimenti contenuti sono stati probabilmente favoriti dalla decisione del Consiglio direttivo di giugno, confermata a luglio, di mantenere nel terzo trimestre dell'anno un ritmo di acquisti significativamente più sostenuto rispetto ai trimestri precedenti. A fronte di tali andamenti moderati nei mercati dei titoli di Stato, le prime emissioni nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU) sono state collocate con successo sul mercato.

Grafico 6

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame, il 10 giugno 2021. L'ultima osservazione si riferisce all'8 settembre 2021.

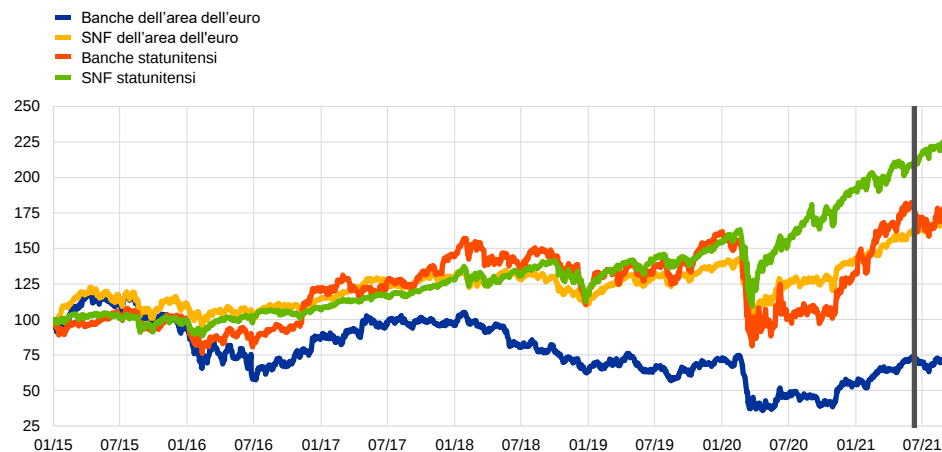
Nonostante una lieve volatilità temporanea associata alle notizie sulla diffusione della variante Delta, i prezzi delle azioni sono aumentati su entrambe le sponde dell'Atlantico, sostenuti principalmente dall'ulteriore miglioramento delle aspettative sugli utili societari (cfr. il grafico 7).

Le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono cresciute, rispettivamente, del 3,1 e del 6,6 per cento, raggiungendo massimi storici negli Stati Uniti. Nel comparto bancario, i prezzi delle azioni sono diminuiti lievemente negli Stati Uniti, si sono mantenuti invece sostanzialmente invariati nell'area dell'euro. L'aumento che ha interessato le SNF è stato favorito principalmente dalle solide aspettative sugli utili societari e dal lieve calo dei tassi di sconto, a loro volta sospinti dal perdurante sostegno fornito dalla politica monetaria. Tuttavia, un lieve aumento del premio per il rischio azionario, ossia il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere azioni in luogo di obbligazioni prive di rischio, ha avuto un effetto negativo sui prezzi delle azioni nell'area dell'euro. L'incremento dei corsi azionari è stato generalizzato, sebbene la pandemia di coronavirus abbia lasciato un'impronta disomogenea sui mercati azionari dei diversi paesi dell'area dell'euro.

Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame, il 10 giugno 2021. L'ultima osservazione si riferisce all'8 settembre 2021.

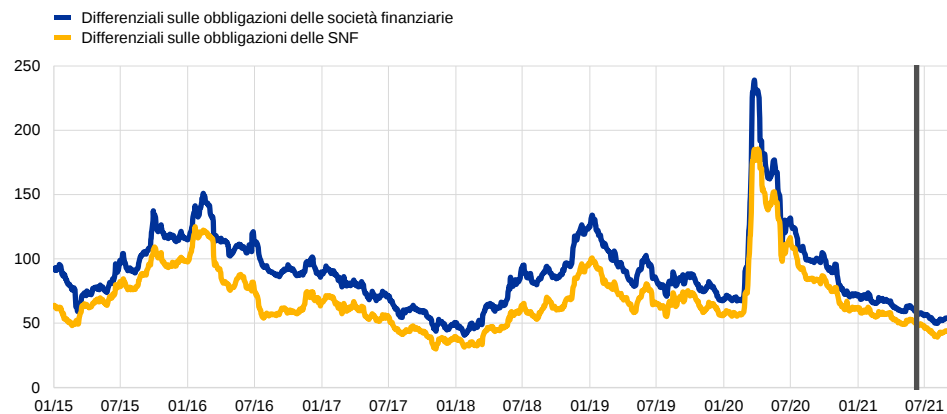
I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a ridursi, confermando la tenuta dei mercati delle attività rischiose (cfr. il grafico 8).

Riflettendo l'aumento dei corsi azionari, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire. Nel periodo in esame, i differenziali dei rendimenti delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e quelli dei rendimenti obbligazionari del settore finanziario (rispetto al tasso privo di rischio) si sono ridotti rispettivamente di circa 5 e 4 punti base, attestandosi sui livelli antecedenti la pandemia. Il protrarsi di una tendenza al ribasso negli ultimi mesi è attribuibile in larga misura ai premi per il rischio obbligazionario, ossia alla componente dei differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro che non può essere ricondotta a fattori economici, creditizi o collegati all'incertezza, sui quali può incidere il costante sostegno fornito dalle politiche economiche. Da quest'ultimo sembra dipendere anche l'attuale livello dei differenziali, nonostante la concomitante permanenza di aree di vulnerabilità in ambito societario.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

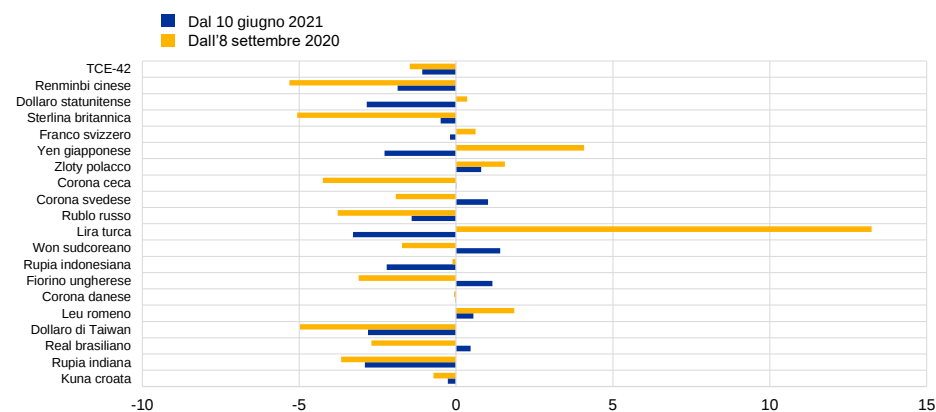
Note: i differenziali sono calcolati come differenza fra i tassi asset swap e il tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (ad almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame, il 10 giugno 2021. L'ultima osservazione si riferisce all'8 settembre 2021.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 9), riflettendo un indebolimento generalizzato nei confronti di tutte le 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 dell'1,1 per cento. L'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (del 2,9 per cento), in seguito all'ampliamento del differenziale sulle aspettative in merito ai tassi di interesse a breve termine tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, a sua volta dovuto alle attese di una più rapida normalizzazione della politica monetaria statunitense. L'euro si è indebolito anche nei confronti di altre importanti valute, tra cui lo yen giapponese (del 2,3 per cento), il renminbi cinese (dell'1,9 per cento), la sterlina britannica (dello 0,5 per cento) e il franco svizzero (dello 0,2 per cento). Nello stesso periodo, si è invece rafforzato nei confronti delle divise di diversi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, tra cui il fiorino ungherese (dell'1,2 per cento), la corona svedese (dell'1,0 per cento) e lo zloty polacco (dello 0,8 per cento).

Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 indica 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 l'8 settembre 2021.

La ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro è sempre più avanzata. Nel secondo trimestre del 2021 il PIL in termini reali ha segnato un recupero, ma si colloca ancora su un livello inferiore di circa il 2,5 per cento rispetto a quello, precedente la pandemia, del quarto trimestre del 2019. La domanda interna, soprattutto grazie ai consumi privati, ha fornito un vigoroso contributo, beneficiando della progressiva revoca delle misure di contenimento, mentre l'apporto offerto dall'interscambio netto alla crescita del PIL è stato solo modesto. Dal lato della produzione, il valore aggiunto è stato principalmente sostenuto da una ripresa dei servizi, mentre l'industria e le costruzioni hanno contribuito in misura soltanto marginale. Il risultato positivo per il secondo trimestre segna l'inizio di una ripresa dell'attività economica dopo i due trimestri di contrazione coincisi con la reintroduzione di misure di contenimento più rigorose, a seguito della recrudescenza della pandemia di coronavirus (COVID-19) nei mesi invernali.

All'inizio del secondo semestre le indagini presso le imprese e i consumatori e gli indicatori ad alta frequenza hanno segnalato un'ulteriore forte crescita nel terzo trimestre, nonostante il persistere della pandemia e delle strozzature dal lato dell'offerta. Le indagini presso le imprese continuano a indicare un marcato recupero dell'attività nel settore dei servizi, dato che l'ulteriore avanzamento delle campagne vaccinali ha contribuito a contenere i ricoveri nonostante l'aumento dei contagi, consentendo una più ampia normalizzazione delle attività ad alta intensità di contatti. Per contro, le attività nei settori manifatturiero e delle costruzioni risultano ancora frenate dalle persistenti strozzature dal lato dell'offerta, sebbene il clima di fiducia permanga su livelli elevati.

Si prevede che, dopo l'atteso vigore del terzo trimestre, il ritmo della ripresa subisca una graduale normalizzazione, in quanto il procedere delle campagne vaccinali dovrebbe consentire un'ulteriore riduzione delle misure di contenimento e le strozzature dal lato dell'offerta dovrebbero attenuarsi. Nel medio termine, la ripresa dell'economia nell'area dell'euro dovrebbe essere progressivamente favorita dalla robusta domanda mondiale e dalla sempre più solida domanda interna, nonché dal costante sostegno offerto dalla politica monetaria e di bilancio. Tale valutazione trova sostanziale riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE, che nell'orizzonte di riferimento prefigurano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 5,0 per cento nel 2021, al 4,6 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento nel 2023, e un ritorno ai livelli trimestrali dell'attività precedenti la pandemia entro la fine dell'anno. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'attività economica sono state riviste al rialzo per il 2021, principalmente per effetto di risultati superiori alle attese nel primo semestre dell'anno, mentre permangono invariate per il 2022 e il 2023.

Nel complesso, i rischi per le prospettive di crescita nell'area sono ritenuti sostanzialmente bilanciati. Da un lato, ci si può attendere una ripresa ancora più rapida se i maggiori risparmi accumulati dalle famiglie a causa della pandemia si riassorbiranno più rapidamente del previsto, le prospettive per la domanda

mondiale miglioreranno ulteriormente o le attuali strozzature dal lato dell'offerta si attenueranno più in fretta di quanto anticipato. D'altro canto, la crescita potrebbe registrare risultati inferiori qualora la pandemia subisca un peggioramento per effetto della diffusione di nuove varianti del virus o le tensioni dal lato dell'offerta continuino a essere più persistenti e a limitare la produzione in misura maggiore del previsto.

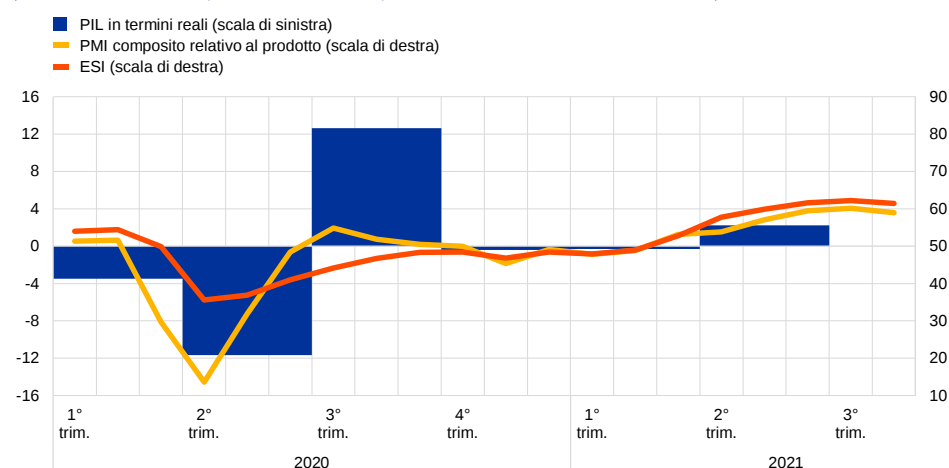
Nell'area dell'euro l'attività economica ha segnato una ripresa nel secondo trimestre, crescendo del 2,2 per cento sul periodo precedente e segnalando che è in atto una forte ripresa nonostante l'impatto avverso delle strozzature dal lato dell'offerta. Dopo la recessione tecnica intorno al volgere dell'anno,

nel secondo trimestre il PIL in termini reali è tornato in territorio espansivo, malgrado le misure di contenimento in vigore per gran parte del periodo (cfr. il grafico 10). Il risultato del secondo trimestre è stato superiore rispetto a quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, riflettendo una minore sensibilità dell'attività economica alle restrizioni connesse al COVID-19, e ha portato l'attività trimestrale entro il 2,5 per cento dai livelli antecedenti la pandemia osservati alla fine del 2019. Nel secondo trimestre la crescita è stata trainata in larga misura da una marcata ripresa della domanda interna, in particolare dei consumi privati, con un contributo solo modesto dell'interscambio netto e un apporto lievemente negativo delle scorte all'espansione complessiva.

Grafico 10

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

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



Fonti: Eurostat e Markit.

Note: il PIL dell'area dell'euro è riportato in tassi di crescita sul trimestre precedente, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) e l'indice del clima economico (Economic Sentiment Index, ESI) sono riportati su base mensile. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021 per il PIL e ad agosto 2021 per il PMI e l'ESI.

È probabile che nel secondo trimestre le strozzature dal lato dell'offerta abbiano frenato la produzione industriale in misura maggiore rispetto ai servizi. Il valore aggiunto nei settori industriale e delle costruzioni ha fornito

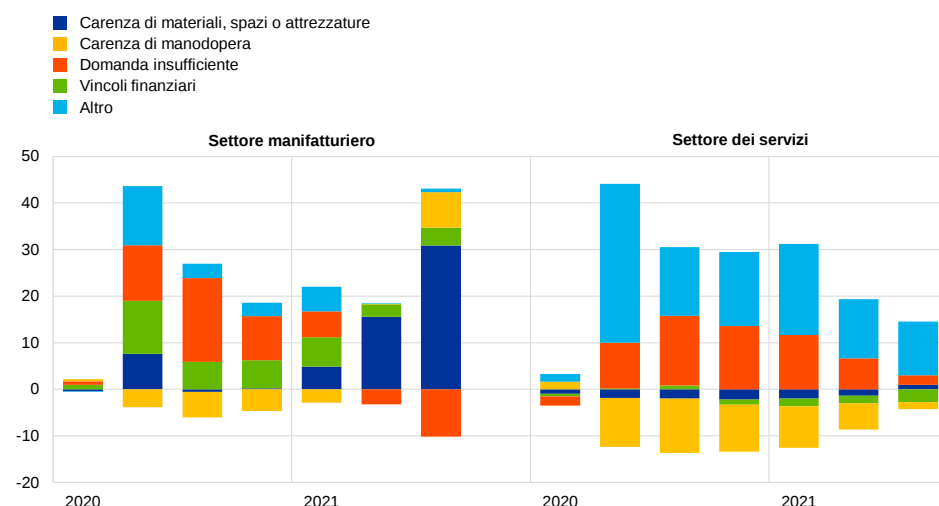
un contributo solo marginale alla crescita del secondo trimestre, a causa delle persistenti tensioni dal lato dell'offerta (cfr. il grafico 11), fra cui una carenza generalizzata di materie prime (compresi semiconduttori, metalli e materie plastiche)

e il perdurare delle strozzature nei trasporti. Tuttavia, l'attività dei servizi ha segnato un forte recupero, riflettendo il progressivo allentarsi delle misure di contenimento, che ha rafforzato il clima di fiducia dei consumatori e la spesa per consumi.

Grafico 11

Fattori limitanti la produzione nell'area dell'euro

(in percentuale degli intervistati, differenza rispetto alla media di lungo termine)



Fonte: Commissione europea

Note: la media di lungo termine è calcolata per il periodo tra il 2003 e il 2019. Indagine trimestrale condotta nel primo mese del trimestre. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2021.

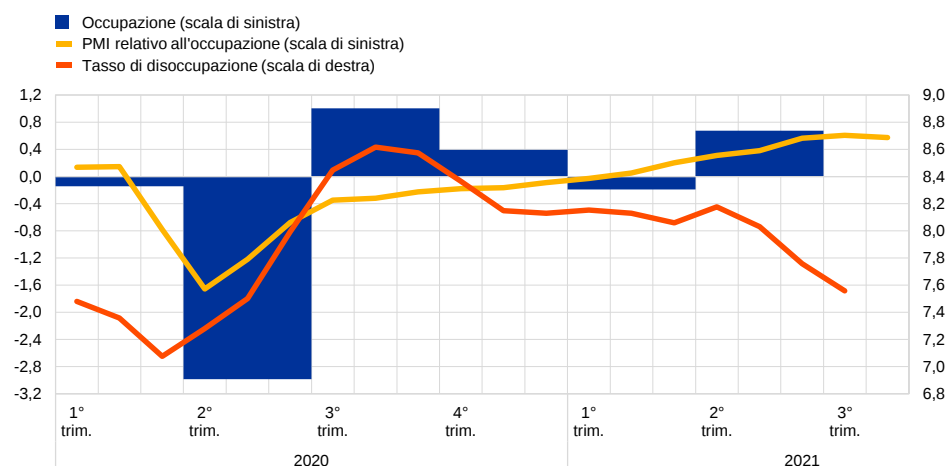
Nel secondo trimestre del 2021 il mercato del lavoro dell'area dell'euro, sebbene ancora sostenuto dalle misure di integrazione salariale, ha segnato un miglioramento. L'occupazione e il totale delle ore lavorate sono aumentati, rispettivamente, dello 0,7 e del 2,7 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2021 (cfr. il grafico 12). Rispetto al quarto trimestre del 2019, prima della pandemia, le due misure sono diminuite dell'1,3 e del 4,2 per cento rispettivamente; ciò evidenzia un aggiustamento maggiore delle ore lavorate rispetto a quello dell'occupazione per effetto del sostegno fornito a quest'ultima dalle misure di integrazione salariale in vigore⁵. A luglio il tasso di disoccupazione è sceso al 7,6 per cento, mentre nello stesso mese il numero di lavoratori interessati dalle misure di integrazione salariale è stato stimato al 2,7 per cento delle forze di lavoro, in significativo calo dalla media del 6,2 per cento dei primi cinque mesi di quest'anno e di riflesso all'allentamento delle restrizioni. Tuttavia, la quota di lavoratori soggetti alle misure di integrazione salariale è ancora considerevole, evidenziando come il completo aggiustamento del mercato del lavoro sia ancora a una certa distanza dall'essere raggiunto.

⁵ Cfr. l'articolo *Ore lavorate nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Grafico 12

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

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

Gli indicatori di breve periodo segnalano il proseguire dei miglioramenti

nel mercato del lavoro. L'indicatore PMI composito mensile relativo all'occupazione per industria e servizi è lievemente sceso, raggiungendo 55,7 ad agosto dal 56,1 di luglio, ma permane ben al di sopra del livello soglia, pari a 50, che indica un'espansione dell'occupazione. L'indice PMI relativo all'occupazione ha segnato una piena ripresa dal minimo storico toccato ad aprile 2020, continuando attualmente a collocarsi in prossimità del livello di luglio 2021, il più elevato mai registrato da marzo 2000.

I consumatori si confermano cautamente ottimisti, dato il miglioramento della loro situazione finanziaria nonostante il protrarsi dell'incertezza legata alla

pandemia. I consumi privati hanno segnato una forte ripresa nel secondo trimestre del 2021 (pari al 3,7 per cento sul periodo precedente) e dovrebbero continuare a crescere a un ritmo sostenuto nel trimestre successivo, tenuto conto dell'allentamento in atto delle misure di contenimento, dei positivi andamenti del reddito da lavoro e dei segnali di normalizzazione della propensione al risparmio delle famiglie. Il clima di fiducia dei consumatori rimane elevato. Dopo cinque mesi consecutivi di aumenti, a luglio e ad agosto l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori della Commissione europea è lievemente diminuito a -5,3, pur permanendo al di sopra della sua media di lungo periodo, pari a -10,6 dal 1990, e del livello antecedente la pandemia, pari a -6,4, segnato a febbraio 2020. Sebbene a giugno le immatricolazioni di automobili fossero ancora inferiori del 20 per cento rispetto al livello precedente la pandemia, è probabile che la modesta spesa per autovetture rifletta il perdurare di vincoli dal lato dell'offerta piuttosto che una debole domanda dei consumatori. Ciò è suggerito dal sostenuto clima di fiducia nel settore industriale a fronte di una contenuta produzione nel comparto

automobilistico⁶. Dopo due mesi di crescita positiva, a luglio il volume del commercio al dettaglio è diminuito del 2,3 per cento sul mese precedente, pur mantenendosi su un livello superiore del 2,6 per cento a quello di febbraio 2020.

Secondo le stime, il reddito disponibile reale delle famiglie sarebbe significativamente aumentato nel secondo trimestre del 2021 e dovrebbe continuare a rafforzarsi nel terzo.

Esso è sostenuto dai redditi da lavoro, che generalmente comportano una maggiore propensione al consumo rispetto ad altre fonti di reddito. Ciò è confermato dalle informazioni mensili sui flussi dei depositi bancari delle famiglie, che indicano una certa normalizzazione nel periodo tra aprile e luglio 2021. Tuttavia, l'analisi delle determinanti dell'impennata dei flussi di risparmio delle famiglie connessa alla pandemia non suggerisce un'elevata probabilità che le disponibilità accumulate saranno immediatamente riassorbite a fini di consumo⁷. Tale valutazione è confermata dai recenti dati delle indagini della Commissione europea, secondo i quali le famiglie prevedono per i prossimi dodici mesi livelli di acquisti rilevanti comparabili a quelli precedenti la crisi. Inoltre, data la perdurante incertezza connessa alla pandemia, i partecipanti all'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey) condotta ad agosto 2021 non si attendono un ritorno alle normali interazioni economiche e sociali prima della primavera del 2022.

Gli investimenti delle imprese (diverse dalle costruzioni) sono migliorati nel secondo trimestre del 2021 e gli indicatori di breve periodo segnalano una forte domanda di beni di investimento per il futuro.

Nel secondo trimestre del 2021 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro sono aumentati dell'1,0 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato una contrazione analoga nel primo trimestre, ma rimangono inferiori del 17 per cento rispetto al livello antecedente la pandemia, segnato nell'ultimo trimestre del 2019. Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, nel secondo trimestre gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati in Germania, Francia e Italia, mentre sono diminuiti in Spagna e si sono confermati sostanzialmente stabili nei Paesi Bassi. Nell'area dell'euro, inoltre, gli investimenti in mezzi di trasporto si sono contratti per il secondo trimestre consecutivo, probabilmente a causa della carenza di input dovuta al protrarsi delle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento, mentre la componente diversa dai mezzi di trasporto ha continuato a evidenziare una relativa capacità di tenuta. Gli indicatori di breve periodo relativi al terzo trimestre del 2021 segnalano una forte domanda di beni di investimento, nonostante le persistenti strozzature lungo la filiera produttiva: i nuovi ordinativi di beni di investimento sono in crescita e nei mesi di luglio e agosto il PMI è chiaramente rimasto in territorio espansivo; inoltre, i tempi di consegna dei fornitori hanno segnato un lieve miglioramento, pur confermandosi elevati. Ad agosto, di conseguenza, le aspettative di produzione sono migliorate. Attualmente, tuttavia, le imprese del settore dei beni di investimento segnalano che il principale fattore limitante l'offerta nell'area dell'euro è rappresentato dalle carenze di materiali e

⁶ Cfr. il riquadro *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* in questo numero del Bollettino.

⁷ Cfr. anche il recente riquadro *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento* nel numero 5/2021 di questo Bollettino

attrezzature, mentre rimane contenuta la quota di imprese che riferiscono problemi dal lato della domanda. Le carenze di manodopera sono al momento segnalate come ben al di sopra della loro media di lungo periodo, ma solo per una quota relativamente ridotta di imprese appartenenti a questo settore. Anche le recenti informazioni ricavate dall'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey,) sono in linea con il miglioramento delle prospettive per gli investimenti⁸. Le banche hanno segnalato un aumento della domanda di prestiti per investimenti fissi nel secondo trimestre del 2021 e un atteso miglioramento della domanda di prestiti a lungo termine (generalmente utilizzati per finanziare gli investimenti) nel terzo trimestre del 2021. La progressiva riduzione delle strozzature dal lato dell'offerta, prevista nei prossimi trimestri, dovrebbe sostenere le prospettive di investimento, sebbene per queste ultime permangano rischi a medio termine derivanti dalle potenziali vulnerabilità delle imprese⁹.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno continuato ad aumentare nel secondo trimestre e dovrebbero rimanere sostenuti, nonostante le crescenti difficoltà dal lato dell'offerta. Nel secondo trimestre gli investimenti in edilizia residenziale sono aumentati dello 0,9 per cento sul periodo precedente, superando dell'1,2 per cento il livello pre-crisi dell'ultimo trimestre del 2019. Nell'area dell'euro tali investimenti dovrebbero continuare a evidenziare una tendenza positiva nella seconda metà del 2021, malgrado l'ulteriore rafforzamento dei vincoli dal lato dell'offerta. Pur essendo lievemente diminuito nei primi due mesi del terzo trimestre, l'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze della produzione edilizia si è mantenuto ben al di sopra della sua media di lungo periodo. Ad agosto l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo all'attività nel settore immobiliare ha registrato un incremento sul mese precedente, salendo ulteriormente in territorio espansivo. Secondo i dati delle indagini condotte dalla Commissione europea, la domanda di immobili residenziali è stata robusta fino a tempi recenti, come indicato sia dall'elevato livello delle intenzioni a breve termine dei consumatori di acquistare o costruire un'abitazione sia da un ulteriore significativo aumento delle valutazioni delle imprese sul livello complessivo degli ordinativi. Sebbene la scadenza di alcune misure di sostegno pubblico connesse alla crisi possa determinare una certa normalizzazione della domanda di abitazioni, attualmente l'andamento degli investimenti in edilizia residenziale risente in modo particolare dei vincoli dal lato dell'offerta. Questi ultimi hanno continuato a inasprirsi, con ulteriori incrementi, nei mesi di luglio e agosto, dei vincoli percepiti alla produzione nel settore delle costruzioni per effetto di carenze di materiali e manodopera, seguiti ai già bruschi aumenti osservati nel secondo trimestre. Le strozzature dal lato dell'offerta si riflettono anche nelle indagini presso i responsabili degli acquisti per il settore delle costruzioni, che indicano tempi di consegna molto lunghi da parte dei fornitori. Nel complesso, è probabile

⁸ Cfr. l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2021.

⁹ Per una panoramica più ampia della situazione delle imprese non finanziarie durante la pandemia, cfr. il riquadro *Lo stato di salute delle società non finanziarie durante la pandemia* in questo numero del Bollettino.

che tali vincoli pongano alcuni rischi per l'attuale vigore degli investimenti in edilizia residenziale nel breve periodo.

Nel secondo trimestre del 2021 la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro si è confermata moderata.

Le esportazioni dell'area dell'euro sono aumentate del 2,2 per cento nel secondo trimestre del 2021, influenzate dalla debolezza delle esportazioni manifatturiere, sulle quali i vincoli legati ai trasporti marittimi e alla disponibilità di input hanno continuato a esercitare un effetto frenante¹⁰. A giugno i dati nominali sulle esportazioni di beni hanno segnato una contrazione del -0,7 per cento sul mese precedente. Il calo è stato generalizzato: Turchia, America settentrionale e Messico hanno rappresentato le uniche eccezioni tra i principali mercati di sbocco. In prospettiva, gli indicatori basati sugli ordini segnalano una dinamica robusta, ma in fase di moderazione, delle esportazioni di beni al normalizzarsi dell'attività e dell'interscambio mondiali. Le esportazioni di servizi dovrebbero registrare un ulteriore miglioramento grazie al sostegno fornito a quelle di servizi di viaggio dall'allentamento delle restrizioni alla mobilità. A giugno le importazioni di beni e gli scambi all'interno dell'area dell'euro, che avevano mostrato tassi di crescita sostenuti sotto la spinta della forte ripresa della domanda interna, si sono indeboliti. Con un aumento delle importazioni totali pari al 2,3 per cento sul periodo precedente, nel secondo trimestre del 2021 l'interscambio netto ha offerto un contributo lievemente positivo al PIL (0,1 punti percentuali).

Le informazioni più recenti indicano un ulteriore miglioramento dell'attività dell'area dell'euro nel secondo semestre del 2021.

Pur avendo recentemente segnato una moderazione rispetto ai massimi di fine giugno, i dati delle indagini restano coerenti con il protrarsi di una crescita robusta nel terzo trimestre del 2021, sebbene soggetta ai persistenti e crescenti vincoli dal lato dell'offerta, in particolare nel settore manifatturiero (cfr. il grafico 11). Il PMI composito relativo al prodotto è ulteriormente aumentato, collocandosi in media a 59,6 nei mesi di luglio e agosto, sebbene con una modesta stabilizzazione nel secondo mese, contro il 56,8 segnato nel secondo trimestre. Ciò per lo più riflette l'accresciuto consolidamento dell'attività nei servizi, mentre nel comparto manifatturiero, per quanto ancora vigorosa, l'attività continua a risentire delle strozzature dal lato dell'offerta. Anche l'indice del clima economico della Commissione europea è in linea con una crescita più robusta nel terzo trimestre, malgrado il modesto calo registrato ad agosto dal massimo storico toccato a luglio. Il clima di fiducia dei consumatori rimane su livelli elevati a seguito della revoca della maggior parte delle restrizioni alle attività ricreative, dato che i sostanziali progressi compiuti dalle campagne di vaccinazione hanno contribuito a contenere il numero di ricoveri e decessi nonostante alcuni aumenti dei contagi osservati negli ultimi mesi. Le intenzioni di investimento continuano a migliorare, mentre i progressi nell'utilizzo dei fondi del programma Next Generation EU (NGEU) e un orientamento accomodante della politica monetaria continuano a sostenere la ripresa e, più in generale, la stabilità finanziaria. Tuttavia, l'incertezza rimane elevata, non da ultimo riguardo alla diffusione di varianti nuove e più contagiose e ai perduranti vincoli alla produzione riconducibili alle attuali strozzature

¹⁰ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* in questo numero del Bollettino.

dal lato dell'offerta, e non è ancora chiaro se la ripresa di tutti i settori dall'impatto della pandemia sarà immediata o completa.

L'attuale pandemia di COVID-19 continua a rappresentare una sfida per le prospettive, ma prosegue il processo di ripresa. Nonostante le modeste estensioni di misure di contenimento localizzate e le attuali strozzature della produzione in alcuni paesi dell'area dell'euro, le prospettive di crescita si confermano sostenute per effetto dell'ampliamento della ripresa dell'attività nei principali settori dell'area, dei continui progressi nelle campagne vaccinali, di un mercato del lavoro favorevole, degli effetti di apprendimento legati alla pandemia e della forte domanda estera, nonché del perdurante sostegno offerto dalla politica monetaria e di bilancio. Ciò trova riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2021, che indicano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 5,0 per cento nel 2021, al 4,6 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento nel 2023 (cfr. il grafico 13). Per il 2021 la revisione al rialzo di 0,4 punti percentuali della crescita riflette in larga misura i risultati superiori alle attese registrati nei primi due trimestri dell'anno rispetto a quanto previsto nell'esercizio di giugno, con un certo livello di compensazione della crescita su base trimestrale atteso per la seconda metà dell'anno. Il profilo della crescita per il 2022 e il 2023 si mantiene sostanzialmente invariato. Si prevede che nell'area dell'euro l'attività torni sui livelli trimestrali precedenti la pandemia entro l'ultimo trimestre del 2021, con un trimestre di anticipo rispetto a quanto indicato nelle proiezioni dello scorso giugno, per effetto di un progressivo consolidamento della domanda interna, data l'ipotesi di un continuo allentamento delle misure di contenimento nei prossimi trimestri, di una risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta agli inizi del 2022, di un ulteriore rafforzamento della ripresa mondiale e del perdurare del considerevole sostegno fornito dalle politiche economiche¹¹.

¹¹ Cfr. l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2021](#), pubblicato il 9 settembre 2021 sul sito Internet della BCE.

Grafico 13

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

(variazioni percentuali sul trimestre precedente, dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2021](#), pubblicato il 9 settembre 2021 sul sito Internet della BCE.

Note: i dati sono destagionalizzati e corretti per il numero delle giornate lavorative. Le statistiche storiche possono divergere dalle pubblicazioni più recenti dell'Eurostat a causa della divulgazione dei dati oltre la data di chiusura delle proiezioni. La linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Il grafico non mostra gli intervalli di confidenza delle proiezioni, poiché il consueto metodo di calcolo degli intervalli (basato su errori di proiezione storica) non rifletterebbe l'elevata incertezza legata alla pandemia di COVID-19. Invece, nel riquadro 4 dell'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2021](#) sono presentati scenari alternativi basati su ipotesi diverse riguardo all'evoluzione futura della pandemia di COVID-19, alle relative misure di contenimento e all'entità degli effetti di lungo periodo lasciati nel tessuto economico.

Secondo la stima preliminare diffusa dall'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata ancora ad agosto, raggiungendo il 3,0 per cento dal 2,2 per cento di luglio e dall'1,9 per cento di giugno 2021. Si prevede che l'inflazione aumenterà ancora questo autunno, per poi diminuire il prossimo anno. L'incremento temporaneo dell'inflazione riflette soprattutto i consistenti rincari del petrolio da circa la metà dello scorso anno, il venir meno della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, l'inizio ritardato dei saldi estivi nel 2020 e le pressioni sui costi esercitate dalla scarsità temporanea di materiali e attrezzature. Tali fattori dovrebbero ridimensionarsi nel corso del 2022 oppure non rientreranno più nel calcolo dell'inflazione sui dodici mesi. Le spinte sull'inflazione di fondo si sono intensificate. Con l'ulteriore recupero dell'economia, l'inflazione di fondo dovrebbe aumentare nel medio periodo, sostenuta dalle misure di politica monetaria. Questo rialzo dovrebbe essere solo graduale, in quanto occorrerà del tempo prima che l'economia torni a operare a pieno regime, e quindi si prevede una crescita salariale appena moderata. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine hanno continuato ad aumentare, ma rimangono a una certa distanza dall'obiettivo del 2 per cento. Questa valutazione si riflette nelle proiezioni macroeconomiche di settembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, che indicano un tasso annuale di inflazione misurato sullo IAPC del 2,2 per cento nel 2021, dell'1,7 per cento nel 2022 e dell'1,5 per cento nel 2023 e un tasso annuale di inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari pari all'1,3 per cento nel 2021, all'1,4 per cento nel 2022 e all'1,5 per cento nel 2023. Rispetto all'esercizio condotto giugno a 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione sono state riviste al rialzo sia per l'inflazione complessiva sia per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.

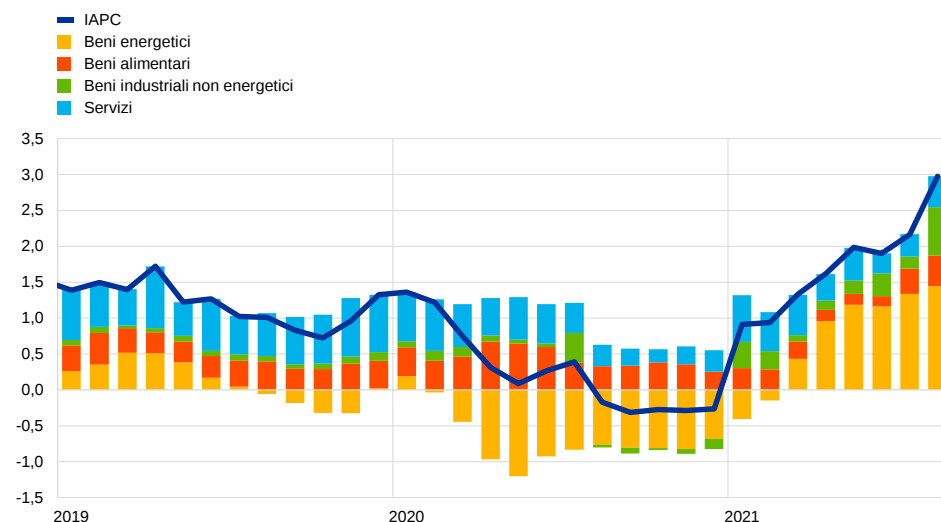
L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è aumentata a luglio e agosto, principalmente a causa di fattori temporanei. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata al 3,0 per cento, in aumento rispetto al 2,2 di luglio e all'1,9 di giugno (cfr. il grafico 14). L'accelerazione dei prezzi dei beni energetici dovuta a effetti base positivi e ai forti rincari rispetto al mese precedente, pari a un tasso di variazione sui dodici mesi del 15,4 per cento ad agosto, è stata una determinante importante dei recenti aumenti dell'inflazione. Anche la dinamica dei prezzi dei beni alimentari si è rafforzata, dallo 0,5 per cento sul periodo corrispondente di giugno, all'1,6 di luglio e ancora al 2,0 di agosto. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) ha raggiunto l'1,6 per cento ad agosto, dopo essere scesa dallo 0,9 allo 0,7 tra giugno e luglio. La recente volatilità dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata determinata principalmente dalle variazioni della componente dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG), i cui prezzi ad agosto sono aumentati marcatamente rispetto all'anno precedente. La quota di voci per le quali i prezzi sono stati imputati si è mantenuta sui bassi livelli

raggiunti a giugno, mantenendo sotto controllo l'incertezza che caratterizza il segnale della dinamica di fondo dei prezzi rispetto ai primi mesi dell'anno¹².

Grafico 14

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2021 (stime preliminari).

Oltre all'impatto al rialzo dei prezzi dei beni energetici, l'inflazione complessiva ha continuato a essere influenzata da altri fattori temporanei (cfr. il grafico 15). Tali fattori hanno influenzato il profilo dell'inflazione negli ultimi mesi.

Il venir meno a gennaio 2021 della riduzione temporanea dell'IVA applicata in Germania nella seconda metà del 2020 comporta effetti base al rialzo per la seconda metà di quest'anno. Le variazioni sulla tempistica e sull'entità dei saldi nei negozi di alcuni paesi dell'area dell'euro hanno avuto un forte impatto al rialzo sul tasso di variazione annuale dei prezzi dei beni industriali non energetici (2,7 per cento ad agosto, dallo 0,7 di luglio), spingendolo ben al di sopra della sua media di lungo periodo dello 0,6 per cento. Tra luglio e agosto gli effetti base legati ai saldi hanno contribuito per circa 0,5 punti percentuali all'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici. Ciò detto, i recenti aumenti sono stati in parte legati anche alle pressioni sui prezzi lungo la catena di approvvigionamento dovute a strozzature nella consegna e nella produzione. Le stime suggeriscono che non vi è stato un ulteriore impatto derivante dalla variazione dei pesi dello IAPC per il 2021 ad agosto (cfr. il grafico 15),

a indicare che l'impatto al ribasso sul tasso di inflazione sui dodici mesi di agosto è stato della stessa entità di luglio. Al netto degli effetti delle variazioni dei pesi dello IAPC, si stima che l'inflazione complessiva e l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari siano state superiori di quasi mezzo punto percentuale ad agosto. Gli effetti del cambiamento dei pesi dello IAPC dovrebbero comportare una certa volatilità nei prossimi mesi. All'inizio del 2022 l'effetto della

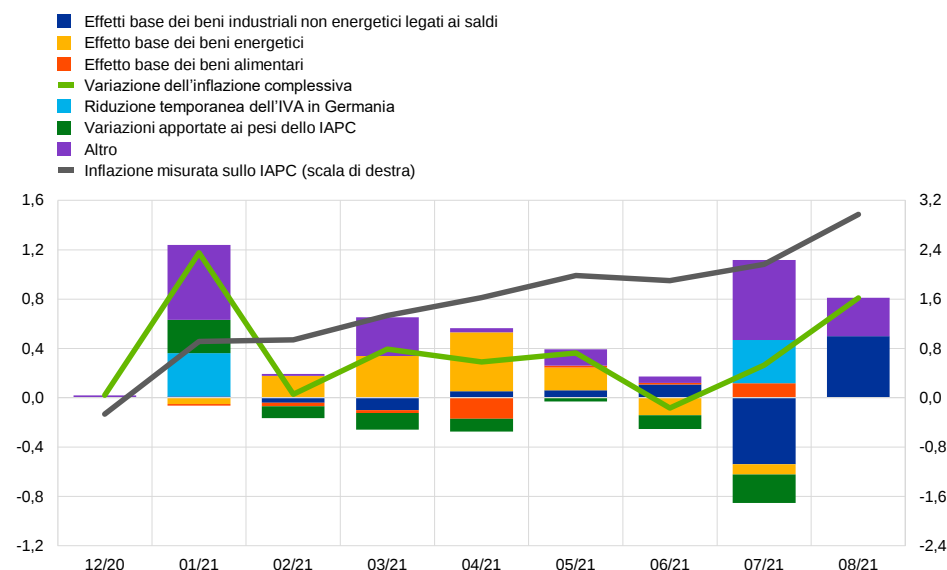
¹² La quota di imputazioni dei prezzi per le voci dello IAPC è pari al 3 per cento a luglio e al 4 per cento ad agosto, rispetto al 13 per cento di gennaio. La quota di imputazioni dei prezzi per lo HICPX si mantiene bassa, al 3 per cento a luglio e al 5 per cento ad agosto, rispetto al 18 per cento di gennaio.

maggior parte dei fattori che attualmente guidano l'inflazione complessiva dovrebbe scomparire dal tasso annuale di inflazione. Ciò vale in particolare per l'impatto legato all'IVA e per il tasso di inflazione dei beni energetici, attualmente molto elevato, superiore al 10 per cento da aprile 2021.

Grafico 15

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

(variazioni e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Deutsche Bundesbank, Narrow Inflation Projection Exercise (NIPE) di settembre ed elaborazioni della BCE.

Note: il contributo fornito dalla riduzione temporanea dell'IVA in Germania si basa su stime contenute nel numero di novembre 2020 del *Monthly Report* della Deutsche Bundesbank. Si ipotizza che gli effetti dei pesi ad agosto siano pari a quelli di luglio, ma potrebbero variare con la pubblicazione finale dello IAPC nel momento in cui si potranno calcolare stime adeguate. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2021.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è aumentata di recente e, in alcuni casi, si è collocata al di sopra dei tassi osservati prima della pandemia di coronavirus (cfr. il grafico 16). Ad eccezione dell'HICPX, gli ultimi dati disponibili per le misure dell'inflazione di fondo risalgono a luglio 2021.

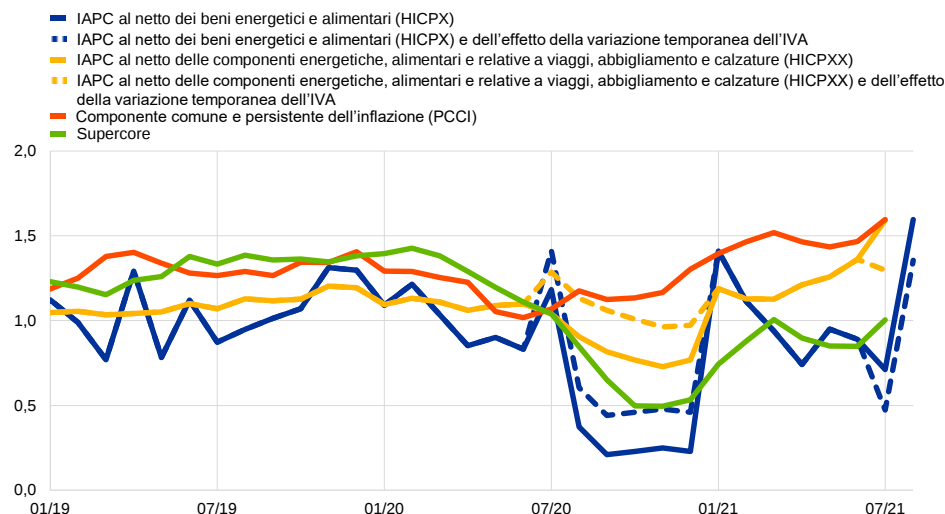
Lo HICPXX, ossia l'inflazione misurata sullo HICPX al netto delle voci legate all'abbigliamento, alle calzature e ai servizi connessi ai viaggi, è salita all'1,6 per cento a luglio, dall'1,4 di giugno. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata su modelli, che risente meno delle variazioni dei pesi e della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, è salita all'1,6 per cento a luglio, dall'1,5 di giugno. La misura Supercore è aumentata dallo 0,8 per cento di giugno all'1,0 di luglio. La quota di voci nell'HICPX con variazioni dei prezzi superiori al 2 per cento è aumentata al 36 per cento a luglio, collocandosi così al di sopra del periodo precedente la pandemia. Tuttavia, le misure dell'inflazione di fondo rimangono chiaramente al di sotto del 2 per cento nella fase attuale¹³.

¹³ Per ulteriori informazioni su tali misure 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 16

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il contributo fornito dalla riduzione temporanea dell'IVA in Germania si basa su stime contenute nel numero di novembre 2020 del *Monthly Report* della Deutsche Bundesbank. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2021 per lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (stima preliminare) e a luglio 2021 per tutte le altre misure.

Le pressioni inflazionistiche per la componente dei beni industriali non energetici hanno continuato ad aumentare negli ultimi mesi.

A luglio l'inflazione dei prezzi alla produzione interni per le vendite di beni di consumo non alimentari, un indicatore delle pressioni sui prezzi agli stadi successivi della catena di approvvigionamento, è salita all'1,9 per cento, dall'1,4 di giugno e dall'1,3 di maggio, raggiungendo livelli ben superiori alla media di lungo periodo pari allo 0,6 per cento. Il corrispondente tasso sui dodici mesi dell'inflazione dei prezzi all'importazione è diventato positivo, collocandosi all'1,2 per cento a luglio e allo 0,1 a giugno, in rialzo rispettivamente di 2,0 e 0,9 punti percentuali rispetto al livello di maggio. Ciò potrebbe in parte riflettere alcune pressioni al rialzo derivanti dal recente deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. Nei primi stadi della catena di formazione dei prezzi, i prezzi dei beni intermedi sono aumentati sui dodici mesi del 12,6 per cento a luglio e del 10,7 a giugno, rispettivamente di 3,3 e 1,4 punti percentuali rispetto a maggio. Anche l'inflazione dei prezzi all'importazione è salita dal 10,6 per cento a maggio al 12,5 a giugno e al 13,8 a luglio. Pertanto nei prossimi mesi si potrebbero manifestare ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione dei beni industriali non energetici derivanti dalla recente dinamica dei costi degli input. Tuttavia, l'entità e la tempistica della trasmissione alle fasi finali dei processi produttivi e ai prezzi al consumo restano incerte. Dipenderanno principalmente dalla persistenza degli shock sui costi degli input a livello mondiale nei prossimi trimestri.

Le misure della crescita salariale nell'area dell'euro sono influenzate da fattori temporanei.

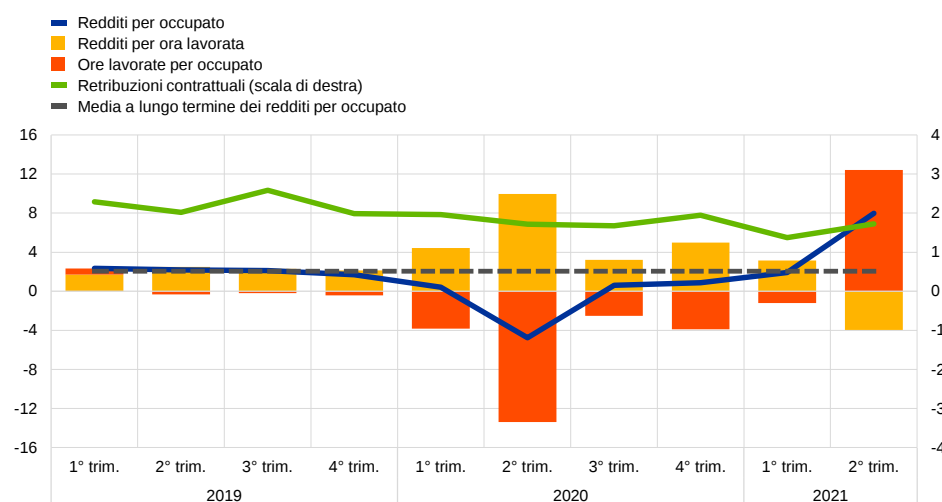
Nel secondo trimestre la crescita su base annua del reddito per occupato è aumentata all'8,0 per cento, dall'1,9 registrato nel primo trimestre (cfr. il grafico 17). Tale forte incremento è trainato dal tasso di crescita sui dodici mesi delle ore lavorate per occupato, salito al 12,4 per cento nel secondo trimestre, a causa di effetti base legati alla pandemia. La crescita su base annua del reddito per ora

lavorata è scesa al -3,9 per cento nel secondo trimestre, dal 3,1 del trimestre precedente, in quanto l'aumento delle ore lavorate per occupato ha più che compensato quello dei redditi per occupato. Le retribuzioni contrattuali sono aumentate dell'1,7 per cento nel secondo trimestre dell'anno, rispetto all'1,4 del primo trimestre, principalmente a causa di pagamenti una tantum legati alla pandemia nei singoli paesi.

Grafico 17

Contributi forniti dalle componenti del reddito per occupato

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

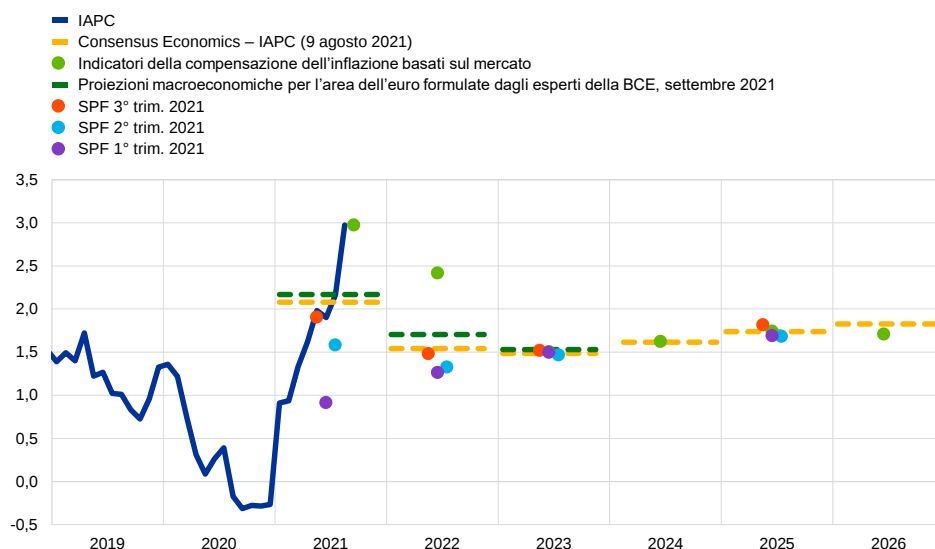
Note: il tasso di crescita medio di lungo periodo dei redditi per occupato è calcolato a partire dal primo trimestre del 1999. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021.

Gli indicatori della compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati sono aumentati, mentre le misure delle aspettative di inflazione basate sulle indagini hanno confermato i segnali di un punto di svolta su diversi orizzonti temporali. I tassi swap indicizzati all'inflazione (SII) a più lungo termine sono aumentati a partire dalla metà di luglio 2021. Ad esempio, il tasso SII a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale dell'area dell'euro è aumentato di circa 10 punti base nel periodo in esame, raggiungendo l'1,7 per cento per la prima volta in quasi tre anni. La graduale internalizzazione da parte degli operatori di mercato della nuova definizione dell'obiettivo di inflazione della BCE, e delle successive revisioni delle indicazioni prospettiche (forward guidance) in tal senso, potrebbero aver contribuito a questo rialzo della compensazione dell'inflazione ricavato dai mercati. Secondo la [Survey of Professional Forecasters \(SPF\)](#) della BCE per il terzo trimestre del 2021 e gli ultimi dati pubblicati da Consensus Economics, le aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini sono state riviste al rialzo rispetto al secondo trimestre dell'anno (cfr. il grafico 18).

Grafico 18

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

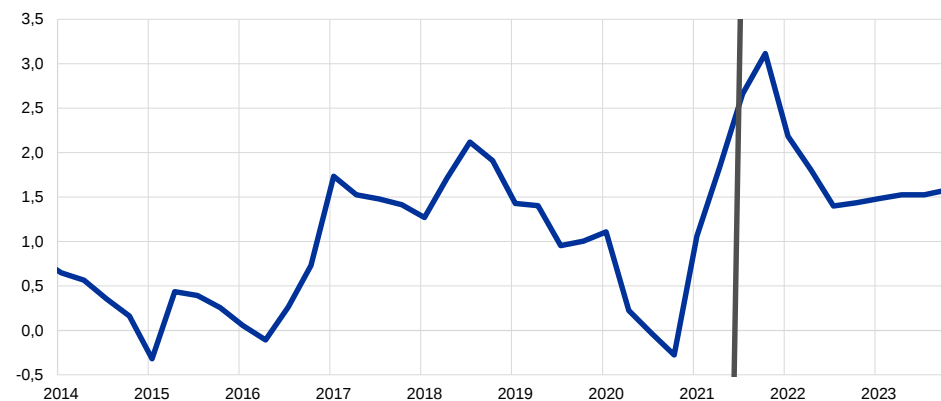
Note: gli indicatori delle serie di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati sono basati sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono all'8 settembre 2021. La Survey of Professional Forecasters (SPF) della BCE per il terzo trimestre del 2021 è stata condotta a luglio 2021. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE sono aggiornate al 26 agosto, e al 16 agosto 2021 per le ipotesi.

Le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva continui ad aumentare moderatamente fino alla fine di quest'anno, per poi tornare a scendere nella prima metà del 2022, con un graduale rafforzamento verso la fine dell'orizzonte temporale di proiezione. Le proiezioni per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC indicano una media del 2,2 per cento nel corso del 2021, con un picco nel quarto trimestre a causa di vari importanti effetti base. L'inflazione complessiva dovrebbe scendere all'1,7 per cento nel 2022 e all'1,5 nel 2023 (cfr. il grafico 19). Rispetto all'esercizio di giugno 2021 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, i tassi dell'inflazione misurata sullo IAPC sono stati rivisti al rialzo per il 2021, il 2022 e il 2023, rispettivamente di 0,3, 0,2 e 0,1 punti percentuali. Ciò riflette i numeri più elevati osservati negli ultimi dati sull'inflazione e sull'attività economica, nonché le accresciute pressioni dal lato dell'offerta derivanti dalle interruzioni nelle catene di approvvigionamento a livello mondiale. Guardando al di là dell'impennata temporanea dell'inflazione nel 2021, il profilo dell'inflazione nel medio periodo suggerisce crescenti pressioni al rialzo sui prezzi dovuti alla ripresa dell'attività economica e della domanda, mentre le pressioni al rialzo sui prezzi dal lato dell'offerta dovrebbero esaurirsi. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno condotto dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe raggiungere l'1,3 per cento nel 2021, l'1,4 nel 2022 e l'1,5 nel 2023, con revisioni al rialzo di 0,2, 0,1 e 0,1 punti percentuali rispettivamente per il 2021, il 2022 e il 2023.

Grafico 19

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2021](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 9 settembre 2021.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2023 (proiezioni). I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 26 agosto 2021 (e al 16 agosto 2021 per le ipotesi).

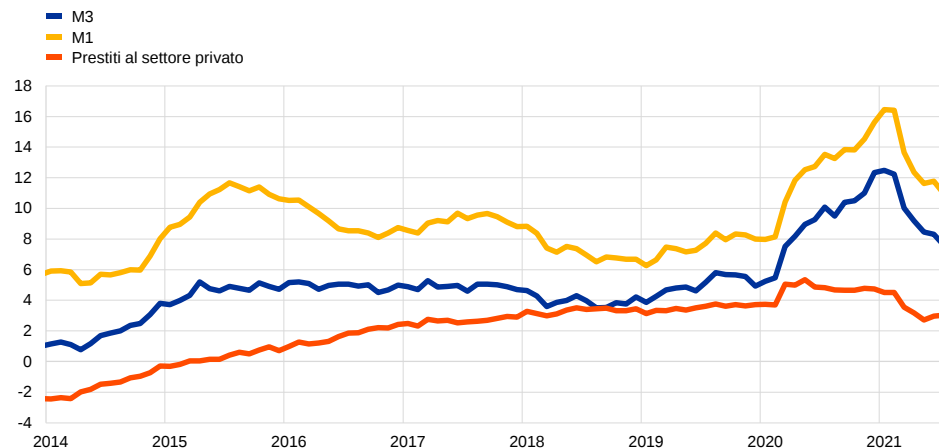
La creazione di moneta nell'area dell'euro si è attenuata a luglio 2021, normalizzandosi dopo il periodo di significativa espansione monetaria associato alle precedenti ondate della pandemia di coronavirus (COVID-19). Il credito interno è rimasto la principale determinante per la creazione di moneta, con gli acquisti di attività dell'Eurosistema che hanno fornito il maggiore contributo. La crescita dei prestiti al settore privato si è stabilizzata in prossimità dei più bassi livelli a lungo termine antecedenti la pandemia, mentre le condizioni di finanziamento sono rimaste molto favorevoli. I volumi complessivi del finanziamento esterno delle imprese sono diminuiti nel secondo trimestre del 2021. Rispetto ad aprile 2021, il costo complessivo del finanziamento esterno delle imprese è lievemente aumentato a luglio 2021, principalmente a causa del più elevato costo del capitale di rischio, mentre il costo del debito sul mercato è lievemente diminuito e quello dei prestiti bancari è rimasto sostanzialmente invariato.

A luglio 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio è diminuita. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 7,6 per cento a luglio, dall'8,3 di giugno (cfr. il grafico 20), continuando a risentire degli effetti base negativi connessi al fabbisogno di liquidità eccezionalmente elevato nella prima metà del 2020. Il ritmo trimestrale di crescita della moneta è tornato alla sua media di più lungo periodo, con le dinamiche di più breve periodo dell'aggregato monetario ampio che hanno rispecchiato un ritmo sostenuto di creazione di moneta per effetto del significativo sostegno offerto dalle politiche economiche. Sotto il profilo delle componenti, l'elevato livello della crescita di M3 è stato trainato principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è sceso all'11,0 per cento a luglio, dall'11,8 di giugno, soprattutto per effetto del rallentamento della crescita dei depositi a vista da parte di imprese e famiglie. Mentre il contributo di altri depositi a breve termine si è mantenuto negativo a luglio, gli strumenti negoziabili hanno continuato a fornire un modesto contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, considerato il basso livello dei tassi di interesse e il comportamento degli investitori, orientato alla ricerca di rendimento.

Grafico 20

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

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

La crescita dei depositi a vista ha continuato a ridursi. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è sceso all'11,3 per cento a luglio, dal 12,2 di giugno, trainato principalmente da imprese e famiglie. La forte preferenza dei detentori di moneta per i depositi a vista durante la pandemia ha rispecchiato in larga misura motivazioni precauzionali. Negli ultimi mesi, in un contesto caratterizzato da progressi nella somministrazione dei vaccini e da una ripresa dell'attività economica, l'accumulo di depositi bancari da parte di imprese e famiglie è tornato al ritmo più contenuto precedente la pandemia. La crescita dei depositi detenuti dalle imprese è variata da un paese all'altro, riflettendo differenze nel fabbisogno di liquidità e nelle misure di sostegno di bilancio adottate a livello nazionale. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle banconote in circolazione, in calo a maggio, è rimasto sostanzialmente stabile all'8,9 per cento.

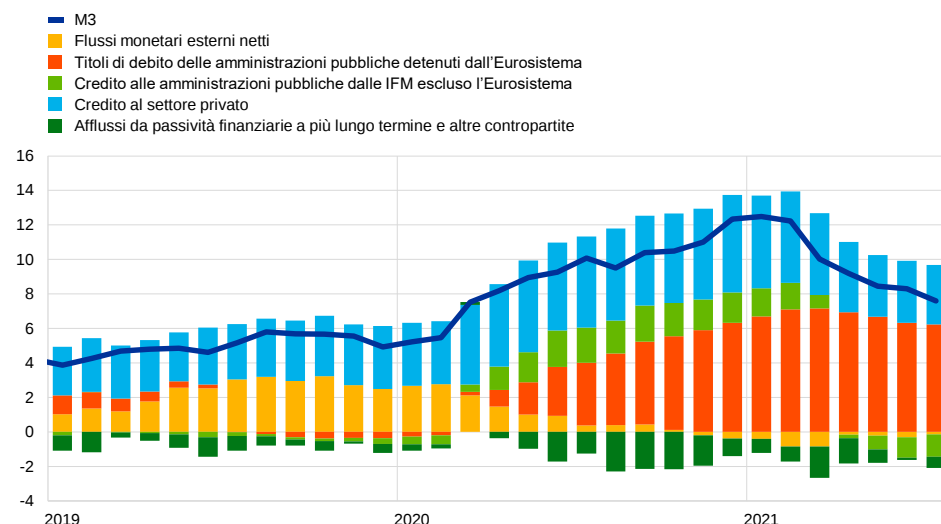
La creazione di moneta ha continuato a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema. Come nei mesi precedenti, gli acquisti netti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 21). Un ulteriore contributo alla crescita di M3 è stato fornito dal credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi). Il credito erogato dal settore bancario al settore pubblico ha fornito un contributo negativo alla creazione di moneta, per effetto della vendita e della ridotta emissione di titoli di Stato (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi), mentre i flussi monetari esterni netti hanno avuto un effetto sostanzialmente neutro sulla creazione di moneta (cfr. l'area gialla degli istogrammi). Inoltre, altre contropartite hanno continuato a frenare la crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi), mentre le condizioni favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno continuato

a sostenere la sostituzione della provvista bancaria con le passività a più lungo termine.

Grafico 21

M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

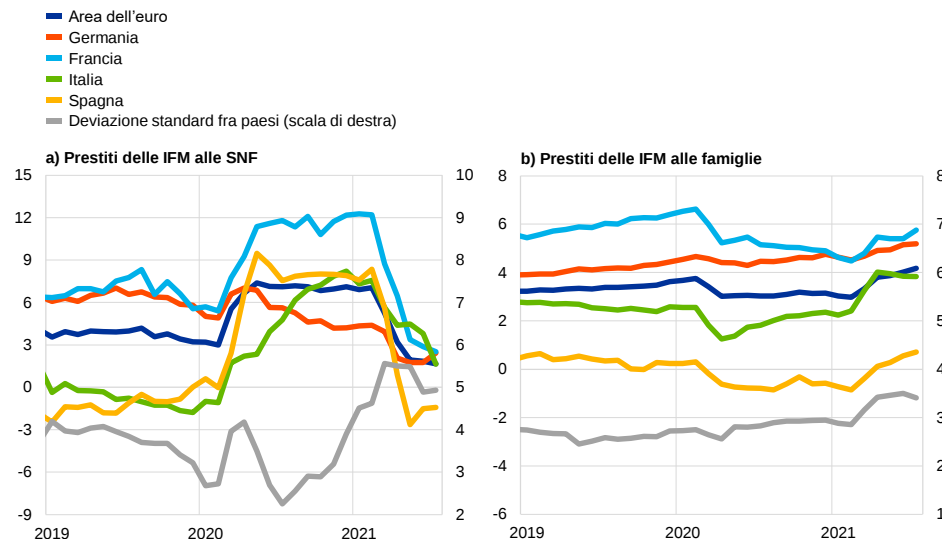
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da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

La crescita dei prestiti al settore privato si è stabilizzata su livelli inferiori, prossimi a quelli precedenti la pandemia. A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato si è attestato al 3,0 per cento (cfr. il grafico 20). Il credito alle imprese e alle famiglie ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e della ripresa economica in atto. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è lievemente diminuito all'1,7 per cento a luglio, dall'1,8 di giugno, mentre quello sui prestiti alle famiglie è salito al 4,2 per cento, dal 4,0 di giugno, sospinto dai mutui ipotecari (cfr. il grafico 22). La crescita in certa misura inferiore del credito alle imprese è attribuibile principalmente all'ampia disponibilità di fondi da parte di queste ultime per via dei cospicui prestiti ottenuti durante la prima ondata della pandemia. Le elevate disponibilità liquide e i crescenti utili non distribuiti riducono il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese. Nel complesso, tali andamenti celano notevoli differenze tra paesi che, tra l'altro, riflettono i progressi disomogenei della ripresa economica.

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazione standard)



Fonte: BCE.

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

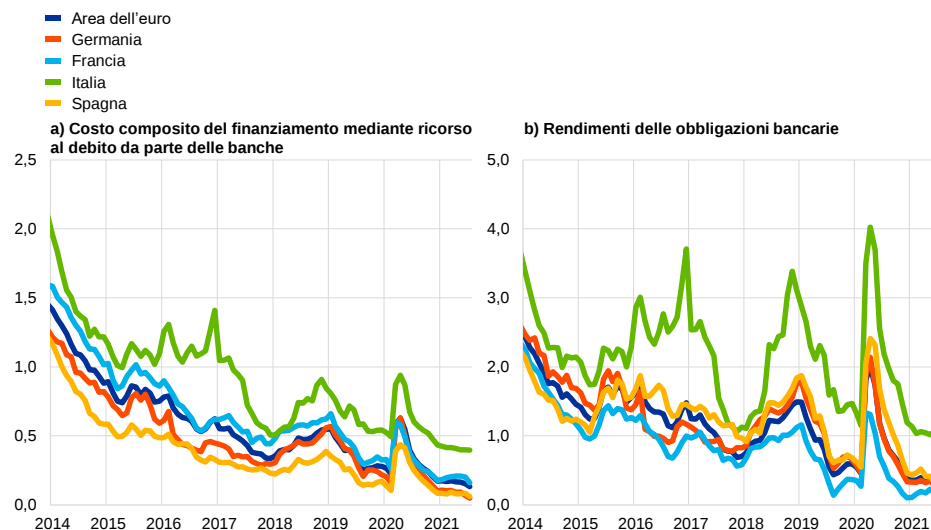
I costi della raccolta bancaria per le banche dell'area dell'euro sono rimasti al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE. Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al

debito è sceso ulteriormente raggiungendo nuovi minimi (cfr. il grafico 23) a seguito di diversi fattori. In primo luogo, un aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti, che aveva determinato un aumento del costo del finanziamento obbligazionario nella prima metà del 2021, è stato riassorbito. In secondo luogo, le banche dell'area dell'euro hanno applicato, dall'inizio della pandemia, tassi di interesse negativi su una quota crescente di depositi societari, mentre anche la quota di tassi negativi per le famiglie è aumentata, sebbene da livelli relativamente contenuti a causa della loro vischiosità. In terzo luogo, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) disponibili, che forniscono liquidità alle banche a condizioni molto favorevoli, hanno contribuito a un ulteriore allentamento delle condizioni complessive di finanziamento. In quarto luogo, il PAA e il PEPP della BCE continuano a contribuire alla riduzione, ai livelli osservati prima della pandemia, delle divergenze nelle condizioni di finanziamento tra paesi, classi di rischio e scadenze. Anche il programma Next Generation EU è favorevole, poiché dovrebbe contribuire a una ripresa più forte e uniforme in tutta l'area dell'euro, determinando una compressione o un rischio di credito nell'intera area. Infine i prezzi delle obbligazioni bancarie garantite sono sostenuti direttamente dal terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) della BCE.

Grafico 23

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

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



Fonti: BCE, Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

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

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

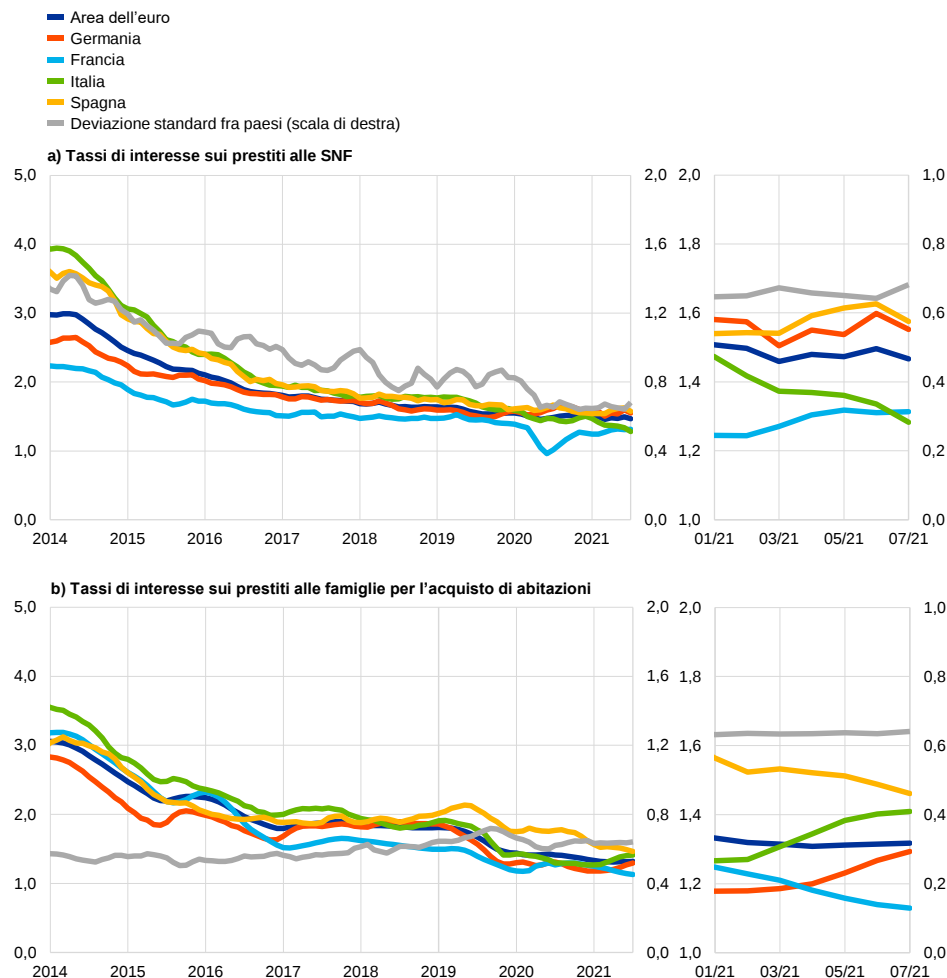
A novembre 2021 i tassi compositi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente invariati, rispettivamente all'1,47 e all'1,32 per cento (cfr. il grafico 24).

Tali andamenti, che celano alcune differenze tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, le fasce di scadenza e le entità dei prestiti, riflettono il perdurante impatto delle misure di politica monetaria della BCE. Il differenziale fra i tassi sui prestiti di importo molto modesto e quelli sui prestiti di importo elevato si è stabilizzato ulteriormente sui livelli precedenti la pandemia. Nonostante la notevole incertezza circa l'impatto a più lungo termine della pandemia sull'economia, le politiche di sostegno hanno impedito un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, che avrebbe amplificato l'iniziale impatto economico avverso.

Grafico 24

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

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



Fonte: BCE.

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

I volumi complessivi del finanziamento esterno delle imprese sono diminuiti nel secondo trimestre del 2021. Il tasso di crescita sui dodici mesi del

finanziamento esterno è sceso dal 4,3 per cento di marzo al 2,2 di giugno (cfr. il pannello a) nel grafico 25), sebbene i flussi di finanziamento esterno abbiano continuato a beneficiare di condizioni di finanziamento favorevoli. Nel secondo trimestre del 2021 l'emissione netta di azioni quotate è aumentata, mentre i minori flussi di finanziamento esterno derivano principalmente dalla moderazione dei prestiti bancari alle imprese. Tale decelerazione sembra riflettere andamenti favorevoli legati a maggiori disponibilità liquide e utili non distribuiti, considerevoli riserve di liquidità, condizioni interessanti per il debito basato sul mercato e la minore intensità di prestiti dei settori alla base della ripresa. Nondimeno, in un contesto di abbondanti riserve di liquidità e di sostegno durevole fornito dalle politiche economiche, le imprese hanno sostituito in misura crescente il finanziamento a breve termine con strumenti a scadenza più lunga. Tale variazione delle scadenze

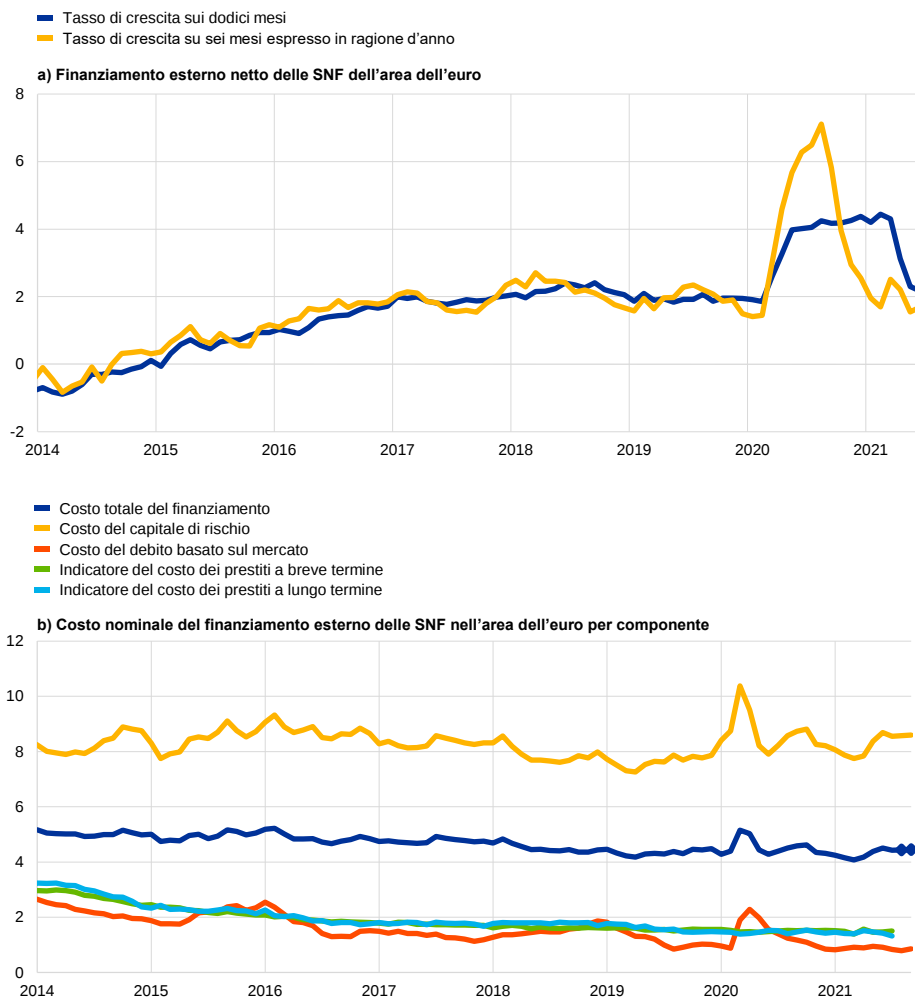
suffraga l'opinione secondo cui è aumentato l'interesse a utilizzare finanziamenti esterni per gli investimenti delle imprese, anziché riserve di liquidità.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno delle SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, è aumentato a partire da aprile 2021. Il costo del finanziamento esterno si collocava al 4,4 per cento a luglio (cfr. il pannello b) del grafico 25), inferiore di circa 70 punti base rispetto al picco di marzo 2020 e di 35 punti base superiore al minimo storico registrato a marzo 2021. L'aumento osservato a luglio 2021 va ricondotto in larga misura al più elevato costo del capitale di rischio, che ha rispecchiato un aumento del premio per il rischio azionario che ha superato il calo complessivo dei tassi privi di rischio. Tale calo, unito a un'ulteriore compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie soprattutto nel segmento ad alto rendimento, ha determinato un'ulteriore lieve diminuzione del costo del debito basato sul mercato, che ha raggiunto valori prossimi al minimo storico registrato a gennaio 2021. Si stima che i costi di finanziamento complessivi siano rimasti praticamente invariati fra luglio e l'8 settembre. Mentre il costo del capitale di rischio è rimasto generalmente stabile in questo periodo, quello del debito basato sul mercato ha mostrato una maggiore volatilità, scendendo a un minimo storico ad agosto, per poi tornare al livello di luglio sulla scia dell'aumento dei tassi privi di rischio.

Grafico 25

Finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

Note: nel pannello a) il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti erogati dalle IFM, emissione netta di titoli di debito, emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Nel pannello b) il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Gli indicatori a rombo blu si riferiscono ad una previsione a brevissimo termine per agosto e settembre 2021 per il costo complessivo del finanziamento, nell'ipotesi che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati sui livelli di luglio 2021. Le ultime osservazioni per il pannello a) si riferiscono a giugno 2021. Per il pannello b), le ultime osservazioni si riferiscono all'8 settembre 2021 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 3 settembre 2021 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a luglio 2021 per il costo dei prestiti (dati mensili).

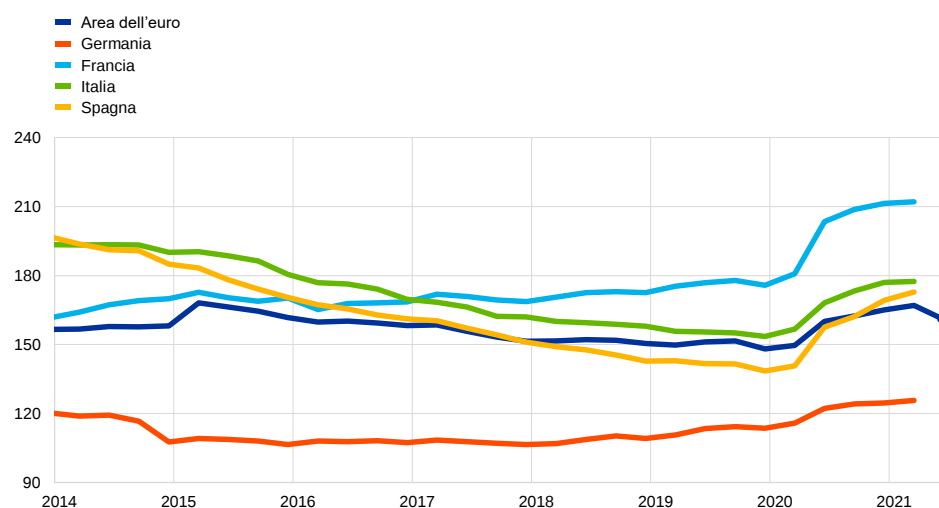
L'indebitamento lordo delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro è diminuito rispetto agli elevati livelli del secondo trimestre del 2021 (cfr. il grafico 26). L'incidenza del debito lordo, in termini di valore aggiunto per le imprese, è diminuita di 6 punti percentuali nel secondo trimestre del 2021, sulla scia della forte crescita del valore aggiunto, riducendo l'incremento cumulato a 12,7 punti percentuali dalla fine del 2019. Nel complesso, l'aumento generalizzato dell'indebitamento lordo delle SNF dall'inizio del 2020 si spiega principalmente con il maggiore ricorso al finanziamento mediante emissione di debito. Il debito lordo è aumentato in modo disomogeneo tra tipologie di imprese e paesi, riflettendo differenze nella loro esposizione alla pandemia e nella risposta di politica nazionale.

Dal momento che le imprese hanno accumulato ingenti volumi di attività liquide dall'inizio della pandemia a marzo 2020, il valore netto del rapporto tra debito e PIL è aumentato molto meno rispetto al valore lordo dello stesso. Il fatto che l'indebitamento lordo rimanga su livelli elevati in termini storici suggerisce che la loro sensibilità agli shock avversi potrebbe essere ancora elevata, nella misura in cui le riserve di liquidità differiscono da un settore all'altro. Allo stesso tempo, le misure di politica di bilancio hanno impedito alle imprese di registrare un'ampia carenza di finanziamento in presenza di un forte risparmio lordo negativo. Nel complesso, tali andamenti suggeriscono che la capacità di tenuta delle imprese e la loro capacità di accrescere gli investimenti dipendono in larga misura dalla ripresa in atto e dal perdurante sostegno fornito dalle politiche.

Grafico 26

Indebitamento lordo delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(percentuali di valore aggiunto lordo delle SNF)



Fonti: BCE, Eurostat e stime della BCE.

Note: il debito è definito come la somma dei prestiti totali concessi alle SNF al netto dei prestiti infrasettoriali, dei titoli di debito emessi e delle passività pensionistiche. L'indicatore a rombo di colore blu si riferisce alla previsione a brevissimo termine per il secondo trimestre del 2021. Per tutto il resto, le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

Dopo un orientamento delle politiche di bilancio ampiamente espansivo legato all'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19), negli ultimi mesi sono state adottate soltanto poche ulteriori misure di stimolo, in quanto i documenti programmatici di bilancio per il 2022 sono ancora in preparazione e la ripresa economica sembra stia procedendo a un passo lievemente più sostenuto del previsto. Di conseguenza, le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE prevedono un miglioramento delle prospettive di bilancio per l'area dell'euro, rispetto all'esercizio svolto lo scorso giugno. Mentre nel 2021 il rapporto tra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL dovrebbe rimanere elevato, al 7,1 per cento, dal 7,3 del 2020, il successivo miglioramento dovrebbe essere rapido, grazie al consolidarsi della ripresa economica e al rallentare della pandemia, con una conseguente diminuzione di tale rapporto al 3,0 per cento nel 2022 e al 2,1 nel 2023, alla fine dell'orizzonte temporale della proiezione. In linea con questi andamenti, il debito nell'area dell'euro dovrebbe raggiungere un picco appena inferiore al 99 per cento del PIL nel 2021 e scendere a circa il 94 per cento del PIL nel 2023. Nondimeno, un orientamento delle politiche di bilancio ambizioso e coordinato resta cruciale, in quanto il ritiro prematuro delle misure di sostegno rischierebbe di indebolire la ripresa e amplificare gli effetti negativi di più lungo periodo. Allo stesso tempo, gli interventi di bilancio dovrebbero rimanere temporanei e anticiclici ed essere sufficientemente mirati per ovviare in maniera efficace alle criticità esistenti e sostenere una rapida ripresa dell'economia dell'area dell'euro. Come misura complementare agli interventi di bilancio nazionali, ci si attende che lo strumento Next Generation EU (NGEU) svolga un ruolo chiave, contribuendo a una ripresa più rapida, solida e uniforme.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE, nel 2021 il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro dovrebbe migliorare solo marginalmente, per poi registrare un marcato miglioramento a partire dal 2022¹⁴. Nell'area dell'euro il rapporto fra

disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nel 2020 era pari al 7,3 per cento, il valore più elevato dall'introduzione dell'euro. Dovrebbe diminuire solo marginalmente nel 2021, collocandosi al 7,1 per cento del PIL, per poi scendere in misura più marcata fino al 3,0 nel 2022 e al 2,1 nel 2023 (cfr. il grafico 27).

L'aumento del disavanzo registrato nel 2020 è stato in ampia misura attribuibile a un deterioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo connesso alle misure di sostegno economico adottate in risposta alla pandemia, che ammontavano a circa il 4,2 per cento del PIL. Le misure di sostegno legate alla crisi pandemica e finalizzate alla ripresa dovrebbero ora aumentare fino a raggiungere circa il 4,6 per cento del PIL nel 2021. Ciò rispecchia il fatto che i governi hanno prorogato i provvedimenti di emergenza, ampliandone gradualmente la portata e/o adottandone di nuovi al fine di sostenere la ripresa, tra cui gli interventi da finanziare mediante

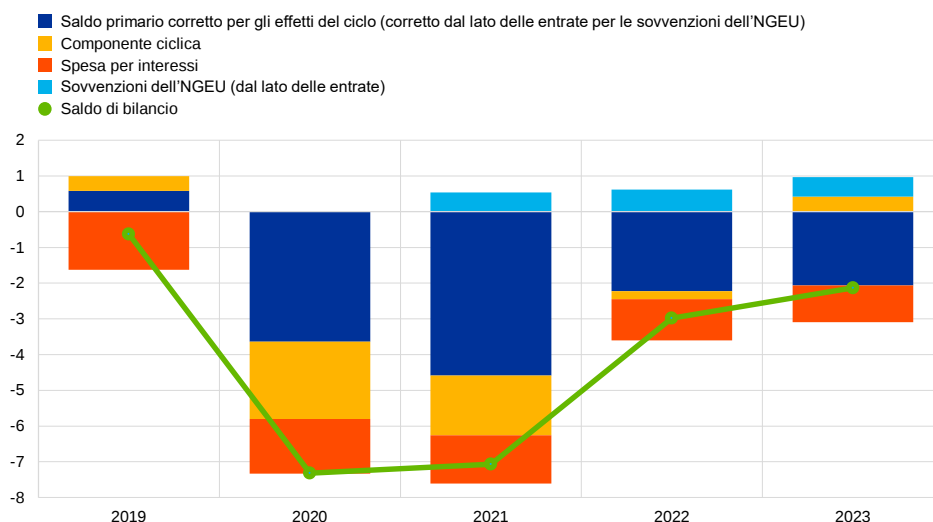
¹⁴ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2021](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 9 settembre 2021.

l'NGEU¹⁵. L'aumento del disavanzo osservato l'anno scorso è derivato in parte anche da un'ampia componente ciclica avversa, che nel 2021 dovrebbe iniziare ad affievolirsi, seppur in misura solo moderata. A partire dal 2022 le proiezioni segnalano un miglioramento più marcato del saldo di bilancio, trainato da un più elevato saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, dato che un'ampia parte delle misure di emergenza (non finanziate attraverso l'NGEU) verrà meno. Inoltre, a partire dal 2022 il contributo negativo fornito dal ciclo economico dovrebbe svanire rapidamente, tornando positivo nel 2023. In misura minore, ma lungo l'intero orizzonte di proiezione, il miglioramento del saldo di bilancio sarà anche favorito da una minore spesa per interessi.

Grafico 27

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2021.
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

L'orientamento delle politiche di bilancio in termini aggregati per l'area dell'euro è stato fortemente espansivo nel 2020 e dovrebbe continuare a rimanere espansivo nel 2021¹⁶. Nel 2022, con la graduale riduzione del sostegno di bilancio dovuto al venir meno dell'emergenza pandemica e delle relative misure temporanee di assistenza, l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe subire

¹⁵ Le sovvenzioni fornite tramite l'NGEU ammontano a circa lo 0,6 per cento del PIL in ciascun anno dell'orizzonte di proiezione; insieme a una limitata quantità di prestiti, essi dovrebbero stimolare l'economia per un totale cumulato dell'1,5 per cento circa del PIL nel periodo 2021-2023. Tale stimolo corrisponde sostanzialmente alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in giugno.

¹⁶ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni NGEU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo viene corretto per escludere tali entrate. Si noti, inoltre, che le proiezioni di bilancio per l'area dell'euro discusse in questa sezione non includono né il disavanzo, né il debito sovrano europei connessi con i trasferimenti NGEU. Per ulteriori dettagli sul concetto di orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

un irrigidimento rispetto a tali, molto elevati, livelli di supporto. Per il 2023 le proiezioni indicano un orientamento delle politiche di bilancio sostanzialmente neutrale¹⁷. Nonostante ciò, il sostegno di bilancio alla ripresa economica rimane cospicuo lungo l'intero orizzonte di proiezione, come si evince dal saldo primario, che complessivamente continuerebbe a essere fortemente negativo.

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

Per l'insieme dell'area dell'euro, nel 2021 tali garanzie ammontano in totale a circa il 19 per cento del PIL. Il ricorso complessivo a tali garanzie nel periodo 2020-2021 è stimato al 5 per cento del PIL, sostanzialmente invariato rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema. È opportuno notare che tali percentuali celano differenze significative tra i vari paesi, sia nell'ammontare sia nei tassi di utilizzo. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi e qualsiasi escussione si tradurrà pertanto in ulteriore spesa che accrescerà il debito pubblico.

Si prevede che il saldo di bilancio per il 2021 sia prossimo alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, mentre le prospettive per il 2022 e il 2023 sono state riviste al rialzo in misura più marcata.

In particolare, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2021 e rispettivamente di 0,4 e 0,5 per i due anni seguenti. Tali revisioni sono principalmente riconducibili al miglioramento della componente ciclica e, in misura minore, alla minore spesa per interessi.

Dopo il netto aumento registrato nel 2020 in termini aggregati per l'area dell'euro, il rapporto fra debito pubblico e PIL dovrebbe raggiungere il livello massimo nel 2021, collocandosi appena al di sotto del 99 per cento, per poi scendere gradualmente a circa il 94 per cento nel 2023.

Successivamente all'incremento di 14 punti percentuali osservato nel rapporto fra debito pubblico e PIL nel 2020, nel 2021 il disavanzo primario, ancora elevato, sarà compensato solo in parte da un rilevante contributo alla riduzione del debito legato al differenziale fra onere medio e crescita. Nel 2022 e 2023, tuttavia, il rapporto tra debito pubblico e PIL inizierà a ridursi; disavanzi primari più contenuti saranno più che compensati dai contributi favorevoli derivanti dai differenziali tra tassi di interesse e crescita e, in misura minore, da raccordi disavanzo-debito negativi (cfr. il grafico 28). Di conseguenza, alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2023, il rapporto debito/PIL dovrebbe collocarsi quasi 10 punti percentuali al di sopra del suo livello pre-crisi. Va tuttavia osservato che l'impatto negativo della crisi dovuta al

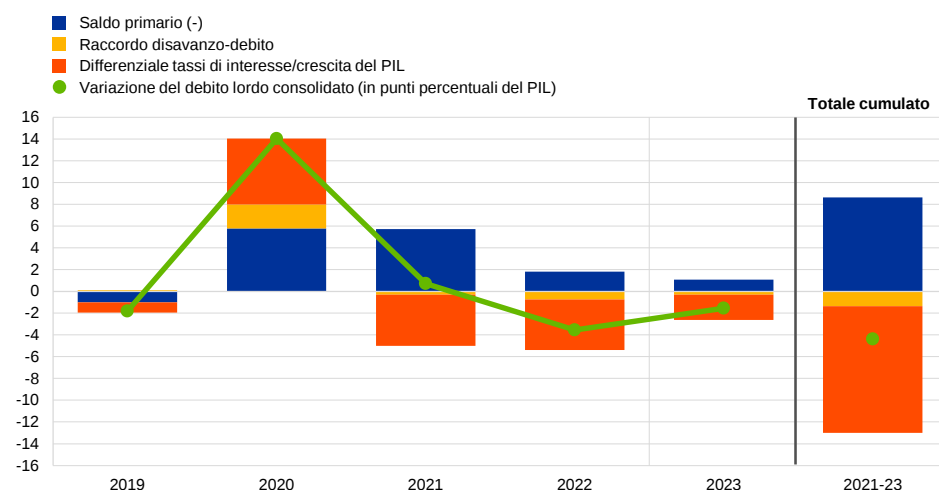
¹⁷ L'orientamento delle politiche di bilancio in termini aggregati per l'area dell'euro nel 2020 è stato valutato a -4,3 punti percentuali del PIL mentre, secondo le proiezioni, nel 2021, nel 2022 e nel 2023 sarà pari rispettivamente a -1,1, +2,3 e +0,2 punti percentuali del PIL, dopo le correzioni operate dal lato delle entrate in relazione alle sovvenzioni dell'NGEU.

COVID-19 sulla dinamica del debito si è rivelato lievemente inferiore rispetto a quanto ci si attendeva, in linea generale, nelle fasi iniziali della crisi¹⁸.

Grafico 28

Determinanti delle variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2021.

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

Le politiche di bilancio nazionali dovrebbero continuare a fornire forme di sostegno indispensabili, tempestive e sufficientemente mirate alle imprese e alle famiglie maggiormente esposte alla pandemia in atto. Una revoca

prematura del sostegno rischierebbe di indebolire la ripresa e amplificare gli effetti negativi di più lungo periodo. Allo stesso tempo, gli interventi di bilancio dovrebbero restare temporanei e anticiclici ed essere sufficientemente mirati per ovviare in maniera efficace alle criticità esistenti e sostenere una rapida ripresa dell'economia dell'area dell'euro. La graduale riduzione degli squilibri di bilancio, una volta conseguita una ripresa dell'attività economica sufficiente, può essere amplificata da una decisa svolta verso una composizione dei conti pubblici che favorisca maggiormente la crescita e da riforme strutturali che incrementino il potenziale di crescita delle economie dell'area dell'euro. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza dell'NGEU può fornire un sostegno importante da questo punto di vista, non da ultimo nella misura in cui sarà in grado di accelerare la transizione ecologica e quella digitale.

¹⁸ Ad esempio, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2020 stimavano, per la fine del 2022, un livello del rapporto debito pubblico/PIL pari a un valore superiore di oltre 4 punti percentuali rispetto alle attuali proiezioni.

Riquadri

1 Raffronto tra gli andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

a cura di Gerrit Koester, Jakob Nordeman e Michel Soudan

Dopo la diminuzione registrata nel 2020, negli ultimi mesi l'inflazione complessiva è aumentata nettamente sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (cfr. il grafico A). Gli effetti base connessi al rialzo dei prezzi dell'energia dopo il forte calo dello scorso anno sono stati determinanti per tale aumento, sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro¹.

Il recente incremento dell'inflazione complessiva è stato tuttavia molto più pronunciato negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, con effetti visibili anche negli andamenti dei rispettivi livelli dei prezzi. Nell'area dell'euro gli indici dell'inflazione complessiva e dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari si collocano circa il 2 per cento sopra il loro livello di dicembre 2019, prima della pandemia di coronavirus (COVID-19), mentre sono circa il 6 per cento più alti negli Stati Uniti (cfr. il grafico B).

Gli andamenti dell'inflazione complessiva negli ultimi mesi sono stati determinati, soprattutto negli Stati Uniti, da un numero relativamente esiguo di voci con tassi inflazionistici molto elevati – tra cui le quotazioni dell'energia.

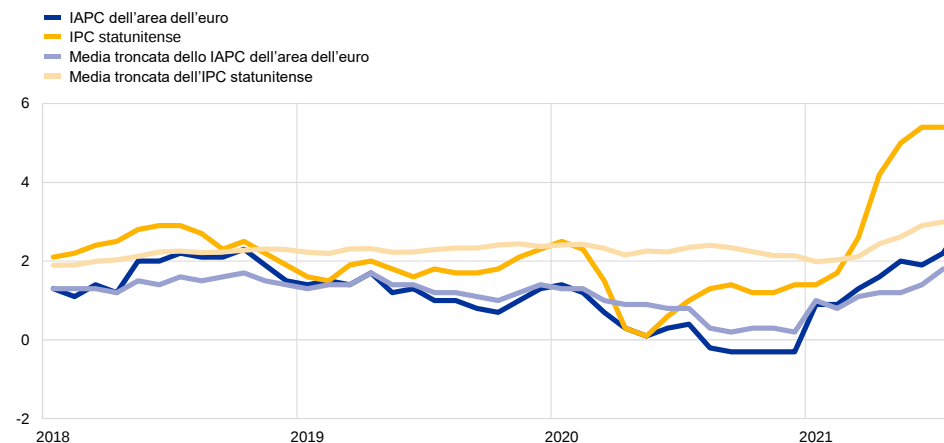
Ciò può essere rappresentato, ad esempio, dalle “medie troncate” dell'inflazione misurata sull'IPC statunitense e sullo IAPC dell'area dell'euro, che escludono le voci con i tassi di inflazione più alti e più bassi (cfr. il grafico A). Nel periodo da gennaio a luglio 2021 la media troncata dell'inflazione complessiva è aumentata di circa 1,0 punti percentuali per l'IPC statunitense e di 0,8 punti percentuali per lo IAPC dell'area dell'euro. Per contro, nello stesso periodo, l'inflazione complessiva misurata sull'IPC statunitense senza applicare le medie troncate è aumentata di 4,0 punti percentuali, mentre nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata di 1,3 punti percentuali.

¹ Cfr. anche il riquadro *Recente dinamica della componente energetica dell'inflazione: il ruolo degli effetti base e delle imposte* nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

Grafico A

Inflazione complessiva e medie troncate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



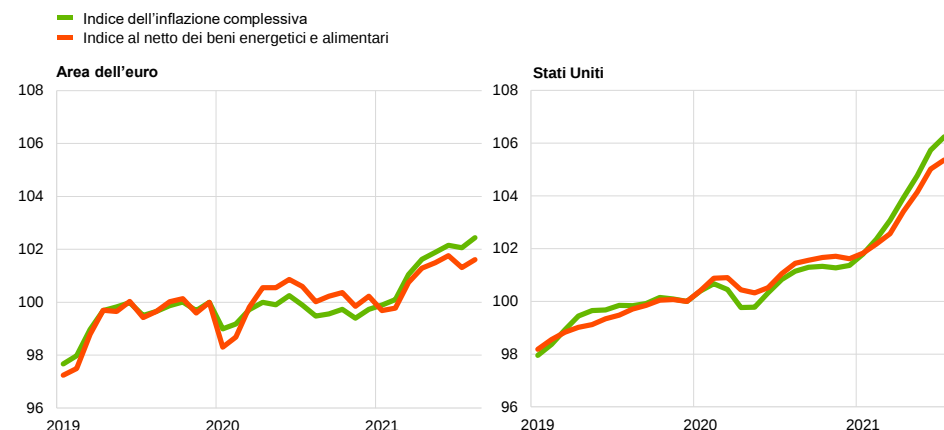
Fonti: Eurostat, Federal Reserve Bank di Cleveland e BCE.

Note: IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo e IPC sta per indice dei prezzi al consumo. La media troncata esclude il 16 per cento delle voci per l'IPC statunitense (elaborazioni a cura della Federal Reserve Bank di Cleveland) e il 15 per cento delle voci per lo IAPC dell'area dell'euro (sulla base di elaborazioni a cura della BCE). Le medie troncate rimuovono, ogni mese, circa l'8 per cento da ogni coda della distribuzione delle variazioni dei prezzi nello IAPC dell'area dell'euro e nell'IPC statunitense. I tassi di variazione sul periodo corrispondente sono calcolati sulla base di pesi riscalati. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2021, tranne per lo IAPC dell'area dell'euro, per cui l'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2021.

Grafico B

Livelli degli indici per lo IAPC nell'area dell'euro e l'IPC negli Stati Uniti

(indice: dicembre 2019 = 100)



Fonti: Eurostat, Federal Reserve Bank di Cleveland e BCE.

Note: IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo e IPC sta per indice dei prezzi al consumo. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari si riferisce allo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per l'area dell'euro e all'IPC al netto dei beni energetici e alimentari per gli Stati Uniti. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2021 per gli Stati Uniti e ad agosto 2021 per l'area dell'euro.

Mentre negli Stati Uniti l'inflazione misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici al momento è notevolmente superiore rispetto al periodo precedente la pandemia, nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è rimasta inferiore ai livelli

precedenti la pandemia (cfr. il grafico C)². A luglio 2021 l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici si collocava allo 0,7 per cento, a fronte dell'1,2 di febbraio 2020. Per contro, negli Stati Uniti l'inflazione misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici partiva da un livello significativamente superiore (2,4 per cento a febbraio 2020) e a luglio 2021 era pari al 4,3. Oltre alla capacità produttiva inutilizzata, ancora superiore nell'area dell'euro, tali differenze negli andamenti dell'inflazione possono essere attribuite a vari fattori. In primo luogo, negli Stati Uniti i prezzi di autovetture e camion usati hanno subito un'impennata durante il secondo trimestre del 2021, a causa di molteplici ragioni: le autovetture nuove, che rappresentano una valida alternativa, erano meno disponibili per un rallentamento nella produzione dovuto alle carenze di semiconduttori; le società di autonoleggio hanno ridotto le vendite delle proprie autovetture usate a seguito della maggiore domanda di noleggi conseguente alla ripresa dell'attività economica; le preferenze sono mutate a scapito del trasporto pubblico e a favore del privato; infine il reddito disponibile delle famiglie è stato supportato dagli stimoli fiscali, facendo crescere la domanda di autovetture usate negli Stati Uniti. L'aumento dei prezzi delle autovetture e dei camion usati da solo ha rappresentato, con 1,5 punti percentuali, circa metà dell'incremento dell'inflazione misurata sull'IPC statunitense al netto dei beni alimentari ed energetici, passata dall'1,4 per cento di gennaio 2021 al 4,3 del luglio successivo. Nell'area dell'euro, invece, negli ultimi mesi si è registrato un lieve aumento dei prezzi delle autovetture nuove, in parte a causa delle strozzature lungo la filiera produttiva, ma i prezzi delle autovetture usate in media non hanno registrato forti rialzi, in assenza di marcati aumenti della domanda. Inoltre il peso attribuito alle autovetture usate nell'inflazione misurata sullo IAPC è sensibilmente inferiore (1,1 per cento a fronte del 3 circa negli Stati Uniti). In secondo luogo, negli Stati Uniti i prezzi relativi ai servizi di viaggio e trasporto sono aumentati notevolmente dopo l'allentamento delle misure di contenimento, con un conseguente considerevole contributo positivo fornito negli ultimi mesi all'inflazione misurata sull'IPC. Nell'area dell'euro le misure di contenimento sono state revocate in un tempo successivo, con effetti ritardati sui servizi di trasporto e viaggio rispetto agli Stati Uniti³. Gli affitti hanno mitigato lievemente il divario tra gli andamenti inflazionistici negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. A differenza degli Stati Uniti, nell'area dell'euro essi non hanno rappresentato un freno all'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici, in ragione del maggiore peso che hanno nel paniere dei consumi statunitense e di una loro maggiore persistenza osservata nell'area dell'euro durante la pandemia. Ci sono comunque alcune caratteristiche comuni negli andamenti dell'inflazione di fondo degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. In entrambi si è riscontrato un maggiore contributo da parte dei beni di consumo, fatta eccezione per le componenti volatili, quali abbigliamento e calzature e autovetture usate (cfr. il grafico D). Ciò riflette probabilmente una combinazione di fattori, come la ripresa della domanda dopo i

² Le variazioni apportate ai pesi dello IAPC nel 2021 hanno avuto altresì delle ripercussioni sugli andamenti dell'inflazione misurata sull'HICPX nell'area dell'euro a partire dall'inizio dell'anno, esercitando un impatto negativo sugli andamenti più recenti di quest'ultima: se si considerassero tali effetti l'inflazione misurata sull'HICPX nell'area dell'euro sarebbe molto più prossima al livello registrato a febbraio 2020. Per dettagli, cfr. la sezione 4 e in modo particolare il grafico 8 nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

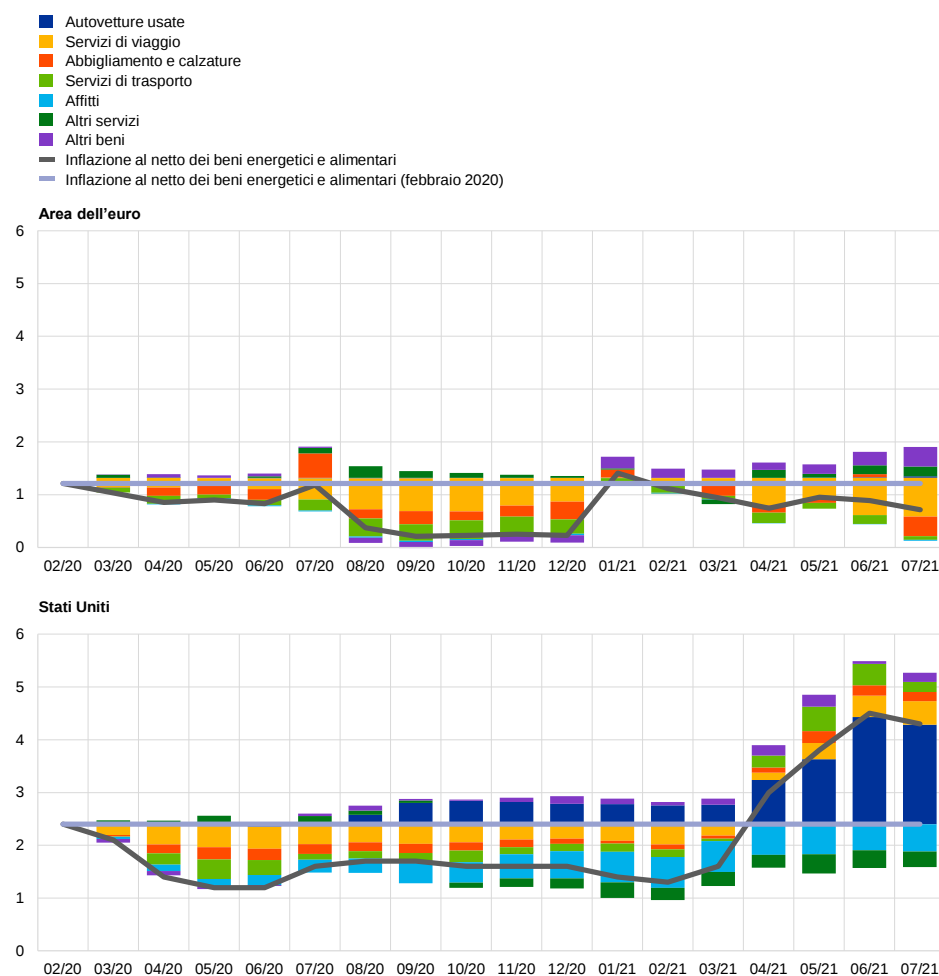
³ Le variazioni apportate nel 2021 ai pesi dello IAPC hanno altresì avuto un effetto negativo sui tassi di inflazione, soprattutto in questi servizi (cfr. la precedente nota a piè di pagina).

provvedimenti di chiusura (lockdown), ma anche la trasmissione delle pressioni inflazionistiche mondiali innescate dall'aumento dei prezzi degli input (incluse le materie prime), dai costi di trasporto e dalle strozzature per alcuni input⁴.

Grafico C

Contributi all'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali rispetto a febbraio 2020)



Fonti: Haver Analytics, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo e IPC sta per indice dei prezzi al consumo. Contributi all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro e all'inflazione misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici per gli Stati Uniti. Gli andamenti osservati nell'area dell'euro hanno risentito della riduzione temporanea dell'IVA in Germania nella seconda metà del 2020. Le tariffe aeree sono incluse nei servizi di viaggio sia per l'area dell'euro sia per gli Stati Uniti ed escluse dai servizi di trasporto. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2021.

Le pressioni sui prezzi sono più generalizzate negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro (cfr. il grafico D). Sebbene alcune voci con tassi di inflazione particolarmente elevati (inclusa la componente energetica) abbiano avuto un ruolo chiave nel forte aumento dell'inflazione complessiva negli ultimi mesi, le pressioni sui prezzi negli Stati Uniti sono aumentate in modo più generalizzato nella distribuzione

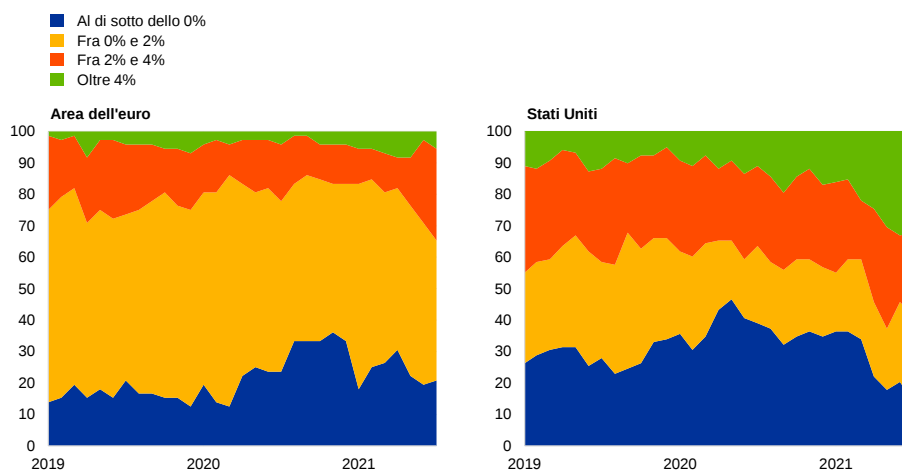
⁴ Cfr. anche i riquadri *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo*, *La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro* e *Andamenti recenti delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici nell'area dell'euro* rispettivamente nei numeri 3/2021, 4/2021 e 5/2021 di questo Bollettino.

delle voci incluse nell'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici. Esaminando le distribuzioni delle variazioni dei prezzi per le voci incluse in tale indice statunitense, si osserva che la quota di quelle caratterizzate da aumenti superiori al 4 per cento sul periodo corrispondente è aumentata bruscamente (a circa un terzo a luglio 2021), mentre la quota delle voci con tassi di inflazione negativi è diminuita notevolmente (da circa un terzo a gennaio al 14 per cento a luglio). Nell'area dell'euro, per contro, le quote delle voci con inflazione molto bassa (inferiore allo zero) e alta (superiore al 4 per cento) sono rimaste relativamente stabili. La quota di voci con tassi di inflazione compresi tra il 2 e il 4 per cento è aumentata dal 10 per cento circa all'inizio dell'anno al 30 circa a luglio, mentre la quota di voci con tassi di inflazione tra lo 0 e il 2 per cento è diminuita in misura simile, pur rimanendo la categoria dominante nell'area dell'euro. Di conseguenza la quota delle voci nel paniere dell'inflazione di fondo statunitense con tassi superiori al 2 per cento, che può essere considerata un indicatore di quanto le pressioni sui prezzi siano generalizzate, recentemente è aumentata approssimandosi ai due terzi, mentre era pari a meno della metà nell'anno precedente la pandemia. Nell'area dell'euro tale quota è stata decisamente inferiore, aumentando a circa un terzo solo in tempi molto recenti (a luglio).

Grafico D

Distribuzione dei tassi di inflazione tra le voci relative all'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari

(quota delle voci per tasso di inflazione nello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per l'area dell'euro e dell'IPC statunitense al netto dei beni alimentari ed energetici; valori percentuali)



Fonti: Haver Analytics, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo e IPC sta per indice dei prezzi al consumo. IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per l'area dell'euro e IPC al netto dei beni alimentari ed energetici per gli Stati Uniti. Le quote sono calcolate come conteggio unitario delle componenti dell'inflazione di fondo misurata sull'IPC statunitense e sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dell'area dell'euro. Per l'area dell'euro sono incluse 72 voci, per gli Stati Uniti 118. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2021.

I recenti aumenti dell'inflazione ne hanno innalzato le aspettative formulate dai previsori professionali (cfr. il grafico E). In confronto all'inizio dell'anno

le aspettative di inflazione per il 2021 sono state riviste al rialzo per l'area dell'euro e, in misura perfino maggiore, per gli Stati Uniti (1,2 punti percentuali per l'area dell'euro e 2,0 punti percentuali per gli Stati Uniti; cfr. il pannello a) del grafico E). Per il 2022 la revisione al rialzo è stata notevole per gli Stati Uniti, ma solo modesta per l'area dell'euro (0,7 punti percentuali per gli Stati Uniti e 0,3 per l'area dell'euro).

Nell'ultima edizione dell'indagine condotta da Consensus Economics (agosto 2021) le previsioni medie vedono l'inflazione complessiva misurata sull'IPC statunitense raggiungere il 4,1 per cento nel 2021 prima di diminuire nuovamente al 2,9 nel 2022. Per l'area dell'euro, l'inflazione complessiva dovrebbe aumentare al 2,1 per cento nel 2021 prima di tornare a scendere all'1,5 nel 2022, in linea con quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre dagli esperti della BCE. Secondo Consensus Economics, mentre in generale ci si attende che nel 2022 l'inflazione complessiva statunitense si collochi in misura piuttosto consistente al di sopra dei livelli precedenti la crisi, nel medesimo anno l'inflazione dell'area dell'euro dovrebbe scendere a livelli solo lievemente superiori a quelli registrati nel 2019. Nel contempo, sulla base dell'intervallo delle proiezioni incluse nelle previsioni di Consensus Economics, l'incertezza relativa agli andamenti inflazionistici nel 2022 sembra confermarsi significativamente superiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

I rialzi inattesi manifestatisi nei dati sull'inflazione pubblicati nei mesi recenti sono stati notevolmente più marcati per gli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Gli andamenti mostrati nelle previsioni elaborate su base mensile da Consensus Economics (cfr. il pannello b) del grafico E, con previsioni a partire da marzo 2021) evidenziano che negli ultimi mesi l'inflazione si è collocata su livelli superiori alle aspettative sia nell'area dell'euro sia, in misura perfino maggiore, negli Stati Uniti. In prospettiva, secondo le previsioni di Consensus Economics, l'inflazione complessiva rimarrà elevata nei prossimi mesi, ma calerà al 2,5 e all'1,4 per cento rispettivamente negli Stati Uniti e nell'area dell'euro entro luglio 2022; ciò riporterà l'inflazione ai livelli osservati nella primavera del 2021, prima dei forti aumenti dei tassi osservati in entrambe le aree.

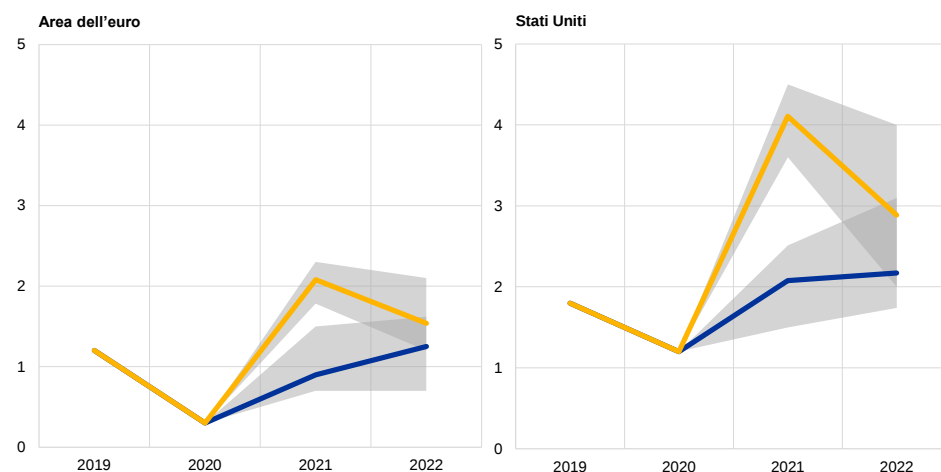
Grafico E

Aspettative elaborate da Consensus Economics per l'inflazione complessiva misurata sull'IPC statunitense e sullo IAPC dell'area dell'euro

a) Previsioni di inflazione annuali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

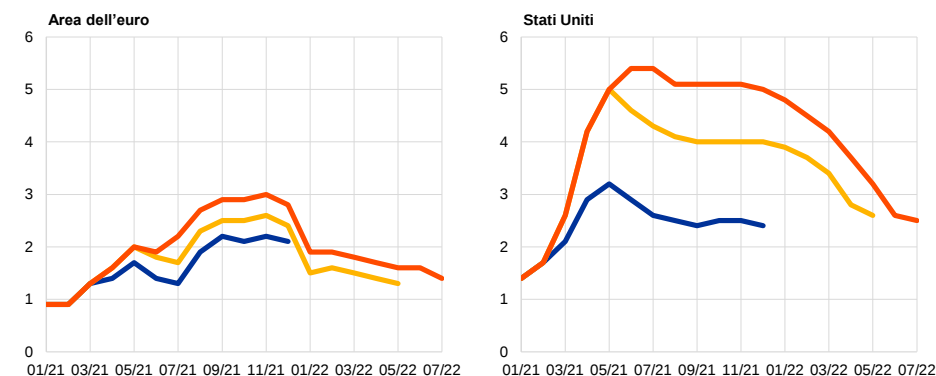
- Previsione media (gennaio)
- Previsione media (agosto)



b) Previsioni di inflazione mensili

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- Previsione media (marzo)
- Previsione media (giugno)
- Previsione media (agosto)



Fonti: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree grigie riflettono gli intervalli di previsione inclusi nelle indagini di Consensus Economics. Le previsioni mensili da marzo 2021 sono disponibili soltanto fino al dicembre successivo; la serie di agosto include le previsioni fino a luglio 2022.

Nel complesso, una parte considerevole dei forti aumenti e dei rialzi inattesi dell'inflazione osservati negli ultimi mesi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro può essere attribuita a fattori speciali, di natura probabilmente temporanea.

Per un aumento più permanente dell'inflazione sarebbe, in genere, necessario che le pressioni sui prezzi diventassero più generalizzate (soprattutto nell'area dell'euro), oltre a riflettere l'aumento delle pressioni sul costo del lavoro. Tuttavia fino a oggi non è riscontrabile alcun elemento significativo di quest'ultima circostanza, considerati gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione e delle misure di integrazione salariale. Nel contempo, la ripresa dalla pandemia rappresenta una situazione senza precedenti, caratterizzata da notevoli irregolarità

per gli andamenti dell'inflazione, che necessitano di un attento monitoraggio ed esacerbano l'incertezza relativa alle sue prospettive.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 28 aprile al 27 luglio 2021

a cura di Elvira Fioretto e Svetla Daskalova

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2021. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato il periodo dal 28 aprile al 27 luglio 2021 (“periodo di riferimento”).

La liquidità in eccesso nel sistema bancario dell’area dell’euro ha continuato a crescere nel periodo di riferimento, raggiungendo un livello record di 4.191,5 miliardi di euro. Ciò è riconducibile, in larga misura, agli acquisti di attività condotti nell’ambito del programma di acquisto per l’emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché al regolamento dell’ottava operazione nell’ambito della terza serie di operazioni di rifinanziamento mirate a lungo termine (ORMLT-III.8). L’incremento dei portafogli definitivi ha subito un’accelerazione dopo le decisioni del Consiglio direttivo dell’11 marzo e del 10 giugno di condurre gli acquisti nell’ambito del PEPP a un ritmo significativamente più sostenuto nel secondo e terzo trimestre, rispetto ai primi mesi dell’anno. Il Consiglio direttivo ha ribadito tali decisioni nella riunione del 22 luglio.

Fabbisogno di liquidità

Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è aumentato di 88,8 miliardi di euro, fino a raggiungere i 2.119,4 miliardi nel periodo di riferimento. Tale significativo incremento rispetto ai due periodi di mantenimento precedenti è quasi interamente attribuibile a un aumento pari a 86,8 miliardi di euro dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto 1.970,6 miliardi di euro (cfr. la sezione “Altre informazioni basate sulla liquidità” della tavola A). Le riserve obbligatorie minime sono aumentate solo marginalmente, di 1,9 miliardi di euro, fino a 148,9 miliardi.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati principalmente per effetto delle banconote in circolazione, mentre i depositi delle amministrazioni pubbliche sono lievemente diminuiti. Nello stesso periodo le banconote in circolazione sono aumentate di 35 miliardi di euro, attestandosi a 1.475 miliardi. Riducendosi solo marginalmente, di 1,3 miliardi di euro, i depositi delle amministrazioni pubbliche si sono mantenuti molto elevati, su un livello di 616,9 miliardi, sebbene tale valore sia inferiore al massimo storico di 729,8 miliardi registrato nel sesto periodo di mantenimento del 2020. In totale, i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 46,9 miliardi di euro, collocandosi a 2.996,3 miliardi.

I fattori autonomi di immissione di liquidità sono diminuiti di 39,9 miliardi di euro¹. Ciò corrisponde a un calo di 28,6 miliardi di euro delle attività nette denominate in euro e di 11,2 miliardi di euro delle attività nette sull'estero.

La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi appena illustrati e delle relative variazioni nel periodo in esame.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 28 aprile al 27 luglio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 28 aprile al 15 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 16 giugno al 27 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	2.996,3	(+46,9)	2.943,8	(-27,9)	3.057,4	(+113,6)	2.949,4	(+28,4)
Banconote in circolazione	1.475,0	(+35,0)	1.465,8	(+18,0)	1.485,8	(+20,0)	1.440,0	(+23,4)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	616,9	(-1,3)	586,7	(-57,8)	652,3	(+65,6)	618,3	(+29,6)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	904,3	(+13,2)	891,4	(+11,9)	919,4	(+28,0)	891,1	(-24,5)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	3.471,2	(+338,8)	3.443,9	(+170,3)	3.502,9	(+59,0)	3.132,3	(+282,0)
di cui eccedenze che beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	887,1	(+13,1)	879,5	(+2,7)	894,8	(+15,3)	874,1	(+14,9)
di cui eccedenze che non beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	2.586,3	(+317,9)	2.564,5	(+167,6)	2.608,1	(+43,6)	2.268,4	(+277,2)
Riserve obbligatorie minime²⁾	148,9	(+1,9)	147,7	(+0,3)	150,2	(+2,4)	146,9	(+2,2)
Soglia di esenzione³⁾	893,2	(+11,6)	886,4	(+1,7)	901,1	(+14,7)	881,6	(+13,0)
Depositi presso la banca centrale	720,4	(+86,2)	706,5	(+30,1)	736,6	(+30,1)	634,2	(+73,0)
Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento della liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Spiegazioni sulle eccedenze che beneficiano o non beneficiano dell'esenzione sono disponibili [qui](#).

¹ Per ulteriori informazioni sui fattori autonomi, cfr. l'articolo [La gestione della liquidità da parte della BCE](#) nel numero di maggio 2002 del Bollettino mensile della BCE.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 28 aprile al 27 luglio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 28 aprile al 15 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 16 giugno al 27 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	1.026,1	(-39,9)	1.042,5	(-20,8)	1.007,0	(-35,4)	1.066,0	(+26,2)
Attività nette sull'estero	815,3	(-11,2)	809,8	(-7,0)	821,7	(+12,0)	826,5	(-30,3)
Attività nette denominate in euro	210,8	(-28,6)	232,7	(-13,9)	185,3	(-47,4)	239,5	(+56,5)
Strumenti di politica monetaria	6.311,0	(+513,8)	6.199,9	(+193,6)	6.440,6	(+240,7)	5.797,2	(+359,5)
Operazioni di mercato aperto	6.311,0	(+513,8)	6.199,9	(+193,6)	6.440,6	(+240,7)	5.797,2	(+359,5)
Operazioni d'asta	2.148,2	(+234,4)	2.107,2	(+52,3)	2.196,1	(+88,9)	1.913,8	(+139,9)
ORP	0,1	(-0,2)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,4	(-0,0)
ORLT a tre mesi	0,1	(-0,4)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,5	(-0,4)
OMRLT-II	0,0	(-9,7)	0,0	(-2,6)	0,0	(+0,0)	9,7	(-12,8)
OMRLT-III	2.120,7	(+244,3)	2.079,8	(+55,1)	2.168,5	(+88,6)	1.876,5	(+152,3)
ORLTEP	27,2	(+0,5)	27,0	(+0,1)	27,4	(+0,4)	26,7	(+0,8)
Portafogli definitivi	4.162,8	(+279,4)	4.092,7	(+141,3)	4.244,5	(+151,7)	3.883,4	(+219,6)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,4	(-0,2)	2,4	(-0,1)	2,4	(-0,0)	2,6	(-0,2)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	291,6	(+2,1)	290,7	(+1,0)	292,6	(+1,9)	289,5	(+2,2)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	17,2	(-8,4)	17,3	(-6,5)	17,1	(-0,2)	25,6	(-3,0)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	28,4	(-0,3)	28,6	(-0,1)	28,3	(-0,3)	28,7	(-1,0)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.412,0	(+37,7)	2.403,8	(+19,9)	2.421,5	(+17,7)	2.374,3	(+37,2)
Programma di acquisto di attività del settore societario	279,3	(+15,9)	275,6	(+7,6)	283,6	(+8,0)	263,4	(+13,5)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	1.131,4	(+232,6)	1.073,9	(+119,7)	1.198,5	(+124,7)	898,8	(+170,9)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 28 aprile al 27 luglio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 28 aprile al 15 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 16 giugno al 27 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	2.119,4	(+88,8)	2.049,5	(-6,8)	2.201,0	(+151,5)	2.030,7 (+4,4)
Fattori autonomi netti ²⁾	1.970,6	(+86,8)	1.901,7	(-7,1)	2.050,8	(+149,1)	1.883,7 (+2,2)
Liquidità in eccesso ³⁾	4.191,5	(+425,0)	4.150,4	(+200,5)	4.239,5	(+89,1)	3.766,5 (+355,1)

Fonte: BCE.

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

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

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività. In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

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

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 28 aprile al 27 luglio 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 27 gennaio al 27 aprile 2021
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 28 aprile al 15 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 16 giugno al 27 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
Eonia ¹⁾	-0,480	(-0,001)	-0,480	(+0,001)	-0,481	(-0,001)	-0,480 (-0,005)
€STR	-0,565	(-0,001)	-0,565	(+0,001)	-0,566	(-0,001)	-0,565 (-0,005)

Fonte: BCE.

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

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

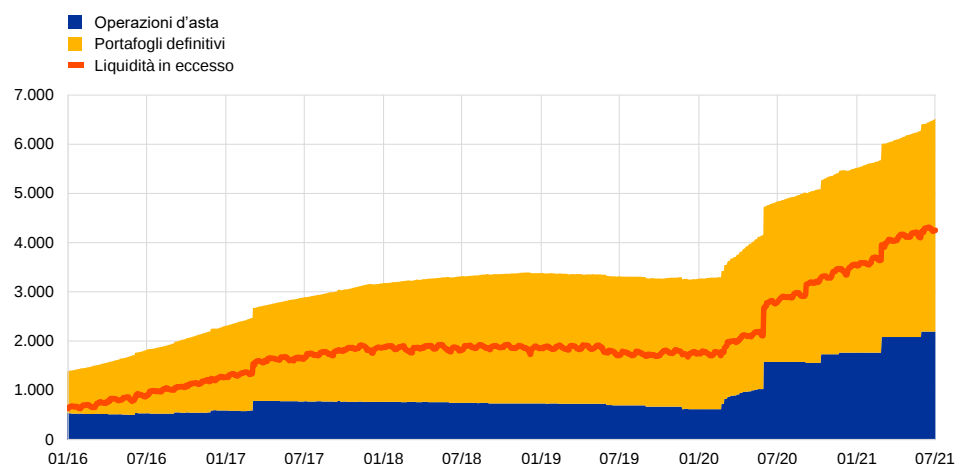
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 513,8 miliardi di euro e ha raggiunto i 6.311 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A). Circa il 54 per cento dell'aumento è riconducibile agli acquisti netti in corso nell'ambito dei programmi di acquisto di attività, soprattutto il PEPP, mentre il restante 46 per cento deriva da operazioni di credito, in questo contesto rappresentate quasi esclusivamente da operazioni della serie OMRLT-III.

Grafico A

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

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 27 luglio 2021.

Nel periodo di riferimento l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è aumentato di 234,4 miliardi di euro.

Tale incremento è stato determinato principalmente dall'effetto dei 330,5 miliardi di euro forniti nella settima operazione della serie di OMRLT-III alla fine di marzo e dei 109,8 miliardi di euro immessi con l'ottava operazione regolata a giugno. Ulteriori 0,5 miliardi di euro di liquidità sono stati aggiunti nella seconda delle quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) annunciate a dicembre e regolate a giugno. Le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e le ORLT a tre mesi hanno continuato a svolgere un ruolo marginale, con il ricorso a tali regolari operazioni di rifinanziamento che è sceso, in media, rispettivamente di 0,2 e 0,4 miliardi di euro rispetto al periodo di riferimento precedente, attestandosi al nuovo minimo storico di 0,1 miliardi di euro per ciascuna categoria di operazioni.

Allo stesso tempo, i portafogli definitivi sono aumentati di 279,4 miliardi di euro, collocandosi a 4.162,8 miliardi, grazie agli acquisti netti condotti nell'ambito del PEPP e del PAA.

L'ammontare medio delle attività detenute nell'ambito del PEPP è aumentato di 232,6 miliardi di euro, raggiungendo 1.131,4 miliardi, rispetto alla media delle attività detenute nel periodo di mantenimento precedente. Fra tutti i programmi di acquisto di attività, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo di gran lunga maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), con aumenti, rispettivamente, pari a 37,7 miliardi di euro (fino a 2.412 miliardi) e a 15,9 miliardi di euro (fino a 279,3 miliardi). Una riduzione di 8,6 miliardi di euro è riconducibile ai titoli in scadenza detenuti nell'ambito di programmi non attivi.

Liquidità in eccesso

La liquidità media in eccesso è aumentata di 425 miliardi di euro, raggiungendo un nuovo massimo storico pari a 4.191,5 miliardi

(cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale al netto di eventuali utilizzi di operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. I depositi in conto corrente delle banche eccedenti le riserve obbligatorie minime sono aumentati di 338,8 miliardi di euro, raggiungendo i 3.471,2 miliardi, mentre l'ammontare medio del ricorso ai depositi presso la banca centrale è cresciuto di 86,2 miliardi di euro, fino a 720,4 miliardi.

L'ammontare delle eccedenze che beneficiano dell'esenzione dal tasso negativo sui depositi concessa nel sistema a due livelli² è aumentato di 13,1 miliardi di euro, raggiungendo 887,1 miliardi. Le eccedenze che non beneficiano di tale esenzione hanno registrato un incremento di 317,9 miliardi di euro, raggiungendo 2.586,3 miliardi di euro a fronte di un'ulteriore crescita della liquidità in eccesso. Il valore aggregato del tasso d'impiego della soglia di esenzione, cioè il rapporto tra le riserve che beneficiano dell'esenzione e l'esenzione massima³, è rimasto al di sopra del 98 per cento dal terzo periodo di mantenimento del 2020 ed è aumentato in modo marginale dal 99,1 al 99,3 per cento. La quota delle riserve in eccesso esentate sul totale della liquidità in eccesso si è collocata al 21,2 per cento, a fronte del 23,2 per cento registrato nel periodo di riferimento precedente.

Andamenti dei tassi di interesse

La media dell'€STR è rimasta sostanzialmente invariata a -56,5 punti base nel periodo in esame. L'aumento della liquidità in eccesso non ha influito sull'€STR, che continua a essere relativamente anelastico anche a fronte di oscillazioni sostanziali della liquidità. A partire da ottobre 2019 l'Eonia viene calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. L'Eonia si è pertanto mosso, e continuerà a muoversi, di pari passo con l'€STR fino al 3 gennaio 2022, quando sarà dismesso. I tassi di riferimento della BCE (quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principale e alle operazioni di rifinanziamento marginale) sono stati mantenuti invariati durante il periodo di riferimento.

² Ulteriori informazioni sul sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso sono disponibili [qui](#).

³ L'esenzione massima è misurata come la somma della riserva obbligatoria e della soglia di esenzione, che è pari a sei volte l'importo della riserva obbligatoria.

3 Lo stato di salute delle società non finanziarie durante la pandemia

a cura di Gabe de Bondt, Arne Gieseck, Giulio Nicoletti e Mika Tujula¹

Il presente riquadro esamina l'impatto della pandemia di coronavirus (COVID-19) sullo stato di salute del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro. Valuta, inoltre, in che misura il sostegno offerto dalle politiche abbia alleviato le difficoltà di finanziamento delle imprese e attenuato le pressioni al rialzo sulle loro vulnerabilità. L'analisi si fonda sui dati trimestrali di contabilità per settore relativi all'aggregato dell'area dell'euro. Di conseguenza, il riquadro fornisce una prospettiva complessiva del settore delle società non finanziarie, senza distinzioni tra singoli paesi, comparti economici, attività o imprese.

La pandemia ha minato la redditività e l'efficienza operativa del settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro. La redditività e l'efficienza operativa sono fondamentali per la salute di un'impresa. Sebbene le aziende possano sopravvivere a lungo senza essere redditizie, purché abbiano il favore di creditori e investitori, per sopravvivere nel lungo periodo devono conseguire e mantenere, in ultima analisi, un certo grado di redditività. La crescita degli utili, misurata dalla variazione del margine operativo lordo e da quella dei flussi di cassa, è stata negativa dall'inizio della pandemia (cfr. il pannello a) del grafico A). Il margine operativo lordo è diminuito a tassi simili a quelli osservati durante la crisi finanziaria mondiale, mentre il calo dei flussi di cassa, rispetto ad allora, è stato più marcato. Un quadro analogo emerge se si considerano il rapporto tra margine operativo netto e valore aggiunto netto e il rapporto tra flussi di cassa e valore aggiunto lordo (cfr. il pannello b) del grafico A).

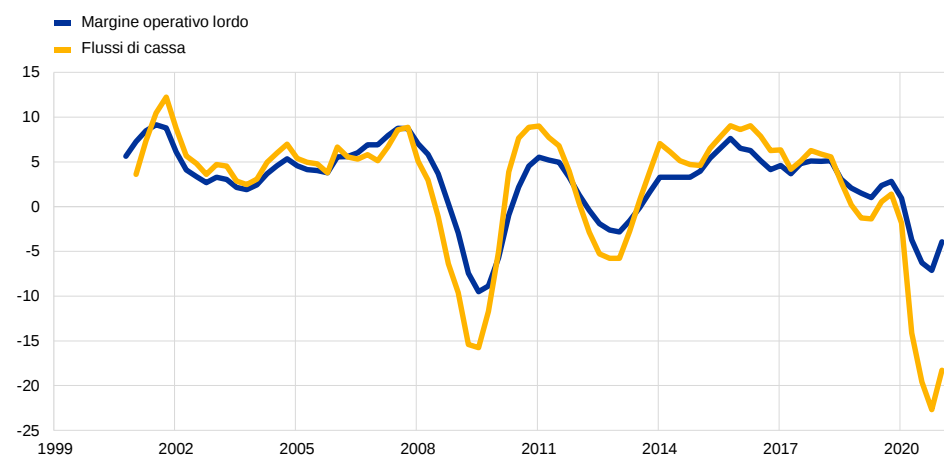
¹ Si ringraziano inoltre A. Consolo e V. Botelho per il loro contributo sulle misure di sostegno.

Grafico A

Crescita degli utili ed efficienza operativa delle società non finanziarie nell'area dell'euro

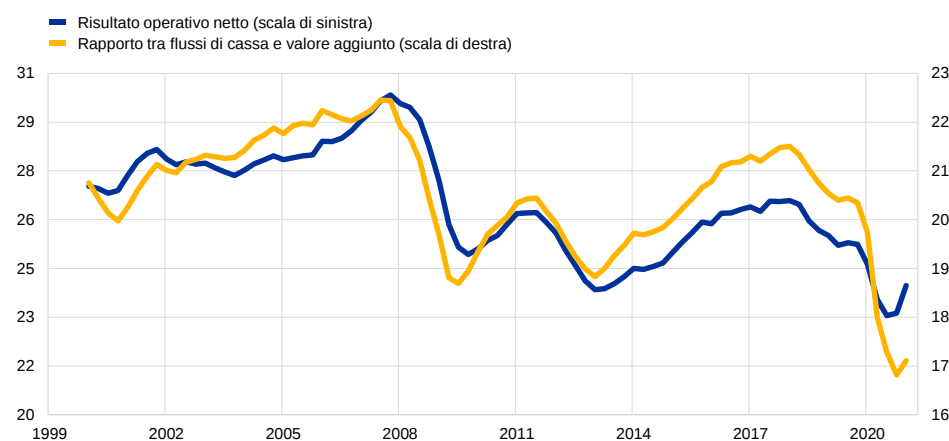
a) Crescita degli utili

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Efficienza operativa

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli autori.

Note: il risultato operativo netto è calcolato come margine operativo netto in percentuale del valore aggiunto netto. I flussi di cassa sono calcolati come valore aggiunto lordo meno salari corrisposti, consumo di capitale fisso e oneri netti per interessi. Il valore aggiunto misura quello lordo. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

La liquidità del settore delle società non finanziarie è stata fortemente sostenuta dalle misure introdotte². A fronte di un deterioramento dei fondi generati internamente nel 2020 rispetto al 2019, le società non finanziarie (SNF) non solo hanno iniziato ad accumulare liquidità a fini precauzionali, ma hanno anche ricevuto sostegni pubblici per circa 550 miliardi di euro. In assenza di tali misure, nel 2020 il risparmio societario al netto del deprezzamento del capitale sarebbe stato fortemente negativo. Nello stesso anno il credito totale alle SNF, utilizzato dalle imprese sia per evitare una crisi di liquidità sia per accumulare ulteriori riserve liquide, è aumentato di circa 240 miliardi di euro in più rispetto al 2019, con

² Per informazioni sul modo in cui i pacchetti di bilancio sono stati utilizzati per sostenere il fabbisogno di liquidità delle imprese, cfr. De Santis, R.A., Ferrando, A. e Gabbani, E.S., *L'impatto delle misure di sostegno di bilancio sul fabbisogno di liquidità delle imprese durante la pandemia* nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

un incremento particolarmente pronunciato nel primo semestre³. L'accesso delle imprese al credito e le loro condizioni di finanziamento hanno beneficiato del considerevole sostegno offerto dalle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), dal programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), dalle garanzie pubbliche sui prestiti e dalle misure di vigilanza⁴. Le disponibilità liquide hanno segnato un netto aumento perché le imprese, al fine di compensare il calo degli utili, hanno drasticamente incrementato il ricorso al finanziamento con debito. Per motivi precauzionali hanno collocato gran parte dei fondi ottenuti in depositi atti a far fronte a eventuali carenze di liquidità e a prefinanziare il fabbisogno di capitale circolante, come avvenuto anche durante i precedenti periodi di crisi.

Oltre alle misure di sostegno, anche le iniziative messe in atto dalle imprese hanno migliorato le loro condizioni di liquidità.

In tempi di crisi, la capacità di onorare gli obblighi a breve termine diventa la massima priorità di un'impresa. Un aspetto importante della liquidità è costituito dalla capacità di un'impresa di vendere rapidamente attività per raccogliere fondi e, al tempo stesso, ridurre prontamente tutti i tipi di costi e spese^{5,6}, inclusi, per quanto possibile, il rinvio o la cancellazione dei progetti di investimento. Nel 2020 le disponibilità liquide delle SNF sono complessivamente aumentate di circa 400 miliardi di euro in più rispetto al 2019, anche di riflesso all'accresciuto ricorso al credito, e l'incremento si è per lo più concentrato nel secondo trimestre dell'anno. Il risultato netto della riduzione dei costi e degli investimenti si riflette nella posizione di accreditamento netto (o fabbisogno di finanziamento) delle SNF (cfr. il pannello a) del grafico B). In termini di valore aggiunto lordo, il risparmio è aumentato e gli investimenti sono diminuiti, determinando la crescita e l'effettivo passaggio in territorio positivo dell'accreditamento netto nel secondo trimestre del 2020. La cancellazione dei progetti di investimento, tuttavia, potrebbe avere effetti negativi di più lungo periodo sull'economia ostacolando il futuro potenziale di crescita.

L'ammontare di liquidità di cui le imprese dispongono per il pagamento degli oneri per interessi si colloca attualmente su livelli adeguati.

La copertura di cassa, ossia il rapporto tra contante e depositi da un lato e spesa lorda per interessi dall'altro, è aumentata in misura molto significativa dal 2010 e tale incremento ha subito un'accelerazione durante la crisi legata al COVID-19

³ Nell'analisi sono considerati soltanto il ricorso delle imprese ai prestiti bancari e la loro emissione netta di titoli di debito nel 2020 rispetto al 2019.

⁴ Per una stima dell'impatto delle politiche monetarie e prudenziali sull'occupazione delle imprese, cfr. Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L., ["The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions"](#), *Working Paper Series*, n. 2465, BCE, settembre 2020.

⁵ Nel primo trimestre del 2020 le imprese dell'area dell'euro hanno significativamente ridotto l'erogazione di prestiti al resto del mondo e, nel trimestre successivo, alle altre istituzioni finanziarie (società finanziarie diverse dalle IFM, compagnie di assicurazione e fondi pensione). Inoltre, hanno notevolmente diminuito le proprie quote e partecipazioni in fondi comuni monetari nel primo trimestre del 2020 e di azioni quotate nel secondo.

⁶ Cfr. Panetta, F., ["Il ruolo fondamentale del contante durante la pandemia"](#), intervento pronunciato in occasione della 5ª conferenza internazionale sul contante della Deutsche Bundesbank dal titolo *Cash in times of turmoil* tenutasi il 15 giugno 2021. Ciò è confermato anche dall'[edizione di luglio 2021 dell'indagine sul credito bancario](#) condotta dalla BCE, che ha segnalato un forte aumento del fabbisogno di capitale circolante nelle fasi iniziali della crisi legata al COVID-19. Per evidenze a livello di settore e paese, cfr. "European corporates: Cash-rich sectors get richer", *Economic Insights*, Euler Hermes, 19 aprile 2021.

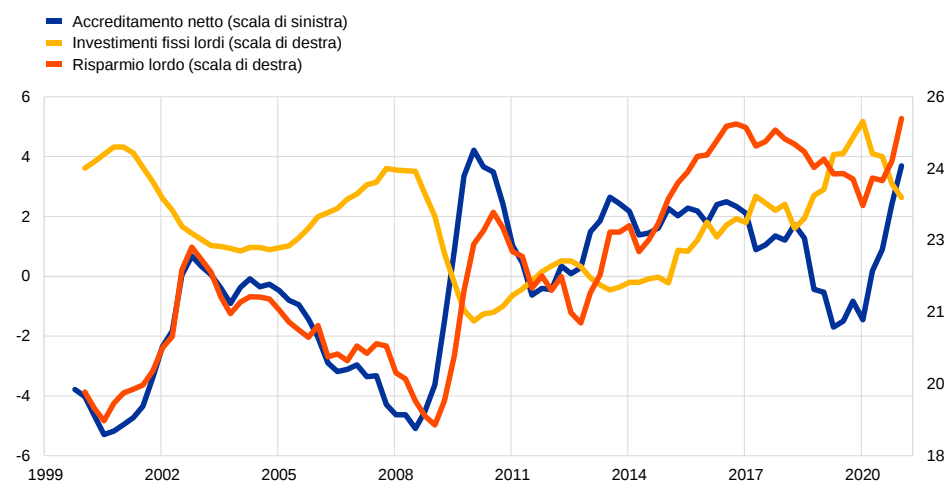
(cfr. il pannello b) del grafico B). Le più elevate posizioni di liquidità e la minore spesa lorda per interessi hanno entrambe svolto un ruolo decisivo. La spesa lorda per interessi ha continuato a diminuire durante la pandemia, nonostante il marcato aumento del debito, anche grazie alle azioni di risposta fornite dal PEPP, dalle OMRLT, dalle garanzie pubbliche sui prestiti e dalle misure di vigilanza.

Grafico B

Saldo tra risparmio/investimenti e copertura di cassa delle società non finanziarie nell'area dell'euro

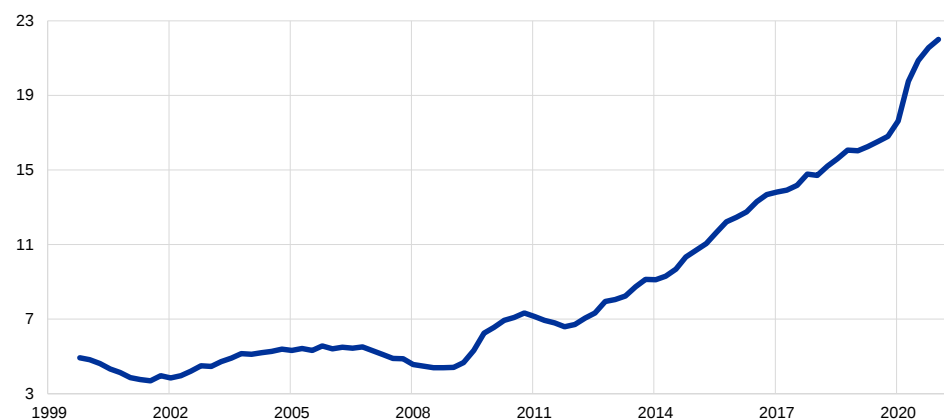
a) Risparmio, investimenti e accreditamento netto

(somme mobili su quattro trimestri in percentuale del valore aggiunto lordo)



b) Copertura di cassa

(disponibilità liquide in percentuale delle somme mobili su quattro trimestri della spesa lorda per interessi)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli autori.

Note: le disponibilità liquide includono contante e depositi. La spesa lorda per interessi è calcolata al lordo dei servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

Il calo dell'incidenza del debito lordo delle SNF dell'area dell'euro osservato a partire dal 2015 ha subito una completa inversione dall'insorgere della pandemia di COVID-19.

L'indebitamento lordo consolidato delle imprese è aumentato di 18,9 punti percentuali dalla fine del 2019, raggiungendo il 167,0 per cento del loro valore aggiunto lordo nel primo trimestre del 2021, un livello inferiore di appena 1,1 punti percentuali rispetto al massimo storico toccato all'inizio del 2015

(cfr. il pannello a) del grafico C)⁷. Il 57 per cento dell'aumento dell'incidenza del debito lordo dalla fine del 2019 può essere ricondotto al marcato calo dell'attività economica e del fatturato (effetto denominatore), mentre il resto è attribuibile a un maggiore ricorso al finanziamento con debito. Ciò implica che, qualora l'economia torni su un sentiero di crescita più regolare, nei prossimi anni sarà possibile attendersi che soltanto una parte dell'aumento dell'incidenza del debito sia riassorbita in modo passivo. Tuttavia, al normalizzarsi della situazione, un calo delle disponibilità liquide potrebbe sostenere una riduzione del debito lordo, come suggerito dagli andamenti del debito netto.

Grazie all'ingente ammontare di attività liquide accumulate, l'incidenza del debito netto è aumentata molto meno dell'indebitamento lordo. Il debito netto si colloca attualmente al di sotto del livello raggiunto alla fine del 2019 (cfr. il pannello a) del grafico C). Le disponibilità liquide possono agire da fattore di mitigazione dell'elevato debito delle società, a condizione che siano le imprese con consistenti livelli di indebitamento a detenere tale ingente quantitativo di liquidità. Al culmine della pandemia di COVID-19, le grandi società hanno contemporaneamente accresciuto i propri livelli di liquidità e debito (cfr. il pannello b) del grafico C). Tuttavia, per le imprese (quotate) di minori dimensioni, l'accumulo di disponibilità liquide non è stato così efficace nel mitigare il maggiore indebitamento. La correlazione tra l'aumento della liquidità e quello del debito ha iniziato a normalizzarsi dopo il culmine della pandemia di COVID-19.

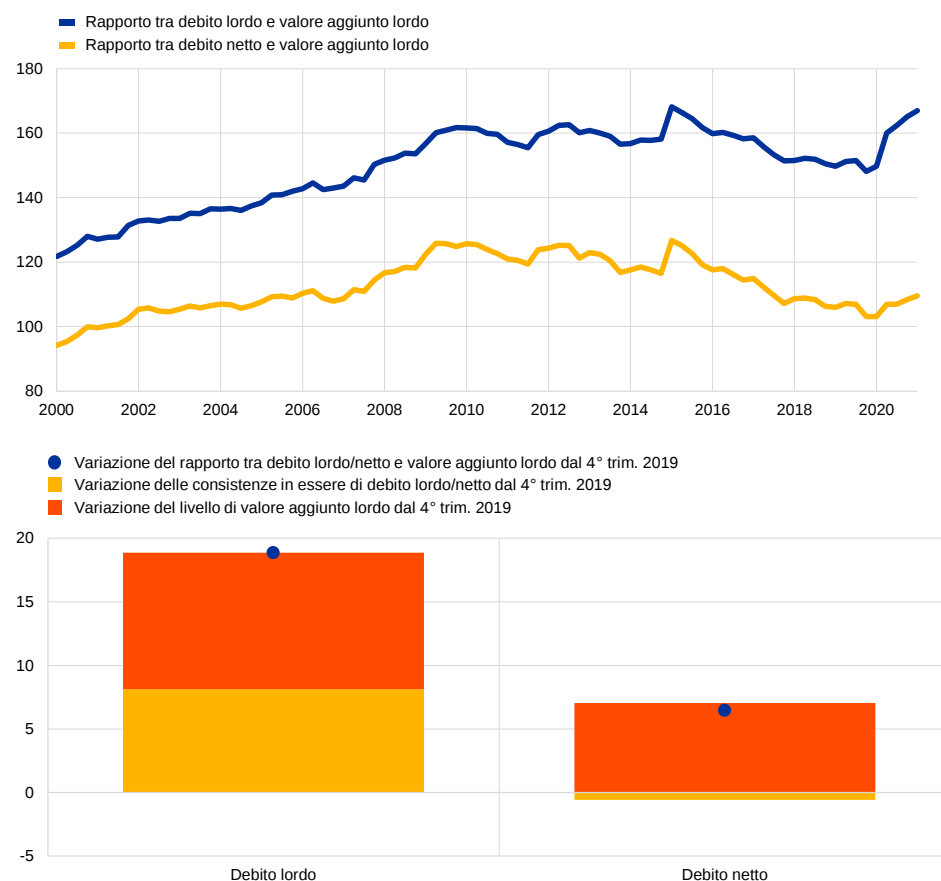
⁷ Per ulteriori informazioni, cfr. ["Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors"](#), *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2021. Per gli andamenti a livello di settore e paese, cfr. ["The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage"](#), *Economic Publications*, Coface, 16 marzo 2021.

Grafico C

Bilanci delle società non finanziarie nell'area dell'euro

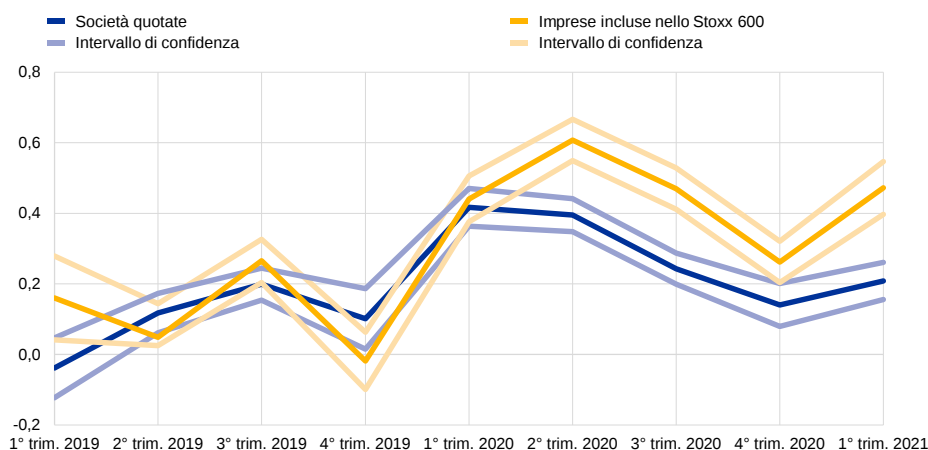
(percentuali del valore aggiunto lordo; punti percentuali)

a) Livello aggregato: debito consolidato



b) Livello di impresa: elasticità del debito lordo alle disponibilità liquide

(asse delle ascisse: trimestre di osservazione; asse delle ordinate: regressione)



Fonti: Eurostat, BCE, Refinitiv ed elaborazioni degli autori.

Note: pannello a): il debito lordo consolidato è definito come la somma dei prestiti totali concessi alle SNF al netto dei prestiti infrasettoriali, dei titoli di debito emessi e delle passività pensionistiche. Il debito netto consolidato è definito come debito lordo consolidato al netto delle consistenze di banconote, monete e depositi. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

Pannello b): per ciascun trimestre si utilizzano dati sezionali relativi ai bilanci a livello di impresa per confrontare la variazione del debito con la variazione delle attività liquide detenute. Tutte le variabili sono espresse in relazione al totale degli attivi. Le società del panel sono le SNF dell'area dell'euro incluse nell'indice Stoxx 600 e tutte le società quotate disponibili tramite Refinitiv. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

È probabile che l'impatto della pandemia sulle vulnerabilità delle SNF sia duraturo, data l'elevata eterogeneità dei livelli di disponibilità liquide tra le imprese.

Dopo l'insorgere della pandemia le vulnerabilità delle imprese, misurate dall'indice composito di vulnerabilità, sono bruscamente aumentate, superando i livelli osservati dopo la crisi finanziaria mondiale (cfr. il pannello a) del grafico D)⁸. L'aumento delle vulnerabilità delle SNF è stato trainato, in larga misura, dal calo delle vendite, dalla minore redditività e da un aumento della leva finanziaria e dell'indebitamento. Tuttavia, dalla metà del 2020, il rafforzamento dell'attività economica e degli utili societari effettivi e attesi ha contribuito a una diminuzione dell'indice di vulnerabilità e a una riduzione della leva finanziaria delle imprese. All'inizio del 2021 le vulnerabilità erano prossime alle loro medie storiche e ai livelli segnati alla fine del 2019, mentre l'incidenza del debito lordo permaneva elevata e le disponibilità liquide erano principalmente concentrate nelle grandi società quotate, come illustrato in precedenza. Tuttavia, le vulnerabilità delle piccole e medie imprese si confermano consistenti e celano inoltre una significativa eterogeneità tra paesi e settori⁹.

Le ampie misure di politica monetaria, di bilancio e di vigilanza hanno limitato l'aumento delle vulnerabilità delle imprese.

Tali misure hanno impedito il concretizzarsi dei rischi di finanziamento e di rifinanziamento fornendo sostegno diretto alla liquidità, migliorando l'accesso al credito, mantenendo i costi di servizio del debito ai minimi storici e consentendo di prorogare la scadenza del debito in essere. Un esercizio controfattuale mostra inoltre che, in assenza di tali misure, l'indice di vulnerabilità avrebbe raggiunto un valore significativamente più elevato a metà del 2020 e agli inizi del 2021 si sarebbe mantenuto lievemente al di sotto del livello raggiunto durante la crisi del debito sovrano in Europa (cfr. il pannello a) del grafico D)¹⁰.

Nel 2020 il numero di fallimenti è diminuito, nonostante il brusco calo del livello dell'attività economica durante la pandemia di COVID-19. In passato le insolvenze delle imprese sono state strettamente correlate alla crescita del PIL in termini reali. Tale nesso si è spezzato durante la pandemia (cfr. il pannello b) del grafico D). I bassi costi del finanziamento con debito, le misure di sostegno pubblico, comprese le moratorie sulle istanze fallimentari, e la chiusura dei tribunali hanno impedito che al culmine della crisi il deterioramento dello stato di salute delle

⁸ Cfr. anche Gardó, S., Klaus, B., Tujula, M. e Wendelborn, J., "Assessing corporate vulnerabilities in the euro area", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

⁹ Cfr. anche l'indagine della BCE sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro, ottobre 2020 - marzo 2021 (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, October 2020 to March 2021*) e Battistini, N. e Stoevsky, G., *L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

¹⁰ L'esercizio controfattuale ipotizza un'economia priva delle misure pubbliche di riduzione dei costi sostenuti dalle imprese, delle OMRLT-III, del PEPP, delle garanzie pubbliche sui prestiti e degli interventi di vigilanza. In assenza di una riduzione dei costi offerta dalle misure pubbliche, per compensare le minori entrate, nel 2020 le SNF avrebbero dovuto incrementare il finanziamento mediante ricorso al debito di 550 miliardi di euro. Nell'indice di vulnerabilità delle imprese ciò si sarebbe tradotto in un aumento della leva finanziaria e della spesa lorda per interessi, nonché in una riduzione dei fondi generati internamente. Inoltre, in assenza delle misure aggiuntive di politica monetaria e di vigilanza e delle garanzie pubbliche sui prestiti, il tasso di interesse effettivo sul debito in essere delle imprese e la quota di debito a lungo termine sul totale del debito sarebbero rimasti ai livelli raggiunti alla fine del 2019. Tali effetti sono stati reincorporati nell'indice controfattuale utilizzando identità contabili e mantenendo fisse, nel contempo, le quote della spesa per interessi e del debito a lungo termine sul debito totale.

imprese determinasse un'impennata delle insolvenze. Tuttavia, non si può escludere che molte imprese, in particolare quelle dei settori più colpiti dalla pandemia, possano essere ancora costrette a presentare istanza di fallimento, soprattutto se le misure di sostegno verranno rimosse troppo presto o le condizioni del credito bancario si inaspriranno in misura significativa¹¹.

¹¹ Secondo alcune evidenze, tuttavia, gli effetti negativi di più lungo periodo delle crisi epidemiche sono più contenuti rispetto a quelli delle crisi finanziarie o delle guerre. Cfr. Martín Fuentes, N. e Moder, I., [Effetti di lungo periodo di crisi del passato sull'economia mondiale](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

Grafico D

Vulnerabilità e fallimenti delle SNF dell'area dell'euro

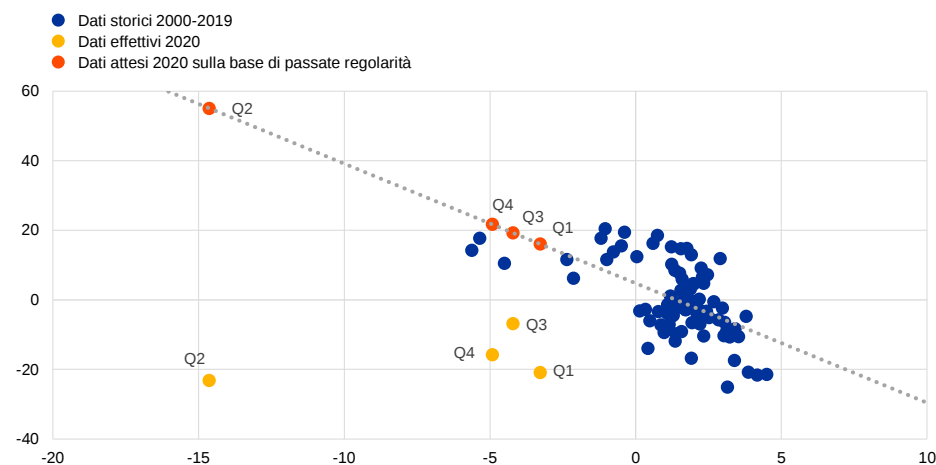
a) Indice composito di vulnerabilità

(punteggi Z)



b) Fallimenti e crescita del PIL in termini reali

(asse delle ascisse: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; asse delle ordinate: deviazione percentuale dalla media storica)



Fonti: Eurostat, BCE, Merrill Lynch, Refinitiv ed elaborazioni degli autori.

Note: pannello a): l'indice composito di vulnerabilità è basato su un'ampia serie di indicatori lungo cinque dimensioni differenti: capacità di servizio del debito (misurata in termini di indice di copertura degli interessi, risparmio societario e generazione di fatturato); leva finanziaria/indebitamento (rapporto tra debito e capitale di rischio, rapporto tra debito netto e utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti, rapporto tra debito lordo e reddito); finanziamento/rifinanziamento (rapporto tra debito a breve e a lungo termine, indice di liquidità immediata (quick ratio), costo complessivo del finanziamento con debito e impulso al credito); redditività (rendimento delle attività, margine di profitto e rapporto tra valore di mercato e valore contabile); attività (crescita delle vendite, creditori commerciali su fatturato e variazione del tasso di rotazione dei crediti commerciali). L'indice di liquidità immediata (quick ratio) è definito come il rapporto tra le attività finanziarie correnti e le passività finanziarie correnti. L'impulso al credito è calcolato come $CI_t = 100 * ((C_t - C_{t-1}) / PIL_{t-1} - (C_{t-4} - C_{t-5}) / PIL_{t-5})$, dove C è la consistenza nozionale del credito totale concesso alle SNF e il PIL è il prodotto interno lordo nominale ai prezzi di mercato. Il credito totale delle SNF è definito come il totale delle loro passività al netto delle azioni emesse dalle stesse. Gli indicatori sono standardizzati mediante trasformazione in punteggi Z, ossia convertiti in una scala comune avente media pari a zero e deviazione standard pari a uno. I sottoindicatori composti sono calcolati per ciascuna delle cinque dimensioni considerando la media aritmetica semplice dei rispettivi punteggi Z relativi ai singoli indicatori. Infine, l'indicatore composito complessivo è ottenuto ponderando in pari misura i punteggi Z composti delle cinque sottocategorie. Valori positivi indicano una maggiore vulnerabilità, valori negativi indicano una minore vulnerabilità. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

Pannello b): i dati previsti per il 2020 sono basati su un'interpolazione lineare della relazione passata tra fallimenti e PIL in termini reali. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2020.

In sintesi, la pandemia di COVID-19 ha avuto un forte impatto sullo stato di salute delle imprese nell'area dell'euro. Le imprese hanno compiuto uno sforzo notevole per accumulare riserve di liquidità che, insieme all'ingente sostegno fornito dalle autorità monetarie, di bilancio e di vigilanza, ha evitato una crisi di liquidità. Al tempo stesso, la redditività, l'efficienza operativa e la solvibilità delle società non finanziarie sono state sotto pressione durante i periodi di chiusura (lockdown).

In prospettiva, l'elevato e disomogeneo livello di indebitamento lordo e netto tra paesi, settori e dimensioni aziendali potrebbe limitare il vigore della crescita economica nel medio periodo e accrescere il rischio di un aumento dei casi di insolvenza delle imprese.

L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta

a cura di Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Michele Mancini e Tobias Schuler

Le interruzioni nei trasporti, insieme alla scarsità di alcuni input, stanno causando importanti strozzature nelle catene di approvvigionamento mondiali.

Durante la fase di ripresa dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) le famiglie hanno incrementato gli acquisti di alcuni prodotti, quali beni elettronici e attrezzi per la manutenzione della casa, dando luogo a un'impennata della domanda più marcata del previsto, in particolare in alcuni settori. Tale aumento della domanda, associato a eventi (dovuti a forza maggiore) che ragionevolmente sfuggono al controllo dei fornitori, come la diffusione del coronavirus nei porti, incidenti negli impianti e condizioni meteorologiche avverse, ha provocato strozzature nel settore dei trasporti e ha causato la carenza di input specifici quali materie plastiche, metalli, legname e semiconduttori¹. Poiché all'insorgere della pandemia le scorte si sono ridotte a causa della diminuzione delle giacenze e della scarsità di input dovuta alle chiusure e alle prudenti politiche di gestione delle scorte, le imprese hanno faticato a stare al passo con il rapido aumento della domanda e il rifornimento di tali scorte dopo la fase di decumulo. Tale squilibrio tra domanda e offerta è messo in evidenza da una dilatazione senza precedenti dei tempi di consegna da parte dei fornitori, soprattutto in quei settori che dipendono dai trasporti e da input di settori con problemi di scarsità, come computer e beni elettronici, macchinari e attrezzature, prodotti in legno, sostanze chimiche e autoveicoli. Nel complesso a giugno l'indice PMI mondiale relativo ai tempi di consegna dei fornitori ha raggiunto un minimo storico (cioè tempi di consegna più lunghi) dall'inizio delle rilevazioni nel 1999.

Si è osservata una ripresa dei volumi dei trasporti dal minimo storico registrato a metà 2020 (cfr. il grafico A).

Interruzioni temporanee avvenute nella prima metà del 2021, come ad esempio l'incidente avvenuto a marzo nel Canale di Suez, hanno comportato gravi tensioni nel trasporto marittimo mondiale, pur non arrestando la dinamica di crescita positiva, come mostrato dagli indicatori di attività dei porti mondiali (totali) e dei porti europei che affacciano sul Mare del Nord. Il traffico aereo di merci europeo è stato colpito più gravemente dalla pandemia, per effetto di una riduzione senza precedenti dei voli per passeggeri, con una conseguente diminuzione della capacità di carico². Tuttavia, per l'inizio del 2021 il traffico aereo di merci aveva nuovamente raggiunto il proprio

¹ Cfr. il riquadro *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo* nel numero 3/2021 di questo Bollettino e il riquadro *La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro* nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

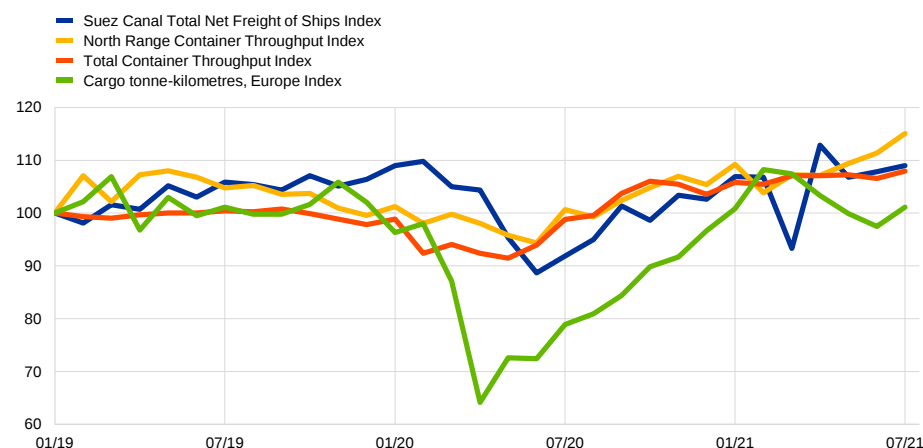
² Le compagnie hanno tentato di attenuare il calo della capacità di carico convertendo aeromobili destinati al trasporto di passeggeri in aeromobili cargo, continuando a sfruttare la capacità destinata ai passeggeri trasportando le merci in cabina. Ciononostante, la capacità disponibile complessiva è diminuita in misura drastica nell'anno 2020, come mostrato nel grafico B.

livello pre-crisi, grazie alle imprese che in parte hanno preferito il trasporto aereo a scapito di quello marittimo.

Grafico A

Volumi del trasporto di merci marittimo e aereo

(indici destagionalizzati: gennaio 2019 = 100)



Fonti: Suez Canal Authority, RWI/ISL, IATA ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2021.

Le rotte navali interessate dalle tensioni più gravi sono quelle tra Asia e America settentrionale e quelle tra Asia ed Europa (cfr. il grafico B), che stanno comportando aumenti straordinari dei costi del trasporto marittimo³.

Le capacità di trasporto sulla rotta tra Asia e America settentrionale hanno segnato un recupero dalla pandemia più marcato rispetto alla rotta tra Asia ed Europa, in parte in ragione dell'aumento di capacità derivante dal sostenuto andamento della ripresa osservato negli Stati Uniti. In considerazione dell'offerta relativamente inelastica della capacità di carico e delle interruzioni nel settore dei trasporti, le tariffe spot (a breve termine) per l'utilizzo dei container sulle rotte in uscita dall'Asia sono aumentate, raggiungendo livelli record, in particolare per le rotte con destinazione America settentrionale⁴. Ciò ha comportato altresì una riallocazione della capacità verso questa rotta maggiormente redditizia, a scapito di altre rotte⁵. L'attività del settore navale si basa principalmente su contratti fissi a lungo termine. Le attuali circostanze probabilmente hanno avuto ripercussioni sulla negoziazione di nuovi contratti a lungo termine, comportando un aumento notevole, benché meno

³ L'Harpex, un indicatore delle tariffe di trasporto via container a livello mondiale, si è mantenuto più o meno stabile, a livelli relativamente inferiori, negli anni antecedenti la diffusione della pandemia di COVID-19. Tuttavia nel primo trimestre del 2021 è aumentato fino a superare il livello massimo mai raggiunto sino ad allora, che risale al secondo trimestre del 2005, e già nel terzo trimestre dell'anno ha raggiunto un livello superiore al doppio di tale picco.

⁴ Secondo un'analisi econometrica basata su un modello autoregressivo vettoriale strutturale, l'aumento dei costi del trasporto marittimo osservato all'inizio del 2020 è dovuto ai vincoli dal lato dell'offerta, mentre quello registrato alla fine dello stesso anno è stato principalmente determinato dalla forte ripresa della domanda mondiale. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo* nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

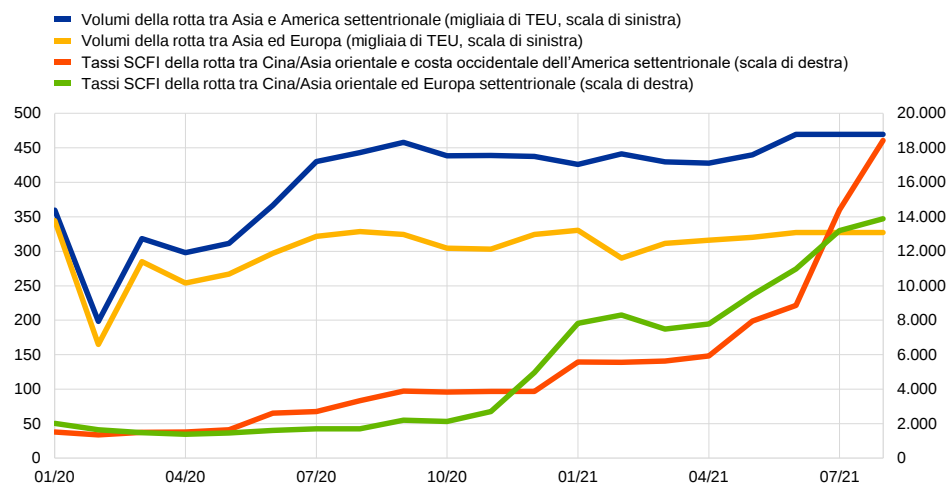
⁵ Cfr. Khasawneh, R. e Xu, M., "China-U.S. container shipping rates sail past \$20,000 to record", Reuters, agosto 2021.

pronunciato, delle tariffe di trasporto per contratti a lungo termine, rispetto ai contratti basati su tariffe spot⁶.

Grafico B

Capacità e tariffe del trasporto marittimo

(capacità di carico settimanale in TEU e tariffe di trasporto spot in USD)



Fonti: CTS, Bloomberg, Freightos ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: "TEU" (twenty-foot equivalent units) indica le unità di capacità di carico equivalenti a venti piedi, mentre "SCFI" sta per "Shanghai Containerized Freight Index". Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2021.

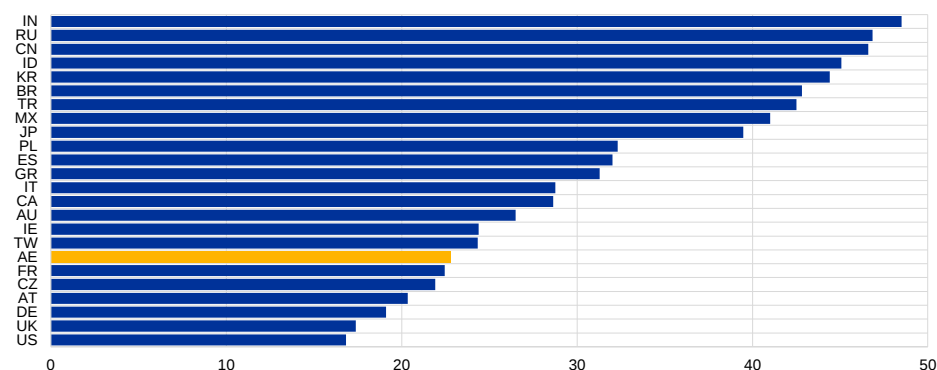
I paesi dell'area dell'euro e dell'UE sono tra i più colpiti dalle strozzature legate al trasporto marittimo e agli input, come mostrato dall'indice PMI sui tempi di consegna dei fornitori. Il grafico C mostra che i tempi di consegna da parte dei fornitori si sono confermati dilatati in agosto in quasi tutti i paesi, interessando in particolare quelli appartenenti all'UE, gli Stati Uniti, il Regno Unito e Taiwan. L'elenco dei paesi rispecchia l'effetto congiunto di diversi fattori: 1) composizione merceologica sbilanciata verso i settori colpiti (ad esempio autovetture per l'area dell'euro, beni elettronici per Taiwan); 2) condizioni di forte domanda; 3) gravità delle criticità legate a trasporti e logistica; 4) specifiche circostanze avverse, quali eventi meteorologici estremi in alcuni paesi; 5) politiche relative alle scorte (ad esempio l'accumulo di microprocessori e metalli in Cina).

⁶ Cfr. Sand, P., "Container shipping: records keep falling as industry enjoys best markets ever", BIMCO, giugno 2021.

Grafico C

Tempi di consegna da parte dei fornitori per paese

(indice di diffusione)



Fonte: Markit.

Note: nel grafico sono illustrati i dati relativi ad agosto 2021. Il paese all'estremità inferiore dell'elenco è caratterizzato dai tempi di consegna più lunghi. "AE" indica "area dell'euro".

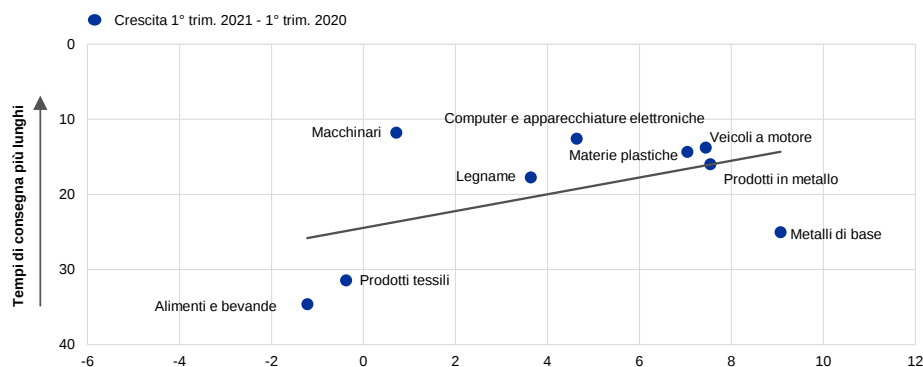
Nell'area dell'euro i comparti orientati all'esportazione che hanno registrato la ripresa più veloce sono interessati dalle carenze più gravi dal lato dell'offerta (cfr. il grafico D). In particolare i vincoli dal lato dell'offerta

hanno interessato le esportazioni di veicoli a motore, beni elettronici e prodotti in metallo – che fino al primo trimestre del 2021 erano cresciute notevolmente rispetto allo stesso periodo del 2020 – rallentando la prolungata espansione di questi settori. Ciò sottolinea il ruolo svolto dalla forte domanda nella dilatazione dei tempi di consegna da parte dei fornitori. I ritardi hanno riguardato anche il settore dei macchinari, che necessita di input quali attrezzature elettroniche e prodotti in metallo.

Grafico D

Esportazioni al di fuori dell'area dell'euro e tempi di consegna da parte dei fornitori per settore

(incremento percentuale sul periodo corrispondente in valori; indice PMI di diffusione)



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

Note: un valore inferiore sull'asse verticale indica tempi di consegna più lunghi. I dati delle esportazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021 e i dati dei tempi di consegna da parte dei fornitori si riferiscono a maggio 2021. La linea di regressione rappresenta la relazione tra i dati relativi ai tempi di consegna e la crescita di questi settori tra il primo trimestre del 2020 e il primo trimestre del 2021.

Un'analisi empirica che impiega dati panel a livello di singolo paese identifica e quantifica l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta sulla crescita delle

esportazioni oltre al ruolo svolto dalle condizioni della domanda. Si stima una regressione dei tassi di crescita mensile dei volumi delle esportazioni per un panel composto da 23 paesi su un indicatore che approssima le strozzature. L'indice PMI dei tempi di consegna da parte dei fornitori è impiegato per rilevare l'entità delle strozzature dal lato dell'offerta, mentre le importazioni di input intermedi da parte di settori interessati da strozzature sono usate per misurare l'esposizione di ogni paese a turbative da lato dell'offerta. Per stimare l'impatto sulla crescita delle esportazioni si includono in una regressione (con effetti fissi geografici e temporali) l'impatto sulla crescita delle esportazioni, l'indice PMI, la quota di input importati da parte di settori interessati da strozzature e la relativa interazione, al fine di considerare gli effetti delle interruzioni della catena di approvvigionamento. Sono inclusi anche gli indici PMI dei nuovi ordinativi dall'estero specifici per paese (per misurare la domanda estera), nonché i valori passati della variabile dipendente⁷. Inoltre si considera che soltanto i paesi il cui indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori devia in misura sostanziale dal livello medio subiscano ripercussioni concrete dovute alle strozzature. Questa impostazione consente di appurare se le strozzature relative all'importazione di input stiano avendo un impatto negativo sulla crescita delle esportazioni. In sintesi, ci si attende che le esportazioni di un paese risentano negativamente dei lunghi tempi di consegna da parte dei fornitori e che tale impatto sia maggiore laddove la quota delle importazioni di input intermedi dai settori interessati dalle strozzature sia più elevata.

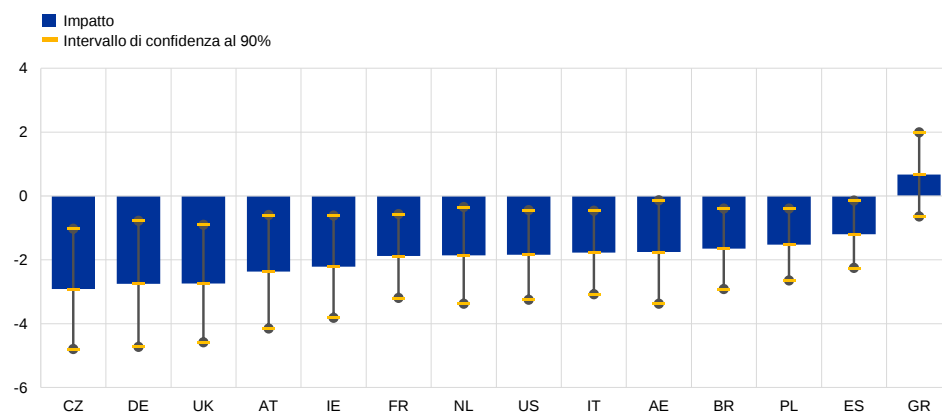
Le stime confermano che le strozzature dal lato dell'offerta hanno avuto effetti negativi sulla crescita delle esportazioni di beni e che l'impatto è maggiore per i paesi con esposizioni più consistenti nei confronti dei settori interessati da tali strozzature. Il grafico E evidenzia gli effetti delle strozzature dal lato dell'offerta nei vari paesi. L'elenco è ordinato sia in base alla gravità delle strozzature (ad esempio la dilatazione dei termini di consegna), sia in base all'entità dell'esposizione ai settori interessati da tali strozzature. La maggior parte dei paesi appartengono all'UE e si stima che gli effetti più gravi riguardino paesi grandi dell'area dell'euro e paesi dell'UE non appartenenti all'area; è molto probabile che questi ultimi siano interessati da interconnessioni nelle catene di approvvigionamento in settori particolarmente colpiti (ad esempio il comparto automobilistico).

⁷ Al fine di calcolare la quota degli input importati direttamente e indirettamente da settori interessati dalle strozzature rispetto al totale degli input importati, si impiegano le tavole input-output della Banca asiatica di sviluppo (Asian Development Bank, ADB). I settori interessati dalle turbative dal lato dell'offerta sono quelli che si occupano di: macchinari, apparecchiature elettriche e ottiche, mezzi di trasporto, trasporto via terra, per via navigabile, per via aerea e altri servizi di trasporto.

Grafico E

Impatto delle strozzature dal lato dell'offerta sui paesi interessati

(effetti medi sulla crescita mensile delle esportazioni di beni; punti percentuali)



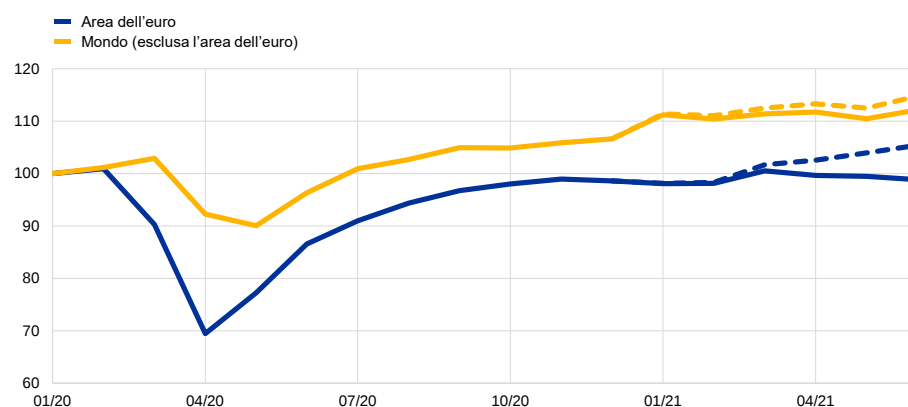
Fonti: CPB, Markit, tavole di dati input-output multiregionali (MRIO) della Banca asiatica di sviluppo (Asian Development Bank, ADB) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: "AE" indica "area dell'euro".

Le carenze totali stimate relative al livello di esportazioni di beni ammontano al 6,7 per cento per l'area dell'euro e al 2,3 per il mondo intero. Il grafico F mostra l'andamento controfattuale delle esportazioni esterne all'area dell'euro e mondiali (esclusa l'area). Secondo l'analisi, le esportazioni di beni dell'area sarebbero state maggiori del 6,7 per cento in assenza di strozzature dal lato dell'offerta. Le esportazioni di beni mondiali (esclusa l'area dell'euro) sarebbero state maggiori del 2,3 per cento. Benché i consumatori, con la graduale riapertura delle attività economiche, abbiano iniziato a riorientare i propri acquisti verso i servizi, le turbolenze dal lato dell'offerta non stanno ancora mostrando segni di normalizzazione. Inoltre la recrudescenza di casi di COVID-19 in Asia sta esercitando ulteriori pressioni sul trasporto marittimo e sulla gestione delle merci, nonché su settori già in difficoltà per le strozzature dal lato dell'offerta, come il settore automobilistico e quello dei semiconduttori.

Grafico F

Perdite stimate in termini di esportazioni di beni

(indice: gennaio 2020 = 100)



Fonti: CPB, Markit, tavole di dati input-output multiregionali (MRIO) della Banca asiatica di sviluppo (Asian Development Bank, ADB) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le linee tratteggiate mostrano l'andamento stimato delle esportazioni in assenza di strozzature dal lato dell'offerta.

Prezzi delle quote di emissione dell'UE nell'ambito del piano d'azione della BCE per i cambiamenti climatici

a cura di Giovanna Bua, Daniel Kapp, Friderike Kuik ed Eliza Lis

Nel suo piano d'azione per i cambiamenti climatici, la BCE si è impegnata ad accelerare lo sviluppo di nuovi modelli e a condurre analisi teoriche ed empiriche per monitorare le implicazioni per l'economia del cambiamento climatico e delle politiche adottate per farvi fronte¹. Come prima fase nella Tabella di marcia dettagliata delle iniziative volte a gestire il cambiamento climatico, la BCE prevede di includere ipotesi tecniche sulla fissazione dei prezzi delle emissioni di carbonio nell'ambito delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE². Una tale integrazione delle ipotesi tecniche attualmente impiegate fornirà la base per ampliare i modelli economici utilizzati per le proiezioni. In tale contesto, il presente riquadro sintetizza l'origine e le caratteristiche fondamentali del sistema dell'UE deputato allo scambio di quote di emissione (EU Emissions Trading System, EU ETS), che stabilisce il prezzo delle quote delle emissioni di carbonio.

Il sistema ETS dell'Unione europea è il mercato sul quale vengono scambiate le quote di emissione dell'UE, ciascuna delle quali conferisce al detentore un diritto di emissione di una tonnellata di anidride carbonica equivalente (CO₂).

Il sistema costituisce un importante strumento di politica dell'UE per ridurre le emissioni dei gas a effetto serra e riguarda circa 10.000 imprese del settore energetico e manifatturiero, nonché le compagnie aeree che operano tra aeroporti situati nello Spazio economico europeo (SEE). Nel complesso, circa il 40 per cento delle emissioni di gas a effetto serra dell'UE è soggetto al sistema ETS. Nel luglio 2021 è stata proposta una revisione di tale sistema nel contesto dell'ambizioso pacchetto "Pronti per il 55%" ("Fit for 55"), che mira, insieme ad altre misure di politica economica, a ridurre del 55 per cento le emissioni complessive di gas a effetto serra entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990³.

L'ETS dell'UE è un sistema basato sulla limitazione e sullo scambio ("cap and trade") delle emissioni; al suo interno viene stabilito un tetto massimo alla

¹ Cfr. il comunicato stampa *La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria*, BCE, 8 luglio 2021. Cfr. anche "Climate change and monetary policy in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 271, BCE, settembre 2021, che riassume i contributi forniti dagli esperti alle deliberazioni assunte dal Consiglio direttivo nel contesto del riesame della strategia di politica monetaria della BCE.

² Cfr. "Tabella di marcia dettagliata delle iniziative relative al cambiamento climatico", allegata al comunicato stampa *La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria*, BCE, 8 luglio 2021.

³ Cfr. la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Pronti per il 55%": realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica (COM(2021)/550 final) per una panoramica del pacchetto; e la Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica della Direttiva 2003/87/CE che istituisce un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nell'Unione, della Decisione (UE) 2015/1814 relativa all'istituzione e al funzionamento di una riserva stabilizzatrice del mercato nel sistema dell'Unione per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra e del Regolamento (UE) 2015/757 (COM(2021)/551 final) per le proposte di modifica del sistema ETS.

quantità totale di gas a effetto serra che possono essere emessi annualmente dagli operatori economici interessati. Il livello del massimale determina il numero di quote di emissione disponibili nel sistema e viene ridotto nel tempo al fine di conseguire una graduale diminuzione delle emissioni e raggiungere la neutralità carbonica entro il 2050. Le quote di emissione sono assegnate agli aderenti a titolo gratuito o tramite una procedura di asta nei limiti fissati dal massimale. Ogni anno le società e le altre entità economiche devono “restituire” una quota di emissione per ogni tonnellata di CO₂ equivalente prodotta nel corso dell’anno. Un aderente che superi la quota di emissione assegnata deve acquistare altre quote sul mercato ETS; se, al contrario, riduce le proprie emissioni al di sotto del livello consentito o assegnato, può conservare le quote in eccesso per coprire esigenze future o può vendere tali quote sul mercato⁴.

Il sistema ETS dell’UE è entrato in funzione nel 2005 ed è stato attuato in “fasi” diverse, riducendo gradualmente il massimale e ampliando al tempo stesso il suo campo di applicazione in termini di paesi, settori e tipo di emissioni di gas a effetto serra incluse (cfr. la tavola A)⁵. Le prime due fasi si sono caratterizzate per un elevato numero di assegnazioni gratuite e spesso anche per il disallineamento tra domanda e offerta, attribuibile in particolar modo alla crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2008. Le due fasi più recenti sono invece state accompagnate dall’aumento della porzione di quote di emissione messe all’asta anziché assegnate, dall’armonizzazione delle regole, dalla riduzione del tetto massimo annuale per le emissioni e da riforme del mercato tese a correggere l’eccesso di offerta mediante il differimento delle quote in sovrannumero, ossia il rinvio delle aste senza riduzione del numero totale di quote da assegnare nell’ambito di tali procedure, e l’assorbimento delle quote di emissione in una riserva stabilizzatrice del mercato (Market Stability Reserve, MSR). A tale riguardo, la revisione della direttiva relativa al sistema EU ETS⁶ annunciata nel 2018 ha comportato una sostanziale riduzione dell’eccedenza delle quote di emissione.

⁴ Per informazioni più dettagliate sul sistema ETS dell’UE, cfr. i *Carbon Market Report* pubblicati annualmente dalla Commissione europea.

⁵ Per maggiori informazioni sull’evoluzione del sistema ETS dell’UE, cfr. “*Development of EU ETS (2005-2020)*”, Commissione europea.

⁶ Cfr. la *Direttiva (UE) 2018/410 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2018, che modifica la Direttiva 2003/87/UE per sostenere una riduzione delle emissioni più efficace sotto il profilo dei costi e promuovere investimenti a favore di basse emissioni di carbonio e la Decisione (UE) 2015/1814 (GU L 76 del 19.3.2018, pag. 3). Cfr. anche la Direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 ottobre 2003 che istituisce un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nella Comunità e che modifica la Direttiva 96/61/CE del Consiglio (GU L 275 del 15.10.2003, pag. 32).*

Tavola A

Le quattro fasi del sistema EU ETS

FASE 1: 2005-2007	FASE 2: 2008-2012
- Ambito geografico: UE27 - Massimale: nessuna riduzione lineare - Quote di emissione: gratuite - Ambito settoriale: centrali elettriche e impianti di combustione, raffinerie di petrolio, forni da coke, impianti per la lavorazione del ferro e dell'acciaio, industria del cemento, del vetro, della calce, dei mattoni, della ceramica, della polpa per carta, della carta e del cartone. - Caratterizzata da un eccesso di offerta di quote di emissione che alla fine della fase ha fatto scendere a zero il loro prezzo	- Ambito geografico: UE27 + Norvegia, Islanda e Liechtenstein - Massimale: nessuna riduzione lineare - Quote di emissione: prevalentemente gratuite - Ambito settoriale: estensione al settore aereo nel 2012 - Squilibrio tra domanda e offerta determinato dalla crisi finanziaria del 2008 che ha ridotto l'attività industriale e le emissioni dei paesi dell'UE
FASE 3: 2013-2020	FASE 4: 2021-2030
- Ambito geografico: adesione della Croazia al sistema EU ETS - Massimale: definizione di un tetto a livello dell'UE, ridotto dell'1,74% ogni anno - Quote di emissione: progressivo passaggio alla procedura di asta; quote di emissione gratuite distribuite tramite indicatori di riferimento armonizzati (le imprese "più verdi" ottengono quote gratuite) - Ambito settoriale: impianti di cattura e stoccaggio del carbonio, produzione di prodotti petrolchimici, ammoniaca, metalli ferrosi e non ferrosi, gesso, alluminio e acido nitrico, adipico e glicosilico inclusi (a varie soglie) - Introduzione di meccanismi di mercato per correggere gli squilibri tra domanda e offerta (rinvio delle quote di emissione in eccesso fino al 2019-2020, quote non assegnate trasferite a una MSR) - Entrata in vigore della versione rivista della direttiva relativa al sistema EU ETS per la quarta fase	In vigore: - Ambito geografico: uscita del Regno Unito dal sistema EU ETS - Massimale: aumento del fattore di riduzione annuale dall'1,74% al 2,2% - Raddoppio dell'immissione nell'MSR (dal 12% al 24%) fino al 2023 - Dal 2023 limitazione delle quote di emissione detenute nell'MSR, invalidazione dei volumi in eccesso Proposte nell'ambito del pacchetto "Pronti per il 55%": - Massimale: crescita del fattore di riduzione dal 2,2% al 4,2% - Quote di emissione: quote gratuite subordinate agli sforzi in materia di decarbonizzazione; riduzione graduale delle quote gratuite - Ambito settoriale: inclusione dei trasporti marittimi nel sistema EU ETS - Introduzione di un sistema di scambio di quote di emissione separato per le emissioni prodotte nei settori dell'edilizia e del trasporto stradale - Immissione nell'MSR stabile al 24%

Il prezzo delle quote di emissione negoziate nell'ambito del sistema ETS dell'UE è aumentato, passando dagli 8 euro per tonnellata di CO₂ equivalente all'inizio del 2018 a circa 60 euro negli ultimi tempi (cfr. il grafico A).

Tra le principali determinanti della dinamica del prezzo a medio termine si annoverano l'introduzione della riserva stabilizzatrice del mercato e la riduzione più repentina del numero di quote di emissione messe a disposizione dall'UE alle imprese interessate dal sistema ETS. Inoltre, come indicato in precedenza, la revisione operata nel 2018 della direttiva relativa al sistema EU ETS, che ha definito il quadro di riferimento per il quarto periodo di negoziazione dal 2021 al 2030, sembra aver accresciuto la credibilità del sistema. È probabile che, recentemente, all'aumento dei prezzi abbiano contribuito la percezione di un passaggio verso politiche climatiche più rigorose a livello mondiale e la possibilità di una cessazione anticipata dell'assegnazione a titolo gratuito delle quote di emissione, delineata nel pacchetto "Pronti per il 55%", così come l'annuncio del Green Deal europeo⁷ e i successivi rinvii nel 2021 delle procedure di asta nell'ambito del sistema EU ETS. Al di là dei cambiamenti che hanno interessato la struttura del mercato, l'impennata

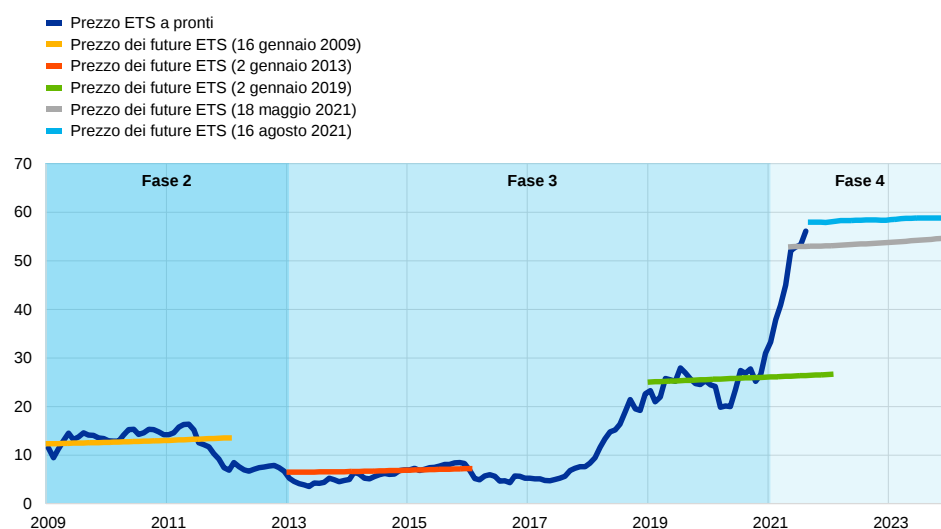
⁷ Cfr. "Un Green Deal europeo", Commissione europea.

dei prezzi potrebbe riflettere anche un aumento della domanda di energia legata alle dinamiche meteorologiche e alla riapertura dell'economia dopo la fine delle restrizioni dovute alla pandemia di coronavirus (COVID-19), nonché le speculazioni di alcuni operatori di mercato che stanno assumendo posizioni lunghe nel mercato ETS in previsione di ulteriori aumenti dei prezzi nei prossimi mesi. Finora, i prezzi dei contratti future sono rimasti relativamente stabili, pur mostrando un lieve andamento al rialzo. Ciò è dovuto principalmente alla possibilità di conservare le quote di emissione eccedenti per soddisfare future esigenze, creando un forte legame tra i prezzi a pronti e prezzi dei contratti future. Il costo di conservazione di tali quote è limitato e dal loro possesso non deriva alcun beneficio evidente, al contrario di quanto avviene nel caso delle materie prime fisiche. Pertanto, la principale differenza tra un contratto a pronti e un contratto future relativo a quote di emissione risiede nel costo opportunità della cifra versata per una quota a pronti⁸.

Grafico A

Quote di emissione dell'UE – Prezzi a pronti e sui contratti future per il sistema ETS

(euro per tonnellata metrica)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: i prezzi annuali relativi ai contratti future per il sistema ETS dell'UE sono calcolati come media dei prezzi dei contratti future trimestrali per ciascun anno. Ultime osservazioni: agosto 2021 per i prezzi a pronti relativi al sistema ETS (dati mensili) e dicembre 2023 per i prezzi dei contratti future sul sistema ETS (dati trimestrali).

Finora, verosimilmente i prezzi delle quote di emissione hanno avuto influito solo sull'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC, in particolare sui prezzi dell'elettricità, a causa dell'assegnazione gratuita di quote negli altri settori e della copertura ancora limitata del comparto. Nel 2020, tra i vari paesi, la maggior parte delle quote di emissione per gli impianti industriali nel settore

⁸ È possibile che in futuro l'inclinazione della curva cambi. Ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, se il *convenience yield* (il rendimento derivante dallo stoccaggio delle quote), attualmente lievemente negativo, divenisse più negativo. Ciò potrebbe verificarsi nel caso in cui i detentori di quote di emissione fisiche si preoccupassero di modifiche alle regole capaci di ridurre il valore di tali quote fisiche, senza alterare il valore dei contratti future. Una preoccupazione che alcuni operatori di mercato sembrano avere a tale riguardo è che le autorità di regolamentazione potrebbero limitare il diritto di trasferire quote di emissione da un anno all'altro. Cfr. anche Bredin, D. e Parsons, J. (2016), "Why is Spot Carbon so Cheap and Future Carbon so Dear? The Term Structure of Carbon Prices", *The Energy Journal*, vol. 37, n. 3, 2016.

manifatturiero e nel settore aereo all'interno del SEE è stata efficacemente assegnata a titolo gratuito, mentre la maggior parte delle quote relative all'uso di combustibili fossili è stata attribuita attraverso procedure di asta (cfr. il grafico B). La recente impennata dei prezzi delle quote di emissione è percepita come una causa dei rincari dell'energia elettrica osservati negli ultimi tempi in alcuni paesi dell'area dell'euro. Ciò vale in particolare ove i prezzi dell'elettricità non sono regolamentati, o lo sono solo in parte, e le famiglie optano per tariffe variabili⁹. In altri paesi, presumibilmente, i prezzi dell'energia elettrica reagiscono con uno scarto temporale poiché sono regolamentati o meno influenzati grazie alla produzione di energia elettrica a basse emissioni di carbonio¹⁰. Nel più lungo periodo, l'impatto diretto dei prezzi delle quote di emissione sull'inflazione dipenderà anche dal ritmo della decarbonizzazione, compresa la transizione dalla produzione elettrica attraverso combustibili fossili ad alta intensità di carbonio a quella ricavata da fonti neutrali alle emissioni di carbonio. Secondo i dati Eurostat, la quota di combustibili fossili utilizzate nella produzione di energia elettrica nell'UE è diminuita da circa il 45 per cento nel 2018 al 40 per cento nel 2020, ma presenta notevoli differenze da un paese all'altro. Tuttavia, quest'anno la produzione di energia elettrica dal carbone è aumentata, nonostante l'aumento dei prezzi delle quote di emissione, il che probabilmente riflette i prezzi attualmente elevati del gas. Nel complesso, il rischio che i prezzi delle quote di emissione nell'ambito dell'attuale sistema ETS dell'UE si traducano in un significativo rialzo dell'inflazione complessiva nel breve periodo appare limitato, poiché finora ne ha risentito soprattutto la componente energetica dello IAPC.

In prospettiva, in linea con il piano d'azione recentemente annunciato dalla BCE, queste e altre politiche di mitigazione dei cambiamenti climatici dovranno essere ulteriormente analizzate in relazione alle loro implicazioni per l'inflazione e il prodotto. Ciò richiederà un ulteriore sviluppo della modellizzazione macroeconomica, che sarà essenziale per favorire la conduzione della politica monetaria.

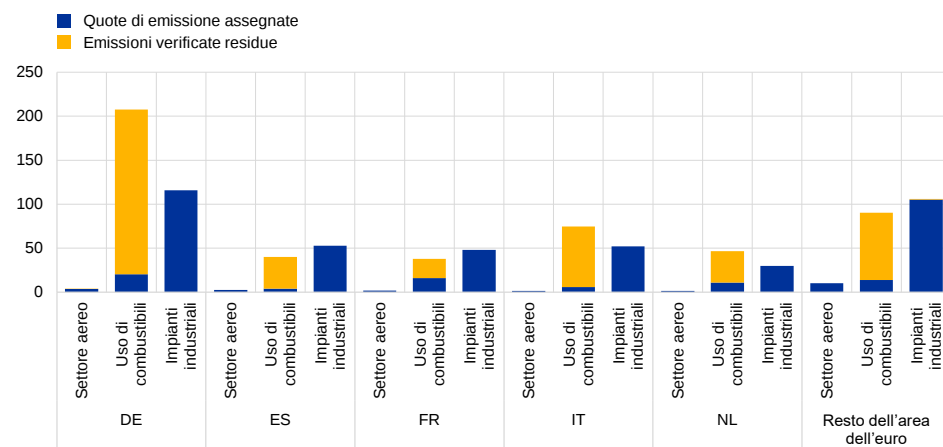
⁹ Cfr. Pacce, M., Sánchez, I. e Suárez-Varela, M., "Recent developments in Spanish retail electricity prices: the role played by the cost of CO2 emission allowances and higher gas prices", *Occasional Paper*, n. 2120, Banco de España, 2021.

¹⁰ La quota di elettricità generata attraverso energie rinnovabili o nucleari a basse emissioni di carbonio varia considerevolmente tra i diversi paesi dell'area dell'euro e, di conseguenza, anche quella dell'elettricità prodotta attraverso combustibili fossili. Cfr., ad esempio, *Energy, transport and environment statistics*, Eurostat, 2020.

Grafico B

Quote di emissione assegnate ed emissioni residue le cui quote devono essere acquistate, per settore

(milioni di tonnellate di CO₂ equivalente, 2020)



Fonti: Agenzia europea dell'ambiente ed elaborazioni della BCE.

Note: le emissioni verificate residue sono calcolate come differenza tra il totale delle emissioni verificate e le quote di emissione assegnate. Le emissioni derivanti dagli impianti industriali sono la somma delle emissioni di tutti i settori industriali inclusi. La copertura delle emissioni verificate per quote assegnate varia a seconda dei settori industriali: le emissioni di alcuni settori non sono interamente coperte dalle quote assegnate, mentre quelle di altri settori sono inferiori alle quote assegnate.

Articoli

1 Ore lavorate nell'area dell'euro

a cura di Vasco Botelho, Agostino Consolo e António Dias da Silva

1 Introduzione

Il presente articolo analizza l'evoluzione delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro alla luce della loro rilevanza in termini di contributo del lavoro alla produzione di beni e servizi e di capacità del mercato occupazionale di adeguarsi agli andamenti macroeconomici¹.

Vengono innanzitutto illustrati i fattori alla base del calo tendenziale delle ore lavorate per occupato negli ultimi 25 anni. Successivamente viene esaminata l'importanza delle ore lavorate per occupato ai fini dell'adeguamento del mercato del lavoro durante le fasi di espansione e ripresa economica. Il calo di lungo periodo delle ore lavorate per occupato può influire sull'input di lavoro, a seconda della sua interazione con la partecipazione al mercato del lavoro. Le variazioni cicliche delle ore lavorate per occupato consentono una certa flessibilità durante le fasi di rallentamento economico poiché, in caso di shock avversi alla redditività delle imprese interessate, queste ultime possono gestire i costi legati al lavoro riducendo le ore lavorate anziché l'occupazione (tesaurizzazione del lavoro). Il contributo della media delle ore lavorate all'adeguamento al ciclo economico influisce sulla misurazione della robustezza e della capacità produttiva inutilizzata del mercato del lavoro. Si tratta di una determinante importante delle dinamiche salariali e dell'inflazione dei prezzi, rilevante ai fini della conduzione della politica monetaria.

Il calo delle ore lavorate per occupato è un fenomeno di lungo periodo.

Tra il 1870 e il 1973 le ore annue lavorate per occupato sono diminuite di oltre mille unità in Francia, Germania, Italia e nei Paesi Bassi². Un andamento analogo si è verificato in altre economie come Australia, Canada, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Il ritmo della flessione è lievemente rallentato dopo il 1973 divenendo più disomogeneo tra i vari paesi. Tale calo di lungo periodo delle ore lavorate per occupato è riconducibile a vari fattori, tra cui il progresso tecnologico come comune

¹ Nell'intero articolo si attinge da due principali fonti di dati relativamente alle ore lavorate per occupato. La prima è costituita dai dati di contabilità nazionale dell'Eurostat, che contengono informazioni sull'occupazione complessiva e sulle ore lavorate totali. Il totale delle ore lavorate per occupato è ottenuto dividendo le ore lavorate totali per l'occupazione complessiva. La seconda fonte è l'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea (EU-LFS), che raccoglie informazioni sul "numero di ore settimanali lavorate per contratto" e sul "numero di ore effettivamente lavorate nella settimana di riferimento" (traduzioni non ufficiali). Il numero di ore settimanali lavorate per contratto comprende tutte le ore, comprese le ore di lavoro straordinario (retribuite o non retribuite) che una persona lavora normalmente. Il numero di ore effettivamente lavorate durante la settimana di riferimento corrisponde a tutte le ore lavorate, compresi gli straordinari, indipendentemente dal fatto che siano state retribuite o meno.

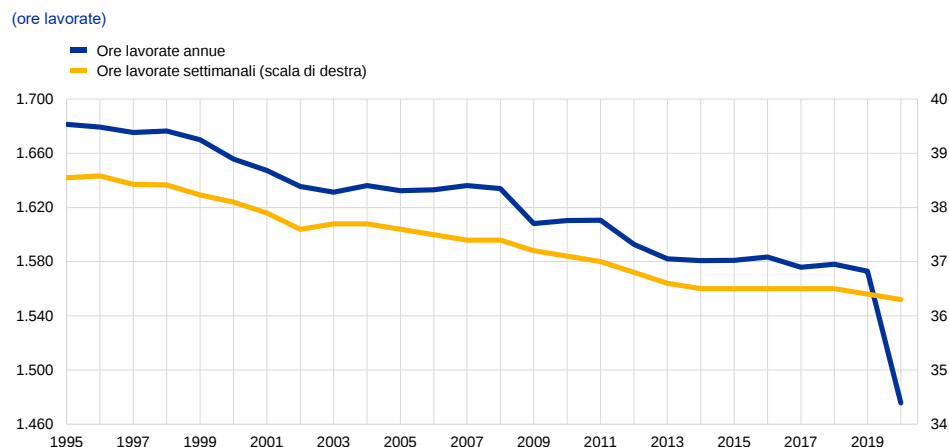
² Dati raccolti in Maddison, A., *The World Economy: A Millennial Perspective*, OCSE, 2001. Più specificamente, nel 1870 le ore annuali lavorate per occupato erano pari a 2.945 in Francia, 2.841 in Germania, 2.886 in Italia e 2.964 nei Paesi Bassi. Nel 1973 esse erano diminuite a 1.771 in Francia, 1.804 in Germania, 1.612 in Italia e 1.751 nei Paesi Bassi.

denominatore o addirittura come fenomeno abilitante³. Di fatto, il progresso tecnologico negli ultimi 150 anni ha modificato la natura dell'attività produttiva generando un elevato numero di posti di lavoro nel settore dei servizi. I rapidi incrementi di produttività così ottenuti hanno consentito un aumento delle retribuzioni e un calo del costo delle attività ricreative, modificando l'allocazione ottimale del tempo tra lavoro e tempo libero. Il presente articolo si concentra sugli ultimi 25 anni fornendo un'analisi dettagliata dell'andamento delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro.

Tra il 1995 e il 2019 le ore annue lavorate per occupato nell'area dell'euro sono diminuite di oltre cento unità. Su base settimanale, le ore lavorate per occupato nell'area dell'euro sono scese da 38,6 nel 1995 a 36,4 nel 2019 (cfr. il grafico 1). A causa della pandemia di coronavirus (COVID-19) il calo delle ore lavorate per addetto è stato particolarmente marcato nel 2020, anche se tale riduzione dovrebbe essere soltanto di natura per lo più temporanea. Inoltre, pur avendo interessato il numero di ore effettivamente lavorate nell'area dell'euro, la pandemia non ha comportato variazioni significative della durata contrattuale della settimana lavorativa dell'occupato medio nel 2020 rispetto al periodo precedente la pandemia.

Grafico 1

Ore lavorate per occupato



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

Note: per la definizione delle due misure delle ore lavorate impiegate ai fini del presente grafico cfr. la nota 1 a piè di pagina. Lo scarto nell'andamento delle due misure delle ore lavorate per occupato nel 2020 potrebbe riflettere l'impatto temporaneo della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce al 2020.

Il calo delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro negli ultimi 25 anni è principalmente associato all'andamento della partecipazione alle forze di lavoro e dell'occupazione a tempo parziale. Da un punto di vista teorico, la riduzione delle ore lavorate per occupato potrebbe riflettere una riduzione delle ore lavorate a tempo pieno o parziale, come pure un aumento del lavoro a tempo parziale. Il principale fattore alla base del calo delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro negli ultimi 25 anni è l'incremento della quota del lavoro a tempo

³ Boppart, T. e Krusell, P., "Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective", *Journal of Political Economy*, vol. 128, n. 1, 2020. Secondo gli autori la ragione della tendenza alla diminuzione delle ore lavorate consiste nel fatto che l'effetto di reddito reso possibile dalla produttività supera di stretta misura l'effetto di sostituzione.

parziale. Dal punto di vista delle famiglie, una maggiore partecipazione alle forze di lavoro accresce il reddito aggregato e può determinare una diminuzione della media delle ore lavorate per via di alcuni effetti di reddito, come ad esempio il fatto che il reddito è più elevato se sono due i componenti della famiglia che lavorano e che potrebbero decidere di lavorare in media meno ore. Al tempo stesso, i sistemi di tassazione congiunta possono scoraggiare l'offerta di lavoro da parte di coloro che all'interno di un nucleo familiare percepiscono un reddito meno elevato, accrescendo la probabilità che queste persone decidano di lavorare a tempo parziale⁴. Sia gli effetti di reddito sia i sistemi di tassazione congiunta possono indurre una diminuzione delle ore lavorate per occupato; inoltre, il tempo dedicato al lavoro può variare anche in funzione di modifiche alla normativa e delle preferenze dei lavoratori stessi. Ad esempio, si sono verificate situazioni in cui modifiche alla regolamentazione in materia di orario di lavoro (ad esempio in Francia all'inizio degli anni 2000 con l'introduzione della settimana di 35 ore) si sono associate a variazioni nelle preferenze dei lavoratori, che hanno chiesto una riduzione delle ore settimanali lavorate anziché negoziare retribuzioni più elevate⁵. L'aumento della partecipazione alle forze di lavoro e della quota del lavoro a tempo parziale sono stati principalmente determinati da un più elevato tasso di partecipazione femminile alle forze di lavoro, dal momento che le donne sono coloro che più probabilmente assumono impieghi a tempo parziale. L'incremento della partecipazione femminile deriva in parte dalla transizione dalla produzione domestica all'economia di mercato (nota come mercatizzazione della produzione interna), fenomeno che si ritiene si sia verificato più tardi e in misura più limitata in Europa rispetto agli Stati Uniti⁶.

L'andamento delle ore lavorate per occupato è importante per misurare la robustezza del mercato del lavoro dell'area dell'euro nel corso del ciclo economico.

Le ripercussioni della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro hanno avuto effetti duraturi sull'input di lavoro misurato in termini di ore lavorate totali. Durante tale periodo di crisi, il mantenimento dei livelli occupazionali attraverso la riduzione delle ore lavorate ha limitato l'aumento della disoccupazione nell'area dell'euro. L'adeguamento delle ore lavorate è un elemento importante in qualsiasi analisi esaustiva dell'intensità e della tempistica delle fasi di

⁴ Per approfondimenti sul nesso tra ore lavorate per occupato e tassazione cfr. ad esempio Prescott, E.C., "Why Do Americans Work So Much More Than Europeans?", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, vol. 28, n. 1, 2004; Ohanian, L., Raffo, A. e Rogerson, R., "Long-term changes in labor supply and taxes: Evidence from OECD countries, 1956-2004", *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, numero 8, 2008, pagg. 1353-1362; e Bick, A., Brüggemann, B., Fuchs-Schündeln, N. e Paule-Paludkiewicz, H., "Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s", *Journal of International Economics*, vol. 118, sezione C, 2019, pagg. 44-62. Cfr. anche Eckstein, Z. e Wolpin, K.I., "Dynamic Labour Force Participation of Married Women and Endogenous Work Experience", *Review of Economic Studies*, vol. 56, n. 3, 1989, pagg. 375-390.

⁵ Tale richiesta concerne anche una maggiore flessibilità in termini di durata della settimana lavorativa e di programmazione dei congedi annuali. Altri atti normativi, come l'accordo quadro sul lavoro a tempo parziale (Direttiva 97/12/CE), hanno agevolato il ricorso a questa modalità lavorativa.

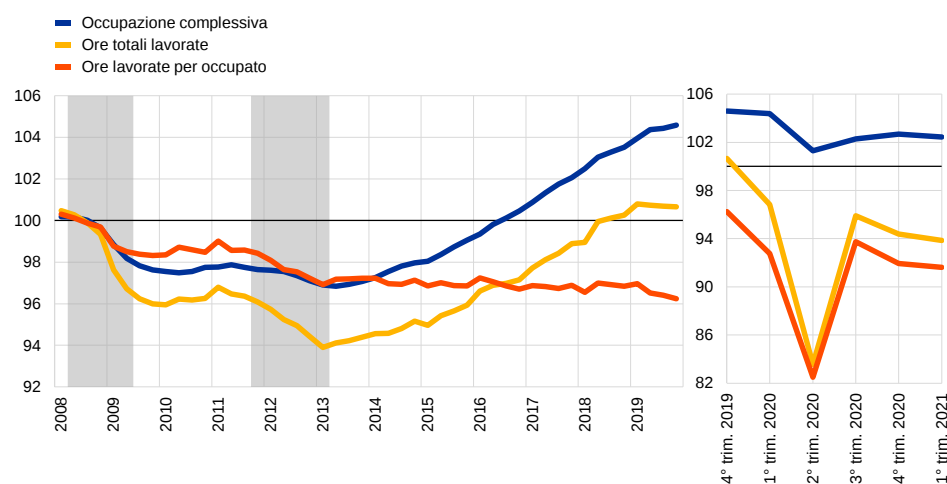
⁶ Con il concetto di mercatizzazione della produzione domestica ci si riferisce al passaggio da una produzione tradizionale all'interno dei nuclei familiari al mercato. Tale concetto comprende la preparazione degli alimenti, la cura dei figli, l'assistenza agli anziani e la pulizia della casa. Cfr. ad esempio, Freeman, R.B. e Schettkat, R., "Marketization of Household Production and the EU-US Gap in Work", *Economic Policy*, vol. 20, n. 41, 2005, pagg. 5-50; Fang, L. e McDaniel, C., "Home hours in the United States and Europe", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 17, numero 1, 2017, pagg. 1-27; e Bridgman, B., Duernecker, G. e Herrendorf, B., "Structural transformation, marketization, and household production around the world", *Journal of Development Economics*, vol. 133, sezione C, 2019, pagg. 102-126.

ripresa del mercato del lavoro, poiché il tasso di disoccupazione potrebbe non fornire una rappresentazione accurata dello stato del mercato del lavoro. Ad esempio, il numero di ore lavorate per occupato ha acquisito un'importanza ancora maggiore ai fini della capacità di adeguamento del mercato del lavoro alla pandemia di COVID-19, in quanto i paesi dell'area dell'euro hanno adottato misure di integrazione salariale volte a tutelare l'occupazione (cfr. il grafico 2)⁷.

Grafico 2

Ore lavorate e occupazione dalla crisi finanziaria mondiale

(indice: 2008 = 100)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

Note: le aree ombreggiate nel pannello di sinistra rappresentano le fasi di recessione nell'area dell'euro quali definite dallo [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#). Le ultime osservazioni relative al quarto trimestre del 2019 sono riportate nel pannello di sinistra, mentre nel pannello di destra sono rappresentate quelle relative al primo trimestre 2021.

2 Andamento a lungo termine delle ore lavorate

I cambiamenti strutturali intervenuti negli ultimi 25 anni hanno avuto un impatto considerevole sulle ore lavorate per occupato.

Fra tali cambiamenti figurano una più elevata percentuale di occupati nel settore dei servizi, una maggiore partecipazione femminile alle forze di lavoro, un aumento della quota del lavoro a tempo parziale e la senescenza della società⁸. L'aumento della partecipazione al mercato del lavoro ha contribuito all'aumento delle ore lavorate totali e delle ore lavorate pro capite⁹. Tuttavia, i nuovi assunti nel mercato del lavoro hanno contribuito a ridurre le ore lavorate per occupato dal momento che lavoravano meno ore. Nella presente sezione gli autori analizzano l'andamento delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro negli ultimi 25 anni, concludendo che la principale determinante del calo registrato è la maggiore partecipazione al mercato del lavoro

⁷ 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.

⁸ Un altro di questi cambiamenti è la polarizzazione del mercato del lavoro. Cfr. ad esempio, Dias da Silva, A., Laws, A. e Petroulakis, F., "Hours of work polarisation?", *Working Paper Series*, n. 2324, BCE, 2019.

⁹ Tra il 1995 e il 2019 le ore lavorate annue pro capite nell'area dell'euro sono cresciute da 696 a 738.

da parte delle donne, che si riflette anche in un aumento del rapporto tra occupazione e popolazione.

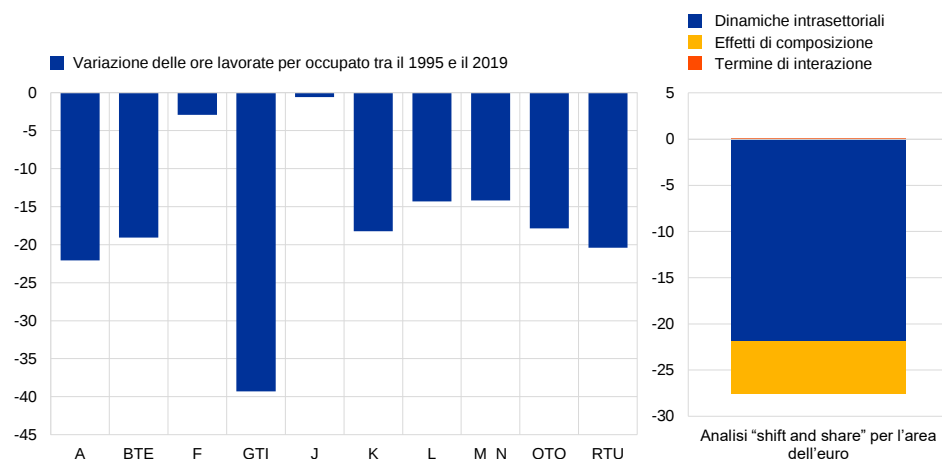
Le ore lavorate per occupato sono diminuite in tutti i settori, mentre lo spostamento dell'occupazione verso il terziario ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso su tale misura. Un'analisi delle componenti regionali e strutturali (Shift and Share Analysis, SSA) mostra che la maggior parte del calo di lungo periodo della media delle ore lavorate nell'area dell'euro è riconducibile a dinamiche intrasettoriali, dal momento che la media delle ore lavorate è diminuita nella maggior parte dei settori. Tuttavia, anche gli effetti di composizione contribuiscono a tale calo giacché rappresentano circa il 20 per cento della diminuzione delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro dal 1995 (cfr. il grafico 3). Questi effetti di composizione sono indotti da una flessione della percentuale di lavoratori occupati nel settore agricolo e industriale e da un corrispondente aumento della quota di occupazione nei servizi professionali e nelle attività amministrative e di supporto. La transizione dal settore manifatturiero a quello dei servizi è spesso definita “terziarizzazione” dell'economia, in quanto le imprese manifatturiere modificano i propri modelli di business per iniziare a vendere sia beni che servizi¹⁰. Più in generale, le differenze settoriali relativamente alle ore lavorate per occupato sono anche legate alle differenze tecnologiche tra i vari settori e alle diverse condizioni offerte dai datori di lavoro nei vari settori. La tecnologia comporta discrepanze tra i vari settori in termini di ore lavorate per occupato, dovute alla varietà dei metodi di produzione utilizzati a livello di impresa nei vari settori. La diversità delle condizioni offerte dai datori di lavoro nei vari settori dipende invece da variazioni della domanda di lavoro e del potere contrattuale dei lavoratori al momento della negoziazione dei contratti di lavoro.

¹⁰ La trasformazione strutturale subita dalla composizione industriale dell'economia, con il passaggio dal settore agricolo e manifatturiero a quello dei servizi, è documentata in Herrendorf, B., Rogerson, R. e Valentinyi, A., “[Growth and Structural Transformation](#)”, *Handbook of Economic Growth*, vol 2, 2014, pagg. 855-941. Per maggiori dettagli sulla “terziarizzazione” delle aziende manifatturiere francesi cfr. anche Crozet, M. e Milet, E., “[The Servitization of French Manufacturing Firms](#)”, in Fontagné, L. e Harrison A. (a cura di), *The Factory-Free Economy: Outsourcing, Servitization, and the Future of Industry*, capitolo 4, 2017.

Grafico 3

Calo delle ore lavorate per occupato a livello settoriale (SSA)

(ore lavorate)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

Note: A = agricoltura; BTE = industria; F = costruzioni; GTI = commercio all'ingrosso e al dettaglio; J = tecnologie dell'informazione e della comunicazione; K = attività finanziarie; L = settore immobiliare; M_N = servizi professionali e attività amministrative e di supporto; OTQ = servizi pubblici, compresi sanità e istruzione; RTU = altri servizi, tra cui servizi ricreativi e alla persona. Il termine di interazione è positivo ma molto contenuto, pertanto è appena visibile nel grafico.

Il calo delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro è stato accompagnato da un corrispondente aumento del rapporto tra occupazione e popolazione.

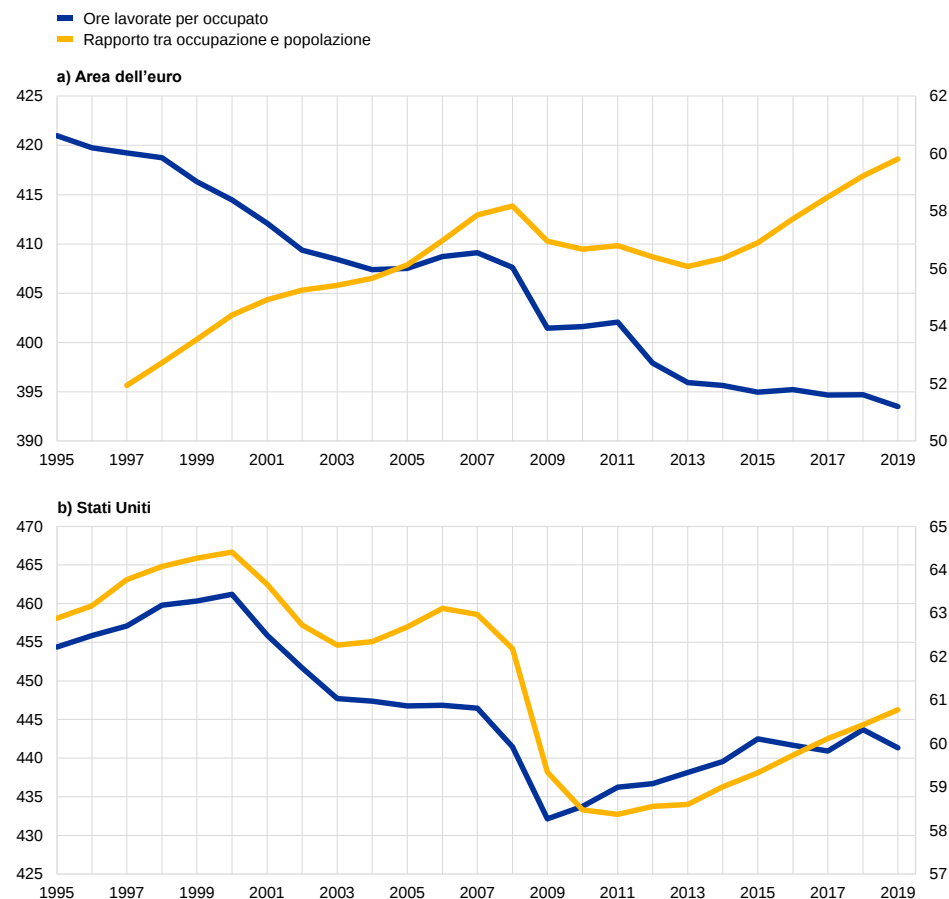
Il pannello a) del grafico 4 confronta il rapporto tra occupazione e popolazione con le ore lavorate per occupato a trimestre nell'area dell'euro. Come mostrato, negli ultimi 25 anni la significativa flessione delle ore lavorate è stata accompagnata da una maggiore partecipazione al mercato del lavoro (circa 8 punti percentuali), fattore che sembra evidenziare la presenza di effetti di sostituzione nel mercato del lavoro, dal momento che un numero maggiore di persone ha iniziato a lavorare ma per meno ore. Complessivamente, l'aumento del rapporto tra occupazione e popolazione e il calo della media delle ore lavorate suggeriscono anche l'esistenza di effetti di reddito e di variazioni di lungo periodo nelle decisioni relative all'offerta di lavoro adottate dalle famiglie nell'area dell'euro. Tale sostituibilità tra la media delle ore lavorate e la partecipazione al mercato del lavoro è una caratteristica peculiare dell'area dell'euro, non rilevabile dai dati relativi a questo periodo negli Stati Uniti, dove l'occupazione e le ore lavorate per occupato tendono ad avere un andamento analogo e dipendono principalmente dalle condizioni del ciclo economico (cfr. il pannello b) del grafico 4)¹¹. Inoltre, la riduzione delle ore lavorate per occupato negli ultimi 25 anni è stata più contenuta negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Tali differenze sottolineano l'importanza di un'attenta analisi delle ore lavorate per occupato nella valutazione del mercato del lavoro dell'area dell'euro.

¹¹ Malgrado le tendenze di lungo periodo che caratterizzano il rapporto tra occupazione e popolazione e le ore lavorate per occupato nell'area dell'euro e nonostante il fatto che tali tendenze non siano presenti negli Stati Uniti, l'adeguamento della media delle ore lavorate al ciclo è più marcato nei paesi dell'area rispetto agli Stati Uniti. Per maggiori dettagli in merito cfr. Dossche, M., Lewis, V. e Poilly, C., "Employment, hours and the welfare effects of intra-firm bargaining", *Journal of Monetary Economics*, vol. 104, pagg. 67-84. L'adeguamento al ciclo della media delle ore lavorate nell'area dell'euro è trattato in maniera più approfondita nella sezione 3 del presente articolo.

Grafico 4

Ore lavorate per occupato a trimestre e rapporto tra occupazione e popolazione

(scala di sinistra: ore lavorate per occupato a trimestre; scala di destra: valori percentuali)



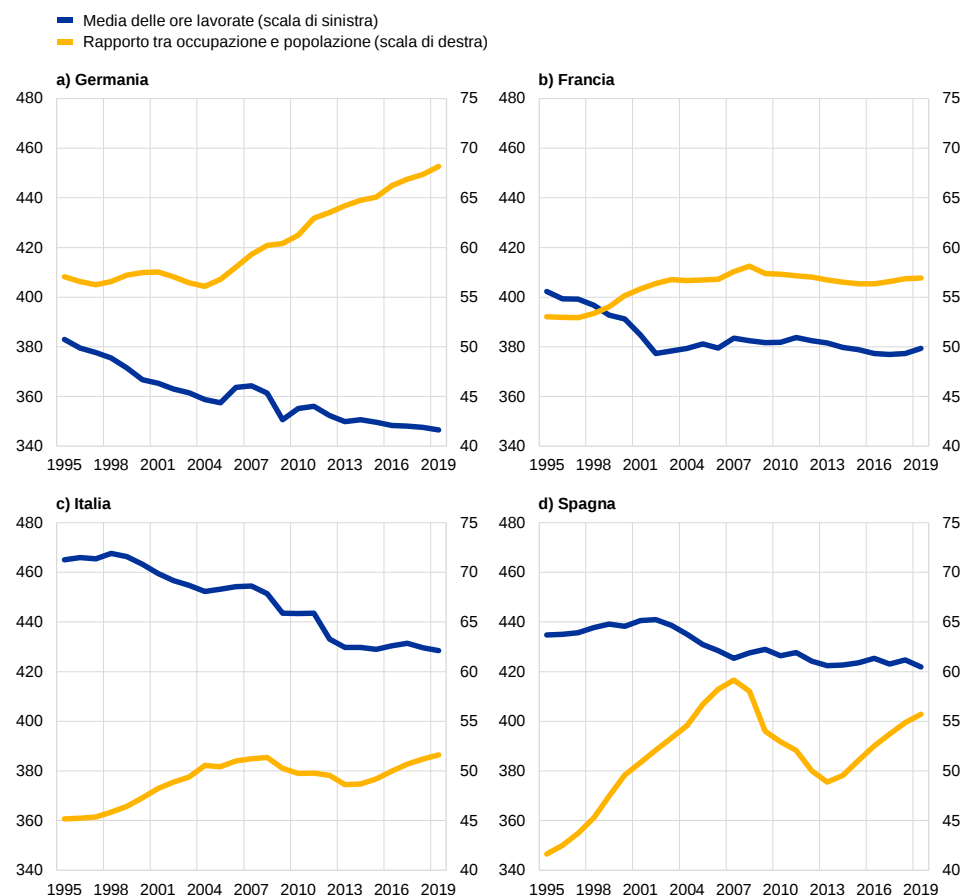
Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

Tutti i principali paesi dell'area dell'euro hanno registrato un calo di lungo periodo delle ore lavorate per occupato, anche se il numero di queste ultime non è omogeneo e presenta una correlazione negativa con il rapporto tra occupazione e popolazione. Il grafico 5 mostra come nei paesi con un numero relativamente più contenuto di ore lavorate per occupato il rapporto tra occupazione e popolazione sia relativamente più elevato (in Germania ad esempio), mentre nei paesi con livelli più elevati di ore lavorate per occupato a trimestre il rapporto tra occupazione e popolazione è più basso (ad esempio in Italia e Spagna). A prescindere dalle differenze in termini di media delle ore lavorate e di rapporto tra occupazione e popolazione, entrambe le variabili evidenziano una tendenza comune tra i vari paesi. Diminuzioni più consistenti dell'orario medio tendono a essere associate a maggiori incrementi del rapporto tra occupazione e popolazione. Gran parte del calo osservato nella media delle ore lavorate nell'area dell'euro negli ultimi 25 anni (circa il 78 per cento) è ascrivibile a Francia, Germania e Italia.

Grafico 5

Ore lavorate per occupato a trimestre e rapporto tra occupazione e popolazione nei quattro principali paesi dell'area dell'euro

(scala di sinistra: ore lavorate per occupato a trimestre; scala di destra: valori percentuali)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2019.

La maggiore partecipazione delle donne al mercato del lavoro è la principale determinante alla base dell'aumento del rapporto tra occupazione e popolazione nell'area dell'euro, dove il tasso di partecipazione alle forze di lavoro era pari al 59,8 per cento nel 2000 e ha poi raggiunto il 64,6 per cento nel 2019¹². L'aumento della partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro è stato determinato principalmente dall'incremento della partecipazione femminile al mercato occupazionale, il cui tasso è aumentato di circa 9 punti percentuali negli ultimi vent'anni, raggiungendo il 59,4 per cento nel 2019. Pertanto, la maggiore

¹² La differenza fra il rapporto tra occupazione e popolazione e il tasso di partecipazione alle forze di lavoro si riferisce al numero di lavoratori disoccupati. Mentre la disoccupazione oscilla con il ciclo economico, di solito diminuendo durante le fasi espansive e aumentando in quelle di rallentamento economico, negli ultimi tre decenni il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro non ha subito cambiamenti strutturali di rilievo, come documentato nel riquadro *L'attuale crescita dell'occupazione nell'area dell'euro: un confronto con gli andamenti storici* nel numero 6/2019 di questo Bollettino. Pertanto, sono i cambiamenti strutturali nella partecipazione alle forze di lavoro le principali determinanti dell'andamento di lungo periodo del rapporto tra occupazione e popolazione nell'area dell'euro.

partecipazione femminile ha contribuito per il 90 per cento alla crescita della partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro tra il 2000 e il 2019¹³.

L'aumento della partecipazione femminile alle forze di lavoro è altresì associato a un aumento dell'occupazione a tempo parziale¹⁴. Le donne hanno maggiori probabilità di lavorare a tempo parziale rispetto agli uomini¹⁵. Nell'area dell'euro le donne costituiscono una percentuale sproporzionata di lavoratori a tempo parziale, rappresentandone oltre il 75 per cento. Nel 2000 il 29 per cento delle donne occupate e il 5 per cento degli uomini occupati lavoravano a tempo parziale; sono aumentati, nel 2019, al 36 per cento delle donne occupate e al 10 per cento degli uomini occupati. La maggior parte dell'occupazione a tempo parziale è volontaria e consente a un maggior numero di persone di partecipare al mercato del lavoro in un dato momento (cfr. anche il grafico 16 nella sezione 3)¹⁶. Tuttavia, alcune caratteristiche istituzionali, come la carenza di servizi di assistenza all'infanzia, possono ostacolare la capacità di alcuni di lavorare a tempo pieno.

L'aumento dell'occupazione a tempo parziale è il principale fattore alla base del calo delle ore lavorate per occupato. Concettualmente, le ore lavorate per occupato possono diminuire quando i lavoratori a tempo pieno o parziale lavorano meno ore oppure quando si registra un aumento della quota di lavoro a tempo parziale nell'economia. Negli ultimi due decenni il lavoratore medio a tempo pieno nell'area dell'euro ha registrato un calo medio delle ore lavorate di circa mezz'ora alla settimana, mentre il lavoratore medio a tempo parziale ha registrato un incremento della media delle ore lavorate pari a poco più di mezz'ora alla settimana

¹³ L'aumento della partecipazione femminile alle forze di lavoro nell'area dell'euro può essere collegato a diversi fattori, quali: 1) differenze comportamentali tra le generazioni riguardanti le decisioni dell'offerta di lavoro a livello di famiglia, come illustrato in Vlasblom, J. e Schippers, "Increases in Female Labour Force Participation in Europe: Similarities and Differences", *European Journal of Population*, vol. 20, 2004, pagg. 375-392; 2) la mercatizzazione della produzione domestica, come descritta da Buera, F. e Kaboski, J., "The Rise of the Service Economy", *American Economic Review*, vol. 102, n. 6, 2012, pagg. 2540-2569; Ngai, R. e Petrongolo, B., "Gender Gaps and the Rise of the Service Economy", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n. 4, 2017, pagg. 1-44; Bridgman, B., Duernecker, G. e Herrendorf, B., "Structural transformation, marketization, and household production around the world", *Journal of Development Economics*, vol. 133, 2018, pagg. 102-126; e Reimers, P., "Industry Structure and the Composition of Men's and Women's Productive Time", mimeo, 2020; 3) variazioni nelle istituzioni del mercato del lavoro, come sostenuto da Cipollone, A., Patacchini, E. e Vallanti, G., "Female labour market participation in Europe: novel evidence on trends and shaping factors", *IZA Journal of European Labor Studies*, vol. 3, 2014; e Kelly, S., Watt, A., Lawson, J. e Hardie, N., "Disentangling the drivers of labour force participation by sex – a cross country study", *CEPR Discussion Paper 15661*, Centre for Economic Policy Research, 2021; oppure 4) variazioni nel cuneo fiscale per percettori di secondo reddito familiare e nuclei monoparentali, come illustrato in Bick, A. e Fuchs-Schündeln, N., "Taxation and Labour Supply of Married Couples across Countries: A Macroeconomic Analysis", *The Review of Economic Studies*, vol. 85, numero 3, 2018, pagg. 1543-1576; e Bick, A., Brüggemann, B., Fuchs-Schündeln, N. e Paule-Paludkiewicz, H., "Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s", *Journal of International Economics*, vol. 118, sezione C, 2019, pagg. 44-62.

¹⁴ Nell'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea, la distinzione tra lavoro a tempo pieno e a tempo parziale si basa in genere sulla risposta spontanea dell'intervistato. La principale eccezione tra i paesi dell'area dell'euro è costituita dai Paesi Bassi, dove viene applicata una soglia di 35 ore.

¹⁵ Le ragioni per la scelta del lavoro a tempo parziale sono diverse tra uomini e donne. Secondo i dati dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE, i due motivi più importanti per cui gli uomini lavorano a tempo parziale sono "Il soggetto non è riuscito a trovare un lavoro a tempo pieno" e "Il soggetto sta seguendo un iter scolastico o di formazione". Per le donne, il motivo più importante è "Occuparsi di minori o adulti disabili", seguito da "Il soggetto non è riuscito a trovare un lavoro a tempo pieno" e "Altri motivi familiari o personali".

¹⁶ Le modifiche normative sono state un elemento importante dell'aumento dell'occupazione a tempo parziale. Altre norme che incidono sull'orario di lavoro sembrano aver svolto un ruolo meno importante, poiché non vi è una significativa differenza di lungo periodo tra ore contrattualmente lavorate ed effettive, il che potrebbe indicare un aumento dei giorni di congedo annuale.

(cfr. il pannello a) del grafico 6)¹⁷. Tali andamenti non hanno contribuito in misura significativa al calo della media delle ore lavorate nell'area dell'euro. Per contro, l'area dell'euro ha dovuto far fronte a un notevole incremento del lavoro a tempo parziale, con una quota in aumento dal 15,4 per cento nel 2000 al 22,1 per cento nel 2019¹⁸. Sebbene l'occupazione a tempo parziale sia tradizionalmente più probabile in alcuni paesi (come Germania o Paesi Bassi) rispetto ad altri (come Italia o Spagna), l'aumento dell'occupazione a tempo parziale è comune a tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico 6)¹⁹.

¹⁷ Gli andamenti mostrati nel pannello a) del grafico 6 sono simili anche quando si suddivide il campione per genere, considerando che la media delle ore lavorate da un lavoratore a tempo pieno e da un lavoratore a tempo parziale è rimasta sostanzialmente costante nel tempo e la quota di occupazione a tempo parziale è aumentata nel tempo. Inoltre, i nuovi assunti hanno maggiori probabilità di lavorare a tempo parziale rispetto ai lavoratori che restano presso i datori di lavoro per più di un anno. Nel 2019 circa il 28 per cento dei nuovi assunti lavorava a tempo parziale contro il 20 per cento circa dei lavoratori assunti da più tempo.

¹⁸ Cfr. inoltre l'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione* nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

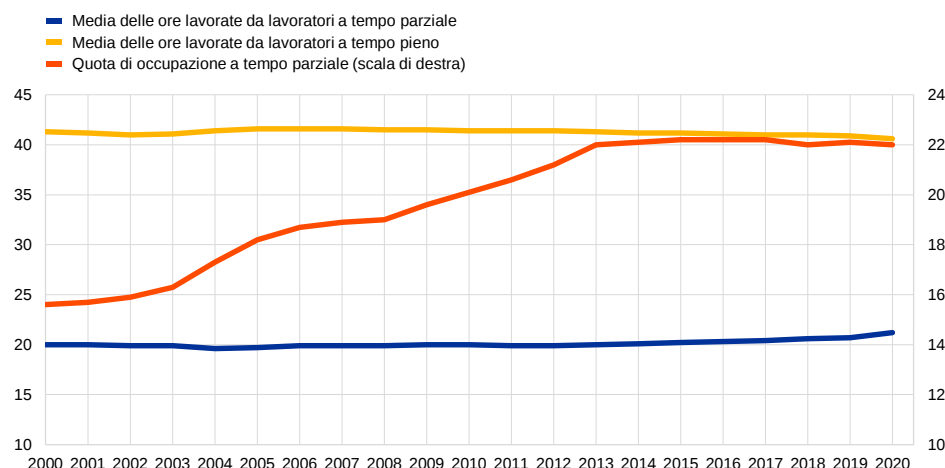
¹⁹ Tra il 2000 e il 2019 la quota dell'occupazione a tempo parziale è aumentata di 10,5 punti percentuali in Italia, 9,6 punti percentuali nei Paesi Bassi, 8,8 punti percentuali in Germania, 6,7 punti percentuali in Spagna e 1,4 punti percentuali in Francia.

Grafico 6

Rapporto tra la media delle ore lavorate e l'occupazione a tempo parziale

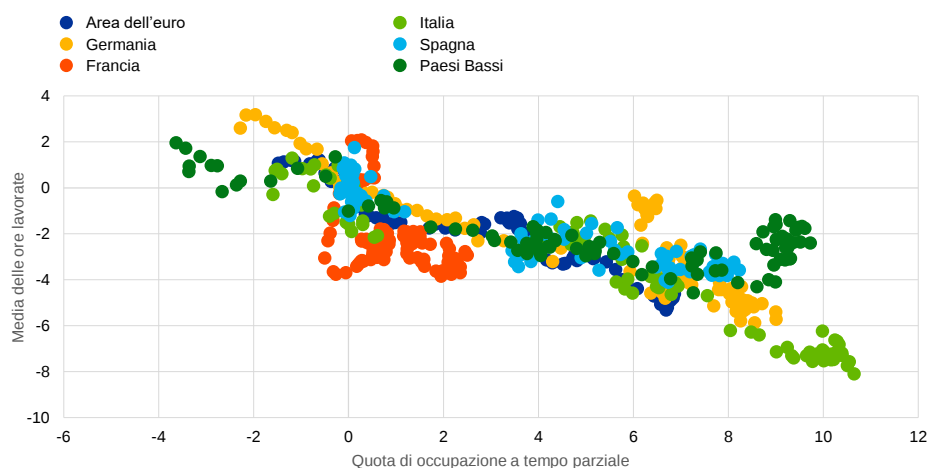
a) Media delle ore lavorate da lavoratori a tempo parziale e a tempo pieno e quota di occupazione a tempo parziale

(scala di sinistra: ore a settimana; scala di destra: valori percentuali)



b) Media delle ore lavorate e occupazione a tempo parziale – variazione cumulata dal 2000

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

Note: pannello a): le ore lavorate per i lavoratori a tempo pieno e parziale, misurate come ore settimanali lavorate da contratto, come rilevate nell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE; pannello b): il grafico comprende le variazioni dell'occupazione a tempo parziale e della media delle ore lavorate rispetto ai valori medi del 2000, con la media delle ore lavorate ricavata dai dati di contabilità nazionale dell'Eurostat. Il campione nel pannello b) comprende il periodo tra il primo trimestre del 1997 e il quarto trimestre del 2019 e le variazioni sono misurate rispetto alla media del 2000 per coerenza con i dati presentati nel pannello a), che sono disponibili solo a partire dal 2000. L'occupazione a tempo parziale è calcolata in percentuale dell'occupazione totale e la media delle ore lavorate è calcolata con frequenza trimestrale.

La relazione negativa tra le ore lavorate per occupato e l'occupazione a tempo parziale è una caratteristica di lungo periodo del mercato del lavoro dell'area dell'euro. Il tasso di crescita della media delle ore lavorate è inferiore per effetto dell'aumento dell'occupazione a tempo parziale durante sia le fasi espansive sia quelle recessive. Tuttavia, questa relazione è asimmetrica con il ciclo economico, in quanto le variazioni dell'occupazione a tempo parziale hanno un impatto maggiore sulla crescita della media delle ore lavorate durante le fasi recessive rispetto alle fasi espansive. La tavola 1 propone una serie di regressioni in forma ridotta che quantificano la relazione negativa tra la media delle ore lavorate e la percentuale di

occupazione a tempo parziale. Per tenere conto della variabilità intersettoriale tra paesi, si utilizzano dati panel in tutti i paesi dell'area dell'euro per stimare la relazione fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente della media delle ore lavorate e le variazioni sul periodo corrispondente della quota di occupati a tempo parziale. Un aumento di un punto percentuale della quota di occupazione a tempo parziale serve a rallentare la crescita sul periodo corrispondente della media delle ore lavorate di 0,12 punti percentuali durante le fasi espansive e di 0,57 punti percentuali durante le fasi recessive²⁰. Anche le condizioni cicliche del mercato del lavoro costituiscono un importante fattore alla base della dinamica della media delle ore lavorate. Inoltre le variazioni sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione hanno un impatto sul tasso di crescita della media delle ore lavorate in modo asimmetrico rispetto al ciclo economico. Durante le fasi espansive, le diminuzioni del tasso di disoccupazione determinano un tasso di crescita più elevato della media delle ore lavorate²¹. Per contro, l'aumento del tasso di disoccupazione durante le recessioni determina anche un aumento del tasso di crescita della media delle ore lavorate, perché coloro che lavorano meno ore sono di norma licenziati per primi. Ciò implica che la dinamica della media delle ore lavorate ha anche una notevole componente ciclica in aggiunta alla tendenza calante di lungo periodo.

Tavola 1

Quantificazione della relazione tra la media delle ore lavorate e l'occupazione a tempo parziale

(variabile dipendente: tasso di crescita sul periodo corrispondente della media delle ore lavorate, valori percentuali)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
PT	-0,277**	-0,169**	-0,140**	-0,121**	-0,121**
Recessioni x PT					-0,445**
Tasso U			-0,067**	-0,070**	-0,105**
Recessioni x tasso U					0,341**
Recessioni					-0,627**
Paesi FE				✓	✓
Osservazioni	88	1.724	1.724	1.724	1.724

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

Note: i simboli ** e *** si riferiscono alla significatività statistica rispettivamente del 5 e dell'1 per cento. Ciascun modello di regressione stima la relazione tra il tasso di crescita sul periodo corrispondente della media delle ore lavorate e le differenze in punti percentuali sul periodo corrispondente nella quota di occupazione a tempo parziale (PT), definita come il rapporto tra l'occupazione a tempo parziale e l'occupazione totale. Il modello 1) stima tale relazione utilizzando i dati delle serie temporali per l'area dell'euro nel suo complesso, mentre il modello 2) stima la stessa relazione utilizzando dati panel per i 19 paesi dell'area dell'euro. Il modello 3) tiene conto dello stato del ciclo economico accrescendo la regressione nel 2) con il tasso di disoccupazione di ciascun paese. Il modello 4) introduce ulteriori effetti fissi per paese. Infine, il modello 5) include una dummy per le recessioni nell'area dell'euro come comunicato dallo *Euro Area Business Cycle Dating Committee* e consente effetti asimmetrici dell'occupazione a tempo parziale e il tasso di disoccupazione sul tasso di crescita della media delle ore lavorate durante le fasi di espansione e di recessione. Le regressioni dei dati panel nei modelli da 2) a 5) sono ponderate per la percentuale di occupazione di ciascun paese. Il periodo campione è compreso fra il primo trimestre del 1995 e il quarto trimestre del 2019.

Il calo documentato delle ore lavorate per occupato dipende da fattori dal lato sia della domanda sia dell'offerta. La maggior parte delle persone che lavorano a tempo parziale lo fa su base volontaria, poiché esse hanno deciso di lavorare meno

²⁰ Durante le recessioni, ai lavoratori potrebbero essere offerte meno ore rispetto a quelle che vorrebbero lavorare, come dimostra l'aumento dell'occupazione a tempo parziale involontaria. Per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 3.

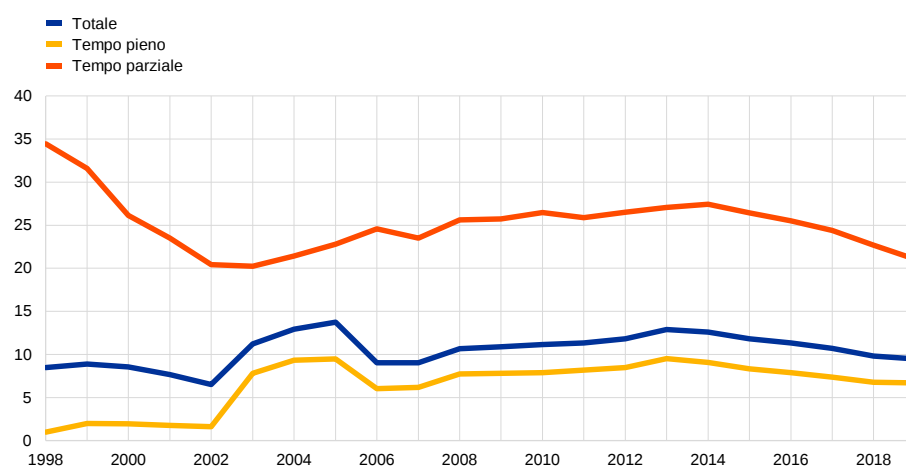
²¹ I risultati della tavola 1 non implicano necessariamente una relazione causale delle determinanti della media delle ore lavorate. Forniscono invece una caratterizzazione della relazione di lungo periodo tra la media delle ore lavorate, l'occupazione a tempo parziale e il ciclo economico nell'area dell'euro.

ore rispetto ai lavoratori a tempo pieno. Tuttavia, una quota non trascurabile di lavoratori a tempo parziale riferisce di averlo scelto perché non è riuscita a trovare un'occupazione a tempo pieno, indicando che la domanda è un fattore che determina il numero di ore lavorate. L'indagine sulle forze di lavoro dell'UE chiede a tutti i lavoratori se desidererebbero lavorare più ore. Nel campione totale, circa il 10 per cento dei lavoratori dichiara di voler lavorare più ore di quanto non faccia attualmente (cfr. il grafico 7). Tra i lavoratori a tempo parziale, più di uno su cinque desidererebbe lavorare più ore di quanto non faccia da contratto.

Grafico 7

Quota di lavoratori che desidererebbe lavorare più ore

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

L'occupazione a tempo parziale è caratterizzata da una componente ciclica legata all'occupazione a tempo parziale "involontaria", che funge da cuscinetto nell'adeguamento del mercato del lavoro durante i periodi di crisi.

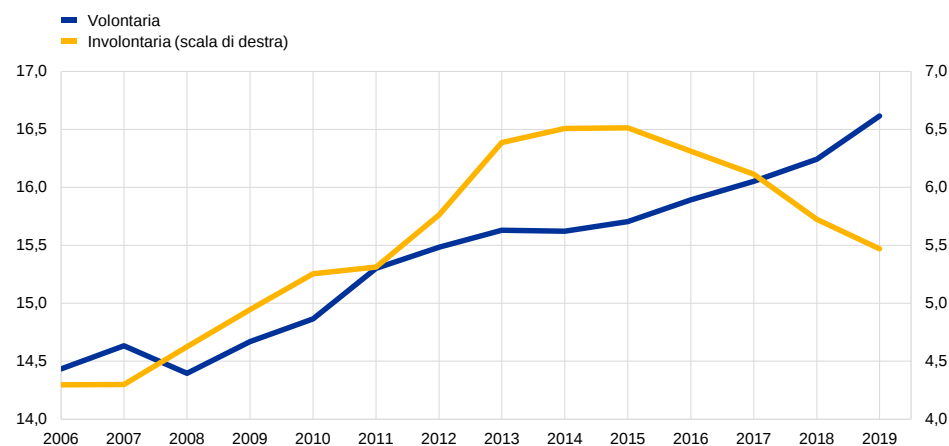
Il grafico 8 mostra l'evoluzione dell'occupazione a tempo parziale nell'area dell'euro tra il 2006 e il 2019, con l'obiettivo di distinguere l'aumento tendenziale dell'occupazione a tempo parziale "su base volontaria" dalla più ciclica occupazione a tempo parziale "involontaria". L'occupazione a tempo parziale "su base volontaria" riflette l'aumento dell'offerta aggregata di lavoro derivante dalla crescente flessibilità del mercato del lavoro, che consente a coloro che lo desiderano di lavorare e di farlo per meno ore rispetto a un'occupazione a tempo pieno. Per contro, l'occupazione a tempo parziale "involontaria" comprende tutti i lavoratori che lavorano a tempo parziale perché non hanno potuto trovare un'occupazione a tempo pieno. In tal modo, il tempo parziale involontario coglie le oscillazioni della domanda di lavoro, del potere di contrattazione dei lavoratori e dell'efficienza dell'incontro tra domanda e offerta nel mercato del lavoro dell'area dell'euro. Ciò significa che il lavoro a tempo parziale involontario è notevolmente più ciclico di quello a tempo parziale volontario. L'occupazione a tempo parziale su base volontaria ha mostrato una tendenza al rialzo nel tempo, senza molte oscillazioni cicliche rilevanti. Al tempo stesso, l'occupazione a tempo parziale involontaria nell'area dell'euro è aumentata durante la crisi finanziaria mondiale e durante la crisi del debito sovrano, per poi diminuire lentamente durante l'espansione economica che ha fatto seguito a una

stabilizzazione nei primi anni della ripresa²². La quota di lavoro a tempo parziale involontario può inoltre essere collegata al sottoutilizzo del lavoro in aggiunta a quello rilevato dal tasso di disoccupazione, che si osserva invece in un calo della media delle ore lavorate.

Grafico 8

Occupazione a tempo parziale: volontaria rispetto a involontaria

(percentuale del numero di occupati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2019.

Le differenze in termini di ore lavorate per occupato, tra i diversi gruppi demografici, sono maggiori per le donne. Per analizzare le differenze tra gli individui, le ore settimanali lavorate da contratto vengono regredite su cinque fasce di età, tre classi di istruzione, genere, occupazione, settore di attività economica, paese e anno. L'analisi di regressione è condotta per il periodo tra il 1998 e il 2019 utilizzando i microdati dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE per i lavoratori di età compresa tra i 20 e i 65 anni che riferiscono fra le 10 e le 60 ore lavorate a settimana da contratto; sono esclusi il settore agricolo e le forze armate. Il grafico 9 riporta i risultati della stima per le singole caratteristiche; mostra che le differenze più marcate tra le ore settimanali lavorate si verificano a seconda del genere, con il numero di ore contrattualmente lavorate alla settimana inferiore di circa cinque ore per le donne rispetto agli uomini. Tale risultato è in parte riconducibile alla maggiore percentuale di donne che lavorano a tempo parziale. Tutte le fasce di età lavorano, in media, una maggiore quantità di ore rispetto alla fascia di età compresa tra i 20 e i 24 anni. Tra i lavoratori in piena età lavorativa, la fascia di età compresa tra i 35 e i 44 anni segnala ore lievemente inferiori, probabilmente a causa delle attività di assistenza all'infanzia. Fra le classi di istruzione, i lavoratori con elevati livelli di istruzione tendono a lavorare più ore rispetto a quelli con livelli medi e bassi. Questa è la media dei risultati per il periodo tra il 1998 e il 2019; i profili sono relativamente stabili per quel che riguarda il genere in tale periodo, ma differiscono sia per età sia per istruzione. Nella fascia di età compresa tra i 20 e i 24 anni si è registrato un calo più marcato delle ore lavorate rispetto a qualsiasi altra fascia di età e i lavoratori con

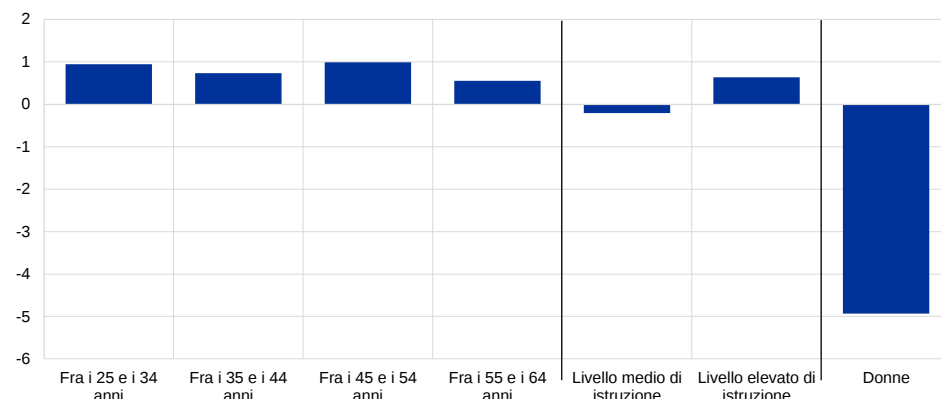
²² Per una precedente valutazione del calo dei lavoratori sottoccupati a tempo parziale durante l'ultima espansione economica, cfr. il riquadro [Andamenti recenti dell'occupazione a tempo parziale](#) nel numero 2/2018 di questo Bollettino.

un elevato livello di istruzione hanno registrato un calo minore delle ore lavorate rispetto a quelli con livelli medi o bassi.

Grafico 9

Differenze nelle ore settimanali lavorate per gruppo demografico

(ore settimanali nelle divergenze dalla categoria base: età compresa tra i 20 e i 24 anni, livello di istruzione basso e genere maschile)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

Note: risultati basati su un modello di regressione in cui le ore settimanali contrattualmente lavorate sono variabili dipendenti ed età, istruzione, genere, occupazione, settore, paese e anno sono variabili esplicative. Stime statisticamente significative a livello dell'1 per cento.

L'incidenza del lavoro a tempo parziale varia a seconda dei gruppi demografici e dei settori di attività, e tali differenze possono fornire indicazioni sulla futura evoluzione delle ore lavorate per occupato.

Le donne e i lavoratori più anziani sono stati due importanti fattori alla base dell'aumento della partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro. Ci si attende che questi due gruppi continuino ad incrementare la propria quota nel mercato del lavoro, in considerazione dell'ampia eterogeneità dei loro tassi di partecipazione alle forze di lavoro nei paesi dell'area e dell'invecchiamento della popolazione. È probabile che tali andamenti continuino a contribuire alla riduzione delle ore lavorate per occupato, in quanto tali categorie hanno maggiori probabilità di lavorare a tempo parziale²³. Inoltre, l'incidenza del tempo parziale varia notevolmente a seconda dei settori di attività economica. Ad esempio, i servizi alberghieri, quelli sanitari e sociali e l'istruzione sono tre settori in cui l'incidenza del lavoro a tempo parziale è superiore alla media e che hanno guadagnato quote di occupazione anche dopo la crisi finanziaria mondiale. Un aumento dell'occupazione in settori con quote più elevate di lavoro a tempo parziale può determinare in futuro una riduzione della media delle ore lavorate per occupato. Il livello di qualifica è un altro fattore che spiega l'incidenza del lavoro a tempo parziale. L'occupazione a tempo parziale è aumentata in tutte le classi di istruzione, con incrementi più rapidi per i lavoratori scarsamente e mediamente

²³ Sia i lavoratori più giovani sia quelli più anziani lavorano in media meno ore rispetto a quelli in piena età lavorativa. Nel periodo in esame, gli effetti di composizione derivanti dalle variazioni nella struttura basata sull'età delle forze di lavoro hanno avuto un impatto molto limitato sul calo della media delle ore lavorate, giacché questi effetti si sono controbilanciati. La quota crescente di lavoratori più anziani è stata compensata da un calo della quota di lavoratori più giovani, ossia il gruppo che lavora maggiormente a tempo parziale e per una minore quantità di ore. Al contrario, le ore lavorate per occupato sono diminuite in tutte le fasce di età. Per le coorti più giovani, la ragione principale di una maggiore incidenza del lavoro a tempo parziale è che "il soggetto sta seguendo un iter scolastico o di formazione". Sebbene finora gli effetti di composizione in base all'età non abbiano svolto un ruolo importante, ci si attende che in futuro l'invecchiamento eserciterà pressioni al ribasso sulla media delle ore lavorate.

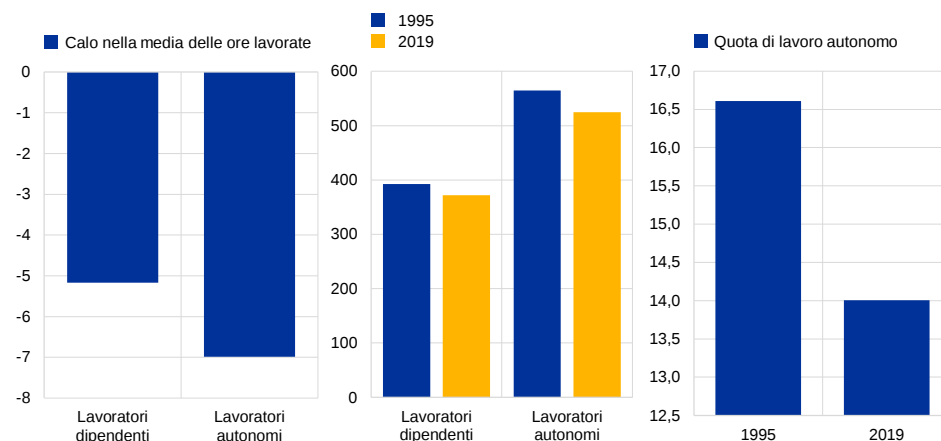
qualificati rispetto ai lavoratori altamente qualificati, da circa il 16 per cento nel 2000 al 24 per cento nel 2020. Nello stesso periodo, l'occupazione a tempo parziale tra i lavoratori altamente qualificati è aumentata dal 13 al 18 per cento. La crescente quota di occupazione dei lavoratori altamente qualificati potrebbe ridurre le pressioni al ribasso sulle ore lavorate per occupato.

Il lavoro autonomo è un altro fattore importante alla base del calo della media delle ore lavorate nell'area dell'euro. Il lavoro autonomo contribuisce al calo della media delle ore lavorate direttamente, con una riduzione delle ore lavorate da parte del lavoratore autonomo medio che è maggiore rispetto a quella del dipendente medio, e indirettamente attraverso effetti di composizione nell'economia²⁴. Gli effetti diretti possono essere valutati esaminando il calo relativo della media delle ore lavorate nei due gruppi di lavoratori. Tra il 1995 e il 2019 i lavoratori dipendenti hanno ridotto la media delle ore lavorate del 5,2 per cento, mentre nello stesso periodo i lavoratori autonomi in media hanno ridotto le ore lavorate del 7 per cento (cfr. il pannello di sinistra del grafico 10). Il contributo indiretto del lavoro autonomo al calo della media delle ore lavorate deriva da effetti di composizione, in quanto i lavoratori autonomi, in media, hanno lavorato per una maggiore quantità di ore rispetto al dipendente medio (cfr. il pannello centrale del grafico 10) e la loro quota sul totale dell'occupazione è diminuita (cfr. il pannello di destra del grafico 10).

Grafico 10

Quota di occupazione e media delle ore lavorate dai lavoratori autonomi

(pannello di sinistra: valori percentuali; pannello centrale: ore lavorate trimestrali; pannello di destra: valori percentuali)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

Note: il pannello di sinistra mostra il calo percentuale della media delle ore lavorate da lavoratori dipendenti e lavoratori autonomi tra il 1995 e il 2019; il pannello centrale considera la media delle ore lavorate dai lavoratori dipendenti e autonomi nel 1995 e nel 2019; il pannello di destra illustra la quota di occupazione del lavoro autonomo nell'area dell'euro nel 1995 e nel 2019.

²⁴ Il lavoro autonomo rappresenta tra il 25 e il 35 per cento circa del calo delle ore lavorate nell'area dell'euro, a seconda che si utilizzi la contabilità nazionale o l'indagine sulle forze di lavoro dell'UE. La quota di donne nel lavoro autonomo è salita dal 28 per cento nel 2000 al 33 per cento nel 2019, dato che il numero di lavoratrici autonome è aumentato del 30,5 per cento in questo periodo. Mentre i lavoratori autonomi con dipendenti sono diminuiti del 17 per cento per gli uomini e si sono stabilizzati per le donne, il lavoro autonomo in proprio è aumentato del 15 per cento per gli uomini e del 46 per cento per le donne. I lavoratori autonomi in proprio lavorano una quantità di ore significativamente minore (40,1 ore alla settimana nel 2019) rispetto ai lavoratori autonomi con dipendenti (48,8 ore alla settimana nel 2019).

Riquadro 1

Ripercussioni sul prodotto potenziale del calo tendenziale delle ore lavorate per occupato

a cura di Katalin Bodnár e Julien Le Roux

Il presente riquadro esamina l'impatto delle variazioni nelle ore tendenziali lavorate per occupato sulla crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro. Il fattore lavoro complessivo è definito in termini di totale delle ore tendenziali lavorate e può essere ulteriormente suddiviso in diverse componenti, quali la quota di popolazione in età lavorativa, il tasso tendenziale di partecipazione alle forze di lavoro, il tasso di disoccupazione tendenziale (o tasso naturale di disoccupazione, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU) e le ore tendenziali lavorate per occupato.

Il contributo del fattore lavoro al prodotto potenziale nell'area dell'euro è diminuito col tempo. Secondo le stime della Commissione europea, il contributo del fattore lavoro prima della crisi finanziaria mondiale era pari a 0,4-0,5 punti percentuali circa e si è contratto raggiungendo 0,1 punti percentuali nel 2019. Ciò riflette un rallentamento del tasso di crescita della popolazione in età lavorativa, mentre le ore tendenziali lavorate per occupato hanno fornito un contributo negativo, parzialmente bilanciato da un contributo positivo derivante dall'aumento del tasso tendenziale di partecipazione alle forze di lavoro e dalla diminuzione del NAIRU.

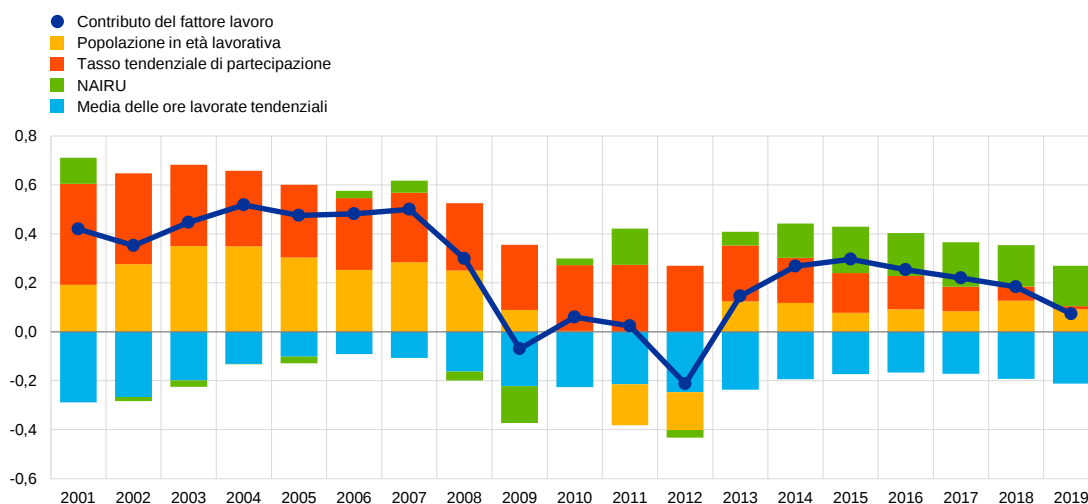
La crescita della media delle ore tendenziali lavorate è stata negativa negli ultimi anni, pari a -0,3 per cento all'anno tra il 2001 e il 2019. Il calo della media delle ore tendenziali lavorate ha determinato un contributo stimato inferiore a -0,2 punti percentuali al tasso di crescita sui dodici mesi del prodotto potenziale (cfr. il grafico A). In termini relativi si tratta di un contributo piuttosto esiguo e in una certa misura costante al tasso di crescita sui dodici mesi del prodotto potenziale che, secondo la Commissione europea, è aumentato in media di circa l'1,8 per cento tra il 2001 e il 2008 e dello 0,6 per cento tra il 2009 e il 2012, per poi migliorare raggiungendo l'1 per cento circa²⁵. Ciononostante non si tratta di una determinante trascurabile del contributo fornito dal fattore lavoro alla crescita del prodotto potenziale.

²⁵ Cfr. l'articolo *Il prodotto potenziale nel periodo successivo alla crisi* nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

Grafico A

Il contributo fornito dal fattore lavoro alla crescita del prodotto potenziale e le sue componenti nell'area dell'euro

(contributi in punti percentuali)



Fonte: Commissione europea.

Il calo tendenziale della media delle ore lavorate è stato accompagnato da un aumento del tasso tendenziale di partecipazione alle forze di lavoro. Non si tratta di un mero comovimento, bensì i due indicatori presentano una correlazione. L'aumento del tasso tendenziale di partecipazione alle forze di lavoro è invece determinato da una maggiore partecipazione al mercato del lavoro da parte di donne e lavoratori in età più avanzata e ha controbilanciato il contributo negativo fornito dalle ore tendenziali lavorate per occupato, malgrado nel tempo si siano osservate differenze²⁶. Gli andamenti delle ore tendenziali lavorate per occupato e della partecipazione alle forze di lavoro sono anche legati al rallentamento della crescita della popolazione in età lavorativa. L'invecchiamento della popolazione dell'area dell'euro comporta un aumento della quota di pensionati e un peggioramento dell'indice di dipendenza degli anziani. Ciò ha incentivato i governi a introdurre delle riforme pensionistiche, che hanno rappresentato la determinante principale dell'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro²⁷, contribuendo altresì alla diminuzione delle ore tendenziali lavorate per occupato.

Inoltre la diminuzione tendenziale delle ore lavorate per occupato può altresì influenzare la produttività totale dei fattori, con una relazione non necessariamente lineare. Un numero inferiore di ore lavorate potrebbe determinare un aumento della produttività, perché pare diminuire l'affaticamento da lavoro, responsabile del calo della produttività marginale²⁸. Tuttavia assumere un lavoratore implica dei costi fissi, per esempio in termini di formazione e fornitura di apparecchiature per ufficio. Tali spese fisse sono relativamente maggiori in caso di un numero inferiore di ore

²⁶ Dal 2001 al 2013 il contributo negativo fornito dalle ore tendenziali lavorate per occupato alla crescita potenziale rappresenta quasi il 68 per cento del contributo positivo fornito dalle forze di lavoro tendenziali. Tale rapporto sale al 180 per cento nel periodo tra il 2014 e il 2019, a seguito di un rallentamento dell'aumento della partecipazione tendenziale alle forze di lavoro, mentre la crescita delle ore lavorate per occupato continua a diminuire a un tasso simile a quello osservato precedentemente.

²⁷ Cfr. l'articolo [Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche](#) nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

²⁸ Cfr. ad esempio: Collewet, M. e Sauermann, J., "Working hours and productivity", *Labour Economics*, vol. 47, agosto 2017, pagg. 96-106.

lavorative, con una conseguente diminuzione della produttività misurata. Non è comunque semplice stimare tali effetti, in quanto anche le caratteristiche di settori, imprese, occupazioni e individui potrebbero influenzare l'andamento sia della produttività sia delle ore lavorate.

L'impatto dello shock causato dal COVID-19 sulle ore tendenziali lavorate per occupato non è ancora certo. Durante la pandemia gli adeguamenti del mercato del lavoro si sono manifestati per lo più attraverso il margine intensivo, che ha subito un impatto particolarmente negativo. In tale contesto potrebbe rivelarsi impegnativo distinguere l'andamento delle ore lavorate per occupato dai cicli²⁹. Inoltre il profilo futuro delle ore tendenziali lavorate per occupato dipenderà in misura significativa anche dall'impatto della crisi sul tasso tendenziale di partecipazione alle forze di lavoro da parte di donne e lavoratori in età più avanzata, nonché degli effetti del lavoro da remoto sulle ore tendenziali lavorate per occupato.

3 Ore lavorate durante la pandemia

L'adeguamento del mercato del lavoro durante la pandemia di COVID-19 ha presentato variazioni al tasso di disoccupazione standard soltanto limitate.

In alcuni settori le misure adottate per il contenimento della diffusione del coronavirus hanno limitato in misura importante l'attività. Tali circostanze normalmente causerebbero un brusco aumento della disoccupazione. Tuttavia le politiche di sostegno, concretizzatesi nelle misure di integrazione salariale hanno contribuito a tutelare l'occupazione e a facilitare gli adeguamenti del mercato del lavoro attraverso la media delle ore lavorate (cfr. il grafico 11). Di conseguenza l'indicatore standard del tasso di disoccupazione è rimasto per lo più inalterato durante la pandemia. Tuttavia, una misura più ampia del sottoutilizzo del lavoro, il tasso "U7", può dare evidenza sia dei disoccupati sia dei lavoratori soggetti a misure di integrazione salariale. Il tasso U7 rileva dunque in misura più efficace la forte reazione del mercato del lavoro alla brusca contrazione dell'attività economica a seguito della pandemia (cfr. il grafico 12)³⁰.

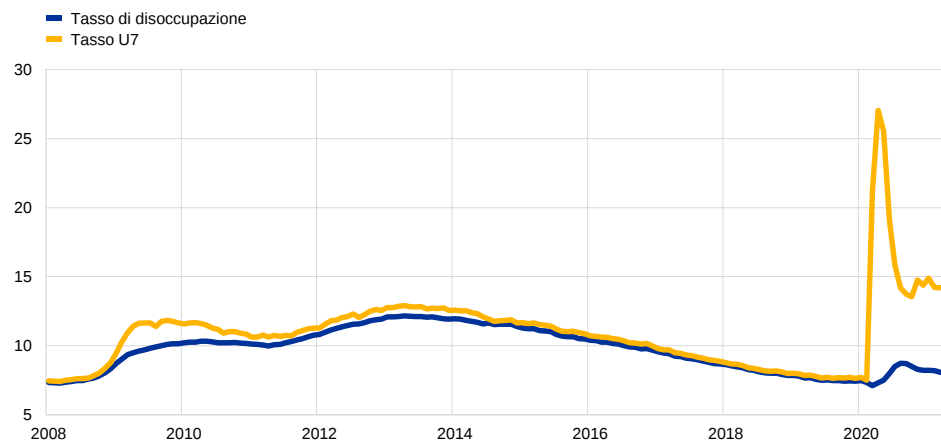
²⁹ Cfr. l'articolo [L'impatto del COVID 19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

³⁰ Il tasso U7 corrisponde al rapporto tra la somma dei disoccupati e dei lavoratori soggetti a misure di integrazione salariale e le forze di lavoro. Per un'applicazione di tale indicatore, cfr., ad esempio, il riquadro [Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID 19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro](#) nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

Grafico 11

Tasso di disoccupazione e tasso U7

(in percentuale delle forze di lavoro)



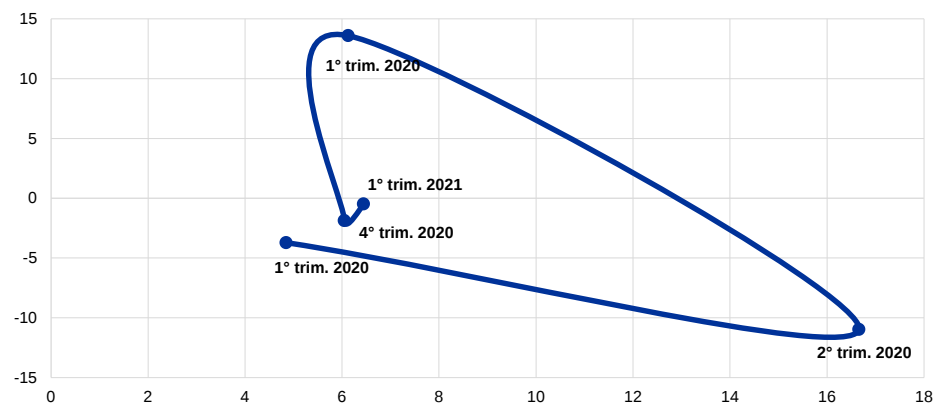
Fonti: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat, Institute for Employment Research, ifo Institute, Ministero del lavoro, dell'occupazione e dell'inclusione economica francese, Istituto nazionale di previdenza sociale italiano (INPS), Ministero dell'inclusione, della previdenza sociale e dell'immigrazione spagnolo.

Note: il tasso U7 è definito come il tasso di disoccupazione con l'aggiunta dei lavoratori soggetti a misure di integrazione salariale in percentuale delle forze di lavoro. I lavoratori soggetti a misure di integrazione salariale sono considerati come occupati nel periodo in esame, quindi come appartenenti alle forze di lavoro. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2021.

Grafico 12

Media delle ore lavorate e misure di integrazione salariale

(asse delle ordinate: variazione percentuale delle ore lavorate per occupato; asse delle ascisse: lavoratori soggetti a misure di integrazione salariale in percentuale dell'occupazione complessiva)



Fonti: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat, Institute for Employment, ifo Institute, Ministero del lavoro, dell'occupazione e dell'inclusione economica francese, Istituto nazionale di previdenza sociale italiano (INPS), Ministero dell'inclusione, della previdenza sociale e dell'immigrazione spagnolo.

Durante la pandemia le ore lavorate per occupato hanno svolto un ruolo importante nell'adeguamento del mercato del lavoro. Il tasso di crescita sul

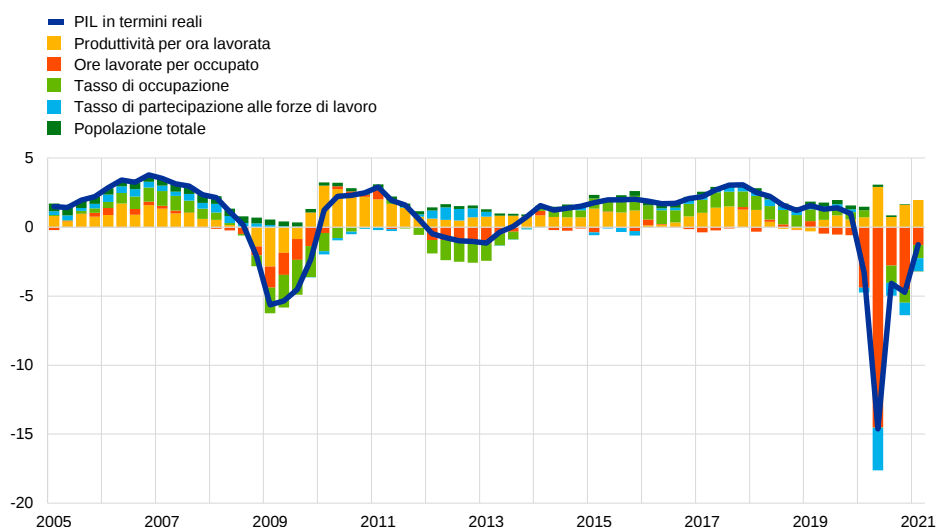
periodo corrispondente del PIL in termini reali può essere scomposto negli andamenti del numero complessivo di ore lavorate e della produttività del lavoro per ora lavorata. Gli andamenti del numero complessivo di ore lavorate sono ulteriormente scomposti nel grafico 13 al fine di tenere conto dei diversi margini di adeguamento del mercato di lavoro, quali le variazioni nella media delle ore lavorate, il tasso di disoccupazione, la partecipazione alle forze di lavoro e la crescita demografica. Tali differenze possono avere un impatto persistente o ciclico sul tasso di crescita del numero complessivo di ore lavorate. Tra i fattori sopra menzionati,

le variazioni nelle ore lavorate per occupato rappresentano in media un freno persistente al tasso di crescita del PIL in termini reali nel tempo, che si inasprisce durante le fasi recessive e si allevia durante quelle espansive. La rilevanza delle ore lavorate per occupato è aumentata notevolmente durante la pandemia, sostenuta dalle forti politiche di sostegno concretizzatesi nelle misure di integrazione salariale.

Grafico 13

Scomposizione della crescita del PIL in termini reali nel mercato del lavoro

(crescita sul periodo corrispondente, percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il PIL in termini reali è scomposto in: produttività del lavoro (PIL in termini reali diviso per il numero complessivo di ore lavorate), ore lavorate per occupato, tasso di occupazione (occupazione totale diviso per le forze di lavoro totali), tasso di partecipazione alle forze di lavoro (forze di lavoro totali diviso per popolazione totale) e popolazione totale. Le forze di lavoro sono definite come somma dei lavoratori occupati e disoccupati. Il contributo fornito al tasso di crescita del PIL in termini reali da parte del numero complessivo di ore lavorate si può ottenere sommando i contributi forniti dalla media delle ore lavorate, dal tasso di occupazione, dalla partecipazione alle forze di lavoro e dalla popolazione totale. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2021.

L'adeguamento delle ore lavorate per occupato ha messo in luce notevoli differenze fra i vari settori, coerentemente con la natura della pandemia e con le misure di contenimento a essa associate. Nella prima metà del 2020 la media delle ore lavorate si è ridotta del 14,3 per cento. Il calo è stato molto più marcato nei settori ad alta intensità di contatti, come il commercio, i trasporti e le attività ricreative (settori che hanno oltretutto registrato una sostanziale contrazione a causa delle misure di distanziamento sociale) rispetto a settori come le TIC o i servizi finanziari, che sono caratterizzati da una minore intensità di contatti e da una quota più elevata di impieghi potenzialmente compatibili con il telelavoro (cfr. il grafico 14)³¹. La media delle ore lavorate ha segnato una notevole ripresa rispetto ai minimi registrati nel secondo trimestre del 2020. Nondimeno, nel primo trimestre del 2021 il dato continuava a essere del 5 per cento più basso rispetto all'ultimo trimestre del 2019. I settori del commercio, dei trasporti e delle attività ricreative rimangono i più colpiti

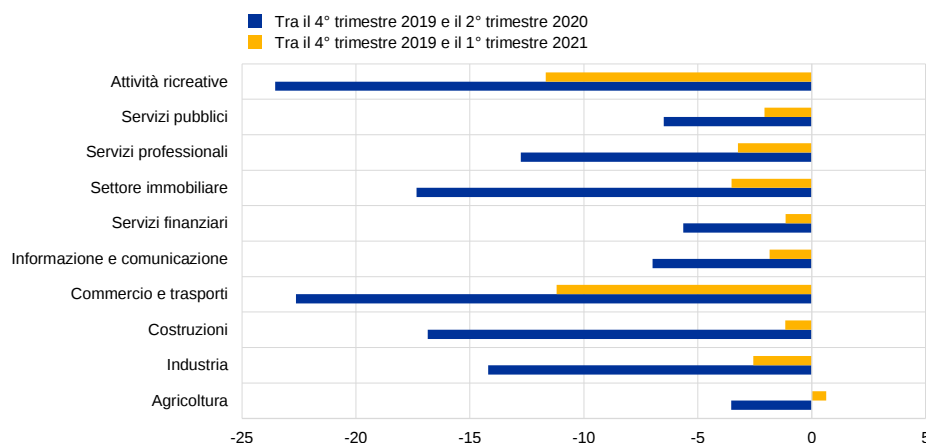
³¹ Il settore del commercio e dei trasporti comprende il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i servizi alberghieri e di ristorazione e i trasporti, mentre quello delle attività ricreative comprende le attività ricreative e i servizi personali. Cfr. anche il riquadro *L'impatto della crisi legata al COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro per gli uomini e per le donne* nel numero 4/2021 di questo Bollettino per una precedente lettura dell'impatto della pandemia a livello settoriale dal punto di vista dell'occupazione e della media delle ore lavorate, e l'articolo *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino, per un'analisi a livello settoriale degli impieghi potenzialmente compatibili con il telelavoro nell'area dell'euro.

dalla pandemia, con una media di ore lavorate nel primo trimestre del 2021 inferiore dell'11 per cento rispetto ai livelli osservati nel quarto trimestre del 2019.

Grafico 14

Variazione delle ore lavorate per occupato nei diversi settori

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat.

In questi settori le misure di integrazione salariale hanno agevolato il mantenimento dei posti di lavoro³². Tali misure hanno il notevole vantaggio di contribuire alla rapida ripresa dell'attività al momento in cui le misure di contenimento decadono. Tuttavia, esse devono essere sufficientemente flessibili da poter essere adeguate rapidamente non appena si registra una ripresa dell'attività, così da consentire la riallocazione del lavoro fra imprese.

4 Osservazioni conclusive

L'analisi delle ore lavorate per occupato svolge un ruolo importante nel dar conto sia delle tendenze di lungo periodo, sia delle fluttuazioni cicliche del mercato del lavoro dell'area dell'euro. Una tendenza al ribasso di lungo periodo delle ore lavorate per occupato è riconducibile principalmente al progresso tecnologico, alle riallocazioni tra settori a favore del settore dei servizi, ai cambiamenti nella normativa fiscale e del lavoro, all'aumento della partecipazione alle forze di lavoro e alla più accentuata preferenza per gli impieghi a tempo parziale. Nel contempo, le variazioni cicliche delle ore lavorate per occupato hanno fornito, in termini di flessibilità del mercato del lavoro, un margine importante per contrastare gli shock avversi alla redditività delle imprese durante la crisi finanziaria mondiale, la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e la pandemia di COVID-19.

³² I dati settoriali sul numero di lavoratori che beneficiano di misure di integrazione salariale per Germania, Francia e Spagna mostrano un diffuso ricorso a tali regimi nel settore del commercio e dei trasporti. A maggio 2021 circa 2,8 milioni di beneficiari erano occupati nel settore del commercio e in quello dei trasporti, e rappresentavano il 54 per cento del totale dei lavoratori interessati da tali misure in questi tre paesi. Distinguendo per paese, i beneficiari delle misure di integrazione salariale in questi settori erano circa 1 milione in Germania (43 per cento del totale degli interessati nel paese), 1,5 milioni in Francia (63 per cento) e 300.000 in Spagna (66 per cento).

Vari fattori contribuiscono a spiegare il calo delle ore lavorate per occupato negli ultimi 25 anni, mentre l'andamento futuro, post pandemia, è incerto.

L'aumento del lavoro autonomo e del tasso di partecipazione femminile, nonché il connesso aumento dell'occupazione a tempo parziale, spiegano in parte il calo delle ore lavorate per occupato nel corso degli ultimi 25 anni. Sebbene durante la pandemia le ore lavorate per occupato abbiano rappresentato un margine di adeguamento di grande importanza, non è ancora chiaro se questo parametro tornerà ai livelli antecedenti la pandemia.

L'adeguamento al ciclo delle ore lavorate per occupato è un tratto distintivo dell'area dell'euro, ed è per questo che rappresenta un elemento di rilievo nella valutazione del mercato del lavoro.

L'utilizzo di contratti a tempo parziale e, più di recente, l'ampio ricorso alle misure di integrazione salariale indicano che i parametri standard con cui si misura la disoccupazione non sono in grado di cogliere pienamente il sottoutilizzo del lavoro nell'area dell'euro. Di conseguenza, qualunque analisi del mercato del lavoro deve includere il margine intensivo. Le ore lavorate e la quota di occupazione a tempo parziale (involontaria) sono pertanto parametri importanti per integrare gli indicatori standard del mercato del lavoro. Inoltre, le ore lavorate per occupato nell'area dell'euro tendono a diminuire più rapidamente durante le fasi di rallentamento del ciclo economico, senza poi recuperare appieno durante la ripresa. L'analisi in tempo reale è diventata più difficile e incerta, in quanto diversi fattori permanenti e ciclici incidono sulla dinamica delle ore lavorate per occupato, il che può rendere meno leggibili le potenziali conseguenze negative di lunga durata derivanti dalle recessioni.

L'eterogeneità del mercato del lavoro misurata in termini di occupati a tempo pieno e a tempo parziale è un importante fattore che influenza la curva di Phillips.

Esaminando la relazione tra salari e disoccupazione nell'area dell'euro, Eser et al.³³ giungono alla conclusione che la sensibilità dei salari all'output gap può essere più contenuta, nella misura in cui vi sono molte persone sottoccupate o inattive. Pertanto, se si valuta il margine intensivo e si considerano le differenze tra diversi tipi di lavori si può fornire un segnale migliore della solidità del mercato del lavoro, nonché delle implicazioni per i salari e l'inflazione. Inoltre, l'eterogeneità del mercato del lavoro rileva per quanto riguarda le disuguaglianze reddituali. Ciò vale in particolare nel caso in cui o le ore medie lavorate oppure gli occupati a tempo parziale siano colpiti in modo più persistente a seguito di una recessione economica. Gli effetti di isteresi sulle ore lavorate possono contribuire ulteriormente a una maggiore dispersione dei redditi tra i lavoratori, come suggerito anche da Heathcote et al.³⁴ in relazione agli Stati Uniti.

L'andamento futuro delle ore lavorate per occupato è difficile da prevedere, mentre l'insieme dei fattori sembra indicare un protrarsi della tendenza al ribasso.

L'atteso aumento della partecipazione al mercato del lavoro da parte delle donne e dei lavoratori più anziani eserciterà probabilmente delle pressioni al

³³ Cfr. Eser, F., Karadi, P., Lane, P.R., Moretti, L. e Osbat, C., "The Phillips Curve at the ECB", *The Manchester School*, 2020.

³⁴ Cfr. Heathcote, J., Perri, F. e Violante, G.L., "The rise of US earnings inequality: Does the cycle drive the trend?", *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, supplemento 1, 2020, pagg. S181-204.

ribasso sulle ore lavorate per occupato. Una quota di occupazione più elevata nel settore dei servizi, con tassi di occupazione a tempo parziale più alti, potrebbe anche portare a una riduzione della media delle ore lavorate. Per contro, l'incremento delle competenze presso le forze di lavoro che si osserva al momento attuale potrebbe moderare il calo delle ore lavorate per occupato, in quanto individui con livelli di istruzione più elevati mediamente tendono a lavorare un numero di ore maggiore. Le preferenze circa l'allocazione del tempo di lavoro continueranno a svolgere un ruolo fondamentale nell'evoluzione delle ore lavorate.

a cura di Francesca Barbiero, Miguel Boucinha e Lorenzo Burlon

1 Introduzione

Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) svolgono un ruolo fondamentale nel preservare condizioni favorevoli per il finanziamento bancario a famiglie e imprese, contribuendo in tal modo al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento nel medio termine. Queste operazioni rientrano in un'ampia gamma di strumenti di policy

complementari in cui sono ricompresi anche gli acquisti di attività, i tassi di interesse negativi e le indicazioni prospettiche sulla politica monetaria (forward guidance)¹. Sin dalla loro istituzione, nel 2014, le OMRLT hanno agevolato la trasmissione della politica monetaria incentivando l'erogazione di credito in virtù degli obiettivi che le caratterizzano e consentendo una riduzione dei costi di provvista per le banche, a sua volta determinante nell'evitare il deterioramento delle condizioni del credito che altrimenti si sarebbe verificato. La terza serie di OMRLT (OMRLT-III) è stata introdotta all'inizio del 2019. L'annuncio iniziale delle OMRLT-III a marzo 2019 ha rassicurato i mercati riguardo alla proroga della precedente serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II). Le operazioni erano finalizzate a contrastare gli "effetti di congestione" nei mercati presso i quali le banche si finanziano che si sarebbero verificati in seguito all'esigenza di sostituire i fondi in scadenza delle OMRLT-II. A settembre 2019, esse sono state ricalibrate allo scopo di preservare condizioni favorevoli per il credito bancario, garantire il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e sostenere quindi ulteriormente l'orientamento accomodante della politica monetaria. Per il modo in cui si struttura e in virtù del ruolo svolto dal sistema bancario dell'area dell'euro nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, dall'inizio della crisi legata al coronavirus (COVID-19) la ricalibrazione di questo strumento è stata parte integrante della risposta di politica monetaria attuata dalla BCE al fine di assicurare condizioni di prestito favorevoli a imprese e famiglie durante la pandemia.

Le OMRLT-III hanno fornito abbondante liquidità a tassi vantaggiosi per consentire a famiglie e imprese di far fronte al fabbisogno di liquidità di emergenza indotto dalla pandemia. La risposta di politica monetaria della BCE alla crisi del COVID-19 ha coinvolto due principali strumenti: in primo luogo, gli acquisti di attività hanno sostenuto condizioni di finanziamento favorevoli per l'economia reale in tempi di accresciuta incertezza, sia attraverso la dotazione aggiuntiva fornita nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) sia attraverso l'avvio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP); in secondo luogo, la ricalibrazione delle operazioni

¹ Cfr. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., Yiangou, J., *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021 e l'articolo [La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE](#) nel numero 7/2015 di questo Bollettino.

OMRLT-III già in essere ha consentito alle banche di reperire fondi a condizioni favorevoli, favorendo in tal modo l'accesso al credito da parte di imprese e famiglie². Le decisioni del Consiglio direttivo del 12 marzo³ e del 30 aprile 2020⁴ hanno assicurato la trasmissione della politica monetaria attraverso le banche in periodi di elevata incertezza e di ingente fabbisogno di liquidità incrementando l'importo massimo erogabile nell'ambito delle OMRLT-III dal 30 al 50 per cento del portafoglio prestiti idonei (con un margine di manovra aggiuntivo di circa 1.200 miliardi di euro) e riducendo al -1 per cento il tasso di interesse applicato a queste operazioni, fino a giugno 2021, per le banche che soddisfano i requisiti in termini di credito erogato. Tali decisioni hanno inoltre ampliato la gamma di attività stanziabili in garanzia per i finanziamenti erogati nell'ambito delle OMRLT-III e accresciuto la flessibilità delle opzioni di rimborso e delle modalità di partecipazione delle banche nelle diverse operazioni. Le decisioni del Consiglio direttivo del 10 dicembre 2020⁵ hanno ulteriormente ampliato l'importo massimo erogabile, portandolo al 55 per cento, ed esteso fino a giugno 2022 il periodo nel quale le banche possono usufruire di un tasso del -1 per cento, a condizione che fino alla fine del 2021 siano soddisfatti requisiti aggiuntivi in materia di crediti concessi. Ciò ha permesso di preservare le condizioni di finanziamento dagli effetti di propagazione della pandemia.

L'entità dello shock pandemico, l'ampia risposta delle politiche e l'attrattiva delle OMRLT (dopo le varie ricalibrazioni) hanno determinato una delle maggiori immissioni di liquidità da parte della BCE direttamente nel settore bancario dell'area dell'euro, elevando a 2.200 miliardi di euro, a giugno 2021, il totale delle somme erogate e fornendo, in tal modo, un consistente sostegno all'area per tutto il periodo della pandemia. La risposta di politica monetaria volta ad attenuare l'impatto della pandemia sull'indebitamento è stata integrata dalle politiche attuate in altri ambiti, che vanno dalle misure micro e macroprudenziali relative all'allentamento dei requisiti patrimoniali, fino alle politiche di bilancio, che hanno introdotto un ampio ricorso alle garanzie statali e alle moratorie. Le condizioni vantaggiose offerte dalle OMRLT, unite all'ampliamento dei requisiti di idoneità delle attività stanziabili in garanzia (cfr. il riquadro 1), allo spazio patrimoniale e alla domanda di prestiti rafforzata da altre politiche, hanno consentito un'ampia partecipazione al programma di OMRLT-III da parte delle banche dell'area dell'euro, determinando la più ampia risposta mai registrata alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. L'importo complessivo erogato ha superato i 1.500 miliardi di euro dopo l'operazione di giugno 2020 e ha raggiunto, grazie alle operazioni successive, 2.200 miliardi a giugno 2021 (cfr. il grafico 1). Il presente articolo analizza le modalità e la misura in cui tale programma di finanziamento a più lungo termine attuato dalla banca centrale abbia inciso sulle condizioni del credito bancario.

² La ricalibrazione delle OMRLT-III è stata fortemente sostenuta dalle modifiche temporanee apportate al sistema delle garanzie della BCE. È inoltre stata integrata dall'introduzione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTPE), dalla temporanea disponibilità di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza coincidente con la prima operazione OMRLT-III dopo le ricalibrazioni di marzo e aprile 2020 (ORLT ponte) e da linee di swap e di pronti contro termine istituite dalle banche centrali per l'approvvigionamento di euro e valuta estera a livello mondiale.

³ Per ulteriori dettagli, cfr. il [comunicato stampa della BCE del 12 marzo 2020](#).

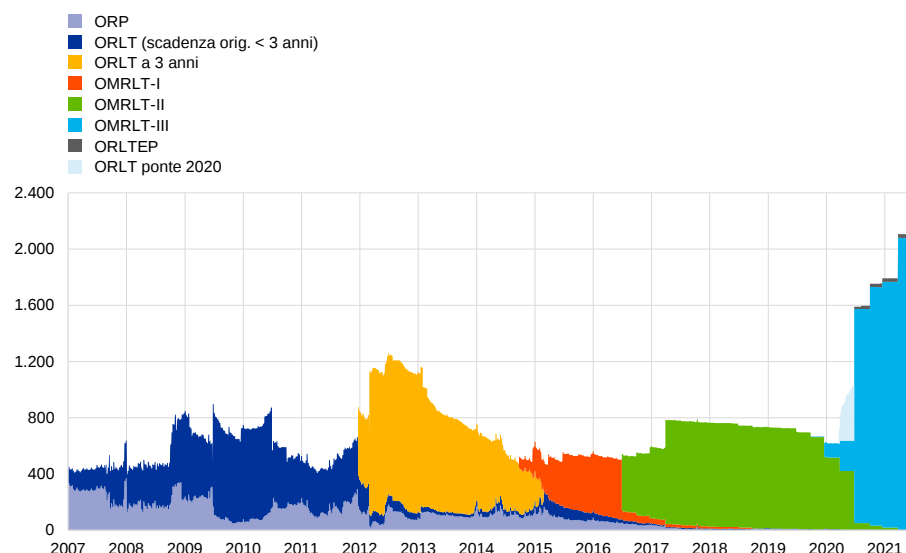
⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. il [comunicato stampa della BCE del giovedì 30 aprile 2020](#).

⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. il [comunicato stampa della BCE del giovedì 10 dicembre 2020](#).

Grafico 1

Prestiti erogati dall'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra l'andamento dei prestiti erogati dall'Eurosistema, ripartiti per le diverse operazioni di rifinanziamento.

"ORP" identifica le operazioni di rifinanziamento principali. "ORLT" (scadenza orig. < 3 anni) indica le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza originaria inferiore a tre anni. "ORLT a 3 anni" si riferisce alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza originaria a tre anni. "OMRLT-I", "OMRLT-II" e "OMRLT-III" identificano i tre programmi di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. "ORTLEP" identifica le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica. Le "ORLT ponte 2020" sono operazioni di rifinanziamento a più lungo termine introdotte per soddisfare il fabbisogno di liquidità tra l'annuncio della ricalibrazione delle OMRLT a marzo 2020 e la prima operazione successiva a giugno 2020.

Il presente articolo è strutturato come segue. Il riquadro 1 illustra il ruolo delle misure di allentamento delle garanzie. La sezione 2 spiega come lo stimolo indotto dalle OMRLT-III si trasmetta attraverso le banche ai prenditori finali. Il riquadro 2 si focalizza sull'impatto del programma sui tassi del mercato monetario. La sezione 3 documenta la misura in cui le OMRLT-III hanno allentato le condizioni del credito bancario, considerandone l'efficienza rispetto alle altre misure di policy e i possibili effetti collaterali. Il riquadro 3 analizza l'impatto delle OMRLT-III sulla liquidità in eccesso. La sezione 4 presenta le conclusioni generali dell'articolo.

Riquadro 1

Le OMRLT-III e le misure di allentamento delle garanzie

a cura di Adina-Elena Fudulache e Arturo Diez-Caballero

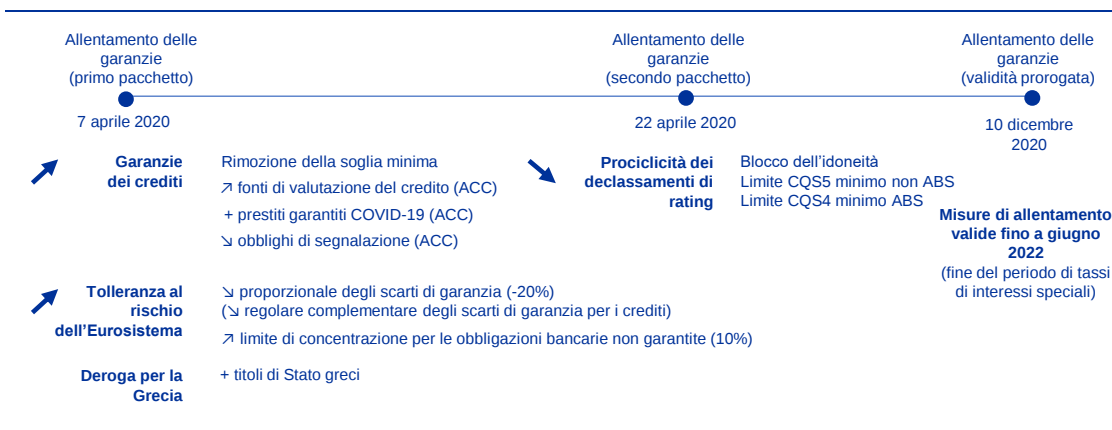
Le misure di allentamento delle garanzie costituiscono un elemento centrale della risposta di politica monetaria della BCE alla pandemia di coronavirus (COVID-19). Poiché l'offerta di liquidità dell'Eurosistema prevede che vengano fornite garanzie idonee, le ricalibrazioni delle OMRLT-III sono state anche accompagnate da un'ampia serie di misure temporanee volte a preservare la disponibilità di garanzie attraverso l'allentamento di determinati requisiti a esse relativi (cfr. la figura A)⁶. Il presente riquadro valuta l'entità del ruolo svolto dalle misure di allentamento delle garanzie nell'ampia partecipazione alle operazioni OMRLT-III. Esamina inoltre come esse abbiano creato un contesto ulteriormente favorevole alle banche per l'erogazione di credito

⁶ Cfr. i comunicati stampa della BCE del 7 aprile 2020 e del 22 aprile 2020.

all'economia reale. L'analisi si riferisce al periodo compreso tra il 5 maggio 2020 e il 24 giugno 2021 (definito anche *periodo in esame*).

Figura A

Misure di allentamento delle garanzie in risposta alla pandemia di coronavirus



Note: "ACC" si riferisce ai crediti aggiuntivi (additional credit claims), "ABS" ai titoli garantiti da attività (asset-backed securities) e "CQS" al rating creditizio (credit quality step) come definito nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema.

L'ampio ricorso alle OMRLT-III è stato sostenuto da una considerevole espansione delle garanzie dell'Eurosistema movimentate. In previsione di un aumento della propria capacità di indebitamento nell'ambito delle OMRLT-III a partire da giugno 2020 e in seguito all'attuazione delle misure di allentamento delle garanzie, il valore totale di queste ultime dopo l'applicazione dello scarto da parte delle banche partecipanti è aumentato significativamente. Tale aumento, grazie alla ulteriore movimentazione delle garanzie e alla riduzione dei relativi scarti, è osservabile in particolar modo nei crediti (aggiuntivi), nelle obbligazioni garantite e nei titoli di Stato. Al termine del periodo in esame, il valore delle garanzie movimentate dalle banche partecipanti ammontava a 2.600 miliardi di euro, superando di 1.300 miliardi di euro i livelli precedenti la pandemia (+92 per cento). Questo incremento riflette l'erogazione netta parallela di 1.600 miliardi di euro nell'ambito delle OMRLT (cfr. il pannello a) del grafico A).

Le misure di allentamento delle garanzie hanno offerto un contributo del 20 per cento circa all'aumento delle posizioni in garanzia delle banche partecipanti. Le stime della BCE indicano che il valore totale delle garanzie offerte dalle banche partecipanti grazie alle misure di allentamento temporaneo dei criteri ammonta a 240 miliardi di euro⁷. Di questi, la più ampia parte è riconducibile alla categoria dei crediti (180 miliardi di euro) ed è stata frutto, principalmente, dell'ampliamento degli schemi per i crediti aggiuntivi (additional credit claims, ACC)⁸, in particolare dell'accettazione di prestiti coperti da sistemi di garanzie pubbliche varati in risposta alla pandemia di COVID-19.

L'ampliamento delle possibilità di ottenere finanziamenti nell'ambito delle OMRLT-III dietro presentazione di garanzie non rientranti nella categoria delle attività liquide di elevata qualità

⁷ L'allentamento delle garanzie è misurato come differenza tra l'ammontare effettivo e quello stimato delle garanzie movimentate, valutati in condizioni di normalità (in assenza della pandemia). Le misure di allentamento delle garanzie comprendono soltanto le misure temporanee adottate in risposta alla pandemia di coronavirus, valide fino a giugno 2022. Le stime escludono l'impatto dell'ammorbidimento di alcuni requisiti operativi, come la frequenza di segnalazione dei pool di ACC.

⁸ Per ulteriori dettagli sull'ambito di applicazione, sui criteri di idoneità e sull'espansione dei crediti aggiuntivi collegata alla pandemia, cfr. la presentazione della BCE "Cosa sono gli schemi di crediti aggiuntivi?".

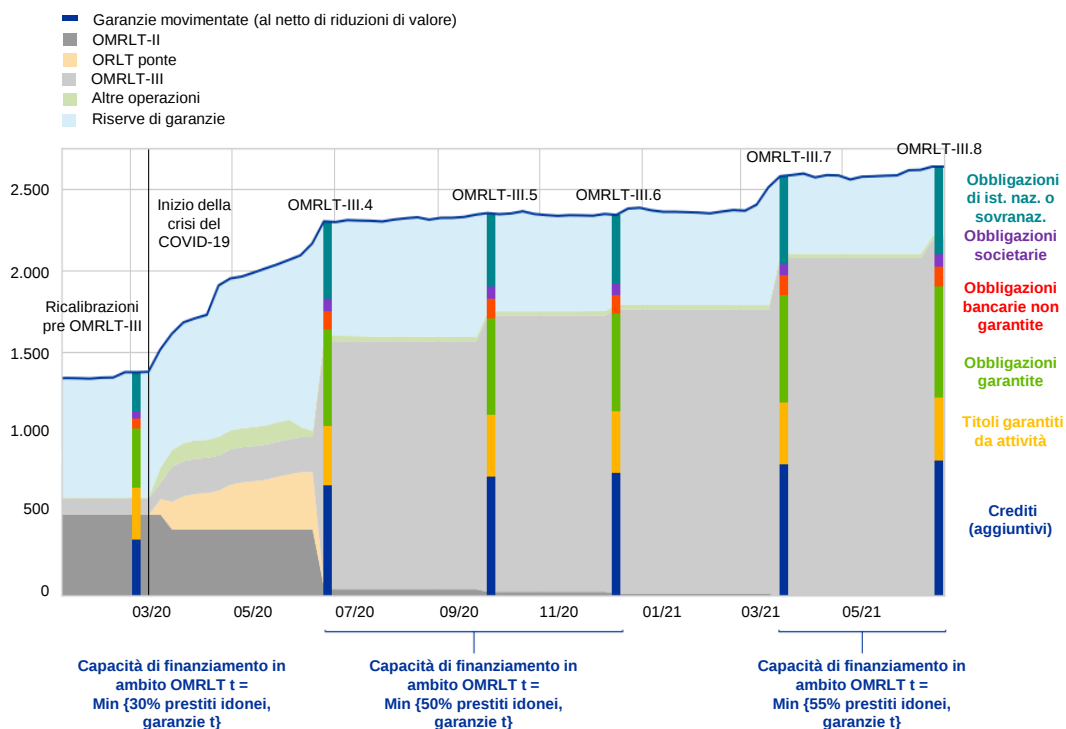
(high-quality liquid assets, HQLA) ha consentito alle banche di evitare l'accumulo prociclico di liquidità a fronte dello shock di liquidità generalizzato che ha investito l'economia. Le banche partecipanti hanno potuto procurarsi finanziamenti sul mercato fornendo in garanzia HQLA e sono state in grado di migliorare, o quanto meno preservare, l'indice di copertura della liquidità (liquidity coverage ratio, LCR) scegliendo di garantire il prestito nell'ambito delle OMRLT con strumenti diversi dalle HQLA. Le stime della BCE suggeriscono che, alla fine del periodo in esame, le garanzie impegnate di quest'ultimo tipo ammontavano a 1.600 miliardi di euro, ossia al 74 per cento del totale del finanziamento di banca centrale fornito alle banche partecipanti (cfr. il pannello b) del grafico A). Ciò si traduce in un aumento complessivo delle garanzie non HQLA impegnate pari a 1.100 miliardi di euro nel periodo in esame. Il ricorso a ingenti quantità di garanzie non HQLA è stato favorito dall'espansione dei criteri di idoneità dei crediti (aggiuntivi) collegata alla pandemia e dal maggiore incentivo all'uso di garanzie diverse dalle HQLA attraverso il ridimensionamento dello scarto di garanzia.

Grafico A

Movimentazione delle garanzie e ricorso alle operazioni di credito dell'Eurosistema da parte delle banche partecipanti dall'inizio della pandemia

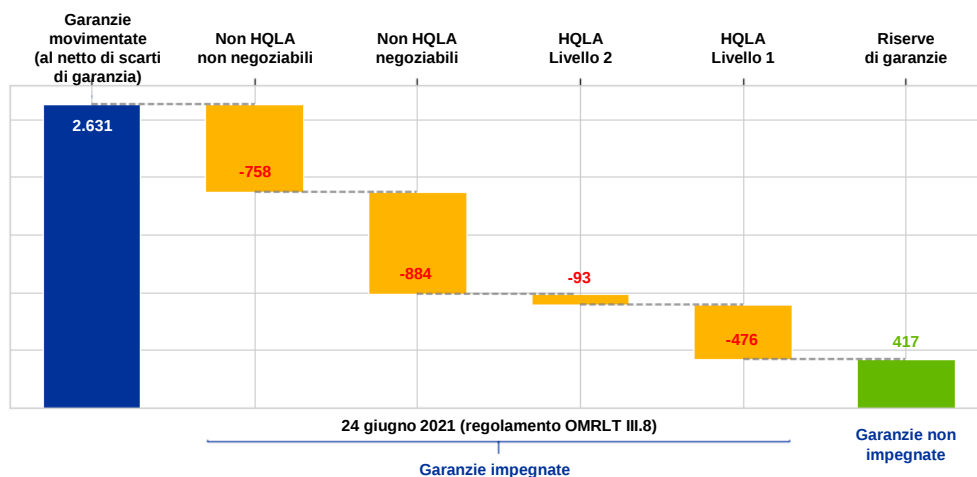
a) Ricorso alle operazioni di credito e movimentazione delle garanzie

(miliardi di euro)



b) Garanzie impegnate

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico a barre nel pannello a) mostra la movimentazione di garanzie dell'Eurosistema ripartita per categoria di attività. La prima osservazione dei dati riportati nel grafico a barre (composizione delle garanzie precedente la pandemia) si riferisce al 5 marzo 2020. Il grafico ad area nel pannello a) mostra la movimentazione delle garanzie ripartita per operazione di credito dell'Eurosistema e per riserve di garanzie (garanzie in eccesso). I dati si riferiscono alle banche partecipanti alle OMRLT-III fino all'operazione di giugno 2021. Per il pannello b), le garanzie impegnate si fondano sull'articolo 7, paragrafo 2, lettera a) del Regolamento delegato (UE) 2015/61 della Commissione del 10 ottobre 2014, che integra il Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il requisito di copertura della liquidità per gli enti creditizi. Testo rilevante ai fini del SEE (GU L 11 del 17.1.2015, pag. 1), ovvero si ipotizza che le attività movimentate siano impegnate in ordine di liquidità crescente, a partire da quelle diverse dalle HQLA. La metodologia applicata dalla BCE per classificare le attività movimentate presso l'Eurosistema nelle rispettive categorie definite dall'indice di copertura della liquidità (Livello 1, Livello 2A, Livello 2B, non HQLA) si basa principalmente sulle informazioni contenute nella base dati delle attività idonee della BCE ed è simile a quella descritta in Grandia, R., Hänling, P., Lo Russo, M. e Åberg, P. (a cura di), "Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area", Occasional Paper Series, n. 218, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2019. L'impegno delle garanzie è calcolato a livello di singola banca e aggregato quindi per tutti i partecipanti alle OMRLT-III. Le garanzie di livello 2A e 2B sono rappresentate in termini aggregati (HQLA Livello 2) mentre la categoria delle garanzie non HQLA è ulteriormente suddivisa in garanzie non HQLA non negoziabili e garanzie non HQLA negoziabili, partendo dall'ulteriore ipotesi che le attività non HQLA non negoziabili vengano impegnate per prime.

2 Trasmissione delle OMRLT-III ai prenditori attraverso le banche

La trasmissione delle OMRLT-III alle condizioni del credito bancario avviene attraverso vari canali. Le OMRLT sono operazioni mirate all'erogazione di credito, da parte delle banche, alle società non finanziarie e alle famiglie per scopi diversi dall'acquisto di abitazioni. Tali operazioni comportano anche una riduzione dei costi di provvista per le banche dell'area dell'euro, che a sua volta attiva un canale del credito bancario in grado di determinare una compressione dei tassi sui prestiti e più elevati volumi di questi ultimi. Inoltre, come spiegato di seguito, i canali aggiuntivi integrano la trasmissione delle OMRLT, stimolando l'erogazione di credito e agevolando una riduzione dei costi di indebitamento per imprese e famiglie.

Il programma di incentivi incorporato nelle OMRLT stimola l'erogazione di credito bancario a favore di settori specifici, determinando una maggiore concorrenza nei mercati dei prestiti. A differenza delle operazioni standard non mirate, le OMRLT-III offrono un prezzo più vantaggioso per i fondi presi in prestito; l'applicazione di tale prezzo è tuttavia soggetta al raggiungimento di determinati obiettivi di erogazione del credito da parte degli istituti partecipanti. Ciò aumenta la propensione di questi ultimi a erogare credito, in particolare in situazioni in cui l'incertezza comporta un rischio di restrizioni di accesso al finanziamento da parte delle banche, fattore che normalmente le indurrebbe a inasprire i criteri per la concessione del credito. Incoraggiati a erogare più credito, i soggetti partecipanti accrescono la pressione concorrenziale sui mercati dei prestiti, inducendo anche i soggetti non partecipanti ad allentare i criteri di concessione per proteggere le proprie quote di mercato⁹. L'aumento della concorrenza è anche uno dei motivi per cui gli obiettivi di erogazione del credito vengono attentamente calibrati in base alle proiezioni sui volumi dei prestiti. Una soglia troppo elevata da raggiungere per ottenere prezzi vantaggiosi nell'ambito delle OMRLT potrebbe indurre un livello di concorrenza sproporzionato e incoraggiare, potenzialmente, un'eccessiva assunzione di rischi. Inoltre, la definizione di un obiettivo troppo ambizioso potrebbe scoraggiare alcune banche dall'aderire al programma e ridurre, di conseguenza, l'efficacia dello stesso. Al contempo, un benchmark troppo poco ambizioso comprometterebbe ugualmente l'efficacia dell'obiettivo che caratterizza queste operazioni.

Le OMRLT consentono riduzioni dirette e indirette dei costi di provvista per le banche dell'area dell'euro. I costi di provvista delle banche si sono ridotti in seguito all'annuncio delle OMRLT (cfr. il grafico 2). Le OMRLT comprimono i costi di finanziamento per le banche offrendo prestiti a lungo termine da parte della banca centrale a tassi vantaggiosi. Tali prestiti possono essere utilizzati in sostituzione di altre fonti di finanziamento più costose reperibili sul mercato. La conseguente compressione dei costi di provvista per le banche è costituita da due componenti: una diretta e una indiretta. Per ciascuna banca partecipante, la riduzione diretta dei

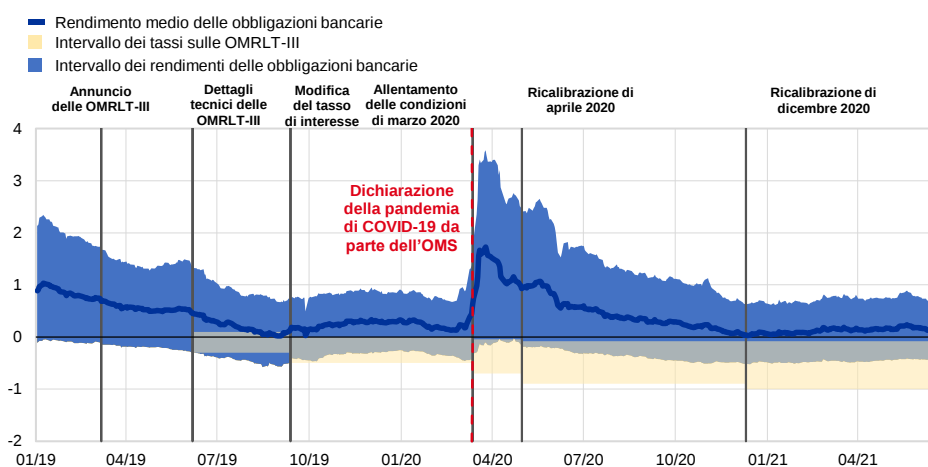
⁹ Cfr. Andreeva, D.C. e García-Posada, M., "The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition", *Journal of Banking & Finance*, vol. 122, n. 105992, Elsevier, gennaio 2021, nonché Benetton, M. e Fantino D., "Targeted monetary policy and bank lending behavior", *Journal of Financial Economics*, di prossima pubblicazione.

costi deriva dalla sostituzione delle fonti di finanziamento più costose. Per le banche che non partecipano direttamente al programma, la riduzione dei costi di finanziamento è indiretta ed è frutto di una esternalità positiva: dal momento che le banche partecipanti alle OMRLT sono portate a rinviare o interrompere del tutto l'emissione di obbligazioni, la conseguente riduzione dell'offerta di obbligazioni genera una compressione dei costi del finanziamento esterno anche per quelle banche che non usufruiscono direttamente dei prestiti erogati nell'ambito di queste operazioni. Dal momento che le banche operano in un mercato concorrenziale, ciò determina un abbassamento dei tassi sui prestiti e un aumento dei volumi di credito, come conferma anche l'esperienza delle OMRLT precedenti¹⁰. Affinché tale canale indiretto si attivi, la partecipazione al programma a livello aggregato deve essere ampia e indicare che esiste un margine perché entrino in gioco importanti non linearità, in special modo dopo l'ingente utilizzo dei prestiti nell'ambito dell'operazione di giugno 2020. A tale riguardo, la politica delle garanzie dell'Eurosistema e la decisione di aumentare il plafond dei finanziamenti sono fondamentali per consentire una partecipazione ampia e generalizzata al programma, come discusso nel riquadro 1.

Grafico 2

Rendimenti delle obbligazioni bancarie dal 2019

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, iBoxx, archivio centralizzato sui titoli (Centralised Securities Database, CSDB) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico riporta la media ponderata (linea blu scura) e l'intervallo p10-p90 dei rendimenti delle obbligazioni bancarie nell'area dell'euro (area ombreggiata blu). L'intervallo delle OMRLT-III riflette le variazioni di prezzo introdotte da ciascuna ricalibrazione. Il tasso massimo sulle OMRLT-III indica il più elevato tasso raggiungibile trattenendo i fondi fino alla scadenza. Il tasso minimo sulle OMRLT-III dopo le ricalibrazioni di marzo e aprile 2020 rappresenta il più basso tasso raggiungibile rimborsando i fondi alla prima data utile, mentre dopo dicembre 2020 indica il tasso minimo raggiungibile rimborsando i fondi alla fine del periodo di proroga della riduzione temporanea dei tassi, a giugno 2022.

In ultima istanza, le OMRLT sostengono le condizioni di prestito per famiglie e imprese attenuando i potenziali aumenti dei tassi sui prestiti e consentendo una notevole compressione dei costi di finanziamento per le banche.

Di norma, le OMRLT si trasmettono ai tassi di interesse attraverso i loro effetti aggregati sul mercato dei prestiti. Ciò è dovuto all'offerta di credito aggregata che si

¹⁰ La riduzione indiretta dei costi di provvista delle banche, pertanto, incoraggia ad erogare credito anche le banche che non aderiscono direttamente al programma. Inoltre, mentre la presenza di obiettivi stimola l'erogazione di prestiti verso il settore idoneo, le condizioni più favorevoli per i costi di provvista possono favorire il credito più in generale, anche nei confronti dei settori non direttamente designati.

espande tanto da esercitare pressioni al ribasso sui tassi applicati ai prestiti, che in ultima analisi scendono se la domanda di prestiti non è abbastanza sostenuta. L'esperienza recente delle OMRLT dopo marzo 2020, quando la domanda di prestiti ha registrato livelli senza precedenti, indica l'accresciuta rilevanza di almeno due ulteriori meccanismi di propagazione specifici della pandemia. In primo luogo, la disponibilità di fondi OMRLT ha contribuito a contenere il potenziale aumento dei tassi sui prestiti dovuto all'impennata del rischio di credito nel contesto delle turbative all'economia generate dalla pandemia. In secondo luogo, il brusco e marcato aumento dell'incertezza sulle prospettive macroeconomiche ha indotto comportamenti fortemente prudenti da parte di imprese e famiglie, che hanno contribuito a far aumentare notevolmente i volumi dei depositi. Data la relativa difficoltà di imporre tassi negativi sui depositi al dettaglio, la riduzione dei costi di provvista delle banche agevolata dalle OMRLT contribuisce a preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria poiché permette alle banche di ridurre i tassi sui prestiti conservando, al contempo, i margini di intermediazione ed evitando l'eccessiva assunzione di rischi.

Riducendo i vincoli di liquidità, le OMRLT attenuano gli effetti prociclici determinati dalle condizioni di finanziamento a medio e a lungo termine.

In virtù della loro scadenza a più lungo termine rispetto alle operazioni standard di rifinanziamento, le OMRLT contribuiscono ad allentare i vincoli regolamentari correlati ai requisiti di liquidità, in particolare al momento dell'iniziale attuazione delle operazioni e quando dispongono di una considerevole vita residua. Ciò consente alle banche di strutturare la composizione della propria liquidità in maniera meno prociclica, emettendo obbligazioni a più lungo termine quando queste non sono eccessivamente costose a causa di tensioni finanziarie transitorie provocate dalla crisi cui le OMRLT offrono una risposta.

Inoltre, le OMRLT immettono liquidità di banca centrale nel sistema finanziario, esercitando una pressione al ribasso sui tassi del mercato monetario.

Le OMRLT stimolano la domanda di finanziamenti di banca centrale e accrescono, di fatto, la liquidità in eccesso nel sistema. Quanto più appetibili sono i termini delle OMRLT, tanto più ampia sarà la partecipazione e la conseguente distribuzione della liquidità in eccesso nel sistema. Ciò riduce il ricorso ai mercati interbancari per il fabbisogno di liquidità a breve termine, comprimendo così i tassi a breve termine, come illustrato nel riquadro 2.

Le OMRLT offrono inoltre un meccanismo di protezione contro l'intensificarsi delle tensioni dal lato della provvista, dal momento che le banche possono ricorrere in maggior misura a tali operazioni in presenza di scenari avversi.

Come le operazioni di rifinanziamento standard dell'Eurosistema, le OMRLT sono dettate dalla domanda e consentono ai potenziali partecipanti di utilizzare tale opzione quando l'accesso alle fonti di finanziamento sul mercato diventa problematico. Pertanto, l'attuale panorama dei prezzi per le condizioni del finanziamento bancario riflette probabilmente gli effetti di tale possibilità, anche per quel che riguarda le future condizioni di rifinanziamento per le banche, la compressione dei premi per il rischio sui rendimenti obbligazionari e il contributo a preservare condizioni di finanziamento favorevoli.

Infine, le OMRLT agiscono come un potente strumento di allentamento del credito insieme ad altri strumenti di politica monetaria attivi. La politica dei tassi di interesse negativi rafforza l'incentivo all'erogazione di prestiti comprimendo i rendimenti delle attività prive di rischio e mantenendo, al contempo, la disponibilità di finanziamenti OMRLT a tassi molto ridotti, mentre il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso attenua i potenziali attriti associati alla rigidità al ribasso dei tassi sui depositi al dettaglio. Le indicazioni prospettiche sulla politica monetaria mantengono su livelli bassi i segmenti intermedi della curva dei tassi privi di rischio, utilizzati dalle banche per determinare i tassi di interesse sui prestiti. Ciò stimola la domanda di credito, grazie anche all'integrazione dei fondi a lungo termine delle OMRLT, che permette di comprimere il premio a termine della provvista bancaria. Gli acquisti di titoli di Stato fanno abbassare i rendimenti sugli utilizzi alternativi dei fondi OMRLT, consentendo di veicolare la liquidità offerta da tali operazioni verso il settore cui sono destinate. Gli acquisti di obbligazioni societarie riducono i differenziali su tali titoli, fornendo così un canale di trasmissione diretto dalla politica monetaria all'economia reale e creando nei bilanci delle banche margini di manovra per estendere la maggiore erogazione di prestiti anche alle imprese non direttamente interessate dall'acquisto di attività (come le piccole e medie imprese) attraverso l'uso dei fondi OMRLT¹¹.

Riquadro 2

Le OMRLT-III e i tassi del mercato monetario

a cura di Maria Encio

I mercati monetari rappresentano il punto di partenza del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, che prevede la trasmissione dei tassi di interesse agli altri segmenti dei mercati finanziari, con le conseguenze sulle condizioni di finanziamento che tale passaggio comporta sull'economia in generale. Sebbene negli ultimi anni una significativa quota di operazioni non garantite sia passata al segmento garantito, i tassi del segmento non garantito svolgono ancora un ruolo fondamentale come valori di riferimento. Ad esempio, i tassi Euribor sui prestiti non garantiti a tre e a sei mesi fungono da riferimento per i mercati degli swap e dei future sui tassi di interesse, nonché per i tassi sui prestiti bancari erogati a imprese e famiglie. Ciò implica un'ampia e rapida trasmissione delle variazioni di tali tassi agli altri agenti economici.

Mentre il segmento garantito ha confermato la propria capacità di tenuta durante la pandemia di coronavirus (COVID-19), i segmenti degli swap in valuta e delle operazioni a termine non garantite, incluse le emissioni di titoli a breve termine, sono stati colpiti negativamente. I tassi di interesse e i volumi di negoziazione delle operazioni garantite sono rimasti sostanzialmente stabili nonostante la maggiore avversione al rischio riscontrata nella primavera del 2020. Per contro, i tassi di interesse a termine sui depositi privi di garanzia hanno registrato un brusco incremento, di oltre 20 punti base, ad esempio per quanto riguarda l'Euribor e i tassi sulla carta commerciale. Inoltre, il costo dei prestiti in dollari statunitensi in rapporto all'euro ha registrato un picco nel mercato degli swap in valuta (cfr. il grafico A, in cui l'area blu evidenzia il periodo del culmine della crisi del COVID-19).

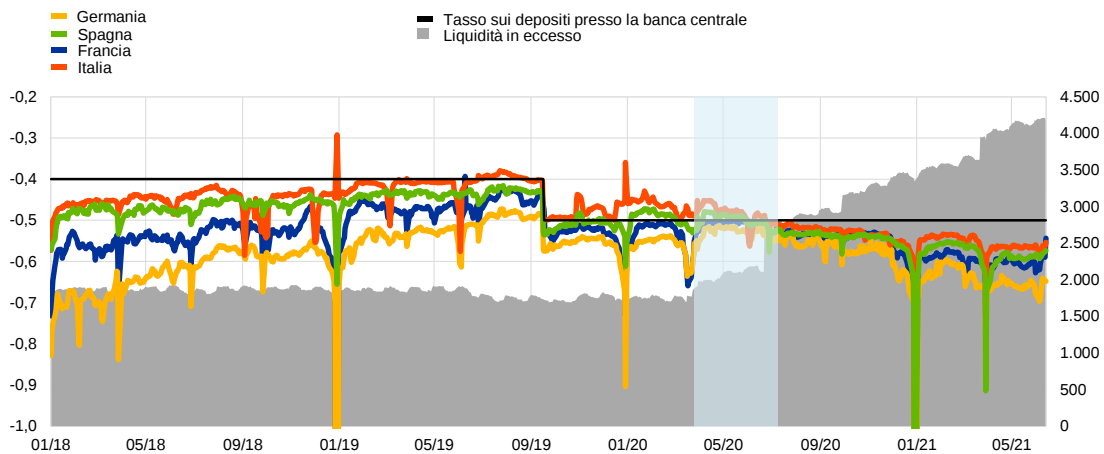
¹¹ Cfr. Arce, O., Gimeno, R. e Mayordomo, S., "Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE", *Review of Finance*, vol. 25, numero 1, Oxford University Press, Oxford, 2020, pagg. 43-84.

Grafico A

Panoramica dei tassi nei mercati monetari dell'euro

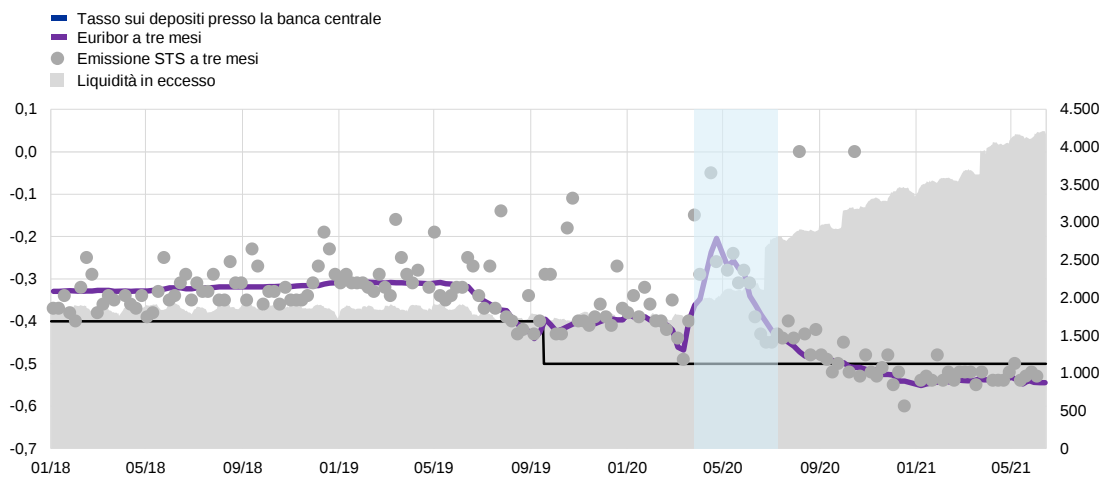
a) Tassi del segmento garantito

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: miliardi di euro)



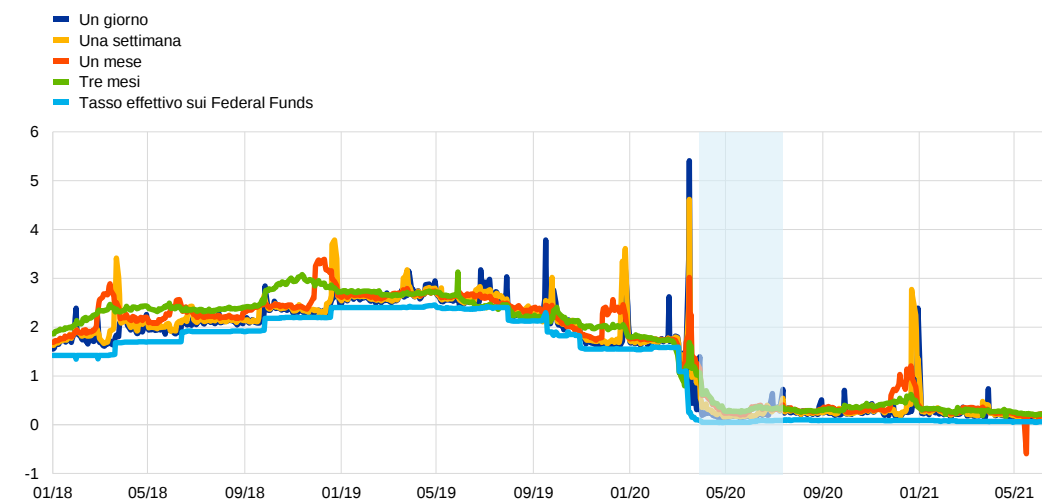
b) Tassi del segmento non garantito (STS, Euribor)

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: miliardi di euro)



c) Tassi sui cambi EUR/USD (differenziali di base sugli swap in punti percentuali)

(punti percentuali)



Fonti: pannello a): segnalazioni statistiche sui mercati monetari (Money Market Statistical Reporting, MMSR) della BCE; pannello b): MMSR della BCE, Bloomberg ed elaborazioni della BCE; pannello c): STS (Banque de France).
 Note: il pannello a) mostra il tasso medio ponderato per il volume per data di regolamento e giurisdizione delle garanzie e include solo le garanzie pubbliche. La scala è limitata all'1 per cento per esigenze di leggibilità. Date di ultimo aggiornamento: fine 2019 per la Germania (2,74 per cento) e per la Francia (2,13 per cento); fine 2020 per la Germania (2,09 per cento), per la Francia (1,57 per cento) e per la Spagna (1,59 per cento). Solo operazioni con scadenze O/N, S/N e T/N. Il tasso comprende sia le operazioni di assunzione che di erogazione di prestiti. Nel pannello b), "STS" indica le emissioni di titoli di debito a breve termine in base ai dati NEU CP. L'area blu evidenzia il periodo della crisi del COVID-19. Nel pannello c), il differenziale di base sugli swap in valuta è calcolato come differenza fra il tasso implicito sul dollaro statunitense e il tasso OIS sul dollaro statunitense per la scadenza selezionata. Per esigenze di leggibilità, il valore limite dell'asse è di 300 punti base. Le operazioni a un giorno combinano le scadenze O/N, S/N e T/N per un determinato giorno di regolamento.

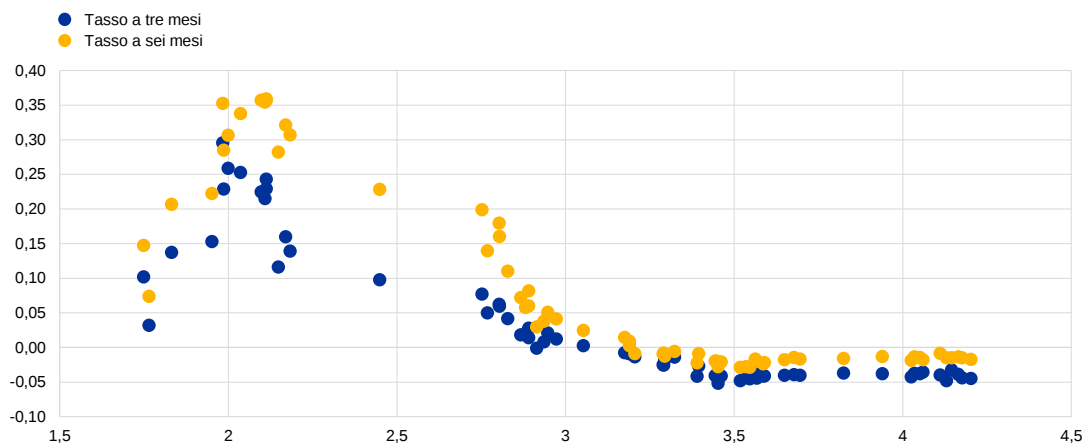
Per stabilizzare i tassi del mercato monetario, colpito da forti turbative, e allentare le condizioni di finanziamento, l'Eurosistema ha introdotto diverse misure. Le nuove operazioni di prestito ricalibrate per le banche hanno esercitato una significativa pressione al ribasso sui tassi a termine non garantiti, trainata da un'ampia liquidità in eccesso e da una ridotta necessità, da parte delle banche, di emettere carta commerciale. L'inclusione di carte commerciali emesse da società non finanziarie negli acquisti effettuabili nell'ambito del PEPP, le più ampie operazioni di prestito offerte dalle banche centrali nazionali e l'ampliamento dell'idoneità delle garanzie sono tutti fattori che hanno concorso al proseguimento delle operazioni con carta commerciale societaria e all'offerta di garanzie al mercato per le operazioni di pronti contro termine. Infine, l'offerta di liquidità in dollari statunitensi ai prezzi garantiti dal meccanismo di copertura attraverso la rete di linee di swap delle banche centrali nazionali ha offerto una risposta rapida alle distorsioni insorte nel segmento degli swap in valuta. Il ripristino del normale funzionamento di tutti i segmenti del mercato monetario nella seconda metà del 2020 si è reso evidente nella normalizzazione dei tassi sul mercato dei depositi privi di garanzie.

La ricalibrazione dei termini delle OMRLT-III su due parametri specifici è stata strumentale al raggiungimento dell'effetto desiderato sul reperimento di fondi. L'offerta di finanziamenti condizionati a tassi inferiori a quello applicato ai depositi presso la banca centrale durante due periodi di prestito speciali, quando gli effetti della pandemia erano maggiormente evidenti, ha fornito un incentivo molto efficace che ha favorito un'elevata partecipazione al programma. Inoltre, l'aumento del plafond dei finanziamenti ha consentito alle banche di accrescere le somme prese in prestito da 300 miliardi di euro di marzo 2020 a 2.200 miliardi di euro a giugno 2021. Questa ampia immissione di liquidità ha contribuito a ridurre i tassi di riferimento del mercato monetario, come i tassi Euribor a tre e a sei mesi, allentando le condizioni di finanziamento per l'economia in generale attraverso il canale del mercato monetario (cfr. il grafico B).

Grafico B

Relazione tra liquidità in eccesso e tassi a termine sui depositi privi di garanzia

(asse delle ascisse: liquidità in eccesso in migliaia di miliardi di euro; asse delle ordinate: media settimanale del differenziale Euribor sul tasso sui depositi presso la banca centrale, in punti percentuali)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al periodo tra il 12 marzo 2020 e l'11 giugno 2021. R quadro per tassi a tre mesi: 77 per cento; R quadro per tassi a sei mesi: 75 per cento.

3 Impatto sulle condizioni del credito bancario

Evidenze desunte dai dati di bilancio delle banche

Le OMRLT-III hanno consentito alle banche di far fronte all'aumento su ampia scala della domanda di credito innescato dalla pandemia. La crescita del credito bancario al settore privato è stata considerevole tra le banche partecipanti alle OMRLT-III sin dall'inizio della pandemia, come evidenziato nei 13 mesi di vita del parametro di riferimento per la performance di erogazione del credito introdotto a marzo 2020 (cfr. il pannello a) del grafico 3)¹². Dall'inizio del periodo di valutazione aggiuntivo della performance di erogazione del credito, a ottobre 2020¹³, per le banche partecipanti alle OMRLT-III la crescita dei prestiti è proseguita, in particolare se raffrontata con il dato relativo alle banche non partecipanti per lo stesso periodo (cfr. il pannello b) del grafico 3). Insieme a un'espansione della scadenza dei prestiti, favorita anche dalla disponibilità di sistemi di garanzie pubbliche, ciò indica che queste operazioni hanno consentito alle banche di fornire una risposta sostenibile all'accresciuta domanda di finanziamenti, favorendo il passaggio da una iniziale domanda di credito di emergenza all'erogazione di prestiti con finalità a più lungo

¹² Per ottenere il tasso di interesse minimo sulle operazioni OMRLT-III, le banche partecipanti devono raggiungere una soglia superiore al loro valore di riferimento per i prestiti in un determinato periodo di valutazione. A marzo 2020 è stato introdotto un nuovo periodo di valutazione per la performance del prestito bancario, modificato, ad aprile 2020, in modo da includere il periodo di 13 mesi a partire da marzo 2020; tali modifiche sono state apportate per fornire alle banche ulteriori incentivi a mantenere il sostegno al credito assicurato sin dall'insorgere della pandemia.

¹³ La ricalibrazione del 10 dicembre 2020 ha esteso il tasso di interesse del -1 per cento sino a giugno 2022, a condizione che sia soddisfatto un ulteriore requisito basato sulla performance di erogazione del credito misurata tra ottobre 2020 e dicembre 2021.

termine, compresi gli investimenti¹⁴. Al tempo stesso, gli acquisti di titoli di Stato sono inizialmente aumentati, per via di una più cospicua emissione e domanda di liquidità da parte delle amministrazioni pubbliche finalizzata a finanziare le misure di sostegno pubblico. Al termine di questo periodo iniziale, da ottobre 2020 i flussi netti a favore dei titoli di Stato sono stati negativi, in linea con il fatto che le banche preferiscono l'erogazione di prestiti al settore privato al potenziale acquisto di titoli di Stato e di riflesso anche all'ampio assorbimento di tali titoli da parte degli acquisti di attività.

L'accumulo temporaneo di liquidità da parte delle singole controparti delle OMRLT può altresì indicare l'espansione del credito che tali prestatori potrebbero offrire in futuro.

Dall'inizio della pandemia si è registrato un forte incremento dei depositi presso l'Eurosistema. Tale incremento a livello aggregato è interamente meccanico, poiché la liquidità immessa tramite le OMRLT (e gli acquisti di attività condotti in parallelo) circola all'interno del sistema chiuso delle banche che detengono conti di riserva presso l'Eurosistema e non si riduce quando esse erogano credito a imprese e famiglie, le quali non fanno parte di questo sistema chiuso¹⁵. Inoltre, l'accumulo di liquidità ancora considerevole depositata presso l'Eurosistema dall'introduzione delle OMRLT-III è il risultato di una serie di fattori, come illustrato nel riquadro 3¹⁶. A livello di singole banche è importante notare che gli istituti dell'area dell'euro sono stati attivamente impegnati a soddisfare il pressante fabbisogno di liquidità del settore delle imprese e delle famiglie. Ciò sostiene la ripresa dalla crisi in presenza di condizioni difficili sui mercati del finanziamento all'ingrosso. All'inizio della crisi le banche hanno risposto al fabbisogno di liquidità di emergenza delle imprese ricorrendo alle proprie riserve di liquidità. Considerando l'incertezza complessiva e l'avversione al rischio degli investitori, rivolgersi ai mercati per ottenere i fondi necessari a gestire tale processo avrebbe potuto indurre tensioni su quelli della provvista all'ingrosso o episodi di drastico razionamento. Le singole banche hanno accumulato liquidità in bilancio per poter meglio assorbire gli shock avendo incrementato i prestiti. La riduzione dei tassi del mercato monetario osservata dopo le OMRLT-III di giugno, e documentata nel riquadro 2, è un ulteriore segnale del fatto che i fondi di tali operazioni sono fondamentali nell'esercitare le necessarie pressioni al ribasso sul costo delle varie opzioni di finanziamento a disposizione delle banche. Al momento, gli enti creditizi stanno ancora accompagnando l'uscita dalle disfunzioni delle catene di approvvigionamento causate dallo shock pandemico, tutelando nel contempo il settore delle imprese da situazioni di fabbisogno di liquidità che isolate misure

¹⁴ Cfr. il riquadro *Le garanzie pubbliche sui prestiti e il credito bancario nel periodo del COVID-19* nel numero 6/2020 di questo Bollettino, nonché M. Falagiarda e P. Köhler-Ulbrich "Bank Lending to Euro Area Firms – What Have Been the Main Drivers During the COVID-19 Pandemic?", *European Economy*, numero 1, aprile 2021.

¹⁵ L'accumulo di depositi presso l'Eurosistema è riscontrabile anche tra le banche che non hanno partecipato alle OMRLT-III (cfr. il pannello a) del grafico 3).

¹⁶ Le singole banche possono prevedere una riduzione delle proprie eccedenze di liquidità impiegandole, ad esempio, nell'erogazione di un nuovo prestito. Tuttavia, a meno che il debitore non prelevi l'intero importo del prestito e lo detenga in contanti, i fondi torneranno in un deposito presso la stessa banca o presso un altro istituto, compensando l'iniziale calo della liquidità in eccesso. Per maggiori dettagli, cfr. la presentazione della BCE "Cos'è la liquidità in eccesso e perché è importante?".

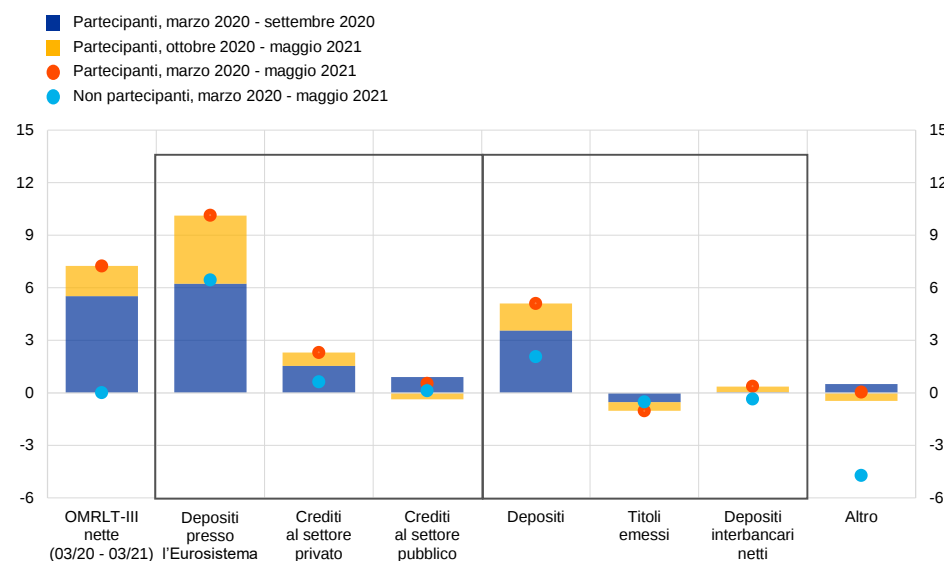
di chiusura (lockdown) potrebbero ancora comportare man mano che le campagne vaccinali normalizzano il funzionamento dell'economia.

Grafico 3

Evoluzione delle voci di bilancio relative ai partecipanti e ai non partecipanti alle OMRLT-III

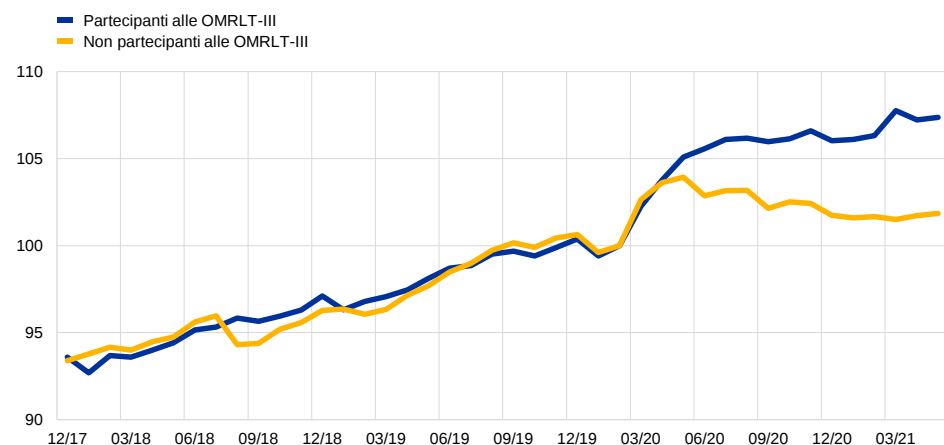
a) Andamenti di attività e passività

(in percentuale delle principali attività)



b) Volume dei prestiti

(consistenza nozionale, febbraio 2020 = 100)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra i flussi cumulati delle principali attività e passività da marzo 2020 a settembre 2020 (istogrammi blu), da ottobre 2020 a maggio 2021 (istogrammi gialli) e da marzo 2020 a maggio 2021 (punti rossi) per i partecipanti alle OMRLT-III inclusi nella serie di dati della BCE sulle singole voci di bilancio; gli andamenti relativi ai non partecipanti tra marzo 2020 e maggio 2021 sono indicati dai punti azzurri; i dati sono riparametrati secondo la dimensione dei due gruppi, partecipanti e non partecipanti, misurata sulla base delle principali attività alla fine di febbraio 2020. Le OMRLT sono considerate al netto di altri finanziamenti da parte dell'Eurosistema a partire da marzo 2021 per il campione di banche IBSI (escludendo i gruppi di dati micro per evitare il doppio conteggio e riducendo il campione a livello di partecipante alle OMRLT). Dal lato delle attività, i crediti al settore privato comprendono i prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, nonché le disponibilità in titoli del settore privato; i crediti al settore pubblico includono le consistenze in titoli di Stato e i prestiti alle amministrazioni pubbliche. Dal lato delle passività, i depositi sono quelli detenuti dalle istituzioni finanziarie non monetarie; la raccolta interbancaria (netta) è data dai depositi meno i prestiti ricevuti da altre istituzioni finanziarie monetarie, escluso l'Eurosistema. Il pannello b) mostra l'evoluzione dei prestiti idonei relativi alle banche partecipanti (linea blu) e alle banche non partecipanti (linea gialla) alle OMRLT-III fino a maggio 2021.

Evidenze desunte dalle indagini

Le informazioni qualitative ricavate dalle indagini confermano che la maggior parte delle banche ha partecipato alle operazioni OMRLT-III con l'intenzione di utilizzare i fondi per erogare prestiti. I dati quantitativi sui bilanci bancari disponibili fino a marzo 2021 suggeriscono che i fondi delle OMRLT hanno sostenuto la capacità del sistema bancario dell'area dell'euro di rispondere all'iniziale domanda di liquidità, la cui portata è stata senza precedenti, proveniente dal settore privato non finanziario dall'inizio della pandemia e di contribuire alla transizione delle esposizioni delle imprese dalla liquidità di emergenza ai prestiti a termine. Da un lato, le operazioni hanno sorretto la capacità e gli incentivi delle banche dell'area dell'euro a erogare prestiti. Dall'altro, un ruolo fondamentale è stato svolto dagli andamenti della domanda di prestiti. Le informazioni qualitative desunte dalle indagini, come quella sul credito bancario nell'area dell'euro, offrono indicazioni circa l'utilizzo di tali fondi sino a oggi e nel futuro. Il raffronto tra le risposte date nel tempo chiarisce anche in che modo il sistema bancario ha reagito all'evolvere delle caratteristiche delle OMRLT-III.

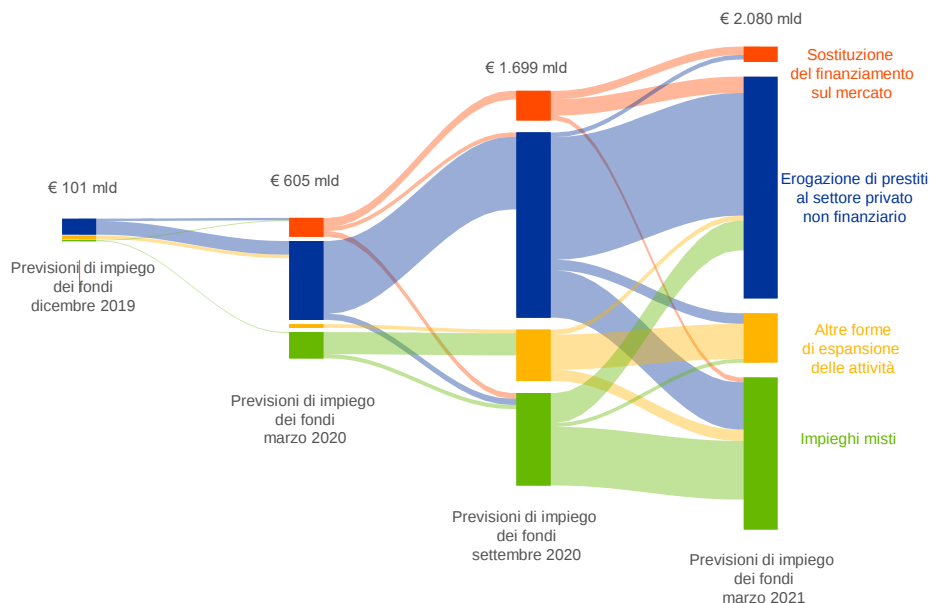
L'evoluzione delle risposte delle banche all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro mostra in che modo i previsti impieghi dei fondi delle OMRLT da parte degli istituti di credito si sono adeguati al mutare delle circostanze (cfr. il grafico 4). Prima delle tensioni associate alla pandemia di COVID-19, le banche prevedevano di ricorrere ai fondi delle OMRLT-III principalmente per erogare prestiti al settore privato non finanziario o per rinnovare i fondi in scadenza nell'ambito delle OMRLT-II. Con il dilagare della crisi indotta dalla pandemia, alcune banche hanno iniziato a valutare l'utilizzo dei fondi delle OMRLT in sostituzione del finanziamento sul mercato, sebbene l'erogazione di prestiti sia rimasta la principale finalità prevista per la liquidità aggiuntiva. La ricalibrazione delle OMRLT il 30 aprile 2020 ha introdotto maggiori incentivi a destinare almeno parte dei fondi a varie forme di espansione dei bilanci, tra cui, almeno temporaneamente, la detenzione di depositi presso l'Eurosistema e l'acquisto di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche. Allo stesso tempo, le consistenze di liquidità in eccesso detenute in conseguenza della partecipazione alle OMRLT-III sono state altresì motivate dall'atteggiamento prudente delle banche in un contesto caratterizzato da livelli di incertezza senza precedenti¹⁷. Dopo l'erogazione di prestiti al settore privato, per i rimanenti fondi delle OMRLT è cresciuto il ruolo degli impieghi misti. In ogni caso, gli impieghi dei fondi previsti dalle banche continuano a suggerire un'elevata efficacia delle OMRLT nel sostenere le condizioni del credito.

¹⁷ Ciò è in linea con le singole risposte fornite dai partecipanti all'indagine di ottobre 2020 sul credito bancario nell'area dell'euro alle domande concernenti le motivazioni alla base di una futura partecipazione alle OMRLT.

Grafico 4

Evoluzione delle previsioni di impiego dei fondi delle OMRLT-III

(quota degli intervistati ponderata per gli importi delle OMRLT-III)



Fonti: BCE, indagine sul credito bancario nell'area dell'euro ed elaborazioni della BCE.

Note: i quattro istogrammi della quarta colonna a destra misurano gli importi delle OMRLT-III in essere a marzo 2021 distribuiti secondo le risposte all'indagine di aprile 2021 sul credito bancario nell'area dell'euro. L'istogramma rosso misura il ricorso alle operazioni da parte delle banche che hanno dichiarato che impiegheranno i fondi delle OMRLT per sostituire le fonti di finanziamento sul mercato. L'istogramma blu misura il medesimo ricorso da parte delle banche che intendono impiegare i fondi per l'erogazione di prestiti. L'istogramma giallo rappresenta il ricorso alle operazioni da parte delle banche che intendono impiegare i fondi per fini diversi dalla sostituzione del finanziamento sul mercato o dall'erogazione di prestiti (titoli di Stato, detenzione di liquidità, finanziamento di altre entità finanziarie, ecc.). L'istogramma verde indica il ricorso alle operazioni da parte delle banche che non prevedono l'allocazione dei fondi verso un'unica categoria di utilizzo. Gli istogrammi della prima colonna misurano gli importi in essere delle OMRLT-III a dicembre 2019, distribuiti secondo le risposte all'indagine di gennaio 2020 sul credito bancario nell'area dell'euro. Gli istogrammi della seconda colonna misurano gli importi in essere delle OMRLT-III a marzo 2020 e gli importi delle ORLT ponte distribuiti secondo le risposte all'indagine di aprile 2020 sul credito bancario nell'area dell'euro. Gli istogrammi della terza colonna misurano gli importi in essere delle OMRLT-III a settembre 2020 distribuiti secondo le risposte all'indagine di ottobre 2020 sul credito bancario nell'area dell'euro. Le aree ombreggiate indicano il ricorso alle operazioni da parte delle banche che, tra un'edizione e l'altra dell'indagine, modificano le previsioni di utilizzo dei fondi.

Stima dell'impatto delle OMRLT

Le OMRLT-III forniscono un notevole sostegno alle condizioni del credito bancario (cfr. il grafico 5). Numerosi studi che utilizzano una varietà di metodi econometrici e si basano su diversi campioni e giurisdizioni rivelano un marcato effetto di allentamento sulle condizioni del credito bancario. Tali studi coprono l'ampio ventaglio dei canali di trasmissione menzionati in precedenza. È quindi probabile che l'applicazione di un approccio olistico comprensivo di tutti questi approfondimenti restituisca una media delle distorsioni introdotte dall'assenza di canali specifici all'interno di un singolo studio. I risultati di ciascun lavoro sono classificati in termini di periodo di riferimento e corrispondente utilizzo dei fondi delle OMRLT, riparametrando gli impatti per tener conto delle differenze di dati,

campioni e metodologie¹⁸, consentendo la rielaborazione delle rispettive elasticità in termini di aumento percentuale dei volumi di prestito per anno e di punti base dell'impatto sui tassi applicati ai finanziamenti per ciascuna unità di utilizzo delle OMRLT. Ciò determina un impatto sui volumi dei prestiti superiore a 2 punti percentuali ogni anno e di oltre 60 punti base sui tassi applicati ai finanziamenti dopo l'ultima operazione di dicembre 2021, a fronte di uno scenario controfattuale di partecipazione nulla. È importante osservare che questa può essere considerata una valutazione prudente dell'impatto effettivo delle operazioni, con particolare riferimento al loro ruolo di meccanismo di protezione contro un brusco deterioramento dei costi di indebitamento. Ciò riflette il fatto che il periodo campione di gran parte degli studi non è caratterizzato da episodi di tensione finanziaria e dell'economia reale di entità pari a quella osservata dall'inizio della crisi indotta dal COVID-19. Inoltre, l'assenza del programma di OMRLT avrebbe potuto innescare un netto deterioramento delle condizioni di finanziamento delle banche, determinando un massiccio episodio di riduzione della leva finanziaria. Gli effetti di un simile scenario sono molto difficili da quantificare. Infine, è probabile che altre politiche di risposta alla pandemia volte a sostenere il credito bancario, quali l'ampliamento dell'idoneità delle garanzie, le misure di allentamento dei requisiti patrimoniali e i sistemi di garanzie pubbliche, abbiano ulteriormente accresciuto l'efficacia delle OMRLT¹⁹.

¹⁸ Inoltre, le evidenze ricavate dalle indagini illustrate in precedenza suggeriscono che la mera entità delle operazioni OMRLT-III all'indomani della pandemia era in grado determinare un impiego più diversificato dei fondi. Applicando un approccio moderato, l'esercizio utilizza tali informazioni per riparametrare le stime degli studi condotti su dati antecedenti la pandemia. Ciò non riguarda le stime basate sui dati successivi alla pandemia.

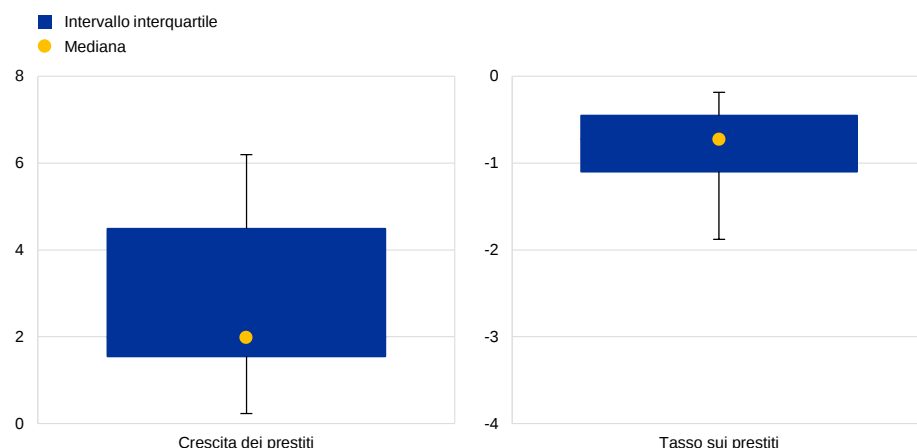
¹⁹ Cfr., ad esempio, Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L., "[The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#)", *Working Paper Series*, n. 2465, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2020.

Grafico 5

Meta-analisi degli impatti stimati delle OMRLT

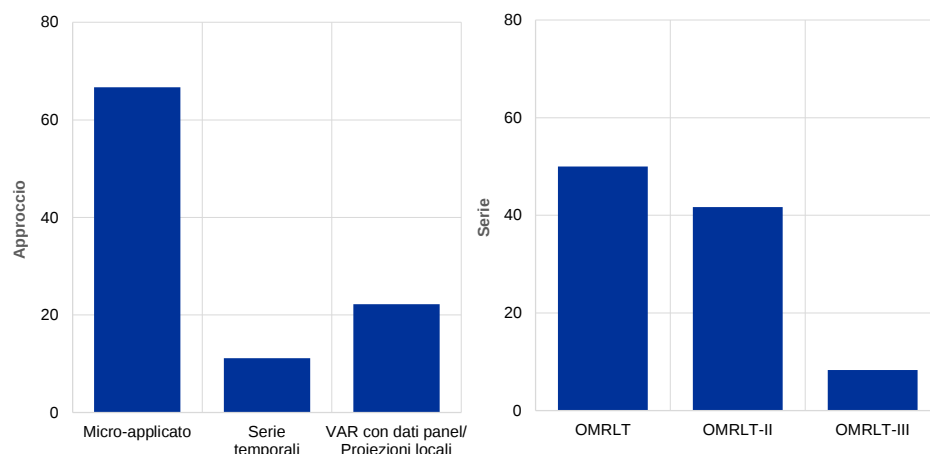
a) Impatto stimato del ricorso alle OMRLT

(valori percentuali in ragione d'anno)



b) Distribuzione degli studi per approccio e serie

(valori percentuali)



Fonti: Afonso, A. e Sousa-Leite, J., "The transmission of unconventional monetary policy to bank credit supply: evidence from the TLTRO", *Working Papers*, n. 201901, Banco de Portugal, Lisbona, 2019; Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L., op. cit.; Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., "Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through", *Journal of Monetary Economics*, vol. 110, numero C, Elsevier, 2020, pagg. 81-98; Andreeva, D. C. e García-Posada, M., op. cit.; Arce, O., Gimeno, R. e Mayordomo, S., op. cit.; Balfoussia, H. e Gibson, H. D., "Financial conditions and economic activity: the potential impact of the targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)", *Applied Economics Letters*, vol. 23, n. 6, Taylor & Francis, Londra, 2016, pagg. 449-456; Barbiero, F., Burlon, L., Dimou, M., Toczynski, J., "Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III", di prossima pubblicazione, 2021; Bats, J. e Hudepohl, T., "Impact of targeted credit easing by the ECB: Bank-level evidence", *Working Papers*, n. 631, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2019; Benetton, M. e Fantino, D., "Targeted Monetary Policy and Bank Lending Behavior", *Journal of Financial Economics*, di prossima pubblicazione, 2021; Boeckx, J., de Sola Perea, M. e Peersman, G., "The transmission mechanism of credit support policies in the euro area", *European Economic Review*, vol. 124, numero C, Elsevier, 2020; Cravo Ferreira, M., "What happens when the ECB opens the cash tap? An application to the Portuguese credit market", tesi, Universidade Católica Portuguesa, 2019; Esposito, L., Fantino, D. e Sung, Y., "L'impatto della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine sul mercato italiano del credito: evidenze econometriche", *Tem di discussione*, n. 1264, Banca d'Italia, Roma, 2020; Flanagan, T., "Stealth Recapitalization and Bank Risk Taking: Evidence from TLTROs", disponibile su SSRN n. 3442284; Gibson, H. D., Hall, S. G., Petroulas, P., e Tavlas, G. S., "On the effects of the ECB's funding policies on bank lending", *Journal of International Money and Finance*, vol. 102, numero C, Elsevier, 2020, pagg. 102-112; Laine, O., "The Effect of Targeted Monetary Policy on Bank Lending", *Journal of Banking and Financial Economics*, di prossima pubblicazione, 2021; Offermans, C. J. e Blaes, B. A., "The Effects of Unconventional Monetary Policies on the Lending Activity of German Banks", mimeo, 2021; Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., Yiangou, J., *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, Oxford, 2021; van Dijk, M. e Dubovik, A., "Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit", *Discussion Papers*, n. 372, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 2018.

Note: il pannello a) mostra l'impatto medio annuo delle OMRLT sulla crescita dei prestiti alle società non finanziarie per utilizzi pari a 2.200 miliardi di euro. Le stime di ciascuno studio sono riparametrate per tenere conto delle differenze di dati, campioni e metodologie. I punti gialli indicano l'impatto mediano nei vari studi. Le aree blu scuro corrispondono all'intervallo interquartile, le barre rappresentano l'intervallo tra il 10° e il 90° percentile. Il pannello b) mostra le percentuali di studi sulle OMRLT rientranti nella meta-analisi, suddivisi per approccio e programma di riferimento. Gli studi che includono più approcci o programmi sono conteggiati più volte ove opportuno e le percentuali sono calcolate rispetto al computo complessivo.

Le OMRLT hanno allontanato una parte considerevole dell'incertezza relativa alle condizioni del finanziamento bancario e continuano a svolgere una funzione di sostegno, in misura subordinata alla disponibilità di quote di prestito inutilizzate.

La sola presenza delle OMRLT assicura che le banche abbiano accesso a un'ampia offerta di finanziamento a condizioni interessanti e senza stigmatizzazioni derivanti dalla partecipazione al programma, aumentando così la fiducia degli investitori e riducendo la probabilità di shock avversi sui mercati delle obbligazioni bancarie. L'analisi delle consistenze di obbligazioni bancarie in essere per rendimento a scadenza suggerisce che l'eventualità che si concretizzino in ogni caso shock considerevoli ai costi della provvista bancaria potrebbe indurre le banche a sostituire un'ampia porzione del finanziamento sul mercato con le OMRLT. Ciò mette in luce l'importanza della funzione di sostegno svolta da tali operazioni. In concreto, attualmente circa il 20 per cento delle obbligazioni bancarie in essere è valutato al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale e oltre la metà di tali titoli offre rendimenti al di sotto del tasso di adesione alle OMRLT-III. Alcune banche possono ancora trovare conveniente ricorrere al finanziamento sul mercato, anche al solo fine di mantenervi accesso e adempiere agli obblighi normativi. Tuttavia, uno shock improvviso al costo del finanziamento obbligazionario potrebbe rendere il finanziamento sul mercato significativamente più oneroso rispetto a quello di banca centrale. A quel punto le banche potrebbero gradualmente sostituire le consistenze di debito in scadenza con i prestiti delle OMRLT-III nella massima misura possibile, dati i vincoli regolamentari e la capacità inutilizzata residua in termini di plafond di finanziamento. L'attuale programma offre quindi un meccanismo di sostegno nel caso in cui si concretizzino gravi tensioni sui mercati della provvista bancaria, ma la sua efficacia sarebbe comunque limitata dalla capacità di indebitamento residua delle banche. Di fatto, capacità di finanziamento inutilizzate nell'ambito delle OMRLT agevolano la decisione delle banche di arrischiare l'erogazione di prestiti anche in periodi di incertezza, poiché offrono accesso, su richiesta, a livelli adeguati di liquidità e riserve di finanziamento. Anche le simulazioni di un modello microstrutturale del sistema bancario dell'area dell'euro mostrano che la disponibilità di OMRLT vantaggiose ha contribuito a evitare equilibri avversi per la rischiosità delle banche, contribuendo a preservare condizioni di finanziamento accomodanti, in misura di gran lunga superiore all'effettiva riduzione del costo del finanziamento associata all'utilizzo delle OMRLT²⁰.

Inoltre, la trasmissione delle OMRLT alle condizioni del credito è integrata da altre misure strategiche. Il sistema di incentivi delle OMRLT induce a destinare i fondi ricevuti all'erogazione di prestiti idonei. Tuttavia, una volta raggiunti i valori di riferimento relativi ai prestiti, è probabile che le banche basino le proprie scelte di investimento sul rendimento relativo corretto per il rischio di opzioni di investimento alternative. Se tale rendimento è più elevato per i prestiti al settore privato che per gli impieghi alternativi dei fondi delle OMRLT, le banche saranno

²⁰ In particolare, si stima che una riduzione di 1 punto percentuale del tasso sulle OMRLT riduca il rischio mediano di insolvenza di una banca di circa il 50 per cento, con maggiore efficacia nel caso delle banche più esposte al rischio fondamentale. Cfr. Albertazzi, U., Burlon, L., Jankauskas, T., Pavanini, N., "The (unobservable) value of central bank's refinancing operations", *Working Paper Series*, n. 2480, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2020.

quindi incentivate a destinare la necessaria capacità di assunzione dei rischi all'erogazione di prestiti. Al contrario, se il rendimento dei prestiti corretto per il rischio scende al di sotto di quello delle altre attività o se le banche sono esposte di fatto a vincoli patrimoniali quantitativi, potrebbero ritenere più redditizio impiegare almeno una parte dei fondi nell'acquisto di titoli di Stato o nell'arbitraggio privo di rischio con i depositi presso la BCE. Ciò non è avvenuto finora, in parte a causa del sostegno complementare fornito in altri ambiti di intervento. I programmi di acquisto di attività hanno contenuto le pressioni al rialzo sui rendimenti privi di rischio e su quelli dei titoli di Stato, mentre azioni micro e macroprudenziali hanno fornito margini patrimoniali per un'espansione del credito al settore privato e le garanzie pubbliche hanno ridotto considerevolmente l'esposizione delle banche al rischio di credito associato. In una prospettiva di più lungo periodo, lo strumento comune di bilancio del programma Next Generation EU ha incoraggiato le aspettative del mercato circa uno scenario di consistente sostegno negli anni a venire. Tale equilibrio, tuttavia, potrebbe mutare per alcuni segmenti del sistema bancario dell'area dell'euro qualora fossero sottoposti a cambiamenti della configurazione delle misure in atto, ad esempio in caso di prematuro inasprimento delle politiche regolamentari, di vigilanza e macroprudenziali, o di ritardi nell'applicazione dello strumento comune di bilancio.

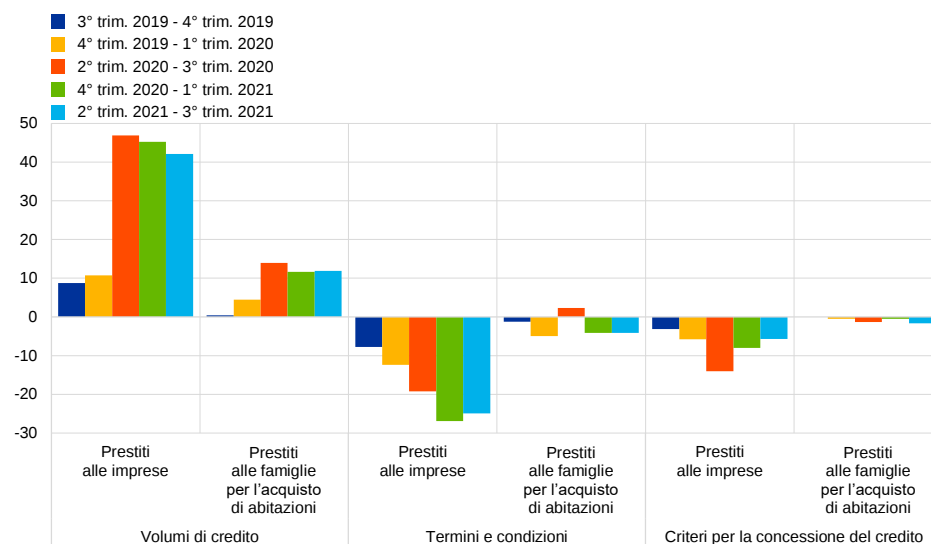
Le informazioni qualitative e l'analisi econometrica sull'impatto delle OMRLT su volumi e su termini e condizioni dei prestiti confermano che, parallelamente all'incentivo all'erogazione di prestiti, non si osserva un aumento sostanziale dell'assunzione di rischio da parte delle banche che beneficiano del programma (cfr. il grafico 6). Pur motivando la partecipazione alle OMRLT prevalentemente con esigenze di redditività e con l'intenzione di ricorrere periodicamente a tali fondi per erogare prestiti al settore privato, le banche dell'area dell'euro hanno costantemente segnalato che le OMRLT favoriscono un aumento dei loro volumi di credito e una contrazione dei relativi tassi, in particolare nel caso dei prestiti alle imprese. L'impatto sui criteri per la concessione del credito, tuttavia, pur segnalando un generale allentamento degli stessi, si è attenuato nel corso del tempo, soprattutto in confronto alle fasi iniziali della pandemia, quando gli incentivi delle OMRLT hanno agito in forte sinergia con i sistemi di garanzie pubbliche e con le misure di allentamento delle garanzie e dei requisiti patrimoniali. I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro illustrati nel grafico 6 mostrano un contributo trascurabile all'allentamento dei criteri per la concessione del credito. Ciò denota un comportamento creditizio relativamente prudente da parte dei partecipanti. Dai risultati emerge, inoltre, una costante riduzione dei margini sui prestiti più rischiosi dall'inizio della pandemia, a fronte di una sostanziale stabilità dei margini sui prestiti con profilo di rischio medio. Inoltre, le evidenze econometriche ricavate dalla centrale dei rischi a livello dell'area dell'euro confermano che l'esposizione delle banche alle OMRLT è stata associata a un aumento dei prestiti concentrato nella categoria dei prenditori più sicuri ex ante e che la crescita registrata non è stata accompagnata da un incremento dei ritardi di pagamento ex post²¹.

²¹ Cfr. Barbiero, F., Burlon, L., Dimou, M., Toczyński, J. "Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III", di prossima pubblicazione, 2021.

Grafico 6

Impatto segnalato delle OMRLT-III sulle condizioni del credito bancario

(percentuali nette di banche)



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

Note: i saldi percentuali sono definiti come la differenza tra la somma delle percentuali relative alle risposte "hanno contribuito in misura notevole a una riduzione o a un aumento" e "hanno contribuito in misura moderata a una riduzione o a un aumento" e la somma delle percentuali relative alle risposte "hanno contribuito in misura moderata a un allentamento o a una diminuzione" e "hanno contribuito in misura notevole a un allentamento o a una diminuzione". L'ultimo periodo indica le aspettative segnalate dalle banche nell'ultima edizione disponibile (aprile 2021) dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

È probabile che, insieme allo stimolo all'attività economica reale fornito dall'allentamento delle condizioni di finanziamento, l'impatto delle OMRLT sull'occupazione sia stato considerevole. È generalmente complicato analizzare gli effetti delle OMRLT-III sull'economia reale, soprattutto a così breve distanza dall'effettiva partecipazione alle operazioni. Tuttavia, la precedente esperienza con i programmi di OMRLT, in situazioni caratterizzate da un ruolo meno centrale delle operazioni per le condizioni del credito bancario, mostra la possibilità di significativi effetti sull'economia reale delle OMRLT-III, specie in combinazione con altre aree di intervento attivate durante la pandemia, come le garanzie pubbliche e le misure di allentamento dei requisiti patrimoniali. Uno studio rileva che le imprese più esposte alle OMRLT e alle misure di allentamento dei requisiti patrimoniali tendono a mostrare un significativo incremento dei propri livelli di occupazione. Gli impatti previsti per l'attuale congiuntura sulla base delle regolarità storiche sono economicamente significativi. Se si considerano la riduzione del costo della provvista bancaria determinata dalle OMRLT e l'allentamento dei requisiti patrimoniali osservati nel periodo tra marzo e aprile 2020, l'impatto complessivo delle misure attuate in risposta alla pandemia è in grado di impedire un calo dell'occupazione nel settore societario di oltre un milione di lavoratori nel periodo 2020-2022²².

²² Cfr., ad esempio, Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L., "The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions", *Working Paper Series*, n. 2465, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2020.

Riquadro 3

Ridistribuzione delle riserve di banca centrale erogate nell'ambito delle OMRLT-III

a cura di Sebastiaan Pool

Le banche acquisiscono riserve di banca centrale quando ricevono prestiti dall'Eurosistema attraverso le sue operazioni di rifinanziamento, come le OMRLT-III, oppure quando vendono o intermediano la vendita di titoli all'Eurosistema nell'ambito dei programmi di acquisto di attività (cfr. la tavola A). Tali riserve di banca centrale possono essere depositate soltanto sui conti che le banche detengono presso l'Eurosistema. Di conseguenza, il volume aggregato delle riserve di banca centrale detenute dalle banche presso l'Eurosistema riflette direttamente la liquidità immessa attraverso le operazioni di rifinanziamento e gli acquisti di attività.

Tavola A

Creazione di riserve di banca centrale

(EUR)

Eurosistema			
Operazioni di rifinanziamento	+10	Riserve di banca centrale	+15
Titoli di Stato	+5		
Banca A			
Riserve di banca centrale	+10	Operazioni di rifinanziamento	+10
Banca B			
Titoli di Stato	-5		
Riserve di banca centrale	+5		

Fonte: BCE.

Nota: la tavola mostra la variazione delle voci di bilancio a seguito di un'operazione di rifinanziamento di 10 euro da parte della Banca A e di un acquisto definitivo di attività di 5 euro da parte della Banca B.

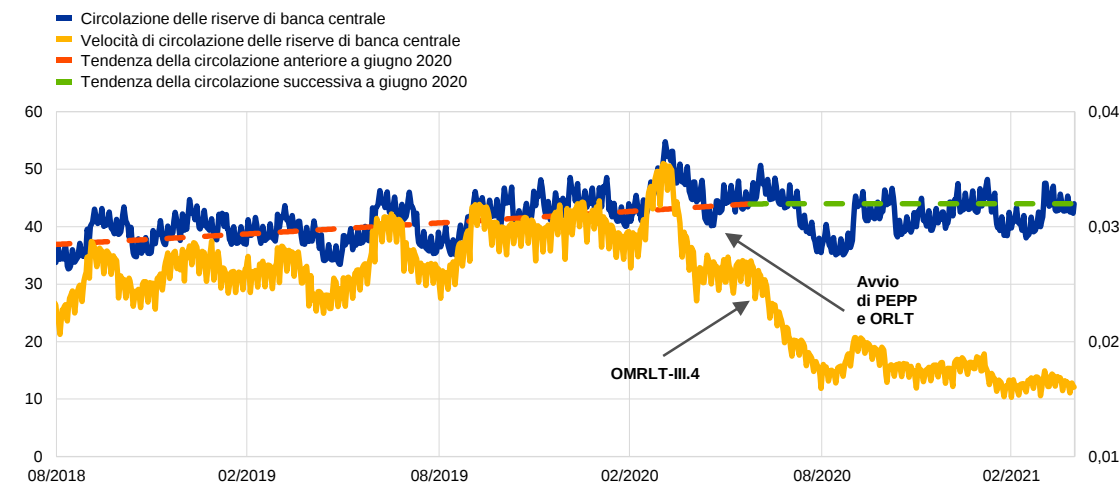
Nonostante tali dinamiche aggregate, le riserve di banca centrale detenute dagli istituti di credito possono circolare tra questi quando sono utilizzate per regolare transazioni interbancarie. Ad esempio, quando una banca acquista un'attività, come un titolo di Stato, da un'altra banca, potrebbe pagare quest'ultima trasferendo parte delle proprie riserve di banca centrale. Inoltre, quando le famiglie e le imprese effettuano normali operazioni di pagamento, tra gli enti creditizi avviene un trasferimento di riserve di banca centrale. Un intermediario che registra un deflusso di depositi potrebbe regolare l'operazione trasferendo parte delle proprie riserve di banca centrale all'intermediario che registra un afflusso. Le banche, infine, potrebbero emettere o rimborsare prestiti interbancari, determinando pertanto una ridistribuzione delle riserve di banca centrale²³.

²³ Nello specifico, gli istituti di credito non possono utilizzare le riserve di banca centrale per la diretta erogazione di prestiti a famiglie e imprese poiché queste non detengono conti presso l'Eurosistema.

Grafico A

Circolazione e velocità di circolazione delle riserve di banca centrale

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: rapporto)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra la circolazione delle riserve di banca centrale calcolata come media mobile su 30 giorni della somma di tutte le variazioni giornaliere assolute della liquidità in eccesso detenuta dalle banche, corretta per le variazioni dovute al regolamento di operazioni di rifinanziamento e alla vendita di attività all'Eurosistema, divisa per due. La velocità di circolazione delle riserve di banca centrale è ottenuta dividendo quest'ultima misura per la liquidità totale in eccesso detenuta dalle banche (riserve di banca centrale eccedenti le riserve obbligatorie minime) al fine di ricavare la percentuale della consistenza aggregata di liquidità in eccesso utilizzata per le operazioni interbancarie giornaliere. L'ultima osservazione si riferisce al 1° maggio 2021.

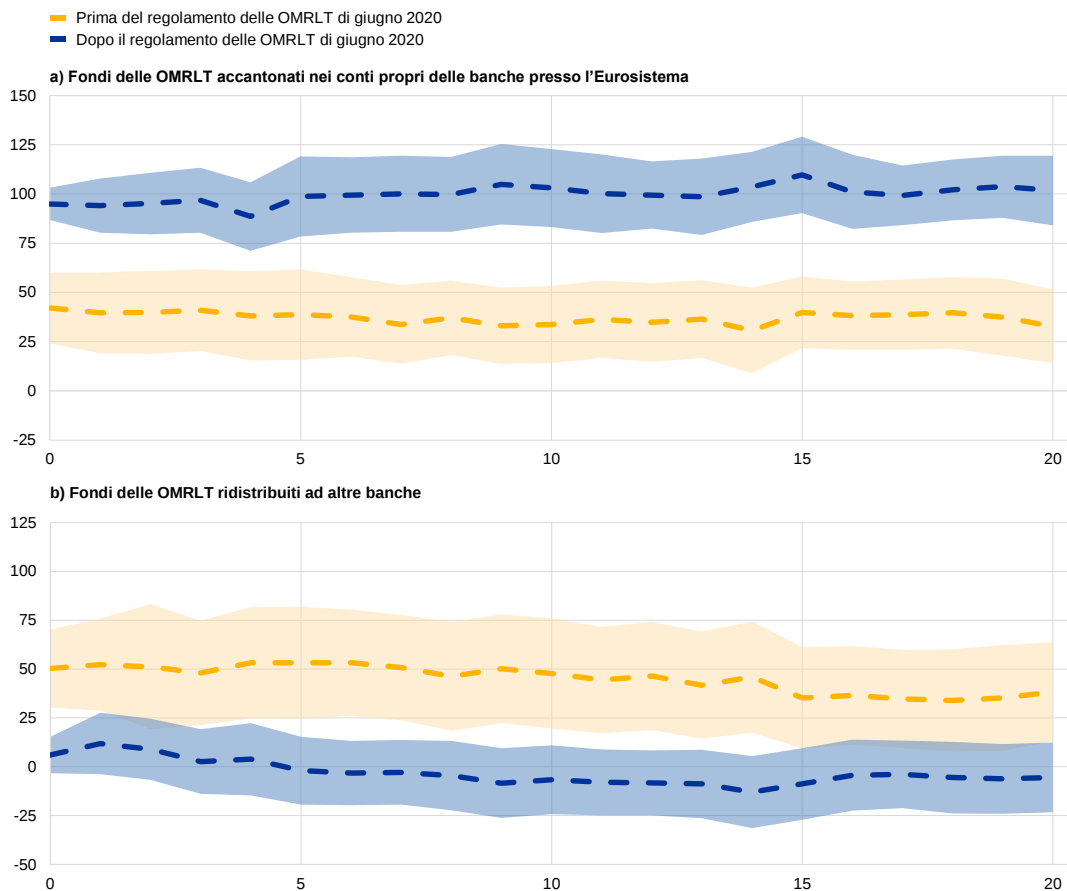
La redistribuzione delle riserve di banca centrale è notevolmente diminuita dall'annuncio delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) supplementari e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) a marzo 2020, riducendosi ulteriormente dopo il regolamento delle OMRLT-III del giugno successivo. Prima della pandemia, la circolazione totale delle riserve di banca centrale, misurata sommando tutti i flussi di tali riserve tra le banche, è aumentata costantemente nel tempo (cfr. la linea blu nel grafico A). La circolazione delle riserve di banca centrale era puntualmente ricalcata dalla velocità di circolazione delle stesse: la percentuale delle consistenze aggregate di riserve di banca centrale eccedenti le riserve obbligatorie minime degli enti creditizi utilizzate per le operazioni interbancarie giornaliere (cfr. la linea gialla nel grafico A). Dopo l'avvio delle ORLT aggiuntive e del PEPP a marzo 2020 e, in maniera più pronunciata, dopo il regolamento delle OMRLT-III di giugno 2020 (prima serie contraddistinta dalle più favorevoli condizioni introdotte con la ricalibrazione delle OMRLT-III nell'aprile precedente), la circolazione delle riserve di banca centrale si è stabilizzata, mentre la sua velocità è bruscamente diminuita²⁴. Un approccio statistico più formale conferma che la redistribuzione delle riserve di banca centrale ha segnato un calo. Se storicamente solo la metà circa delle riserve ricevute in prestito era depositata sui conti delle banche presso l'Eurosistema nelle settimane successive al regolamento delle OMRLT (cfr. le linee gialle nel grafico B), sembra che a partire dalla serie di OMRLT-III di giugno 2020 gli istituti di credito accantonino quasi l'intero ammontare di tali riserve sui rispettivi conti presso le banche centrali (cfr. le linee blu del grafico B).

²⁴ La velocità di circolazione osservata dipende dalle disponibilità di riserve di banca centrale detenute dalle banche a fine giornata. Pertanto, è possibile avere un'elevata velocità di circolazione infragiornaliera e/o intrabancaria, anche se il totale delle riserve detenute da ciascun ente creditizio a fine giornata rimane relativamente stabile.

Grafico B

Stima della percentuale di fondi delle OMRLT accantonati e ridistribuiti dalle banche

(asse delle ordinate: valori percentuali; asse delle ascisse: giorni successivi al regolamento delle OMRLT)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i coefficienti stimati nel grafico si basano su un modello di proiezioni locali con dati panel che mette in relazione le variazioni giornaliere della liquidità in eccesso detenuta da una banca con: il proprio finanziamento mediante OMRLT, pannello a); il finanziamento mediante OMRLT da parte di altre banche dell'Eurosistema, pannello b), tenendo conto di altre operazioni di rifinanziamento; la vendita di attività proprie della banca e la vendita di attività da parte di altre banche all'Eurosistema; il rimborso di attività acquistate dall'Eurosistema e i fattori autonomi a livello di area dell'euro. Il primo periodo di stima va da agosto 2014 al 31 maggio 2020 per il regolamento precedente la serie di OMRLT di giugno 2020 e dal 1° giugno 2020 al 1° maggio 2021 per il regolamento successivo alla serie di OMRLT-III di giugno 2020. Poiché i risultati sono basati su un modello e a causa di fenomeni di disturbo nei dati e dell'impossibilità di tenere pienamente conto dei fattori autonomi a livello di singola banca (in quanto tali dati non sono disponibili), la somma tra i fondi accantonati nei conti propri presso l'Eurosistema e i fondi delle OMRLT ridistribuiti ad altri istituti non corrisponde esattamente al 100 per cento ed è soggetta a incertezza, come mostrano le aree ombreggiate che indicano intervalli di confidenza del 90 per cento.

Diversi fattori potrebbero spiegare la minore redistribuzione delle riserve di banca centrale. In primo luogo, il calo dell'attività economica e l'aumento del risparmio di famiglie e imprese hanno indotto una diminuzione dei flussi di pagamento, riducendo così la necessità per le banche di utilizzare riserve di banca centrale per il regolamento delle operazioni. In secondo luogo, il costo più favorevole delle OMRLT-III e l'allentamento delle previsioni regolamentari durante il periodo di emergenza pandemica hanno consentito agli enti creditizi di costituire riserve di liquidità a fini precauzionali, a costi contenuti o nulli. Ciò ha probabilmente accresciuto la partecipazione alle OMRLT-III, riducendo l'incentivo pecuniario a redistribuire le riserve di banca centrale ottenute. Infine, l'aumento del numero di banche partecipanti alle OMRLT-III ha probabilmente compresso le possibilità di redistribuzione delle riserve di banca centrale alle banche non partecipanti.

4 Osservazioni conclusive

Le OMRLT-III si sono dimostrate efficaci nel tutelare il canale bancario di trasmissione durante la pandemia. Le precedenti OMRLT avevano già fornito sostegno alle condizioni di prestito per famiglie e imprese molto prima che la pandemia di COVID-19 colpisse l'area dell'euro. Le ricalibrature delle OMRLT-III nella prima metà del 2020 hanno inaugurato un ruolo molto più ampio del programma quale decisivo presidio di contrasto all'indebolimento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso il canale bancario, in un contesto di tensioni finanziarie senza precedenti per le banche dell'area dell'euro. L'iniezione di liquidità più consistente nella storia della BCE, a giugno 2020, seguita dalla forte partecipazione alle operazioni successive, ha fornito liquidità di banca centrale a tassi appetibili, a condizione che le banche dell'area dell'euro rispettassero obiettivi di erogazione del credito ambiziosi e tuttavia raggiungibili. Lo stimolo proveniente dal potenziamento delle operazioni si è trasmesso in vari modi alle condizioni del credito, in misura di gran lunga superiore agli espliciti criteri di concessione previsti dal programma. Ciò ha contribuito ad assicurare condizioni di finanziamento favorevoli a famiglie e imprese durante l'intero periodo della pandemia. Poiché lo stimolo alle condizioni del credito attraverso le banche si trasmette generalmente con un certo ritardo, l'impatto complessivo delle OMRLT non si è ancora pienamente concretizzato.

Finora non vi sono evidenze di effetti collaterali significativi o di una attenuazione dello stimolo proveniente dalle OMRLT, con il programma che interagisce positivamente con il più ampio pacchetto di misure attuate. Sostenendo i margini di intermediazione, il programma ha concesso alle banche uno spazio di manovra sufficiente per erogare credito al settore privato senza necessariamente ampliare lo spettro dei rischi, soprattutto alla luce della domanda senza precedenti di liquidità di emergenza espressa dalle imprese nelle prime fasi della pandemia. Vi sono inoltre evidenze del fatto che la struttura delle OMRLT ha garantito che lo stimolo raggiungesse le famiglie e le imprese come desiderato, senza essere eccessivamente attenuato da utilizzi immotivati dei fondi, come l'erogazione di prestiti alle amministrazioni pubbliche. L'efficacia delle OMRLT nel trasmettere le condizioni accomodanti al settore cui sono rivolte è stata significativamente sostenuta dal contributo di altri strumenti di politica monetaria, come gli acquisti di attività, le indicazioni prospettiche (forward guidance), la politica dei tassi di interesse negativi e le misure di allentamento delle garanzie, che hanno operato in pieno accordo con le OMRLT, nonché dagli apporti provenienti da altri ambiti di azione, quali le politiche micro e macroprudenziali o la politica di bilancio attraverso, ad esempio, la concessione di garanzie pubbliche.

Le OMRLT che offrono finanziamenti condizionati a tassi inferiori a quello sui depositi presso la banca centrale sono uno strumento efficace e flessibile di accomodamento in prossimità del limite inferiore effettivo, soprattutto in un contesto caratterizzato da un elevato livello di incertezza. La definizione di obiettivi specifici è una caratteristica fondamentale delle operazioni che accresce gli incentivi delle banche all'erogazione di prestiti. In un contesto di tassi di interesse negativi, il prezzo condizionato delle OMRLT al di sotto del tasso sui depositi presso

la banca centrale ha creato ulteriori margini di allentamento delle condizioni del credito per le banche, offrendo a queste ultime un efficace meccanismo di sostegno contro le tensioni nell'accesso al finanziamento sul mercato. Inoltre, lo stretto legame con il tasso sui depositi presso la banca centrale ha consentito alla politica dei tassi di interesse negativi di continuare a stimolare l'erogazione di prestiti, anche nelle fasi in cui i tassi sui depositi sono ulteriormente diminuiti.

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)
	1	2	3	4	5	6	Totale	al netto di beni alimentari ed energetici	9	10	11	12	13
2018	3,7	2,9	1,3	0,6	6,7	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,3	1,4	0,0	6,0	1,5	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,4	-9,8	-4,7	2,3	-6,3	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 3° trim.	7,8	7,5	16,9	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	1,3	2,8	2,6	-0,4	1,2	1,5	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 1° trim.	0,8	1,5	-1,6	-1,1	0,6	-0,3	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
2° trim.	.	1,6	4,8	0,5	1,3	2,2	3,8	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
2021 mar.	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,6	0,7	-0,4	0,4	1,3
apr.	-	-	-	-	-	-	3,4	2,4	4,2	1,5	-1,1	0,9	1,6
mag.	-	-	-	-	-	-	3,9	2,9	5,0	2,1	-0,8	1,3	2,0
giu.	-	-	-	-	-	-	4,1	3,2	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
lug.	-	-	-	-	-	-	.	.	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2
ago. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	3,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni 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	5,5
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,5	-4,7
2020 3° trim.	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,4	8,7	8,1
4° trim.	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,6	4,9	4,2
2021 1° trim.	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,3	1,6	7,2
2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	2,2	1,8	2,5
2021 mar.	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,3	1,6	7,2
apr.	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,5	53,3	4,3	1,7	7,2
mag.	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,5	53,6	4,4	2,7	6,1
giu.	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	2,2	1,8	2,5
lug.	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	.	.	.
ago.	51,3	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,7	51,5	49,5	.	.	.

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 feb.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	0,19	-0,09
mar.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08
apr.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
mag.	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
giu.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
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

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 feb.	-0,61	-0,65	-0,67	-0,55	-0,25	0,41	1,33	0,78	-0,69	-0,66	-0,26	0,32
mar.	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37
apr.	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
mag.	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57
giu.	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45
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

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 feb.	410,0	3.667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	3.883,4	29.458,8
mar.	422,4	3.813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3.910,5	29.315,3
apr.	440,1	3.987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4.141,2	29.426,8
mag.	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1
giu.	455,3	4.105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4.238,5	28.943,2
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

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	Credito da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni						
		A vista	Rimbor- sabili 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⁾	Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento				
				fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020	ago.	0,02	0,35	0,18	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40	
	set.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38	
	ott.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36	
	nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35	
	dic.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32	
2021	gen.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33	
	feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,58	1,31	
	mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31	
	apr.	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31	
	mag.	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. ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,59	4,78	15,57	5,29	5,24	5,85	1,98	1,35	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32	

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (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 composito 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	ago.	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,84	1,90	1,94	1,56	1,39	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
	set.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51
	ott.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
	nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
	dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021	gen.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
	feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
	mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	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. ^(p)	-0,02	-0,31	0,14	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,44	1,37	1,26	1,32	1,16	1,47

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
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 gen.	1.587	496	142	.	100	718	131	495	246	46	.	38	121	43
feb.	1.547	477	145	.	103	702	121	372	165	45	.	32	103	27
mar.	1.587	487	150	.	95	726	130	460	218	51	.	31	118	43
apr.	1.560	475	145	.	98	706	136	413	180	40	.	39	107	47
mag.	1.532	463	147	.	100	692	130	409	187	47	.	37	105	33
giu.	1.538	482	147	.	90	694	126	449	216	55	.	34	105	39
A lungo termine														
2018	15.745	3.688	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.313	3.817	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.201	3.892	3.126	.	1.451	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 gen.	17.311	3.897	3.130	.	1.455	8.093	736	315	90	52	.	21	133	19
feb.	17.505	3.905	3.187	.	1.453	8.209	751	324	57	84	.	18	144	19
mar.	17.701	3.968	3.227	.	1.469	8.274	763	371	107	94	.	27	125	17
apr.	17.704	3.954	3.217	.	1.465	8.308	760	316	64	77	.	17	146	12
mag.	17.844	3.945	3.250	.	1.488	8.393	768	271	46	69	.	22	121	12
giu.	18.010	3.968	3.288	.	1.504	8.472	779	330	74	77	.	28	135	15

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	16.960,6	4.190,4	3.332,3	.	1.318,6	7.445,8	673,5	7.024,3	465,0	1.099,2	5.460,1	
2019	17.595,6	4.367,4	3.578,4	.	1.406,0	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,6	6.639,0	
2020	18.730,5	4.347,3	3.270,9	.	1.548,7	8.720,3	843,3	8.448,7	469,3	1.321,5	6.658,0	
2021	gen.	18.898,3	4.393,8	3.271,7	.	1.555,0	8.810,9	866,8	8.331,8	446,6	1.317,4	6.567,8
	feb.	19.052,7	4.382,0	3.331,2	.	1.555,9	8.911,4	872,2	8.649,0	520,6	1.407,6	6.720,8
	mar.	19.287,7	4.455,4	3.376,5	.	1.564,2	8.999,1	892,5	9.237,8	542,9	1.467,6	7.227,3
	apr.	19.263,7	4.429,0	3.361,6	.	1.563,5	9.013,8	895,8	9.457,6	554,3	1.467,6	7.435,6
	mag.	19.376,4	4.408,6	3.396,8	.	1.587,7	9.085,1	898,3	9.665,6	575,7	1.508,7	7.581,2
	giu.	19.548,2	4.449,2	3.434,9	.	1.594,0	9.165,9	904,1	9.792,4	564,8	1.521,4	7.706,3
Tasso di crescita												
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4	
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0	
2020	7,2	1,2	1,4	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8	
2021	gen.	7,2	0,4	1,5	.	11,7	11,3	25,5	1,3	-0,1	4,5	0,7
	feb.	7,5	-0,3	2,8	.	10,8	11,8	25,1	1,5	-0,1	4,7	0,9
	mar.	8,3	2,2	2,9	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1
	apr.	6,8	0,9	3,4	.	8,2	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5
	mag.	5,3	0,1	3,8	.	5,5	8,1	12,2	2,3	1,4	6,1	1,6
	giu.	4,3	-0,4	3,1	.	4,3	6,6	9,6	2,5	1,8	6,4	1,7

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	99,9	95,5	94,1	90,6	80,9	89,2	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,8	79,1	86,6	115,4	92,3
2020	99,6	93,4	94,1	89,2	78,9	87,5	119,4	93,8
2020 3° trim.	101,1	94,7	95,3	90,0	79,0	87,9	121,7	95,4
4° trim.	101,2	94,6	95,4	90,2	75,9	87,8	122,3	95,5
2021 1° trim.	100,7	94,6	95,2	89,8	75,1	87,5	121,7	95,3
2° trim.	100,5	94,1	95,0	-	-	-	121,9	94,9
2021 mar.	100,3	94,1	94,7	-	-	-	121,2	94,8
apr.	100,6	94,2	95,0	-	-	-	121,9	95,1
mag.	100,8	94,3	95,1	-	-	-	122,3	95,2
giu.	100,2	93,7	94,8	-	-	-	121,5	94,5
lug.	99,7	93,5	94,2	-	-	-	120,8	94,2
ago.	99,3	93,2	93,9	-	-	-	120,4	93,9
Variazione percentuale sul mese precedente								
2021 ago.	-0,3	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,4	-0,3
Variazione percentuale sull'anno precedente								
2021 ago.	-2,1	-1,7	-1,9	-	-	-	-1,7	-2,0

Fonte: BCE.

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 3° trim.	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
4° trim.	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2021 1° trim.	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
2° trim.	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
2021 mar.	7,747	7,578	26,178	7,436	365,612	129,380	4,599	0,859	4,8884	10,169	1,106	1,190
apr.	7,805	7,568	25,924	7,437	360,583	130,489	4,561	0,865	4,9231	10,162	1,103	1,198
mag.	7,811	7,523	25,558	7,436	353,647	132,569	4,528	0,863	4,9250	10,147	1,097	1,215
giu.	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
lug.	7,654	7,503	25,636	7,437	357,257	130,349	4,562	0,856	4,9255	10,198	1,086	1,182
ago.	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
Variazione percentuale sul mese precedente												
2021 ago.	-0,4	-0,1	-0,6	0,0	-1,5	-0,8	0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,9	-0,4
Variazione percentuale sull'anno precedente												
2021 ago.	-7,0	-0,2	-2,7	-0,1	0,8	3,1	3,8	-5,3	1,8	-0,9	-0,1	-0,5

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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2020 2° trim.	28.147,8	28.214,2	-66,5	11.309,8	9.464,6	9.868,7	11.969,9	-66,0	6.130,3	6.779,7	905,0	15.309,0
3° trim.	28.066,2	28.063,8	2,5	11.116,0	9.314,9	10.009,8	12.055,5	-91,9	6.122,8	6.693,4	909,6	15.148,3
4° trim.	28.335,8	28.453,7	-118,0	10.976,2	9.408,4	10.700,4	12.347,1	-75,2	5.854,6	6.698,3	879,8	14.809,7
2021 1° trim.	29.619,9	29.737,7	-117,8	11.320,4	9.605,4	11.436,4	13.070,4	-115,2	6.128,8	7.061,9	849,5	15.416,3
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2021 1° trim.	259,8	260,9	-1,0	99,3	84,3	100,3	114,7	-1,0	53,8	61,9	7,5	135,2
Transazioni												
2020 3° trim.	184,7	86,7	98,0	24,7	-2,3	96,2	78,8	-31,8	92,3	10,3	3,4	-
4° trim.	31,2	-94,7	125,8	-97,9	13,5	355,0	-239,9	-19,6	-208,4	131,8	2,1	-
2021 1° trim.	513,5	428,7	84,8	70,6	7,7	259,7	165,4	7,2	179,1	255,5	-3,0	-
2° trim.	215,2	119,3	95,9	-1,4	38,0	241,7	49,6	12,5	-45,1	31,6	7,5	-
2021 gen.	328,5	283,3	45,2	61,6	19,5	95,9	92,0	13,7	158,2	171,8	-0,9	-
feb.	119,8	101,0	18,8	21,5	4,9	84,2	-2,7	-1,0	16,7	98,8	-1,6	-
mar.	65,2	44,4	20,8	-12,5	-16,7	79,6	76,2	-5,6	4,2	-15,1	-0,5	-
apr.	209,2	208,4	0,8	38,8	13,9	62,2	46,0	4,6	102,9	148,5	0,7	-
mag.	84,6	47,9	36,7	19,1	12,4	64,9	-6,8	-2,3	1,6	42,3	1,4	-
giu.	-78,7	-137,1	58,4	-59,2	11,7	114,7	10,4	10,2	-149,6	-159,2	5,3	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2021 giu.	944,6	540,0	404,6	-4,0	56,9	952,6	53,8	-31,7	17,8	429,3	10,0	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2021 giu.	8,0	4,6	3,4	0,0	0,5	8,1	0,5	-0,3	0,2	3,6	0,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi		Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
						Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2018	11.601,3	11.130,8	6.221,6	2.369,0	2.431,1	1.176,6	747,5	500,5	109,1	470,5	5.581,2	5.110,7
2019	11.976,8	11.568,0	6.375,6	2.456,4	2.647,2	1.247,0	772,3	621,2	88,8	408,8	5.764,1	5.355,4
2020	11.391,2	10.966,2	5.902,0	2.573,4	2.484,6	1.206,4	684,6	586,5	6,1	425,1	5.179,6	4.754,5
2020 3° trim.	2.915,4	2.775,1	1.529,3	649,2	619,3	309,1	180,2	128,1	-22,6	140,3	1.302,8	1.162,5
4° trim.	2.924,1	2.784,5	1.485,8	660,6	639,3	316,0	184,0	137,5	-1,2	139,5	1.365,6	1.226,0
2021 1° trim.	2.936,6	2.804,3	1.473,2	662,3	642,7	322,1	186,0	132,9	26,1	132,3	1.396,0	1.263,7
2° trim.	3.006,7	2.883,3	1.535,3	669,4	656,1	332,3	188,2	133,7	22,5	123,4	1.452,1	1.328,7
in percentuale del PIL												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,8	10,6	6,0	5,1	0,1	3,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2020 3° trim.	12,6	10,5	14,4	5,6	13,9	14,7	25,1	0,0	-	-	16,6	11,8
4° trim.	-0,4	-0,3	-3,1	0,7	2,8	1,8	1,9	6,4	-	-	4,1	4,8
2021 1° trim.	-0,3	-0,4	-2,1	-0,5	-0,2	0,5	1,1	-3,7	-	-	0,7	0,4
2° trim.	2,2	2,3	3,7	1,2	1,1	1,3	0,7	1,3	-	-	2,2	2,3
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2018	1,9	1,8	1,5	1,1	3,0	3,8	3,8	0,4	-	-	3,6	3,7
2019	1,5	2,4	1,3	1,8	6,5	2,8	2,0	22,0	-	-	2,4	4,5
2020	-6,3	-6,2	-7,9	1,4	-7,2	-5,0	-12,2	-5,9	-	-	-9,0	-9,0
2020 3° trim.	-4,0	-4,2	-4,5	2,9	-4,2	-3,1	-8,1	-1,3	-	-	-8,6	-9,4
4° trim.	-4,4	-6,5	-7,5	3,3	-10,2	-0,6	-4,9	-30,7	-	-	-4,8	-9,2
2021 1° trim.	-1,2	-3,9	-5,4	2,9	-6,2	2,7	6,1	-31,5	-	-	-0,5	-6,1
2° trim.	14,3	12,2	12,6	7,1	18,2	18,9	29,8	3,7	-	-	24,8	20,4
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
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	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,6	-0,1	-	-
2021 1° trim.	-0,3	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,8	0,1	-	-
2° trim.	2,2	2,2	1,9	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2018	1,9	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,5	2,3	0,7	0,4	1,3	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,3	-6,0	-4,2	0,3	-1,6	-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	-4,0	0,7	-2,4	-0,1	-0,3	-2,0	-0,6	1,9	-	-
2021 1° trim.	-1,2	-3,7	-2,8	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	-0,1	2,5	-	-
2° trim.	14,3	11,8	6,5	1,7	3,8	2,0	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell'area dell'euro.

2) Include le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2018	10.396,3	175,5	2.056,7	528,0	1.961,2	502,3	477,5	1.169,0	1.210,5	1.958,6	357,2	1.204,9
2019	10.735,3	179,2	2.096,6	563,3	2.036,9	531,8	480,4	1.204,7	1.250,3	2.023,9	368,2	1.241,5
2020	10.259,1	177,2	1.963,8	553,2	1.797,6	544,9	468,5	1.213,2	1.166,2	2.053,5	321,2	1.132,1
2020 3° trim.	2.624,8	44,3	504,0	142,6	473,3	140,0	116,8	305,9	294,4	519,7	83,8	290,7
4° trim.	2.631,9	44,0	519,9	146,8	458,5	139,6	116,7	306,3	301,0	521,7	77,4	292,1
2021 1° trim.	2.646,6	44,3	531,9	146,2	453,2	141,8	118,8	307,1	303,5	522,8	77,0	290,1
2° trim.	2.699,1	45,5	535,0	149,8	477,9	145,4	117,3	309,7	307,5	529,6	81,3	307,7
in percentuale del valore aggiunto												
2020	100,0	1,7	19,1	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)												
variazioni percentuali sul trimestre corrispondente												
2020 3° trim.	12,5	0,9	16,3	15,1	23,3	7,7	2,7	3,0	11,8	9,4	23,8	13,3
4° trim.	-0,4	0,4	3,4	2,1	-3,7	-0,7	-0,4	-0,4	1,7	-1,3	-11,5	-0,5
2021 1° trim.	0,1	-2,1	1,0	-1,0	-1,2	2,1	1,2	-0,3	0,6	0,0	-0,6	-3,4
2° trim.	1,9	1,1	0,5	1,1	4,8	2,4	0,3	1,0	1,5	1,7	6,6	4,8
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2018	1,9	-0,8	1,9	2,4	1,4	6,8	0,1	1,4	4,1	0,7	1,1	1,7
2019	1,5	1,9	0,3	2,0	2,3	5,2	0,6	1,6	1,5	1,0	1,7	1,5
2020	-6,3	-0,2	-6,9	-5,7	-13,3	1,1	-1,6	-1,0	-8,0	-2,6	-17,0	-6,8
2020 3° trim.	-4,0	0,5	-5,1	-3,7	-9,2	3,0	-1,0	-0,3	-7,3	0,4	-11,5	-3,6
4° trim.	-4,4	-0,4	-1,3	-1,1	-12,4	1,3	-1,3	-1,1	-5,7	-1,2	-21,8	-4,1
2021 1° trim.	-1,3	0,1	3,3	0,7	-8,1	3,9	1,1	-0,2	-2,6	0,9	-16,5	-0,7
2° trim.	14,3	0,4	22,0	17,7	22,9	11,8	3,9	3,4	16,1	9,9	16,1	14,1
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali												
2020 3° trim.	12,5	0,0	3,1	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,9	0,7	-
4° trim.	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 1° trim.	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2018	1,9	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,5	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	-2,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 3° trim.	-4,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,8	0,2	0,0	0,0	-0,9	0,1	-0,4	-
4° trim.	-4,4	0,0	-0,2	-0,1	-2,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-0,7	-
2021 1° trim.	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
2° trim.	14,3	0,0	4,1	0,9	3,7	0,7	0,2	0,4	1,8	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									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,0	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	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,5	1,8	0,1	-0,5	1,4	2,7	1,5	3,8	-1,0	2,0	2,8	1,3	0,2
2019	1,2	1,4	0,1	-1,8	1,1	2,1	1,2	3,3	-0,4	1,5	1,2	1,5	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-3,1	-1,9	0,7	-3,6	1,4	-0,7	-0,1	-2,3	0,8	-3,3
2020 3° trim.	-2,0	-2,0	-1,9	-2,9	-2,7	1,0	-4,2	1,0	-0,8	0,5	-3,3	0,7	-3,5
4° trim.	-1,8	-1,8	-1,4	-2,2	-2,4	0,8	-4,6	1,5	-0,6	1,0	-2,1	1,0	-3,7
2021 1° trim.	-1,8	-1,9	-1,3	-0,4	-2,2	1,5	-5,6	2,3	-0,7	0,9	-1,6	1,3	-4,9
2° trim.	1,9	2,2	0,0	3,1	-0,4	4,8	0,3	4,5	0,5	1,6	4,4	2,4	1,5
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2018	100,0	81,0	19,0	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,8	21,8	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,2	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,7	2,0	0,0	0,0	1,3	3,4	1,4	3,9	-0,9	2,6	3,2	1,3	0,4
2019	1,0	1,3	-0,3	-2,7	0,6	1,9	1,0	3,5	-0,2	1,8	1,0	1,6	0,5
2020	-7,7	-6,9	-11,0	-3,7	-7,4	-6,3	-13,6	-1,8	-2,9	-6,5	-7,8	-2,0	-13,1
2020 3° trim.	-4,6	-4,5	-5,4	-2,1	-5,6	-0,8	-8,8	-2,0	-1,9	-2,9	-6,5	0,0	-5,7
4° trim.	-6,2	-5,6	-8,6	-2,4	-5,4	-2,8	-13,1	-0,5	-1,6	-2,9	-5,4	-0,7	-11,9
2021 1° trim.	-2,9	-3,1	-2,0	1,8	-1,3	5,0	-11,4	2,0	0,6	2,4	-1,8	2,0	-8,6
2° trim.	16,1	14,9	21,6	6,9	15,0	24,9	23,2	11,6	5,6	18,0	18,1	8,3	24,3
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	0,1	0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,4	-0,1	0,2
2019	-0,2	-0,1	-0,4	-0,9	-0,5	-0,1	-0,3	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,0
2020	-6,3	-5,5	-9,4	-0,6	-5,7	-6,9	-10,4	-3,1	-2,2	-6,4	-5,6	-2,8	-10,1
2020 3° trim.	-2,7	-2,5	-3,5	0,9	-3,0	-1,8	-4,8	-3,0	-1,1	-3,3	-3,3	-0,7	-2,2
4° trim.	-4,5	-3,9	-7,2	-0,1	-3,1	-3,6	-8,9	-2,0	-1,1	-3,9	-3,4	-1,7	-8,5
2021 1° trim.	-1,1	-1,2	-0,7	2,1	0,9	3,4	-6,1	-0,2	1,2	1,5	-0,1	0,7	-3,9
2° trim.	13,9	12,4	21,7	3,7	15,4	19,2	22,8	6,8	5,1	16,1	13,2	5,7	22,5

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	in perc. del totale dei posti di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018	163,438	3,9	13,380	8,2	3,8	10,913	7,3	2,467	17,2	6,879	7,9	6,501	8,6	2,1
2019	164,209	3,6	12,406	7,6	3,3	10,102	6,7	2,304	16,0	6,352	7,2	6,054	7,9	2,2
2020	162,523	3,6	12,743	7,8	3,0	10,266	6,9	2,477	17,7	6,553	7,6	6,189	8,2	1,7
2020 3° trim.	163,000	3,7	13,832	8,5	3,1	11,127	7,5	2,706	19,2	7,096	8,2	6,737	8,9	1,7
4° trim.	163,169	3,6	13,144	8,1	3,2	10,665	7,1	2,479	17,9	6,756	7,8	6,388	8,4	1,9
2021 1° trim.	162,171	3,7	13,643	8,4	3,2	10,985	7,4	2,658	18,7	6,932	8,0	6,711	8,9	2,1
2° trim.	-	-	13,043	8,0	-	10,471	7,0	2,572	17,9	6,577	7,5	6,467	8,5	2,1
2021 feb.	-	-	13,161	8,1	-	10,596	7,2	2,566	18,5	6,772	7,8	6,390	8,5	-
mar.	-	-	13,070	8,1	-	10,480	7,1	2,589	18,4	6,610	7,6	6,460	8,6	-
apr.	-	-	13,321	8,2	-	10,652	7,2	2,669	18,7	6,715	7,7	6,605	8,7	-
mag.	-	-	13,124	8,0	-	10,557	7,1	2,567	17,9	6,639	7,6	6,485	8,5	-
giu.	-	-	12,684	7,8	-	10,205	6,8	2,479	17,2	6,375	7,3	6,309	8,3	-
lug.	-	-	12,334	7,6	-	9,995	6,7	2,339	16,5	6,152	7,1	6,182	8,1	-

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	Alimen- tari, be- vande, tabacchi	Non alimen- tari	Carbu- rante	
			Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2018	0,8	1,1	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	2,7	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	1,0	3,7	0,8	1,8
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,8	-10,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-25,0
2020 3° trim.	-6,8	-7,2	-5,6	-11,8	-2,1	-4,1	-2,3	-7,7	2,5	2,5	3,7	-4,9	-6,9
4° trim.	-1,5	-1,6	1,5	-3,3	-2,6	-1,8	-1,1	-1,7	1,5	4,5	1,3	-13,8	-9,2
2021 1° trim.	3,5	3,6	4,9	5,1	0,4	0,6	3,0	6,8	2,4	2,6	3,2	-5,2	3,4
2° trim.	22,1	23,8	25,3	29,0	16,5	7,6	16,5	45,6	11,7	1,9	18,5	29,4	53,8
2021 feb.	-1,8	-2,0	-0,7	-2,7	-2,7	-2,2	-5,2	1,3	-1,3	2,6	-3,2	-11,9	-20,8
mar.	12,0	12,8	13,9	17,3	6,5	4,0	20,0	23,5	13,8	-0,4	28,0	18,6	88,2
apr.	39,7	42,9	38,6	64,6	26,2	13,7	45,6	68,9	23,6	3,8	42,8	62,1	262,5
mag.	20,6	22,4	23,9	27,4	14,5	6,2	12,2	47,6	8,6	0,2	14,0	28,3	49,5
giu.	9,7	10,5	15,7	6,3	10,4	2,9	2,8	26,8	5,4	1,9	7,1	11,6	5,4
lug.	.	.	.	.	.	.	.	28,0	3,1	1,1	4,8	0,6	.
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2021 feb.	-1,2	-1,1	-0,9	-2,5	0,5	-1,6	-1,8	1,4	4,3	-0,6	8,9	4,7	-1,1
mar.	0,6	0,7	0,9	-0,4	2,7	1,6	4,0	3,3	4,1	2,0	6,2	-0,8	0,2
apr.	0,7	0,6	0,8	0,9	2,1	2,0	-0,2	3,1	-3,8	-1,6	-6,0	-1,0	-0,4
mag.	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	-0,4	-1,4	4,1	-0,6	8,2	8,1	1,7
giu.	-0,3	-0,4	0,1	-1,5	1,2	-0,6	-1,7	3,6	1,8	-1,2	3,4	2,7	-0,6
lug.	.	.	.	.	.	.	.	3,8	-2,3	-0,7	-3,5	-1,6	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE, statistiche sperimentali della BCE (col. 8) e Associazione europea dei costruttori di automobili (col. 13).

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-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 3° trim.	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
4° trim.	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 1° trim.	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
2° trim.	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
2021 mar.	100,9	2,1	-	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	-	62,5	63,3	49,6	53,2
apr.	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,5	62,9	63,2	50,5	53,8
mag.	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,5	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1
giu.	117,9	12,8	-	-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.	117,5	13,7	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0

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	12,5	93,4	1,8	2,1	6,1	2,7	4,7	35,6	5,8	76,9	2,0	7,1	1,5
2019	13,0	93,7	1,9	2,6	5,1	6,1	3,8	35,4	5,9	76,3	2,1	6,2	1,8
2020	19,6	96,2	-0,2	4,1	-4,9	5,0	4,7	31,1	4,1	83,9	3,2	-14,2	2,0
2020 2° trim.	17,1	94,9	-3,3	3,3	-15,1	4,1	4,3	32,1	4,8	81,9	2,2	-27,5	1,7
3° trim.	18,2	95,6	1,0	3,7	-3,3	3,6	4,2	31,6	4,3	82,8	2,7	-14,8	1,9
4° trim.	19,8	96,2	0,6	4,2	0,4	5,1	4,7	31,1	4,1	83,7	3,2	-20,6	2,0
2021 1° trim.	20,8	96,4	0,2	4,9	6,8	7,5	4,6	32,0	4,8	84,7	3,9	-11,2	2,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

3 Attività economica

3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale 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.	953,0	884,9	68,0	548,3	455,8	194,0	187,0	181,8	179,1	28,9	63,0	11,5	10,4
4° trim.	1.011,9	924,6	87,4	581,3	479,0	220,1	193,4	181,1	173,7	29,5	78,5	23,6	24,5
2021 1° trim.	1.051,4	948,8	102,5	603,7	497,3	224,1	201,9	193,8	174,4	29,8	75,2	15,2	11,7
2° trim.	1.048,3	990,0	58,3	615,1	544,4	224,6	197,9	178,9	177,1	29,7	70,6	16,4	11,5
2021 gen.	353,8	307,5	46,3	200,8	157,7	75,5	65,9	67,8	58,8	9,7	25,1	4,2	3,6
feb.	351,1	316,8	34,4	200,9	164,1	74,5	66,9	65,7	58,9	10,1	26,9	3,7	3,7
mar.	346,4	324,6	21,8	202,0	175,5	74,2	69,1	60,3	56,7	10,0	23,2	7,3	4,4
apr.	349,5	327,0	22,5	204,6	179,2	75,1	66,0	59,1	58,3	10,8	23,5	4,6	3,5
mag.	349,1	335,2	13,9	206,2	182,8	74,1	67,7	59,6	61,2	9,2	23,5	5,2	3,0
giu.	349,7	327,8	21,8	204,2	182,5	75,4	64,2	60,2	57,5	9,8	23,6	6,6	4,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2021 giu.	4.064,6	3.748,4	316,2	2.348,4	1.976,5	862,7	780,1	735,6	704,3	117,9	287,4	66,6	58,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2021 giu.	34,5	31,8	2,7	19,9	16,8	7,3	6,6	6,2	6,0	1,0	2,4	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.)					
		Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria:			
				Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni in- termedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Industria manifattu- riera	Settore petroli- fero		
		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.	-8,7	-11,4	531,7	248,4	108,3	165,4	448,3	469,3	242,7	84,8	133,9	359,9	34,2
	4° trim.	-2,8	-5,9	568,3	265,4	114,1	178,1	478,3	492,5	261,7	86,7	135,0	379,3	35,3
2021	1° trim.	0,7	0,4	582,1	280,2	114,9	174,5	470,9	512,8	284,6	91,0	129,9	372,2	46,1
	2° trim.	34,3	33,4	594,8	.	.	.	486,6	555,3	.	.	.	396,4	.
2021	gen.	-8,9	-14,1	191,7	92,4	37,5	57,7	155,6	163,7	89,7	29,2	41,8	119,1	14,0
	feb.	-2,3	-2,8	192,6	92,3	39,1	57,3	161,5	169,2	93,4	30,0	42,8	126,3	15,6
	mar.	12,6	19,5	197,8	95,5	38,3	59,5	153,8	179,9	101,5	31,9	45,3	126,7	16,5
	apr.	46,7	37,8	197,9	94,9	39,5	60,2	164,5	184,6	105,8	30,5	45,8	133,0	16,9
	mag.	35,0	34,8	199,2	97,1	38,9	58,9	162,8	185,4	107,0	30,6	44,6	133,3	17,9
	giu.	23,7	28,1	197,7	.	.	.	159,3	185,3	.	.	.	130,1	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)														
2020	3° trim.	-7,1	-6,9	98,5	100,1	95,5	99,7	97,9	101,8	97,1	106,1	110,4	104,3	81,2
	4° trim.	-1,5	-1,0	104,3	105,9	99,6	106,4	103,4	105,5	102,6	107,6	110,9	109,1	84,7
2021	1° trim.	0,8	0,3	104,5	108,3	100,7	101,7	100,4	104,9	103,3	112,0	105,5	105,2	83,8
	2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	gen.	3,8	3,5	104,9	106,8	101,4	105,3	103,2	104,9	101,8	108,9	109,5	109,9	86,7
	feb.	-7,9	-10,8	103,6	107,3	98,6	102,0	99,5	102,3	100,6	107,1	103,1	101,7	85,0
	mar.	-1,9	-3,3	104,1	107,4	103,4	100,4	103,7	103,8	101,5	111,1	104,2	107,0	85,1
	apr.	11,5	15,7	105,7	110,2	100,0	102,6	97,9	108,5	107,7	117,8	109,3	106,8	81,5
	mag.	41,6	25,0	104,4	107,2	103,4	103,2	103,6	109,8	110,3	112,2	109,3	110,6	83,2
	giu.	29,4	20,5	104,7	108,9	100,8	101,5	102,2	109,6	110,1	112,7	107,1	111,0	86,3

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											
	1	2	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 3° trim.	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	-0,1	-0,2	-2,0	0,2	0,9	-0,1	-0,1	0,4
4° trim.	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	-0,8	0,5	0,3	-0,4	0,5
2021 1° trim.	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,3	1,6	6,5	0,6	1,0	1,4
2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4
2021 mar.	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,3	2,6	0,1	1,3	1,4
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	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,8	0,1	1,9	2,4
giu.	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,2	1,3	0,1	1,8	2,5
lug.	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,2	2,0	0,1	2,0	3,5
ago ³⁾	108,0	3,0	1,6	.	1,1	0,3	0,3	0,8	0,1	1,0	0,2	.	.

	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 3° trim.	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4	
4° trim.	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3	
2021 1° trim.	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	
2° trim.	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
2021 mar.	1,1	1,0	1,6	1,4	0,3	4,3	1,3	1,2	1,5	-0,7	1,3	1,4	
apr.	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4	
mag.	0,5	0,7	0,0	3,8	0,7	13,1	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,8	1,6	
giu.	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7	
lug.	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,3	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7	
ago ³⁾	2,0	1,7	2,9	.	2,7	15,4	.	.	.	.	.	.	

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.

3) Stima preliminare.

4 Prezzi e costi

4.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,4	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	0,9	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	2,8	6,3	.
2° trim.	109,3	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	.	.	.
2021 feb.	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	1,0	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-
mar.	106,9	4,4	3,5	2,4	4,5	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	2,0	1,3	25,1	-	-	-
giu.	110,8	10,2	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-
lug.	113,4	12,1	8,3	6,7	12,6	2,5	2,6	2,7	1,9	28,9	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	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	1,9	1,5	1,9	2,0	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	1,9	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	107,0	1,6	1,1	0,5	3,4	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 3° trim.	106,6	1,0	0,7	0,1	2,1	1,0	-1,9	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
4° trim.	107,3	1,2	0,8	0,0	2,6	0,5	-1,4	-2,5	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 1° trim.	108,1	1,6	1,6	1,1	2,2	1,1	0,9	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
2° trim.	108,3	0,6	1,6	1,5	-1,5	2,2	4,2	7,0	57,0	38,2	20,1	56,4	35,6	20,1	54,4
2021 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,3	16,2	40,4	24,4	13,9	36,9
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,1	35,4	17,5	54,0	33,8	19,4	51,4
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,0	20,5	61,9	37,2	19,1	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	30,3	29,8	30,7	31,9	31,9	31,8

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 3° trim.	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7
4° trim.	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 1° trim.	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
2° trim.	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
2021 mar.	17,5	8,2	1,0	0,3	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5
apr.	24,2	14,1	5,2	8,4	17,2	82,2	57,6	64,3	50,9
mag.	29,9	17,5	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6
giu.	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6
lug.	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
ago.	37,3	27,4	11,7	27,5	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7

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	104,3	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,4	2,6	1,9	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,6	1,4	2,8	3,7	1,8
2020 3° trim.	105,1	1,7	2,2	0,0	1,5	2,2	1,7
4° trim.	116,4	2,8	3,4	0,7	2,3	4,0	1,9
2021 1° trim.	104,7	1,6	2,2	-0,9	1,3	1,9	1,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	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 (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2018	103,4	1,9	1,3	1,4	2,3	2,3	-0,1	1,1	3,9	1,4	2,7	2,1
2019	105,3	1,8	-0,9	2,2	1,7	0,7	0,9	0,8	2,0	2,5	2,8	1,6
2020	109,9	4,4	-2,3	2,9	5,0	6,0	0,6	0,5	1,6	5,7	6,0	13,5
2020 3° trim.	108,3	2,7	-2,4	1,0	6,4	4,0	-1,7	-0,3	3,6	5,2	2,8	9,9
4° trim.	109,7	3,6	-1,4	-1,2	3,4	4,9	1,6	1,5	4,3	5,1	5,8	22,2
2021 1° trim.	110,0	1,3	1,7	-3,2	4,8	1,2	0,2	1,5	4,3	2,8	2,5	15,2
2° trim.	109,3	-3,8	5,6	-10,6	-0,8	-6,8	0,1	-1,0	8,7	-2,1	-4,0	-2,6
Redditi per occupato												
2018	105,3	2,2	1,0	2,0	2,1	2,2	2,8	2,3	3,3	2,7	2,0	3,0
2019	107,5	2,1	2,8	1,4	1,7	1,8	2,8	1,7	2,1	2,8	2,2	2,8
2020	106,7	-0,7	0,6	-2,4	-1,6	-4,7	0,3	-0,4	0,7	-0,5	2,5	-2,6
2020 3° trim.	108,6	0,6	1,0	-1,5	1,4	-1,5	0,2	-0,5	2,8	0,9	2,4	0,9
4° trim.	109,1	0,9	0,5	-0,1	1,5	-3,6	1,3	0,8	2,2	1,2	3,5	-0,8
2021 1° trim.	109,2	1,9	2,2	2,2	3,9	-1,5	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	1,2
2° trim.	110,2	8,0	2,7	9,5	11,3	14,2	7,1	2,4	10,6	8,9	3,0	11,4
Produttività del lavoro per occupato												
2018	101,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	-0,1	2,9	1,2	-0,6	1,2	-0,7	0,9
2019	102,1	0,3	3,8	-0,8	0,0	1,1	1,8	0,9	0,1	0,3	-0,6	1,1
2020	97,1	-4,9	3,0	-5,1	-6,3	-10,1	-0,3	-0,9	-0,9	-5,8	-3,4	-14,2
2020 3° trim.	100,2	-2,0	3,4	-2,4	-4,6	-5,3	2,0	-0,2	-0,7	-4,1	-0,4	-8,2
4° trim.	99,4	-2,7	1,9	1,1	-1,9	-8,1	-0,2	-0,7	-2,1	-3,7	-2,2	-18,8
2021 1° trim.	99,3	0,6	0,5	5,6	-0,8	-2,7	1,6	1,8	-1,1	-1,0	-0,4	-12,2
2° trim.	100,8	12,2	-2,7	22,5	12,2	22,5	7,0	3,4	1,7	11,2	7,2	14,4
Redditi per ora lavorata												
2018	105,0	2,0	0,7	2,0	1,0	1,9	2,6	2,3	2,5	2,0	2,1	2,6
2019	107,3	2,2	3,3	1,9	1,8	1,9	2,5	1,4	2,0	2,9	2,2	3,0
2020	112,8	5,1	2,8	3,1	4,1	5,7	2,8	1,2	5,8	4,6	4,8	6,5
2020 3° trim.	111,1	3,2	0,9	1,5	2,5	3,6	3,0	0,1	5,7	4,2	2,8	3,2
4° trim.	113,4	5,0	2,1	2,8	3,5	5,5	2,4	1,4	6,1	4,1	4,9	6,5
2021 1° trim.	114,2	3,1	0,9	1,0	0,3	5,5	2,2	2,1	3,6	2,3	1,6	4,4
2° trim.	113,0	-3,9	-1,9	-4,3	-5,6	-5,8	0,9	-1,8	0,4	-2,4	-1,8	-5,5
Produttività per ora lavorata												
2018	102,0	0,2	-0,8	0,6	-0,9	0,0	2,8	1,1	-1,2	0,9	-0,6	0,7
2019	102,5	0,5	4,7	-0,3	0,1	1,3	1,6	0,8	-0,2	0,4	-0,6	1,2
2020	104,0	1,5	3,6	0,6	0,7	0,4	2,9	1,3	5,8	-0,2	-0,6	-4,5
2020 3° trim.	103,4	0,7	2,6	0,6	-2,9	-0,5	5,2	0,9	2,7	-0,8	0,4	-6,1
4° trim.	104,7	1,9	2,0	4,4	1,8	0,8	1,8	0,3	1,9	-0,3	-0,5	-11,3
2021 1° trim.	104,9	1,7	-1,6	4,6	-4,1	3,7	1,8	0,5	-2,6	-0,8	-1,1	-8,6
2° trim.	104,4	-1,5	-6,1	6,1	-5,8	-0,3	0,2	-1,6	-12,4	-1,7	1,5	-6,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

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

	M3											12
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1									
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi		Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
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 3° trim.	1.330,6	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,9	100,3	610,3	2,0	712,7	14.160,5
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	9.146,4	10.538,2	985,5	2.483,7	3.469,2	14.007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14.742,0
2° trim.	1.419,5	9.360,7	10.780,3	932,4	2.489,8	3.422,2	14.202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14.947,3
2021 feb.	1.390,5	9.068,1	10.458,7	984,3	2.472,4	3.456,7	13.915,3	108,8	608,8	30,8	748,4	14.663,7
mar.	1.391,8	9.146,4	10.538,2	985,5	2.483,7	3.469,2	14.007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14.742,0
apr.	1.402,4	9.182,3	10.584,7	965,6	2.486,4	3.451,9	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	9.360,7	10.780,3	932,4	2.489,8	3.422,2	14.202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14.947,3
lug. ^(p)	1.426,9	9.416,1	10.842,9	935,2	2.487,3	3.422,5	14.265,4	116,8	612,3	29,2	758,3	15.023,7
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 3° trim.	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-12,2	23,6	348,9
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	235,5	268,1	-58,0	37,9	-20,1	247,9	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	207,1
2° trim.	27,7	218,7	246,5	-52,0	6,2	-45,8	200,6	2,8	-1,0	9,4	11,2	211,8
2021 feb.	10,2	72,2	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	6,0	-17,9	60,2
mar.	1,2	69,3	70,6	-1,3	11,1	9,8	80,4	0,3	3,6	-17,5	-13,7	66,7
apr.	10,6	45,1	55,7	-17,5	2,8	-14,7	41,0	0,4	-3,7	7,7	4,4	45,4
mag.	9,3	60,9	70,2	-0,6	-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	-30,3	90,3	4,3	1,1	-6,9	-1,5	88,7
lug. ^(p)	7,3	54,5	61,8	3,1	-2,5	0,5	62,4	4,8	1,5	7,2	13,5	75,8
Variazioni percentuali												
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	24,2	12,3
2020 3° trim.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-93,3	11,9	10,4
4° trim.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	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	-78,8	6,3	10,0
2° trim.	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
2021 feb.	12,4	17,1	16,4	-7,2	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	-16,7	13,5	12,2
mar.	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-78,8	6,3	10,0
apr.	9,8	12,8	12,4	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,6	11,7	-49,3	10,1	9,2
mag.	9,1	12,0	11,6	-11,5	4,1	-0,8	8,3	8,9	10,1	1,5	11,0	8,5
giu.	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
lug. ^(p)	8,9	11,3	11,0	-13,5	3,4	-1,8	7,6	5,1	3,9	219,6	7,7	7,6

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	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,7	237,9	508,9
2020 3° trim.	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
4° trim.	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,7	237,9	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	1.127,1	209,4	492,0
2° trim.	3.105,4	2.667,0	290,0	139,7	8,7	7.908,0	5.199,4	407,5	2.300,4	0,7	1.171,3	219,3	490,9
2021 feb.	3.028,1	2.587,0	292,3	143,2	5,7	7.761,3	5.052,0	426,5	2.281,8	1,0	1.119,9	226,9	497,4
mar.	3.071,4	2.618,4	301,3	143,8	7,8	7.825,3	5.109,5	422,2	2.292,9	0,8	1.127,1	209,4	492,0
apr.	3.051,4	2.606,1	294,9	143,0	7,4	7.844,1	5.129,7	417,5	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	7.908,0	5.199,4	407,5	2.300,4	0,7	1.171,3	219,3	490,9
lug. ^(p)	3.109,6	2.681,4	284,7	135,8	7,7	7.939,1	5.234,2	399,0	2.305,1	0,8	1.183,2	232,1	491,4
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	513,9	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 3° trim.	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
4° trim.	32,1	51,8	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-1,9	39,2
2021 1° trim.	81,1	85,1	-9,0	0,7	4,4	176,3	152,6	-16,0	39,7	0,0	11,8	-29,1	-16,8
2° trim.	36,3	50,5	-11,1	-4,0	0,9	83,5	90,5	-14,5	7,6	-0,1	46,8	10,1	-1,0
2021 feb.	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,6	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
mar.	39,0	28,2	8,2	0,6	2,1	62,5	56,4	-4,7	11,0	-0,2	1,3	-17,9	-5,5
apr.	-15,4	-8,7	-5,7	-0,7	-0,3	20,3	21,3	-4,3	3,1	0,1	7,4	16,5	2,0
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.	42,4	48,5	-6,1	-1,8	1,8	32,3	32,8	-4,4	3,9	0,0	22,3	-10,4	0,2
lug. ^(p)	11,8	18,8	-5,2	-0,7	-1,0	22,8	29,8	-8,6	1,5	0,1	12,0	12,7	0,5
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 3° trim.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
4° trim.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,3	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
2021 feb.	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	5,0	4,6
mar.	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
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. ^(p)	6,9	10,4	-14,1	-5,5	47,0	7,3	10,6	-12,6	4,2	-28,6	15,0	-3,9	3,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	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			
												Prestiti corretti ²⁾
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 3° trim.	5.737,2	1.003,1	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,0	912,6	157,9	1.517,9	814,2
4° trim.	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,2	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	4.782,8	6.173,4	947,9	155,2	1.521,2	880,8
2° trim.	6.185,9	1.005,9	5.178,4	14.485,0	12.072,5	12.436,1	4.745,0	6.240,2	937,6	149,7	1.523,6	888,9
2021 feb.	5.986,6	993,7	4.991,3	14.394,1	11.973,3	12.337,0	4.731,6	6.153,5	941,7	146,5	1.549,4	871,4
mar.	6.092,3	993,9	5.096,8	14.461,3	12.059,3	12.419,4	4.782,8	6.173,4	947,9	155,2	1.521,2	880,8
apr.	6.098,7	1.002,7	5.093,7	14.417,2	12.037,9	12.393,8	4.751,4	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	12.415,6	4.745,8	6.213,8	948,2	157,1	1.505,0	885,8
giu.	6.185,9	1.005,9	5.178,4	14.485,0	12.072,5	12.436,1	4.745,0	6.240,2	937,6	149,7	1.523,6	888,9
lug. ^(p)	6.290,1	1.009,9	5.278,5	14.530,3	12.113,3	12.472,6	4.743,9	6.275,5	945,7	148,0	1.526,7	890,4
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 3° trim.	262,5	-2,8	265,2	150,8	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	40,7	5,0
4° trim.	177,0	-1,9	178,7	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	59,5	56,6	28,9	-12,6	3,7	8,2
2° trim.	109,8	11,9	97,2	46,5	37,9	37,9	-26,2	78,8	-9,2	-5,5	2,5	6,0
2021 feb.	60,9	5,1	55,8	36,7	31,3	31,3	9,9	18,9	4,6	-2,0	0,2	5,2
mar.	67,1	0,6	66,5	91,8	83,0	75,3	49,4	20,6	4,5	8,6	4,5	4,3
apr.	25,3	8,5	16,1	-20,6	-0,7	-8,8	-22,8	27,6	-0,8	-4,7	-12,6	-7,3
mag.	37,6	1,8	35,7	40,6	30,7	23,0	-3,9	23,1	4,7	6,7	-0,4	10,4
giu.	47,0	1,6	45,5	26,4	7,9	23,7	0,5	28,1	-13,2	-7,4	15,5	3,0
lug. ^(p)	77,9	4,0	74,0	44,2	42,1	46,0	10,7	23,8	9,3	-1,7	3,9	-1,7
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 3° trim.	19,0	0,1	24,2	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,0	0,1
4° trim.	22,3	1,3	27,9	5,3	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
2021 feb.	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,4	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8
mar.	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4
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. ^(p)	12,4	1,1	15,1	3,4	3,0	3,0	1,2	4,5	4,3	-5,0	4,5	7,1

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
		Prestiti corretti ⁴⁾					Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2018	4.404,9	4.489,0	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.577,9	967,4	878,0	2.630,4	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,6	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2020 3° trim.	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,2	6.066,0	6.334,0	702,4	4.667,6	696,0
4° trim.	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,6	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2021 1° trim.	4.782,8	4.900,8	895,4	1.017,5	2.869,9	6.173,4	6.435,8	695,4	4.785,0	693,1
2° trim.	4.745,0	4.865,3	831,7	972,1	2.941,1	6.240,2	6.496,9	693,5	4.851,1	695,6
2021 feb.	4.731,6	4.848,4	892,5	1.005,0	2.834,1	6.153,5	6.421,5	698,5	4.761,7	693,3
mar.	4.782,8	4.900,8	895,4	1.017,5	2.869,9	6.173,4	6.435,8	695,4	4.785,0	693,1
apr.	4.751,4	4.870,4	870,6	996,2	2.884,7	6.191,4	6.451,6	690,6	4.809,0	691,8
mag.	4.745,8	4.859,5	871,1	972,9	2.901,8	6.213,8	6.472,1	691,7	4.830,0	692,0
giu.	4.745,0	4.865,3	831,7	972,1	2.941,1	6.240,2	6.496,9	693,5	4.851,1	695,6
lug. ^(p)	4.743,9	4.857,3	828,3	966,5	2.949,2	6.275,5	6.533,2	696,0	4.875,0	704,6
Transazioni										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,3	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	41,0	168,6	-9,2
2020	288,8	325,1	-54,0	138,8	203,9	209,2	195,1	-11,8	210,8	10,2
2020 3° trim.	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
4° trim.	3,5	22,3	-25,5	-1,5	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	1,0
2021 1° trim.	59,5	59,4	-3,6	5,8	57,4	56,6	51,0	-3,1	60,4	-0,7
2° trim.	-26,2	-26,8	-59,9	-42,3	76,0	78,8	72,7	3,1	72,9	2,8
2021 feb.	9,9	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,7	16,7	0,4
mar.	49,4	50,4	2,2	12,3	34,9	20,6	16,7	-2,7	23,2	0,1
apr.	-22,8	-25,8	-21,4	-19,4	18,0	27,6	25,5	-0,7	28,1	0,1
mag.	-3,9	-11,6	1,1	-22,8	17,7	23,1	21,3	1,4	21,1	0,6
giu.	0,5	10,6	-39,6	-0,2	40,2	28,1	25,8	2,3	23,7	2,1
lug. ^(p)	10,7	8,2	-2,4	-4,0	17,2	23,8	28,6	1,4	23,3	-0,8
Variazioni percentuali										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2020 3° trim.	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
4° trim.	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 1° trim.	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
2° trim.	1,4	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
2021 feb.	6,4	7,0	-4,8	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,2
mar.	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
apr.	2,6	3,2	-9,9	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	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
lug. ^(p)	1,2	1,7	-11,4	-3,3	7,1	4,5	4,2	0,2	5,7	0,4

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	9	10
Consistenze										
2018	389,2	6.817,4	1.940,0	56,1	2.099,7	2.721,6	1.030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,2	7.058,9	1.946,1	50,1	2.156,5	2.906,1	1.455,5	452,3	178,9	187,2
2020	748,8	6.967,2	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,6	1.428,9	539,5	130,1	139,2
2020 3° trim.	806,2	7.039,6	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,6	1.569,1	499,5	139,9	147,3
4° trim.	748,8	6.967,2	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,6	1.428,9	539,5	130,1	139,2
2021 1° trim.	699,4	6.892,4	1.897,4	41,2	1.984,7	2.969,1	1.392,7	387,4	127,3	130,3
2° trim.	657,0	6.847,8	1.868,6	40,4	1.953,6	2.985,3	1.448,8	332,4	123,7	134,5
2021 feb.	684,7	6.880,0	1.905,2	41,4	1.971,9	2.961,5	1.431,8	416,0	145,4	145,7
mar.	699,4	6.892,4	1.897,4	41,2	1.984,7	2.969,1	1.392,7	387,4	127,3	130,3
apr.	726,3	6.839,2	1.869,7	41,2	1.968,1	2.960,1	1.444,4	380,1	132,8	131,3
mag.	690,4	6.835,3	1.868,2	40,8	1.944,2	2.982,1	1.467,6	317,1	133,4	130,8
giu.	657,0	6.847,8	1.868,6	40,4	1.953,6	2.985,3	1.448,8	332,4	123,7	134,5
lug. ^(p)	683,2	6.893,5	1.860,3	39,4	1.966,8	3.027,0	1.483,4	296,6	133,4	133,2
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	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-32,8	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-49,3	156,6	-48,8	-48,0
2020 3° trim.	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,0	9,0	26,9	-11,2	-19,3	-27,1
4° trim.	-57,2	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-110,3	100,8	-9,8	-8,1
2021 1° trim.	-49,4	-31,9	-22,7	-0,9	-33,5	25,2	2,8	-183,6	-2,8	-8,8
2° trim.	-42,5	-19,9	-22,1	-0,7	-26,1	29,1	37,3	-44,1	-3,7	4,2
2021 feb.	5,9	4,2	-7,3	-0,5	-1,8	13,7	-2,9	-24,4	-2,0	-1,0
mar.	14,8	2,2	-9,7	-0,3	-1,1	13,2	-33,7	-41,4	-18,1	-15,4
apr.	26,9	-18,0	-20,0	0,0	-3,2	5,3	49,7	-0,1	5,5	0,9
mag.	-36,0	-27,4	-1,0	-0,3	-20,5	-5,6	-58,3	0,6	0,6	-0,5
giu.	-33,4	25,5	-1,2	-0,4	-2,4	29,4	-6,8	14,3	-9,7	3,7
lug. ^(p)	26,2	-2,3	-8,0	-1,0	14,6	-8,0	12,0	-34,5	9,7	-1,3
Variazioni percentuali										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 3° trim.	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
4° trim.	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 1° trim.	56,5	-0,3	-1,6	-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
2021 feb.	52,7	-0,9	-1,0	-13,9	-6,0	3,1	-	-	-18,3	-23,8
mar.	56,5	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
apr.	27,8	-0,3	-2,4	-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. ^(p)	-9,6	-0,6	-3,0	-9,4	-3,9	3,6	-	-	-17,9	-23,5

Fonte: BCE.

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

2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2020	-7,2	-6,0	-0,3	-0,1	-0,9	-5,7
2020 2° trim.	-4,0	.	.	.	.	-2,4
3° trim.	-5,3	.	.	.	.	-3,8
4° trim.	-7,3	.	.	.	.	-5,8
2021 1° trim.	-8,4	.	.	.	.	-6,9

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	45,9	12,9	13,1	15,0	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020	46,8	46,4	13,0	12,8	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6
2020 2° trim.	46,7	46,2	13,1	12,9	15,4	0,5	50,6	46,6	10,4	5,7	1,6	24,2	4,0
3° trim.	46,7	46,2	13,0	12,9	15,5	0,5	52,0	47,8	10,5	5,8	1,6	24,9	4,2
4° trim.	46,7	46,3	13,0	12,8	15,6	0,5	54,0	49,4	10,7	6,0	1,5	25,6	4,6
2021 1° trim.	46,7	46,2	13,0	12,7	15,7	0,5	55,1	50,4	10,8	6,1	1,5	25,9	4,7

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		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
					residenti	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,1	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,7	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,0	28,4	41,3	84,2	1,5
2019	83,9	3,0	13,1	67,8	45,4	30,6	38,5	7,7	76,3	15,7	27,8	40,4	82,5	1,4
2020	98,0	3,2	14,3	80,5	54,9	39,4	43,1	11,6	86,4	19,7	31,7	46,6	95,9	2,1
2020 2° trim.	94,8	3,1	14,3	77,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,1	3,2	14,0	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	97,8	3,2	14,3	80,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 1° trim.	100,5	3,2	14,3	83,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 quote variazioni in volume			Altro
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,8	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,5
2020 2° trim.	8,8	2,4	3,1	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,4	3,2	7,3
3° trim.	11,4	3,8	2,9	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,7	8,5
4° trim.	13,9	5,8	2,2	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,2	5,9	9,5
2021 1° trim.	14,4	6,9	1,9	2,1	1,6	0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,7	10,4

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	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi		
									Scadenze fino a 1 anno					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017		12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018		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
2019		15,0	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		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
2020	2° trim.	15,9	14,5	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
	3° trim.	15,0	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
	4° 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	feb.	15,4	13,9	5,2	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,6
	mar.	15,7	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
	apr.	15,8	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	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
	giu.	15,6	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.	15,3	14,0	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	2,0	-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	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,6	1,5
2020	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2020 2° trim.	-6,1	-1,4	-3,1	-2,0	-2,7	-6,9	-6,7	-5,4	-2,4
3° trim.	-7,3	-2,9	-3,6	-3,4	-5,7	-8,2	-7,3	-7,4	-4,3
4° trim.	-9,4	-4,5	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2021 1° trim.	-9,3	-6,1	-4,7	-5,8	-12,3	-11,5	-10,3	-10,1	-7,6
Debito pubblico									
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,0	134,4	99,2
2019	98,1	59,7	8,4	57,4	180,5	95,5	97,6	134,6	94,0
2020	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	115,7	155,8	118,2
2020 2° trim.	114,0	67,3	18,5	62,1	191,3	110,2	113,1	149,4	113,2
3° trim.	113,1	70,0	18,5	61,2	199,8	114,0	115,6	154,4	119,5
4° trim.	114,1	69,7	18,2	58,4	205,6	119,9	115,1	155,8	119,1
2021 1° trim.	118,6	71,1	18,5	60,5	209,3	125,2	118,0	160,0	125,7

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,4	0,4	1,8	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
2020 2° trim.	-1,6	-2,4	-2,2	-5,3	-1,3	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,0
3° trim.	-3,4	-4,1	-2,9	-7,3	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,0
4° trim.	-4,5	-7,4	-4,1	-10,2	-4,2	-8,8	-5,7	-8,4	-6,1	-5,4
2021 1° trim.	-6,3	-7,3	-3,0	-10,6	-5,8	-10,9	-6,8	-8,8	-6,8	-6,0
Debito pubblico										
2017	39,0	39,1	22,3	48,5	56,9	78,5	126,1	74,1	51,5	61,2
2018	37,1	33,7	21,0	44,8	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,7
2019	37,0	35,9	22,0	42,0	48,7	70,5	116,8	65,6	48,2	59,5
2020	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2
2020 2° trim.	43,0	41,3	23,9	50,1	55,0	82,2	125,7	78,2	59,9	68,9
3° trim.	44,7	45,9	26,0	52,8	55,1	78,6	130,5	78,4	60,2	67,2
4° trim.	43,5	47,1	24,8	54,8	54,3	83,5	133,6	80,8	60,3	69,5
2021 1° trim.	45,7	45,6	28,1	59,0	54,9	87,4	137,2	86,0	60,3	70,3

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 all'8 settembre 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-21-006-IT-N (online)