



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2020



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	12
3 Attività economica	15
4 Prezzi e costi	20
5 Moneta e credito	24
Riquadri	28
1 Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro	28
2 Il calo dell'attività manifatturiera e dei servizi nell'area dell'euro: shock esterni e interni	35
3 Individuare gli shock aggregati e settoriali	40
4 Misurazione dell'inflazione in periodi di tensione economica	43
Articoli	48
1 La trasmissione delle variazioni dei tassi di cambio all'inflazione dell'area dell'euro	48
2 Tassi negativi e trasmissione della politica monetaria	66
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

Sintesi

L'area dell'euro sta affrontando una contrazione economica che per entità e rapidità non ha precedenti in tempi di pace. Le misure adottate per il contenimento della diffusione del coronavirus (COVID-19) hanno provocato un arresto di gran parte dell'attività economica in tutti paesi dell'area dell'euro e su scala mondiale.

Gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese segnano un drastico calo, che suggerisce una netta contrazione della crescita economica e un forte deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Data l'elevata incertezza sulle dimensioni finali effettive delle ricadute economiche, gli scenari di crescita elaborati dagli esperti della BCE indicano che quest'anno il PIL dell'area dell'euro potrebbe far registrare una caduta tra il 5 e il 12 per cento, su cui incideranno in modo decisivo la durata delle misure di contenimento e il buon esito delle politiche di attenuazione delle conseguenze economiche per imprese e lavoratori. Questi scenari prevedono che, con la graduale rimozione delle misure di contenimento, si verificherà una ripresa dell'attività economica, la cui rapidità e portata restano tuttavia fortemente incerte. L'inflazione si è ridotta a seguito del brusco calo dei prezzi del petrolio e della lieve diminuzione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.

Il Consiglio direttivo è determinato a continuare a sostenere l'economia dell'area dell'euro di fronte alle attuali disfunzioni economiche e all'accresciuta incertezza e ha pertanto deciso di rendere ancor meno vincolanti le condizioni relative alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e di avviare una nuova serie di operazioni, non mirate, di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP). Inoltre, vengono effettuati acquisti nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), mentre proseguono gli acquisti netti del programma di acquisto di attività (PAA) a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, unitamente agli ulteriori acquisti previsti nell'ambito della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro disponibile fino alla fine dell'anno. Insieme al considerevole stimolo di politica monetaria già in atto, queste misure sosterranno le condizioni di liquidità e di finanziamento, contribuendo a preservare la fluida erogazione di credito all'economia reale. Al tempo stesso, il Consiglio direttivo dovrà valutare costantemente sia le singole misure, sia la loro articolazione all'interno del pacchetto, per stabilire se siano ancora opportunamente calibrate e di dimensioni adeguate a fornire il necessario grado di accomodamento al fine di perseguire il suo mandato, cioè preservare la stabilità dei prezzi.

La diffusione del coronavirus e le relative misure di contenimento hanno paralizzato l'economia e il commercio a livello mondiale. Gli ultimi dati ricavati dalle indagini indicano una forte contrazione dell'attività globale nel primo semestre del 2020.

Nel primo trimestre del 2020 la Cina ha registrato il più basso livello di crescita da decenni, mentre l'impatto della pandemia su altre importanti economie dovrebbe essere particolarmente evidente nel secondo trimestre. Si stima inoltre che il commercio mondiale abbia subito un brusco calo, a causa di interruzioni nella catena di approvvigionamento e di un generalizzato shock dal lato della domanda. Nel contempo, a livello mondiale sono state adottate misure vigorose per far fronte all'atteso rapido deterioramento dell'attività e degli scambi internazionali. Si prevede che le pressioni inflazionistiche su scala mondiale diminuiscano ulteriormente per via del brusco calo dei prezzi del petrolio e della debolezza che caratterizza la domanda.

Dalla riunione del Consiglio direttivo tenutasi all'inizio di marzo 2020, i rendimenti sovrani a lungo termine sono aumentati a fronte di una certa volatilità e il prezzo delle attività rischiose è diminuito. La diffusione del coronavirus e il blocco dell'attività economica in molti paesi hanno generato tensioni molto forti sui mercati finanziari dell'area dell'euro. Tuttavia, diversi interventi hanno contribuito ad attenuare tali tensioni, inducendo un'inversione della tendenza negativa riscontrata nell'andamento dei prezzi della maggior parte delle attività. Col venir meno delle aspettative dei mercati circa un'imminente riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale, la curva a termine dell'Eonia si è leggermente spostata verso l'alto. Sui mercati valutari, si è verificato un lieve deprezzamento dell'euro su base ponderata per l'interscambio.

I più recenti indicatori economici e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali relativi al periodo in cui si è assistito alla diffusione del coronavirus nell'area dell'euro mostrano un calo senza precedenti, segnalando una significativa contrazione dell'attività economica dell'area e un rapido deterioramento dei mercati del lavoro. La pandemia di coronavirus e le relative misure di contenimento hanno colpito duramente il settore manifatturiero e dei servizi, con ripercussioni sulla capacità produttiva dell'economia dell'area e sulla domanda interna. Nel primo trimestre del 2020, interessato solo in parte dalla diffusione del virus, il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito del 3,8 per cento sul periodo precedente, per effetto delle misure di chiusura (lockdown) messe in atto nelle ultime settimane del trimestre. Il brusco ripiegamento dell'attività economica ad aprile suggerisce che tale effetto sarà probabilmente persino più grave nel secondo trimestre. Tenuto conto dell'elevata incertezza riguardo alla durata della pandemia, è difficile prevedere la probabile entità e durata dell'imminente recessione e della successiva ripresa¹. Man mano che le misure di contenimento verranno gradualmente rimosse, la crescita dell'area dell'euro dovrebbe riprendere, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dall'orientamento di bilancio dell'area dell'euro e da una ripresa dell'attività mondiale. Tuttavia, l'entità della contrazione e della ripresa dipenderà in modo decisivo dalla durata e dal buon esito delle misure di contenimento, da quanto la capacità produttiva e la domanda interna verranno intaccate in maniera permanente e dal successo delle politiche adottate nel mitigare l'impatto avverso sui redditi e sull'occupazione.

¹ Per ulteriori informazioni sugli scenari di crescita elaborati dagli esperti della BCE, cfr. il riquadro *Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa dallo 0,7 per cento di marzo allo 0,4 per cento ad aprile, principalmente per effetto della diminuzione dei prezzi dell'energia, ma anche della lieve flessione dell'indice al netto dei beni energetici e alimentari. Tenuto conto del brusco calo dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, è probabile che l'inflazione complessiva registri un'ulteriore considerevole riduzione nei prossimi mesi. La forte flessione dell'attività economica dovrebbe esercitare effetti negativi sull'inflazione di fondo nei mesi a venire. Tuttavia, nel medio termine le implicazioni della pandemia di coronavirus per l'inflazione sono caratterizzate da elevata incertezza, poiché le pressioni al ribasso derivanti dalla maggiore debolezza della domanda potrebbero essere in parte compensate da spinte al rialzo legate a turbative dal lato dell'offerta. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati si sono mantenuti su livelli molto bassi e, benché quelli basati sulle indagini siano diminuiti nel breve e nel medio periodo, le aspettative a più lungo termine hanno evidenziato un impatto più contenuto.

Per quanto concerne gli andamenti monetari, la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentata al 7,5 per cento lo scorso marzo, dopo il 5,5 per cento di febbraio. La crescita di M3 continua a essere sostenuta dall'erogazione del credito bancario al settore privato e l'aggregato monetario ristretto (M1) ha continuato a fornire il contributo principale all'incremento dell'aggregato monetario ampio. Anche l'andamento dei prestiti al settore privato è stato influenzato dall'impatto del coronavirus. Lo scorso marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è collocato al 3,4 per cento, dopo il 3,7 per cento di febbraio, mentre quello dei prestiti alle società non finanziarie si è attestato al 5,4 per cento, a fronte del 3,0 di febbraio. Inoltre, i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il primo trimestre del 2020 evidenziano un brusco incremento della domanda di prestiti e dell'utilizzo delle linee di credito da parte delle imprese al fine di soddisfare il fabbisogno di liquidità in termini di capitale circolante, mentre si è registrato un calo del fabbisogno di finanziamento per gli investimenti fissi. I criteri per la concessione di credito alle imprese hanno mostrato un lieve inasprimento, rivelatosi maggiore nel caso dei prestiti alle famiglie. Allo stesso tempo, le banche si attendono un allentamento dei criteri per la concessione del credito alle imprese nel secondo trimestre del 2020. Le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo, in particolare le condizioni più favorevoli delle operazioni OMRLT-III e le misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie, dovrebbero incoraggiare le banche a erogare una maggiore quantità di prestiti a tutti i soggetti del settore privato.

Associando i risultati dell'analisi economica alle indicazioni derivanti dall'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato che è ancora necessario un ampio grado di accomodamento monetario affinché l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

Sulla base di tale valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di alleggerire ancora le condizioni relative alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (OMRLT-III) della BCE, che sosterranno ulteriormente l'erogazione di credito alle famiglie e alle imprese a fronte delle attuali disfunzioni economiche e

dell'accresciuta incertezza, contrastando lo shock causato dal coronavirus alle condizioni del credito. In particolare, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle OMRLT-III nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021 fino a 50 punti base al di sotto del tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema nel corso dello stesso periodo. Inoltre, le controparti i cui prestiti netti idonei raggiungeranno la soglia definita, pari allo 0 per cento, beneficeranno, nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021, di un tasso di interesse inferiore di 50 punti base rispetto al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale nel corso dello stesso periodo².

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di condurre una nuova serie di operazioni, non mirate, di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) per sostenere le condizioni di liquidità del sistema finanziario dell'area dell'euro e contribuire a preservare l'ordinato funzionamento dei mercati monetari fornendo un efficace supporto alla liquidità. Le ORLTEP, costituite da sette operazioni di rifinanziamento aggiuntive, avranno inizio a maggio 2020 e scadenze scaglionate tra luglio e settembre 2021, in linea con la durata delle misure di allentamento adottate dal Consiglio in relazione ai criteri di idoneità applicati alle garanzie. Saranno condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, applicando un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto a quello medio sulle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della durata di ciascuna ORLTEP³.

Dalla fine di marzo il Consiglio direttivo effettua acquisti nell'ambito del nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) della BCE con una dotazione finanziaria complessiva di 750 miliardi di euro, al fine di rendere maggiormente accomodante l'orientamento complessivo della politica monetaria e di contrastare i gravi rischi a cui il meccanismo di trasmissione di quest'ultima e le prospettive per l'area dell'euro sono esposti a causa della pandemia di coronavirus. Gli acquisti netti di attività previsti dal programma PEPP continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi, finché il Consiglio direttivo non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus, e in ogni caso sino alla fine dell'anno.

Inoltre, gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) avviato dalla BCE continueranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, unitamente agli acquisti rientranti nella dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro disponibile sino alla fine dell'anno. Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che gli acquisti mensili netti nell'ambito del PAA proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di riferimento nell'area dell'euro e che termineranno poco prima che il Consiglio stesso inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE.

Il Consiglio intende anche continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo

² Per informazioni più dettagliate sulle nuove condizioni relative alle OMRLT, cfr. il [comunicato stampa](#) pubblicato dalla BCE il 30 aprile 2020.

³ Per informazioni più dettagliate sulle ORLTEP, cfr. il [comunicato stampa](#) pubblicato dalla BCE il 30 aprile 2020.

successivamente alla data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE e si attende che essi si manterranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo, ma inferiore, al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione considerato, e tale convergenza non si rifletterà coerentemente sulle dinamiche dell'inflazione di fondo.

Nel complesso, le misure incisive e mirate di politica monetaria adottate dall'inizio di marzo hanno fornito un sostegno essenziale all'economia dell'area dell'euro, in special modo ai settori più esposti alla crisi. In particolare, esse agevolano le condizioni di liquidità e contribuiscono al flusso del credito a favore di famiglie e imprese, soprattutto delle piccole e medie imprese (PMI), nonché al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli per tutti i settori e in tutti paesi.

Allo stesso tempo, nell'attuale contesto economico in rapida evoluzione, il Consiglio direttivo ribadisce il massimo impegno a fare tutto ciò che sarà necessario nell'ambito del proprio mandato per sostenere tutti i cittadini dell'area dell'euro in questo momento di estrema difficoltà. Ciò è vero innanzitutto in riferimento al ruolo del Consiglio stesso nell'assicurare la trasmissione della politica monetaria a tutti i settori dell'economia e a tutti i paesi, nel perseguimento del suo mandato di stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo è pertanto assolutamente preparato a incrementare l'entità del PEPP e ad adeguarne la composizione, nella misura necessaria e finché le circostanze lo richiederanno. In ogni caso, il Consiglio è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per far sì che l'inflazione converga stabilmente verso l'obiettivo perseguito, coerentemente con l'impegno a favore della simmetria.

Contesto esterno

L'epidemia di coronavirus (COVID-19) ha paralizzato l'economia e il commercio a livello mondiale.

Le misure adottate dai governi per contenere la diffusione del virus sono un fattore determinante della brusca diminuzione dell'attività economica nel breve periodo. Fra gli altri fattori che pure gravano sull'attività economica, in particolare nelle economie emergenti, si annoverano una brusca riduzione dei prezzi delle materie prime, un notevole irrigidimento delle condizioni finanziarie e considerevoli deflussi di capitali.

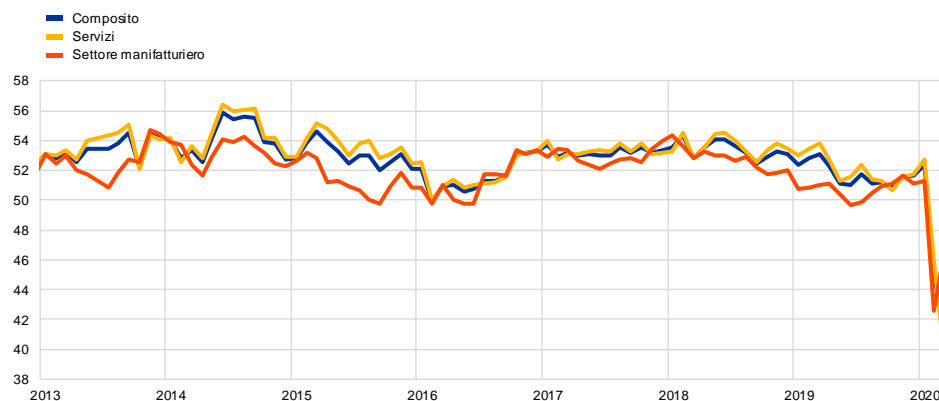
I dati ricavati dalle indagini indicano che le ricadute economiche delle misure di contenimento saranno probabilmente repentine e profonde.

L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è diminuito drasticamente, passando da 52 a gennaio fino a 45 nel mese di febbraio e poi a 41 in marzo. Tale calo è riconducibile alla forte contrazione dell'indice relativo ai servizi, che è crollato a 39,4, livello più basso mai registrato da dicembre 2008 (cfr. il grafico 1). Tali dati indicano una netta contrazione dell'attività mondiale, esclusa l'area dell'euro, nel primo semestre del 2020, che probabilmente risulterà ancor più marcata rispetto al punto di minimo registrato durante la crisi finanziaria internazionale.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2020.

Per far fronte al rapido deterioramento atteso nell'attività economica sono state adottate vigorose misure in ambito monetario e fiscale.

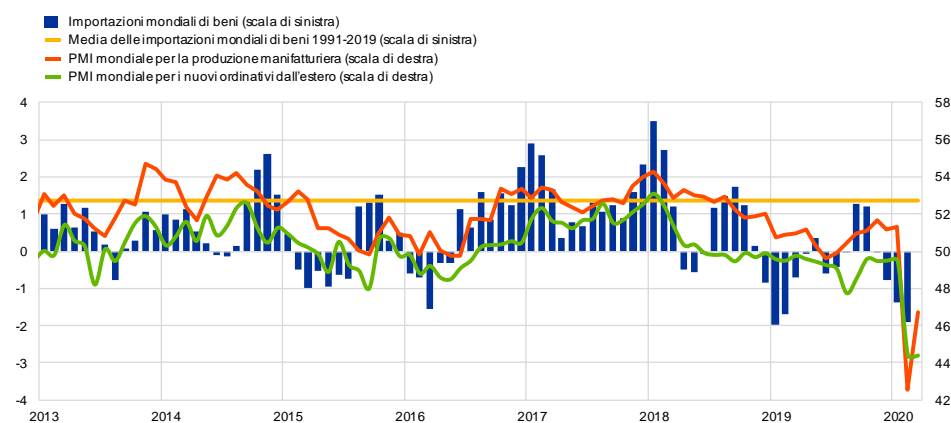
Le banche centrali che disponevano di margini per ridurre i tassi di interesse hanno sfruttato tempestivamente questo spazio di manovra riducendo i tassi di riferimento, e in alcuni casi anche riprendendo gli acquisti di attività. Per agevolare il funzionamento dei mercati finanziari è stato dato corso a operazioni di immissione di liquidità e swap. Sono stati inoltre adottati consistenti pacchetti di stimolo fiscale con una composizione fortemente orientata verso le garanzie a favore dei prestiti e le misure di sostegno del reddito.

Si stima inoltre che il commercio internazionale abbia subito un brusco calo a causa delle turbative lungo le catene produttive e dello shock generalizzato dal lato della domanda. Nel primo trimestre del 2020 le turbative alla produzione legate alla diffusione del virus in Cina hanno inciso sul commercio internazionale, in particolare nei paesi asiatici fortemente interconnessi con la Cina per via delle catene del valore regionali. Tuttavia, l'evoluzione dell'epidemia in pandemia ha determinato una diffusione delle turbative alla produzione, che con tutta probabilità graveranno sul commercio internazionale per qualche tempo. A febbraio le importazioni mondiali di beni hanno registrato un ulteriore lieve calo, protraendo la contrazione osservata a fine 2019. Nel contempo, a marzo il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero esclusa l'area dell'euro è rimasto invariato, su un livello molto basso, evidenziando un brusco calo complessivo del commercio internazionale nel primo trimestre del 2020 (cfr. il grafico 2).

Grafico 2

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

(scala di sinistra: variazioni percentuali su base trimestrale rispetto al periodo precedente; scala di destra: indici di diffusione)



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2020 per le importazioni mondiali di beni e a marzo 2020 per i PMI.

A febbraio l'inflazione ha subito un lieve rallentamento su scala mondiale.

A febbraio l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è scesa al 2,2 per cento per effetto di una moderazione della componente energetica, mentre la componente alimentare ha registrato un lieve aumento. Nel frattempo, nello stesso mese l'inflazione al netto della componente alimentare ed energetica si è mantenuta stabile al 2,2 per cento.

Il rallentamento dell'inflazione si è mostrato generalizzato nella maggior parte delle economie avanzate e nelle principali economie emergenti non appartenenti all'OCSE. In prospettiva ci si attende che le pressioni inflazionistiche su scala mondiale diminuiscano ulteriormente per effetto sia del brusco calo dei corsi petroliferi, sia della debolezza della domanda.

Dopo la riunione di marzo del Consiglio direttivo i prezzi del greggio di qualità Brent sono diminuiti di circa il 43 per cento, principalmente a causa di un improvviso crollo della domanda dovuto alla pandemia di COVID-19.

Il 12 aprile 2020 il gruppo OPEC+ ha annunciato alcuni piani per la limitazione delle forniture di petrolio, anche se è improbabile che ciò controbilanci pienamente la

perdita di domanda nel breve termine. Se da una parte gli shock dal lato dell'offerta hanno contribuito alla volatilità dei mercati, dall'altra il calo della domanda e la crescente avversione al rischio sono stati i fattori determinanti del crollo delle quotazioni del greggio di qualità Brent, scese a circa 20 dollari al barile. La mancanza di un'adeguata capacità di stoccaggio ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso sui corsi petroliferi; in particolare, i produttori del Nord America sono stati temporaneamente costretti a cedere petrolio a prezzi negativi per evitare la chiusura dei pozzi, in quanto ciò avrebbe danneggiato in modo permanente la loro capacità produttiva. Per la prima volta da oltre un decennio l'Agenzia internazionale per l'energia si attende una riduzione sull'intero anno della domanda mondiale di petrolio, e prevede per il 2020 una diminuzione pari al -9,3 per cento. Successivamente alla riunione del Consiglio direttivo di marzo i prezzi totali delle materie prime diverse dal petrolio si sono ridotti in misura significativa (-8,5 per cento), in quanto si è registrato un calo sia dei prezzi dei metalli (-9,2 per cento) sia di quelli dei beni alimentari (-5,7 per cento).

Le misure di contenimento porteranno a un calo dell'attività economica negli Stati Uniti nella prima metà del 2020, in particolare nel secondo trimestre.

Le stime preliminari per il primo trimestre indicano che il PIL si è contratto a un tasso annualizzato del 4,8 per cento. Ciò costituisce il più consistente calo del PIL dai tempi della crisi finanziaria internazionale, quando scese dell'8,4 per cento nell'ultimo trimestre del 2008. Tale stima preliminare si basa su dati incompleti e soggetti a ulteriori revisioni, pertanto le future pubblicazioni di dati potrebbero mostrare un calo del PIL ancora più significativo. Ci si attende che nel secondo trimestre l'impatto sull'attività economica sia ancora maggiore. Alla fine di marzo in quasi tutti gli Stati USA vigeva la chiusura obbligatoria di numerosi tipi di imprese ed erano state disposte severe limitazioni alla circolazione. Fra la metà di marzo e la fine di aprile il numero cumulato dei lavoratori che hanno richiesto il sussidio di disoccupazione ha raggiunto i 30 milioni circa, vale a dire il 19 per cento della forza lavoro. Di conseguenza c'è stato un crollo della fiducia dei consumatori e della spesa per consumi. All'inizio di aprile l'indicatore di fiducia calcolato dall'Università del Michigan (University of Michigan Consumer Sentiment Index) ha toccato il livello più basso rilevato da dicembre 2011, mentre nel mese di marzo le vendite al dettaglio hanno fatto registrare un crollo record pari all'8,7 per cento. I netti cali osservati in altri indicatori, come i PMI, segnalano un impatto sull'attività più generalizzato. Complessivamente, nel primo semestre dell'anno il PIL degli Stati Uniti dovrebbe scendere più che durante la crisi finanziaria internazionale. La risposta sul piano delle politiche è stata immediata: per quanto riguarda le finanze pubbliche, il Congresso degli Stati Uniti ha varato misure di sostegno pari a quasi il 10 per cento del PIL, che consistono di spesa pubblica mirata a contenere l'epidemia e provvedimenti per attenuarne le conseguenze; dal punto di vista monetario, il Federal Reserve System ha ridotto l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds, portandolo a un intervallo compreso fra 0 e ¼ per cento. Ha inoltre istituito una serie di linee di credito che possono fornire fino a 2.300 miliardi di dollari in finanziamenti a fronte di un'ampia gamma di garanzie, ha attivato linee di swap con altre banche centrali, ha esteso le operazioni di pronti contro termine e adottato politiche prudenziali più flessibili per garantire che i mercati finanziari rimangano liquidi e il credito continui a fluire nell'economia.

In Giappone la pandemia ha avuto un forte impatto sull'attività, nonostante la vigorosa risposta fornita dalle politiche. La pandemia ha colpito l'economia nel momento in cui essa iniziava a registrare segnali di una lieve ripresa dopo la forte contrazione dell'ultimo trimestre del 2019, riconducibile all'aumento dell'IVA di ottobre e ai tifoni verificatisi nello stesso mese. Il PMI composito è sceso al livello più basso mai registrato sin dal terremoto e dal successivo tsunami che hanno colpito la parte orientale del paese nel marzo del 2011 e la Reuters Tankan ha segnalato un ulteriore deterioramento delle condizioni operative delle imprese nel mese di aprile. Prima di dichiarare lo stato d'emergenza il governo ha annunciato un consistente pacchetto economico in risposta alla crisi legata al coronavirus. Sebbene la portata complessiva appaia senza precedenti (108.000 miliardi di yen, circa il 20 per cento del PIL), un'ampia porzione del pacchetto annunciato riguarda spese del settore privato; esso comprende inoltre le misure di stimolo fiscale di dicembre 2019 e i due pacchetti fiscali di emergenza del 2020. Tali iniziative fanno seguito alle misure adottate dalla Banca del Giappone, tra cui l'offerta di un'ampia disponibilità di liquidità tramite acquisti di titoli di Stato nipponici e operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi, l'aumento di acquisti di carta commerciale e obbligazioni e l'introduzione di un'operazione speciale di immissione di liquidità volta ad agevolare il finanziamento delle imprese.

I dati più recenti sul Regno Unito indicano che l'epidemia di coronavirus ha avuto un notevole impatto negativo su un'economia che era già in rallentamento. La comunicazione mensile sul PIL di febbraio, calcolato su base trimestrale rispetto al periodo precedente, ha messo in evidenza che l'economia del Regno Unito era in stagnazione anche prima dell'insorgenza del coronavirus. Successivamente, l'indice composito dei responsabili degli acquisti relativo al prodotto del mese di marzo è crollato facendo registrare un nuovo minimo, che si colloca ben al di sotto perfino dei valori più bassi rilevati nei momenti peggiori della crisi finanziaria internazionale. Le risposte sul piano della politica economica sono state rapide e vigorose: l'11 marzo la Bank of England ha ridotto i tassi di interesse portandoli allo 0,25 per cento (e li ha poi tagliati ulteriormente allo 0,1 per cento), ha avviato una nuova iniziativa "Term Funding Scheme" e ha diminuito la riserva di capitale anticiclica. Queste iniziative di sostegno sono state ulteriormente ampliate in modo da includere una serie di misure di allentamento quantitativo, nonché la riattivazione di un meccanismo temporaneo di finanziamento monetario per il governo. Nel contempo, il governo ha adottato una serie di misure di emergenza per il coronavirus, fra cui vari interventi di sostegno al reddito, capacità di bilancio supplementare per il servizio sanitario nazionale, nonché un'ampia gamma di strumenti di prestito, esenzioni fiscali temporanee e sovvenzioni alle piccole imprese.

In Cina la crescita economica è scesa al livello più basso degli ultimi decenni per effetto della pandemia e della debolezza della domanda esterna. Nel primo trimestre del 2020 il PIL è diminuito del 6,8 per cento sul periodo corrispondente a causa delle misure di contenimento del virus. Tuttavia, gli indicatori ad alta frequenza dell'attività economica segnalano una ripresa. Mentre il consumo quotidiano di carbone all'inizio di aprile ha continuato ad attestarsi su livelli di circa 15 punti percentuali più bassi rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, l'attività immobiliare e gli indici della congestione del traffico appaiono solo marginalmente

inferiori rispetto ai livelli osservati nello stesso periodo del 2019. L'attività dovrebbe evidenziare una ripresa solo parziale nel secondo trimestre del 2020, con la scarsa domanda interna che risulta amplificata dalla debolezza della domanda esterna, frenata da un comportamento cauto da parte dei consumatori e dalla significativa incidenza delle misure di contenimento. Sono state adottate misure per sostenere l'economia e assicurare che vi sia liquidità nel sistema bancario. Dall'inizio dell'anno la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese ha ripetutamente effettuato ingenti iniezioni di liquidità sul mercato e ha ridotto i tassi di riferimento e i coefficienti di riserva. Ci si attende che lo stimolo fiscale realizzato tramite esenzioni, buoni acquisto, misure di sostegno del reddito e garanzie a favore dei prestiti attenui l'impatto della pandemia.

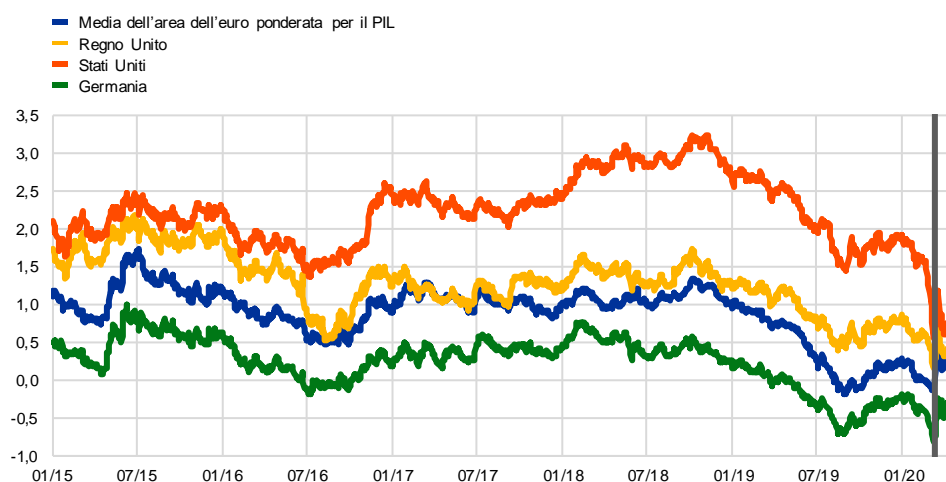
Nel periodo in esame, i rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine nell'area dell'euro sono aumentati, in presenza di una certa volatilità a seguito della diffusione del COVID-19 e del blocco dell'attività economica di molti paesi.

Nel periodo in esame (dal 12 marzo al 29 aprile 2020), il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è aumentato complessivamente di 14 punti base, allo 0,25 per cento (cfr. il grafico 3), rispecchiando grosso modo l'aumento registrato dal tasso OIS (overnight index swap) a dieci anni. Tuttavia, è stata osservata una certa volatilità: i mercati hanno reagito alle notizie riguardo alla diffusione del virus e alle conseguenti misure di chiusura (lockdown) con un forte aumento dei rendimenti di gran parte degli emittenti dell'area dell'euro. L'aumento dei rendimenti dei titoli sovrani ha registrato una parziale inversione in seguito all'annuncio dell'adozione di misure di politica economica accomodanti (sia di tipo monetario sia di bilancio). Al di fuori dell'area dell'euro, i rendimenti dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti sono diminuiti di circa 20 punti base nel periodo in esame, portandosi allo 0,63 per cento, mentre nel Regno Unito sono lievemente aumentati, raggiungendo lo 0,29 per cento.

Grafico 3

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: dati giornalieri. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 marzo 2020). Le ultime osservazioni si riferiscono al 29 aprile 2020.

I differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e il tasso OIS privo di rischio sono dapprima diminuiti, in seguito all'annuncio del nuovo programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), per poi tornare ad aumentare nella maggior parte dei paesi. Nel corso del periodo in esame, i differenziali dei titoli sovrani decennali portoghesi, spagnoli, tedeschi e greci sono complessivamente aumentati (di 7, 10, 13 e 29 punti base, rispettivamente); per contro, in Italia e in Francia si è osservata una diminuzione (di 25 e 11 punti base, rispettivamente), seguita a un aumento registrato

prima dell'inizio del periodo in esame. Nel complesso, il differenziale ponderato per il PIL dell'area dell'euro è aumentato di 14 punti base, raggiungendo i 25 punti base.

Gli indici dei prezzi azionari delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro hanno registrato un forte aumento, recuperando così parte delle ingenti perdite registrate a partire dalla fine di febbraio. La parziale inversione dell'andamento fortemente ribassista prevalente dalla fine di febbraio ha spinto i prezzi delle azioni delle SNF dell'area dell'euro verso l'alto, per un aumento complessivo nel corso del periodo in esame del 17,9 per cento. Il rialzo dei prezzi è stato sostenuto da una riduzione del premio per il rischio azionario che ha più che compensato una notevole riduzione delle aspettative sugli utili in un contesto di elevata incertezza. L'aumento dei prezzi delle azioni per le società finanziarie dell'area dell'euro è risultato di minore entità (pari al 10,9 per cento nel periodo in esame). Il peggior andamento degli indici finanziari mette in risalto le sfide con cui deve confrontarsi tale settore.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro sono aumentati, riflettendo aspettative di tassi di insolvenza più elevati. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e su quelle del settore finanziario rispetto ai tassi privi di rischio sono aumentati fino a raggiungere, rispettivamente, 119 e 152 punti base. Il 24 marzo i differenziali hanno raggiunto i valori più elevati del periodo superando di circa 75 e 45 punti base, rispettivamente, i livelli prevalenti alla fine del periodo, ma da allora hanno iniziato a scendere lentamente.

Nel periodo in rassegna, il tasso Eonia (Euro overnight index average) e il nuovo tasso di riferimento €STR (Euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente, a -45 e -53 punti base⁴. La liquidità in eccesso è aumentata di circa 246 miliardi di euro a circa 2.011 miliardi, soprattutto per effetto dell'introduzione del nuovo PEPP e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché dell'aggiudicazione di importi erogati nell'ambito di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e operazioni ponte di rifinanziamento a lungo termine (LTRO).

La curva a termine dell'Eonia si è spostata lievemente verso l'alto nel periodo in rassegna, segnalando che i mercati non si aspettano un'imminente riduzione del tasso sui depositi presso la banca centrale. Per la fine del 2024 la curva si attesta su un livello più alto di 10 punti base rispetto al valore corrente dell'Eonia. Nel complesso, il livello rimane al di sotto dello zero per orizzonti temporali fino al 2027, riflettendo il protrarsi delle aspettative di mercato circa un prolungato periodo di tassi di interesse negativi.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente indebolito su base ponderata per l'interscambio nel periodo in esame (cfr. il grafico 4), riflettendo un apprezzamento nei confronti delle valute di diverse economie emergenti, ampiamente compensato dal deprezzamento nei confronti del dollaro

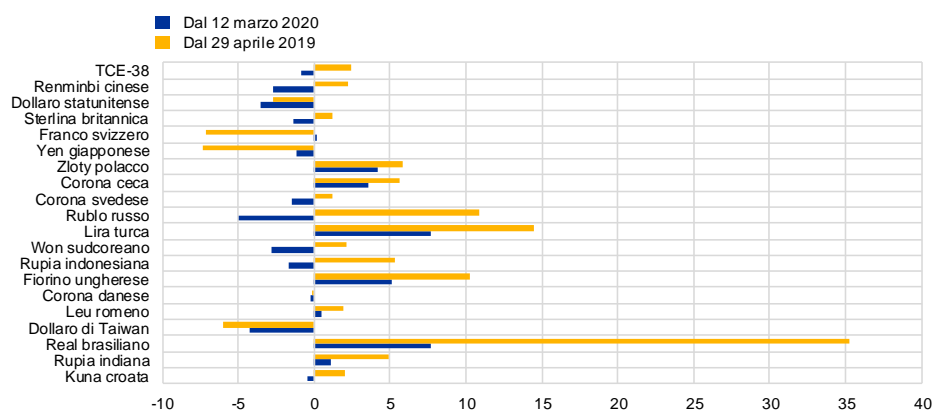
⁴ La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro *Addio EONIA, benvenuto €STR!* nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

statunitense. Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise di 38 tra le più importanti controparti commerciali dell'area, si è deprezzato dello 0,8 per cento. Per quel che riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro si è deprezzato del 3,5 per cento rispetto al dollaro statunitense e dell'1,4 per cento nei confronti della sterlina britannica, a seguito di una fase di più alta volatilità. L'euro si è inoltre deprezzato nei confronti del renminbi cinese (del 2,7 per cento), invertendo un precedente apprezzamento e rispecchiando la diversa tempistica dei principali impatti economici della pandemia di COVID-19. Per contro, l'euro si è rafforzato nei confronti della maggior parte delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e delle economie emergenti, in particolare la lira turca e il real brasiliano (del 7,7 per cento in entrambi i casi).

Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

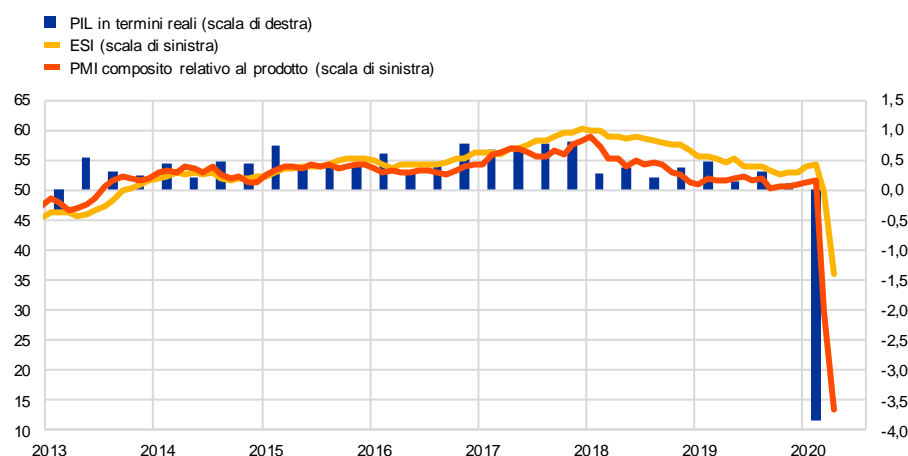
Note: TCE-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 38 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 29 aprile 2020.

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha subito una brusca contrazione nel primo trimestre del 2020, riflettendo in particolare l'impatto del coronavirus (COVID-19) e delle relative misure di contenimento. Nel primo trimestre del 2020 l'attività economica complessiva si è ridotta del 3,8 per cento⁵ sul periodo precedente, dopo una crescita dello 0,1 per cento nel quarto trimestre del 2019 (cfr. il grafico 5). Sebbene la scomposizione non sia ancora disponibile, gli indicatori a breve termine segnalano che il calo del PIL nel primo trimestre del 2020 è stato determinato dalla domanda interna, mentre le variazioni delle scorte e del commercio netto potrebbero aver fornito lievi contributi positivi alla crescita. Gli indicatori economici, in particolare quelli relativi alle indagini, hanno recentemente mostrato diminuzioni senza precedenti, segnalando un forte calo del prodotto nel prossimo periodo. L'impatto massimo della pandemia di COVID-19 si manifesterà probabilmente nel secondo trimestre del 2020.

Grafico 5

PIL in termini reali dell'area dell'euro, indice del clima economico e PMI composito relativo al prodotto

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: variazione percentuale sul trimestre precedente)



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

Note: l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard del Purchasing Managers' Index (PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2020 per il PIL in termini reali e ad aprile 2020 per l'ESI e il PMI.

Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro per marzo e aprile 2020 segnalano un netto deterioramento del mercato del lavoro connesso agli andamenti del COVID-19. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per l'occupazione ha registrato un calo senza precedenti, passando da 51,4 a febbraio a 42,2 a marzo e a 33,4 ad aprile, il livello più basso mai

⁵ Eurostat ha pubblicato la sua stima rapida preliminare del PIL il 30 aprile 2020. Questa stima dovrebbe essere rivista con le prossime stime relative al PIL del 15 maggio e del 9 giugno 2020, quando dovrebbero essere disponibili dati di fonte primaria più completi. Le revisioni della stima rapida preliminare del PIL potrebbero essere superiori al solito (+/-0,1 punti percentuali), dato che alcuni paesi hanno dovuto adeguare le loro metodologie nazionali di stima utilizzando fonti alternative o modelli diversi per far fronte all'interruzione della disponibilità di dati alla fonte e garantire la migliore qualità possibile.

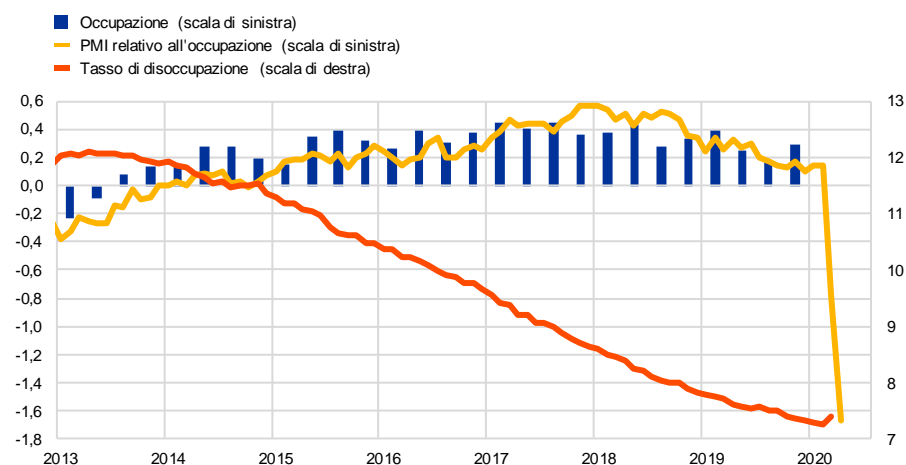
registrato, il che suggerisce una forte contrazione dell'occupazione. Il calo è stato particolarmente pronunciato nel settore dei servizi.

Tuttavia, i dati più recenti sul mercato del lavoro per l'area dell'euro riflettono solo in parte l'impatto dell'epidemia di COVID-19 e le relative misure di contenimento. I dati sull'occupazione relativi al primo trimestre 2020 non sono ancora disponibili. Il tasso di disoccupazione è sceso al 7,3 per cento a febbraio, un tasso simile a quello osservato prima della crisi finanziaria. Tuttavia è aumentato fino al 7,4 per cento a marzo, il primo mese interessato dalla diffusione del COVID-19 e dalla successiva attuazione di misure di contenimento in tutta l'area dell'euro (cfr. il grafico 6). La modesta reazione della disoccupazione può essere collegata a misure volte ad agevolare l'accesso a schemi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo. Le stime preliminari indicano un numero senza precedenti di lavoratori dipendenti inseriti in tali programmi nei cinque maggiori paesi dell'area.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019 per l'occupazione, ad aprile 2020 per il PMI e a marzo 2020 per il tasso di disoccupazione.

Il deterioramento degli indicatori dei consumi è senza precedenti. A seguito dell'insorgere del COVID-19, il clima di fiducia dei consumatori ha registrato un forte calo, scendendo a -22,7 ad aprile (da -6,6 a febbraio) e avvicinandosi ai minimi storici registrati a marzo 2009. Tuttavia, vi sono indicazioni del fatto che il calo nel clima di fiducia dei consumatori potrebbe, di fatto, sottostimare il calo di fondo dei consumi. La rapidità e la gravità dello shock dovuto al COVID-19 sono state talmente straordinarie che la relazione storica tra il clima di fiducia dei consumatori e la crescita dei consumi sembra attualmente piuttosto instabile⁶. A marzo 2020 le immatricolazioni

⁶ L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori della Commissione europea è stato costruito come un indicatore coincidente della crescita dei consumi privati. Ad aprile 2020 non è stato possibile raccogliere dati in Italia, pertanto i valori dell'aggregato dell'area dell'euro di tale mese sono stati calcolati ipotizzando che le variazioni rispetto a marzo fossero le stesse dell'aggregato dell'area dell'euro esclusa l'Italia. Per maggiori dettagli su tale indicatore del clima di fiducia dei consumatori, cfr. *A revised consumer confidence indicator*, Commissione europea, 2018.

di autovetture nell'area dell'euro hanno registrato un netto calo (-56,4 per cento) a seguito dell'insorgere del COVID-19. Con le misure di chiusura (lockdown) in atto nella maggior parte dei mercati a partire dalla metà di marzo, un'ampia parte delle concessionarie di autovetture dell'area dell'euro è rimasta chiusa nella seconda metà del mese. Analogamente, altri indicatori ad alta frequenza suggeriscono un calo senza precedenti, fino al 45 per cento, della spesa delle famiglie (ad es., ristoranti, servizi di trasporto, attività ricreative, turismo e vendite al dettaglio).

L'impatto nel medio periodo del COVID-19 sui consumi privati è molto incerto.

Lo shock provocato dal COVID-19 ha prodotto un effetto diretto attraverso il razionamento di diverse componenti di spesa. Gli effetti indiretti dovrebbero concretizzarsi attraverso l'impatto sul reddito, sulla ricchezza e sull'accesso al credito. Inoltre, la domanda repressa può avere un impatto positivo una volta revocate le misure di contenimento. L'impatto nel medio periodo sui consumi privati dipende dalla durata dei lockdown, dal ritmo di allentamento delle misure, dai cambiamenti del comportamento delle famiglie e dall'efficacia delle politiche pubbliche.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero diminuire in modo sostanziale per effetto dei lockdown e delle ulteriori misure di contenimento nei paesi dell'area dell'euro a partire da marzo 2020.

In seguito alla crescita degli investimenti in attività diverse dalle costruzioni, pari all'8,0 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2019 (0,2 per cento al netto dei dati irlandesi), la dinamica degli investimenti ha subito una decelerazione nel primo trimestre del 2020 e le prospettive per il secondo sono deboli. Il drammatico calo della produzione manifatturiera e delle vendite, dovuto a una combinazione di fattori di offerta e di domanda legati alla pandemia di COVID-19, dovrebbe avere avuto un notevole impatto negativo sugli investimenti delle imprese da marzo 2020 in poi. I dati delle indagini della Commissione europea fino ad aprile mostrano forti diminuzioni del portafoglio ordini e delle aspettative sulla produzione nel settore dei beni d'investimento. I dati ad alta frequenza evidenziano inoltre un sostanziale deterioramento delle aspettative sugli utili e delle condizioni di finanziamento delle imprese, nonché un netto aumento dell'incertezza, che inciderebbe negativamente sulle decisioni future in materia di investimenti. Mentre i conti settoriali dell'area dell'euro hanno registrato una crescita costante del margine operativo lordo nel quarto trimestre del 2019, gli utili per azione attesi a un anno tra le imprese europee quotate si sono ridotti notevolmente ad aprile 2020. Anche i rendimenti delle obbligazioni societarie investment grade sono notevolmente aumentati, soprattutto nei settori petrolifero e automobilistico. L'incertezza, in termini di indici di volatilità dei mercati azionari, ha registrato un'impennata in Europa, con l'indicatore composito europeo delle tensioni sistemiche che ha raggiunto livelli senza precedenti ad aprile 2020. Vi sono inoltre sostanziali rischi al ribasso per i piani di investimento delle imprese derivanti dall'aumento dei livelli del debito, dalle potenziali insolvenze e inadempienze delle imprese sui debiti a lungo termine, nonché dal calo dei flussi di cassa. Resta da vedere in che misura le politiche a livello nazionale, dell'area dell'euro e dell'UE volte a fornire liquidità e finanziamenti possono attenuare questa situazione. Le previsioni sugli investimenti dell'area dell'euro hanno subito significative correzioni al ribasso, con l'indagine biennale sugli investimenti industriali della Commissione europea pubblicata ad aprile 2020 che mostra una contrazione prevista del 4 per cento nel corso dell'anno.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbero essere diminuiti drasticamente da marzo 2020 a causa delle misure di contenimento e della maggiore incertezza. Sebbene gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale siano leggermente aumentati nel quarto trimestre del 2019 (dello 0,3 per cento sul trimestre precedente), alcuni indicatori a breve termine che riflettono l'impatto della pandemia hanno già iniziato a segnalare un calo sostanziale dell'attività edilizia. In particolare, il PMI per le aspettative delle imprese nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro è bruscamente sceso a 33,5 a marzo 2020, il livello più basso mai registrato, dal 52,5 di febbraio, indicando una diminuzione senza precedenti dell'attività. Secondo l'indagine della Commissione europea sui limiti alla produzione, la sospensione dei piani e la chiusura dei cantieri, in particolare nei paesi in cui le misure di lockdown sono state attuate fin dalle fasi iniziali, come la Germania, l'Italia e la Spagna, hanno già causato gravi problemi finanziari alle imprese edili. Nel medio periodo, mentre l'attività edile potrebbe beneficiare del fatto che le misure di lockdown vengano sospese prima che in altri settori, è probabile che la pandemia provocherà un calo significativo della domanda di abitazioni a causa delle perdite di reddito e di ricchezza. Inoltre, l'incertezza causata dalla pandemia potrebbe avere effetti anche maggiori e più duraturi sull'attività, in quanto potrebbe incoraggiare le famiglie e gli investitori a rinviare le transazioni immobiliari fino a quando non sarà trovata una soluzione medica efficace per il COVID-19.

È probabile che il commercio dell'area dell'euro abbia subito una contrazione nel primo trimestre del 2020 e si indebolisca ulteriormente nel secondo trimestre, in quanto il virus COVID-19 ha paralizzato le economie su scala mondiale. I primi segnali di una ripresa del commercio dell'area dell'euro all'inizio del 2020 si sono invertiti per gli effetti della pandemia. In particolare, le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro sono andate diminuendo da febbraio, il che indica che le interruzioni degli approvvigionamenti dovute al lockdown in Cina hanno ridotto le esportazioni del paese verso l'area. Vi è stato un deterioramento senza precedenti nei nuovi ordinativi dall'estero, un indicatore anticipatore sceso a 18,9 ad aprile da 49,5 a gennaio. Le misure di contenimento in diversi paesi dell'area dell'euro hanno rappresentato una combinazione di shock negativi sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta, che ha portato al maggiore calo mai registrato nel commercio estero dell'area dell'euro. L'interscambio dell'area è stato gravemente colpito dagli shock negativi della pandemia per una serie di ragioni. In primo luogo, gli investimenti e il consumo di beni durevoli, altamente sensibili sia alle incertezze sia alle oscillazioni cicliche, sono componenti fondamentali del commercio estero. In secondo luogo, le interruzioni delle catene di approvvigionamento a livello mondiale, in particolare la riduzione delle importazioni di beni intermedi, incidono anche sull'area dell'euro durante questa pandemia. Infine, gli effetti di propagazione e di ritorno tramite le reti di produzione regionali amplificano gli shock interni nelle economie dell'area dell'euro, provocando una contrazione ancora più marcata dei flussi all'interno dell'area rispetto al totale dei flussi commerciali. Si prevede che i paesi specializzati nei servizi o in prodotti manifatturieri legati ai servizi si troveranno ad affrontare conseguenze economiche particolarmente gravi. Il turismo e i servizi di trasporto sono i più colpiti dalle misure di lockdown, come evidenziato dal crollo dei nuovi ordinativi dall'estero dei servizi e dei piani di volo.

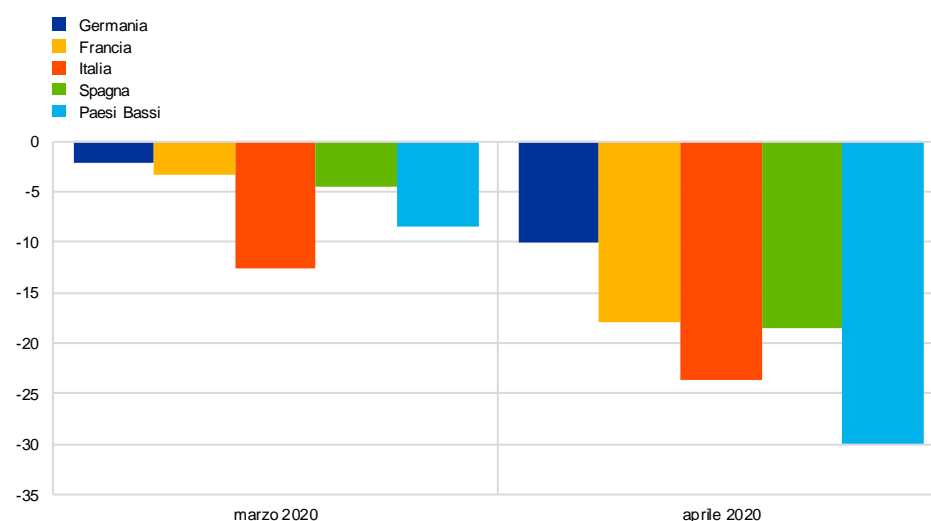
I dati economici più recenti, in particolare i risultati delle indagini, mostrano cali senza precedenti, segnalando una contrazione della produzione nell'area dell'euro.

L'epidemia di COVID-19 e le relative misure di contenimento hanno avuto un effetto negativo sull'attività del settore manifatturiero e dei servizi attraverso l'aumento delle limitazioni all'offerta e il rapido calo della domanda. Per quanto riguarda i dati delle indagini più recenti, l'indice del clima economico della Commissione europea e il PMI composito relativo al prodotto hanno rilevato nel mese di marzo la flessione più ampia mai registrata⁷, prima di scendere ulteriormente ad aprile. Sia l'ESI sia il PMI hanno mostrato flessioni generalizzate nei diversi paesi e settori economici. Tale calo dell'attività economica è confermato anche da indicatori ad alta frequenza come il consumo di energia elettrica (cfr. il grafico 7).

Grafico 7

Consumo di energia elettrica dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Rete europea dei gestori dei sistemi di trasmissione dell'energia elettrica (European Network of Transmission System Operators for Electricity, ENTSO-E) ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati non sono corretti per le temperature. L'ultima osservazione si riferisce al 27 aprile 2020.

Al di là dei disagi derivanti nell'immediato dalla pandemia di coronavirus, con la graduale sospensione delle misure di contenimento la crescita dell'area dell'euro dovrebbe riprendere, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dalle politiche di bilancio nell'area e dalla ripresa dell'attività mondiale. Tuttavia, l'incertezza è estremamente elevata e rimarrà tale, rendendo molto difficile prevedere la probabile portata e durata dell'imminente recessione e della conseguente ripresa⁸. I risultati dell'ultima [Survey of Professional Forecasters](#) della BCE, condotta agli inizi di aprile, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste considerevolmente al ribasso per il 2020 e al rialzo per il 2021, rispetto alla precedente edizione dell'indagine che risale agli inizi di gennaio.

⁷ Per maggiori dettagli sui fattori esterni rispetto ai fattori interni che determinano il calo dell'attività economica, cfr. il riquadro *Il calo dell'attività manifatturiera e dei servizi nell'area dell'euro: shock esterni e interni* in questo numero del Bollettino.

⁸ Per un'analisi dettagliata degli scenari alternativi, cfr. il riquadro *Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino economico.

4 Prezzi e costi

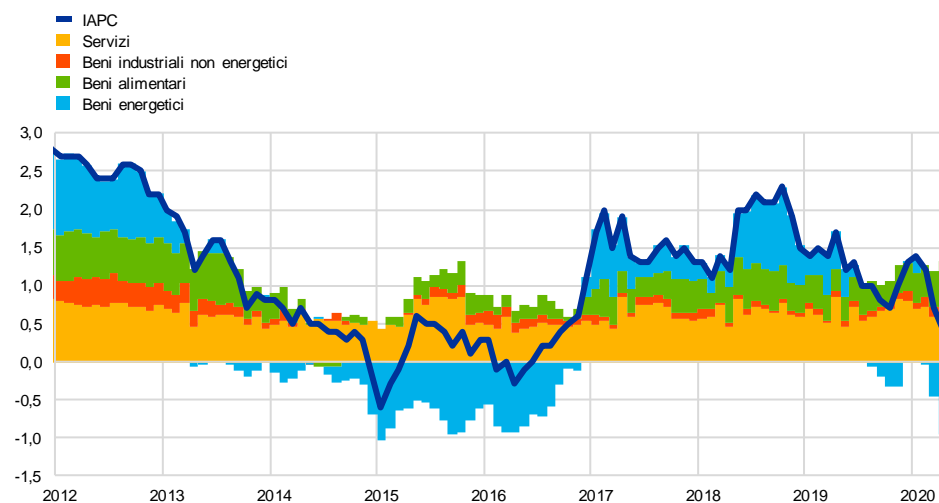
Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in aprile 2020 l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa ulteriormente, allo 0,4 per cento, dallo 0,7 in marzo e dall'1,2 in febbraio.

La diminuzione registrata nel mese di aprile è ascrivibile principalmente a un calo dei tassi di inflazione dei beni energetici sui dodici mesi, dal -4,5 per cento in marzo al -9,6 in aprile, causato dalla recente caduta dei corsi petroliferi. Tuttavia anche l'inflazione dei servizi e dei beni industriali non energetici è diminuita rispetto al mese precedente. Queste riduzioni hanno più che compensato l'aumento dell'inflazione della componente alimentare, a sua volta causato principalmente dal fatto che l'inflazione dei beni alimentari freschi è raddoppiata. Secondo l'Eurostat⁹, è stato possibile rilevare nella maniera consueta i prezzi di almeno il 50 per cento o più del paniere sottostante la stima rapida dell'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC, nonché degli aggregati speciali. Sono state tuttavia riscontrate difficoltà nella rilevazione dei prezzi per alcuni paesi e prodotti, che hanno comportato una quota di imputazioni più elevata del solito (cfr. anche il riquadro *Misurazione dell'inflazione nei periodi di tensione economica* in questo numero del Bollettino).

Grafico 8

Contributo delle componenti dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2020 (stime rapide). I tassi di crescita per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

Le misure dell'inflazione di fondo sono diminuite o rimaste invariate. In aprile l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata dello 0,9 per cento, in ribasso dall'1,0 in marzo e dall'1,2 in febbraio. Altre misure

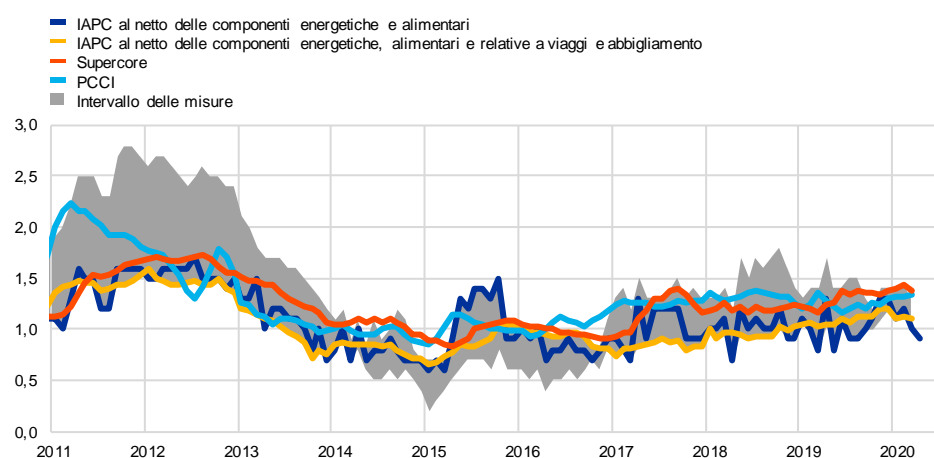
⁹ Cfr. il [comunicato stampa dell'Eurostat](#) relativo alla stima rapida dello IAPC per il mese di aprile.

dell'inflazione di fondo, per le quali i dati sono disponibili fino a marzo, sono rimaste sostanzialmente invariate. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e delle componenti legate ai viaggi e all'abbigliamento si è attestata all'1,1 per cento in marzo, invariata rispetto a febbraio e gennaio. I segnali provenienti da altre misure dell'inflazione di fondo, tra cui l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e l'indicatore Supercore¹⁰, sono rimasti anch'essi sostanzialmente invariati.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2020 (stima rapida) per lo IAPC al netto delle componenti energetiche e alimentari e a marzo 2020 per tutte le altre misure. L'insieme delle misure dell'inflazione di fondo considerate è costituito da: IAPC al netto di beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari, IAPC al netto di beni energetici, alimentari e componenti legate a viaggi e abbigliamento, media troncata del 10 per cento dello IAPC, media troncata del 30 per cento dello IAPC e mediana ponderata dello IAPC. I tassi di crescita dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per il 2015 sono distorti al rialzo a causa di una variazione metodologica (cfr. il riquadro *Nuova metodologia di calcolo dell'indice dei prezzi per i pacchetti vacanze in Germania e relativi effetti sui tassi di inflazione misurata sullo IAPC*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino).

In febbraio le pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica del paniere IAPC sono rimaste stabili negli ultimi stadi della catena produttiva.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari si è attestato allo 0,7 per cento in febbraio 2020, invariato dall'ottobre 2019. In febbraio il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione di beni di consumo non alimentari è salito allo 0,4 per cento, dallo 0,2 nel mese precedente. Nei primi stadi della catena produttiva, l'inflazione dei prezzi interni alla produzione di beni intermedi si è indebolita, passando a -1,2 per cento in febbraio, da -1,1 in gennaio. In febbraio l'inflazione dei prezzi delle importazioni per i beni intermedi è lievemente aumentata, al -0,1 per cento, dopo il -0,3 in gennaio e il -1,2 in dicembre.

La crescita dei salari è diminuita. La crescita tendenziale del reddito per occupato è scesa all'1,7 per cento nel quarto trimestre del 2019, dal 2,1 per cento del periodo precedente. I valori relativi al 2019 hanno risentito di un calo significativo dei contributi

¹⁰ 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.

previdenziali in Francia¹¹. La crescita sui dodici mesi di salari e stipendi per occupato, al netto dei contributi previdenziali, è stata del 2,1 per cento nel quarto trimestre, in calo rispetto al 2,5 per cento nel terzo trimestre, con un valore medio nel 2019 pari al 2,4 per cento, rispetto al 2,3 per cento del 2018. Guardando al complesso dei diversi indicatori e dei fattori temporanei, la crescita salariale è diminuita lievemente nel corso del 2019, seppur con tassi prossimi o lievemente superiori alle medie storiche.

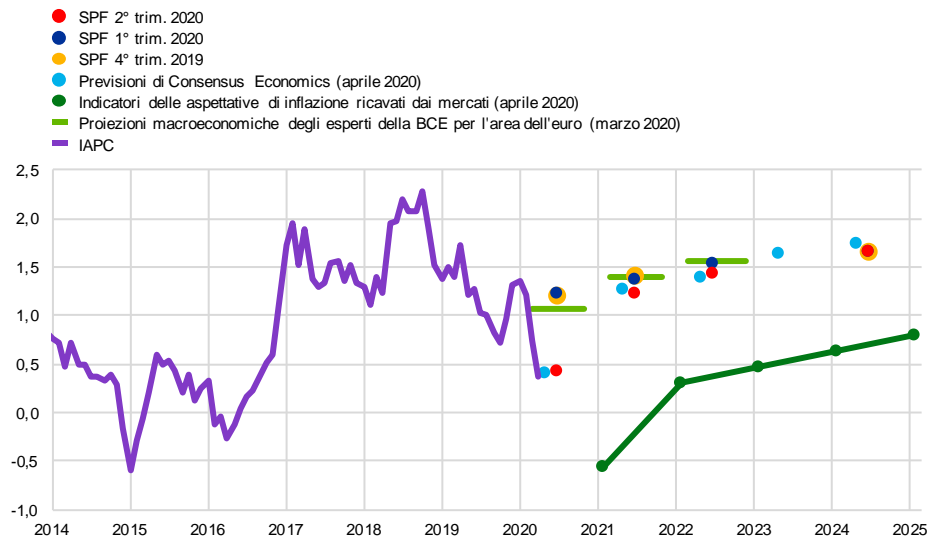
Nonostante variazioni significative, gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati si sono mantenuti pressoché invariati alla fine del periodo in esame, e gli indicatori delle aspettative di inflazione basati sulle indagini sono rimasti ai livelli relativamente bassi osservati nel corso del 2019. Nonostante a fine marzo abbiano raggiunto un nuovo minimo storico pari allo 0,72 per cento, gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati in aprile hanno segnato un recupero, attestandosi per lo più al livello osservato all'inizio del periodo in esame. Il 29 aprile 2020 il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si collocava allo 0,9 per cento. Si è registrato un notevole aumento della probabilità di deflazione derivata dai mercati, che ha raggiunto un nuovo massimo storico. Tale aumento è in parte riconducibile alle forti diminuzioni del prezzo del petrolio. Al tempo stesso, il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati continua a segnalare il rischio di un prolungato periodo di inflazione molto bassa. In base ai risultati dell'indagine della BCE presso i previsori professionali ([Survey of Professional Forecasters, SPF](#)) per il secondo trimestre del 2020, la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine è rimasta all'1,7 per cento, mentre le aspettative di inflazione a breve termine sono state riviste nettamente al ribasso, principalmente per l'effetto congiunto della variazione delle ipotesi sui prezzi del petrolio e di prospettive economiche più deboli. La media delle previsioni puntuali per il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC attualmente si colloca allo 0,4 per cento per il 2020, all'1,2 per il 2021 e all'1,4 per il 2022. Ciò rappresenta una diminuzione di 0,8, 0,2 e 0,1 punti percentuali rispettivamente per il 2020, 2021 e 2022.

¹¹ Per un approfondimento, cfr. il riquadro [Andamenti recenti in materia di contributi previdenziali e salari minimi nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

Grafico 10

Indicatori delle aspettative di inflazione basati sui mercati e sulle indagini

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE per l'area dell'euro di marzo 2020 e Consensus Economics (14 aprile 2020).

Note: l'indagine SPF relativa al secondo trimestre del 2020 è stata condotta tra il 31 marzo e il 7 aprile 2020. La curva delle aspettative di inflazione desumibile dai tassi di mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 29 aprile 2020.

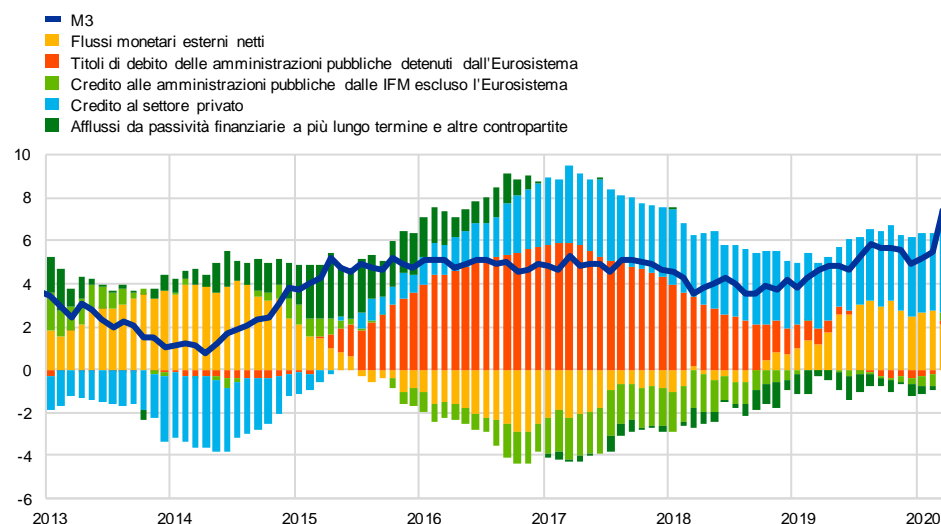
A marzo si è registrata un'accelerazione dell'aggregato monetario ampio.

Con un aumento del 7,5 per cento a marzo 2020, dopo il 5,5 per cento di febbraio, il tasso di crescita annuale di M3 ha registrato l'aumento più consistente rispetto al mese precedente dall'inizio dell'unione monetaria nel 1999 (cfr. il grafico 11). Pur frenata dal rallentamento della crescita economica, l'espansione di M3 è stata fortemente sostenuta dal fabbisogno di liquidità di emergenza, dalle incertezze legate alla crisi pandemica e dal livello molto basso di costo opportunità di detenere strumenti monetari. L'aggregato ristretto M1, che include le componenti più liquide di M3, ha continuato a fornire il principale contributo all'espansione dell'aggregato monetario ampio. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è aumentato di oltre 2 punti percentuali al 10,3 per cento a marzo 2020, dopo l'8,1 per cento registrato a febbraio. Oltre a un forte incremento dei depositi overnight, è aumentato notevolmente il tasso di crescita tendenziale del circolante, attestandosi al 7,0 per cento a marzo, dopo il 5,4 per cento di febbraio, il che suggerisce motivazioni di natura precauzionale nella domanda di liquidità da parte di imprese e famiglie. Le imprese hanno incrementato la consistenza dei depositi, che a marzo hanno registrato una crescita annua del 9,6 per cento, rispetto al 6,5 di febbraio. Ciò riflette il forte ricorso ai prestiti bancari, l'elevato livello complessivo di emissioni di obbligazioni societarie e il sostegno diretto di liquidità da parte dei governi. Nonostante una considerevole riduzione delle quote di fondi comuni monetari a marzo, gli strumenti negoziabili hanno contribuito positivamente e in misura significativa alla crescita sui dodici mesi di M3.

Grafico 11

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 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. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2020.

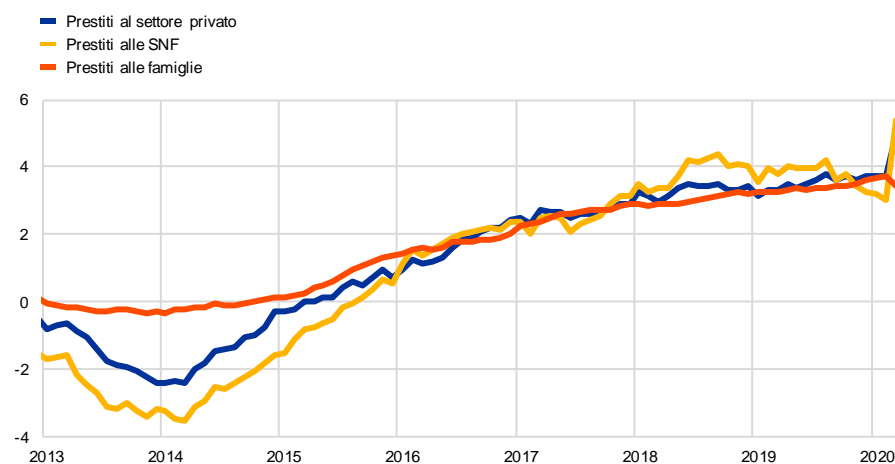
A marzo 2020 il credito al settore privato è rimasto la fonte principale di crescita della moneta, seguito dai flussi monetari esterni. Il credito al settore privato, che è da tempo il principale motore della crescita di M3 (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 11), è stato la determinante del forte aumento della crescita di M3 a marzo 2020. I flussi monetari esterni hanno costituito la seconda principale fonte di creazione di moneta a partire da ottobre 2018 (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 11). Essi riflettono l'interesse degli investitori esteri per le attività dell'area dell'euro (in particolare i titoli di Stato di nuova emissione) e dall'inizio del 2019 forniscono un contributo significativo all'aggregato M3. Gli acquisti netti effettuati dalla BCE nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), avviato il 18 marzo 2020, insieme all'aumento degli acquisti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA), hanno contribuito positivamente alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 11). Inoltre, il contributo dato dalle passività finanziarie a più lungo termine è rimasto contenuto a marzo 2020 (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi nel grafico 11).

Anche i prestiti al settore privato sono aumentati in modo significativo. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il notional cash pooling) è salito al 5,0 per cento a marzo 2020, dal 3,7 per cento di febbraio (cfr. il grafico 12). Tale andamento è dovuto all'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) dal 3,0 per cento di febbraio 2020 al 5,4 per cento di marzo. L'aumento dei prestiti bancari alle imprese è stato diffuso in tutti i paesi. Per la seconda metà del 2020, gli indicatori anticipatori dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) segnalano un ulteriore incremento della domanda di prestiti da parte delle imprese. Di contro, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è leggermente diminuito, da 3,7 per cento a febbraio 2020 a 3,4 per cento a marzo. I differenti andamenti tra imprese e famiglie osservati a marzo rispecchiano una serie di fattori che hanno influenzato la domanda dei due settori, come dimostrano i risultati dell'indagine sul credito bancario. Tale divergenza, inoltre, potrebbe anche essere riconducibile al fatto che le politiche governative hanno sostenuto il settore delle imprese con un supporto al credito straordinario, seppur temporaneo. Le misure di politica monetaria della BCE, in particolare le condizioni più favorevoli delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e le misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie, dovrebbero incoraggiare le banche a erogare prestiti a tutti i soggetti del settore privato.

Grafico 12

Prestiti al settore privato

(tasso di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2020.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2020 mostra un lieve inasprimento dei criteri per la concessione di credito alle imprese e alle famiglie nel primo trimestre del 2020, mentre la domanda di prestiti alle imprese è aumentata a causa del fabbisogno di liquidità per far fronte all'emergenza causata dal coronavirus (COVID-19)¹². Nel complesso, questi sviluppi riflettono il

deterioramento delle prospettive economiche e i rischi connessi alla crisi del COVID-19. Poiché il fabbisogno di finanziamento è legato all'emergenza, la domanda di prestiti a breve termine delle imprese è stata notevolmente più elevata rispetto a quella per i prestiti a lungo termine. Il principale fattore alla base della domanda di prestiti da parte delle imprese nel primo trimestre del 2020 è stato il fabbisogno di finanziamenti per scorte e capitale circolante, mentre la domanda di prestiti per investimenti fissi e per fusioni e acquisizioni è diminuita in termini netti. Inoltre, il deterioramento del merito di credito delle famiglie e la minore tolleranza al rischio da parte delle banche spiegano il relativamente più forte inasprimento dei criteri per la concessione del credito alle famiglie e il più contenuto aumento netto della domanda di prestiti per acquisto di abitazioni e credito al consumo rispetto alla domanda di prestiti alle imprese. Inoltre, il calo della fiducia dei consumatori è stato un fattore chiave dell'attenuazione della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo. Per il secondo trimestre del 2020 le banche si attendono un ulteriore allentamento dei criteri per la concessione del credito alle imprese, grazie alle misure di sostegno alla liquidità e alle garanzie sui prestiti introdotte dai governi. Anche se attualmente le risposte delle banche sono fortemente eterogenee, i risultati suggeriscono che la domanda di prestiti delle imprese aumenterà ulteriormente, come risulta evidente dal saldo netto più alto dall'inizio dell'indagine nel 2003. Per quanto riguarda le famiglie, tuttavia, le banche prevedono che continui un inasprimento netto

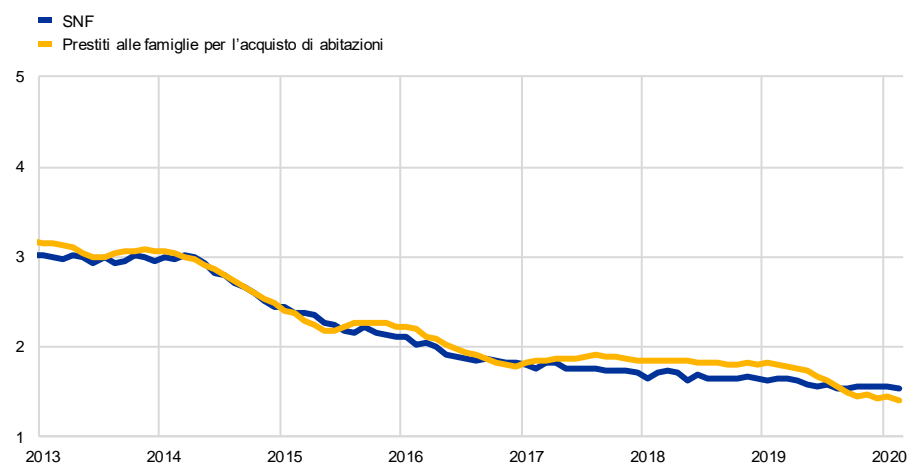
¹² Nel primo trimestre del 2020 la percentuale netta di banche che hanno segnalato un inasprimento dei criteri per la concessione del credito (ossia le linee guida interne o i criteri di approvazione dei prestiti) per prestiti o linee di credito alle imprese era pari al 4 per cento, mentre l'irrigidimento netto era del 9 per cento per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e del 10 per cento per il credito al consumo e altri prestiti alle famiglie.

dei criteri per la concessione del credito e un ulteriore calo della domanda di prestiti. In aggiunta, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che i programmi di acquisto di attività della BCE (PAA e PEPP) e la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) hanno avuto un impatto positivo sulla loro posizione di liquidità e sulle condizioni di finanziamento sul mercato. Insieme al tasso negativo sui depositi (deposit facility rate, DFR), tali misure hanno contribuito ad allentare i criteri di concessione del credito bancario e hanno avuto un impatto positivo sui volumi dei prestiti. Allo stesso tempo, le banche indicano che gli acquisti di attività da parte della BCE e il DFR negativo hanno avuto un impatto sfavorevole sul loro reddito da interessi attivi netti, mentre il sistema a due livelli introdotto dalla BCE ha sostenuto la redditività delle banche.

I tassi sui prestiti, molto favorevoli, hanno continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro. I tassi sui prestiti hanno di nuovo toccato minimi storici, essendo diminuiti in linea con i tassi di riferimento del mercato nei mesi precedenti. A febbraio 2020 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono scesi rispettivamente all'1,52 per cento e all'1,41 per cento (cfr. il grafico 13). Le pressioni concorrenziali, i costi favorevoli di finanziamento delle banche, il PAA e la trasmissione della riduzione del tasso sui depositi presso la BCE a settembre 2019 hanno avuto un ulteriore effetto di contenimento dei tassi sui prestiti alle SNF e alle famiglie. Nel complesso, tra maggio 2014 e febbraio 2020 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono scesi rispettivamente di circa 140 e 150 punti base.

Grafico 13 Tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2020.

Riquadri

1 Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro

a cura di Niccolò Battistini e Grigor Stoevsky

Dall'inizio del 2020 la pandemia di COVID-19 ha comportato gravi ripercussioni per l'attività economica mondiale. La rapida diffusione del nuovo coronavirus (COVID-19) ha richiesto l'adozione di misure drastiche, quali il distanziamento sociale, il divieto di manifestazioni pubbliche, la chiusura di servizi e attività produttive e commerciali, i provvedimenti di lockdown e l'imposizione di restrizioni a numerose attività. Il rigore di tali misure ha iniziato ad allentarsi in alcuni paesi, in cui le autorità stanno gradualmente procedendo alla loro revoca e al riavvio di determinati settori dell'economia. Tuttavia, potrebbero ancora determinarsi un prolungato periodo di distanziamento sociale e la permanenza in vigore, per un certo tempo, di altre misure di contenimento. Queste ultime hanno gravato sull'offerta e, insieme alla maggiore incertezza e all'autoisolamento delle persone a causa della rapida diffusione della malattia, hanno anche indotto le famiglie e le imprese a ridimensionare la rispettiva spesa, riducendo in tal modo la domanda aggregata. La diffusa chiusura delle imprese ha determinato un netto deterioramento delle condizioni di impiego, un aumento del fabbisogno di liquidità delle aziende e forti tensioni sui mercati finanziari. Nonostante la carenza di dati quantitativi aggiornati, risulta già evidente che l'entità del calo registrato dall'attività economica non ha precedenti.

L'elevata incertezza circa l'impatto economico della pandemia di COVID-19 rende necessaria un'analisi basata su scenari alternativi. L'evoluzione della pandemia, la necessità e l'efficacia delle misure di contenimento e l'eventuale scoperta di cure e soluzioni mediche sono contraddistinte da un elevato grado di incertezza. Tale incertezza può essere illustrata attraverso un'analisi di scenario basata su narrative ampie per i fattori citati e il loro impatto economico. È opportuno sottolineare che si tratta di scenari illustrativi elaborati dagli esperti della BCE; in quanto tali, non dovrebbero essere considerati un'indicazione delle proiezioni macroeconomiche che saranno formulate il prossimo giugno dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro e, pertanto, non anticipano in alcun modo tale esercizio. Inoltre, il presente riquadro analizza unicamente l'attività economica, mentre le proiezioni di giugno dell'Eurosistema costituiranno un esercizio completo di proiezione, comprensivo di una valutazione dettagliata delle prospettive di inflazione.

Al fine di illustrare l'intervallo dei probabili impatti della pandemia di COVID-19 sull'economia dell'area dell'euro, il riquadro presenta tre scenari alternativi.

Gli scenari variano a seconda di diversi fattori: la durata dei rigidi provvedimenti di lockdown e il loro impatto sull'attività economica settoriale; gli effetti economici delle prolungate misure di contenimento durante un periodo di transizione post-lockdown; le risposte comportamentali degli agenti economici per ridurre al minimo le perturbazioni dell'economia e gli effetti più duraturi per l'attività economica una volta

che tutte le misure di contenimento siano state revocate. L'analisi di scenario per l'area dell'euro qui presentata si basa sulla medesima narrativa generale concernente l'economia mondiale (e quindi la domanda estera dell'area), ma non tiene conto di ulteriori effetti di retroazione legati alle tensioni sui mercati finanziari o delle implicazioni di lungo periodo determinate dal persistere di livelli elevati di disoccupazione.

Le diverse ipotesi alla base dei tre scenari illustrativi alternativi implicano un intervallo dell'impatto economico atteso che va da moderato a grave.

Nel primo scenario (*moderato*), un lockdown rigido e ulteriori misure di contenimento, nonché rapidi progressi nel campo delle cure mediche, comportano periodi di lockdown rigoroso di breve durata (aventi termine nel corso di maggio 2020), un successivo graduale ritorno alle normali attività e un calo del prodotto solo temporaneo. Nel secondo scenario (*medio*), un periodo di lockdown rigido di breve durata (avente termine anch'esso nel corso di maggio 2020) è seguito da misure di contenimento relativamente stringenti e prolungate, che determinano un ritardo nel ritorno alle normali attività e una persistente riduzione del prodotto. Nel terzo scenario (*grave*), un periodo di lockdown rigido di più lunga durata (avente termine nel corso di giugno 2020) riesce a contenere la diffusione del virus in misura soltanto limitata, rendendo pertanto necessaria la permanenza in vigore delle strette misure di contenimento già in essere, anche dopo un certo allentamento dei provvedimenti di lockdown estremamente rigorosi. I considerevoli sforzi messi in atto per prevenire la diffusione del virus continuerebbero a frenare notevolmente l'attività nei vari settori dell'economia fino alla disponibilità di un vaccino (o di un'altra soluzione medica efficace). Ciò non avverrebbe prima della metà del 2021. Tale scenario, pertanto, prevede una riduzione del prodotto significativa e permanente.

Le misure di contenimento durante i periodi di lockdown hanno un impatto diversificato sui settori economici dell'area dell'euro. Nella fase iniziale, a registrare il crollo dell'attività più marcato sono i servizi, in particolare quelli legati a viaggi e attività ricreative, come già indicato da alcuni risultati delle indagini disponibili. Le misure di lockdown e le conseguenti strozzature nell'offerta, tuttavia, riducono drasticamente la produzione, anche in ampi segmenti dell'industria. Si ipotizza che, nel complesso, le misure di contenimento provochino una perdita di valore aggiunto relativamente maggiore nel commercio al dettaglio, nei trasporti e nelle attività connesse ai servizi di alloggio e di ristorazione rispetto a quella che si registra nell'industria manifatturiera, nel comparto delle costruzioni e in altri settori (cfr. la tavola A). La scomposizione settoriale è indicativa e si basa su evidenze aneddotiche e risultati delle indagini disponibili. Essa ha contribuito all'elaborazione di stime a livello dell'intera economia, relative alle probabili perdite economiche, che sono sostanzialmente in linea con quelle formulate da altre istituzioni. Il totale della perdita economica iniziale implicita durante il lockdown è stimato a circa il 30 per cento del valore aggiunto, a seconda del paese, rispetto al normale livello di attività. Si ipotizza che nel corso del secondo trimestre del 2020 il totale delle perdite iniziali scenda per effetto delle risposte degli agenti volte a ridurre al minimo le perturbazioni dell'economia. Sulla base delle ipotesi utilizzate per gli scenari illustrativi, l'impatto marginale di un ulteriore mese di misure di lockdown sul livello del PIL annuo è inizialmente compreso tra circa il 2 e il 2½ per cento.

Tavola A

Perdite settoriali iniziali dovute a misure rigide di lockdown

(in percentuale del valore aggiunto lordo)

Settore	Perdita
Agricoltura	10
Industria (esclusi settore manifatturiero e costruzioni)	40
Settore manifatturiero	40
Costruzioni	40
Commercio al dettaglio, trasporti, servizi di alloggio, attività di ristorazione	60
Informazione, comunicazione	10
Attività finanziarie e assicurative	10
Attività immobiliari	20
Attività professionali, scientifiche, amministrative e tecniche	30
Pubblica amministrazione	10
Attività artistiche, di intrattenimento, ricreative e altre attività	30

Fonte: esperti della BCE.

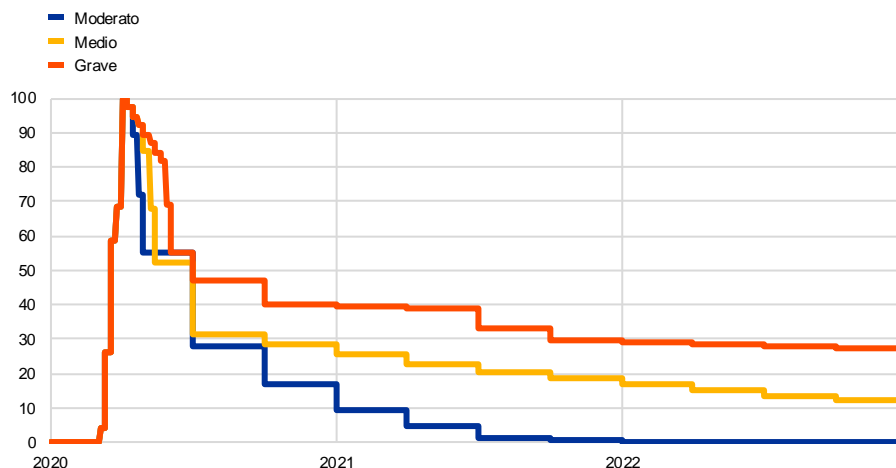
Note: negli scenari presentati si ipotizza che il lockdown abbia un impatto settoriale più lieve (di circa il 20-30 per cento) nel corso del secondo trimestre del 2020 per effetto della reazione degli agenti economici (risposta comportamentale) volta a ridurre al minimo le perturbazioni dell'economia.

Nell'area dell'euro le rigorose misure di contenimento dovrebbero pregiudicare gravemente l'attività economica ben oltre il breve periodo. L'approccio settoriale utilizzato per valutare le perdite economiche associate alla pandemia di COVID-19 consente di calcolare un profilo temporale delle perdite indicative (in percentuale del calo massimo possibile in ciascun settore) nell'area dell'euro connesse alle misure di contenimento del virus nei tre scenari alternativi (cfr. il grafico A). Si ipotizza che le perdite settoriali massime (inclusi gli effetti diretti e di trascinamento) si collochino nella prima settimana di aprile 2020. Le perdite economiche dovute ai lockdown hanno iniziato ad accumularsi a marzo, quando diversi paesi hanno introdotto provvedimenti di chiusura; dopo il picco raggiunto a inizio aprile, si prevede che tali riduzioni scendano a circa il 50 per cento del loro livello massimo entro la metà di maggio nello scenario moderato, a fine maggio nello scenario medio e nel corso del mese di giugno nello scenario grave, man mano che misure di contenimento meno rigide consentono il graduale riavvio dell'attività economica. Le misure di contenimento, associate ai costi di più lunga durata imposti all'attività dalla pandemia, dovrebbero esaurire i loro effetti negativi entro la fine del 2021 nello scenario moderato; negli scenari medio e grave, al contrario, continuerebbero a gravare sull'attività economica nel 2022.

Grafico A

Profilo temporale delle perdite indicative di valore aggiunto lordo nell'area dell'euro connesse alle misure di contenimento negli scenari moderato, medio e grave

(in percentuale della perdita settoriale massima dell'area dell'euro)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: le perdite sono misurate rispetto alle perdite settoriali massime per l'area dell'euro, calcolate come media ponderata delle perdite per i cinque maggiori paesi dell'area.

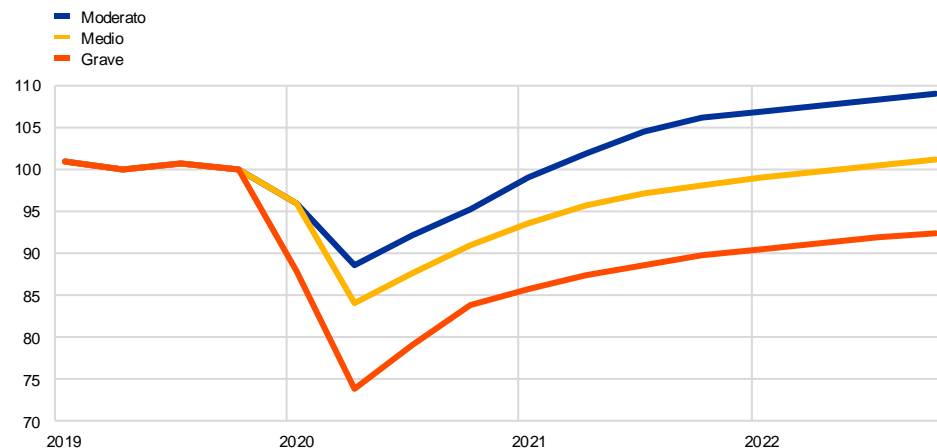
Le misure di contenimento applicate dai vari paesi nel mondo incidono gravemente sull'attività economica globale, determinando una drastica riduzione del commercio mondiale.

Come per l'area dell'euro, si considerano tre scenari illustrativi anche per il PIL mondiale in termini reali esclusa l'area dell'euro e per la corrispondente domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro (cfr. il grafico B). La pandemia di COVID-19 e le sue ricadute comportano ingenti perdite per il PIL mondiale in termini reali. In conseguenza dell'elevata prociclicità del commercio mondiale rispetto all'attività economica globale, nel 2020 la domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe diminuire di circa il 7, l'11 e il 19 per cento negli scenari, rispettivamente, moderato, medio e grave. In un orizzonte di più lungo periodo, è probabile che il calo della domanda estera dell'area dell'euro, rispetto al livello di fine 2019, perduri sino al termine del 2022 soltanto nello scenario grave.

Grafico B

Domanda estera dell'area dell'euro negli scenari moderato, medio e grave

(indice, 4° trim. 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni della BCE.

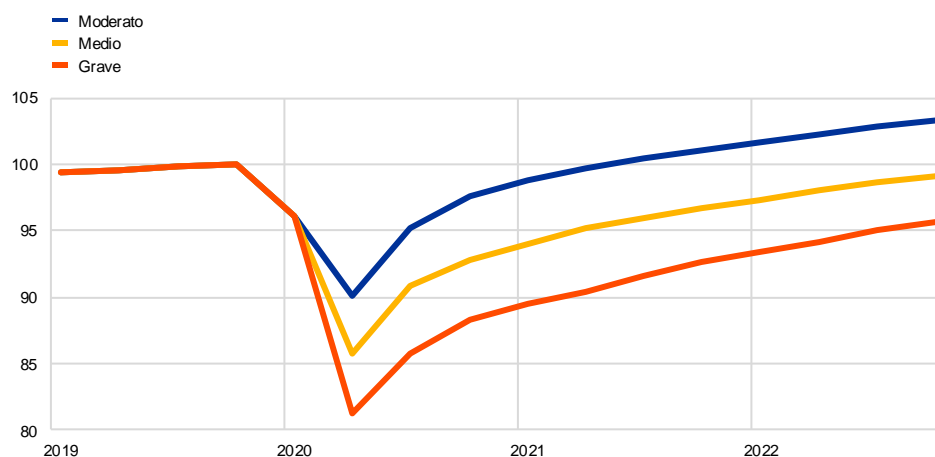
Il PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe segnare un brusco calo nel breve periodo, mentre misure di contenimento efficaci sarebbero fondamentali per garantirne la successiva solida ripresa.

L'analisi di scenario utilizzata nel presente riquadro indica una contrazione senza precedenti dell'attività economica, con un crollo del PIL in termini reali, nel 2020, pari a circa il 5, l'8 e il 12 per cento negli scenari, rispettivamente, moderato, medio e grave (cfr. il grafico C). Il dato annuo nello scenario grave riflette una crescita trimestrale del PIL in termini reali che nel secondo trimestre del 2020 raggiunge il livello minimo di circa il -15 per cento, cui segue una ripresa prolungata e incompleta, con tassi di crescita trimestrali pari a circa il 6 e il 3 per cento, rispettivamente, nel terzo e quarto trimestre del 2020. Con la graduale normalizzazione dell'attività economica consentita dalle misure di contenimento, nel 2021 il PIL in termini reali aumenterebbe di circa il 6, il 5 e il 4 per cento negli scenari, rispettivamente, moderato, medio e grave. L'incerta epidemiologia del virus, la diversa efficacia attesa delle misure di contenimento e il persistente danno economico ipotizzato negli scenari medio e grave continuerebbero a pesare sulla ripresa economica per l'intero orizzonte temporale. Nello scenario grave, in particolare, sino al termine del 2022 il PIL in termini reali dovrebbe rimanere ben al di sotto del livello osservato alla fine del 2019.

Grafico C

PIL in termini reali dell'area dell'euro negli scenari moderato, medio e grave

(indice, 4° trim. 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Gli scenari illustrativi presentati non tengono conto di una serie di altri fattori che potrebbero influenzare l'entità della recessione nell'area dell'euro.

Gli scenari si basano sull'ipotesi di contenimento mediante misure di politica economica dei futuri effetti di retroazione negativi per l'economia reale e il settore finanziario. Essi, inoltre, non includono altri meccanismi di amplificazione non lineari dovuti a eventi estremi, come gravi riduzioni di reddito per le famiglie e livelli di disoccupazione persistentemente elevati in conseguenza dell'aumento dei tassi di fallimento delle imprese. In aggiunta, tali scenari sono stati elaborati secondo l'ipotesi abitualmente impiegata nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema per la politica monetaria, che consiste nell'adottare per tutti i tre scenari alternativi il medesimo profilo dei tassi di interesse già riflesso dagli andamenti del mercato. I tre scenari, infine, tengono conto delle misure di bilancio recentemente annunciate dai paesi dell'area dell'euro. Nello scenario grave, le future risposte delle politiche di bilancio sono state incrementate in modo da riflettere meglio la maggiore gravità economica attesa delle misure di lockdown.

Data l'incertezza senza precedenti circa l'evoluzione e l'impatto economico della pandemia di COVID-19, le valutazioni alla base degli scenari illustrativi necessitano di continui aggiornamenti.

I risultati dell'analisi esposta nel presente riquadro dipendono in misura determinante dalle ipotesi sottostanti. Esse includono gli effetti (diretti e indiretti) dei provvedimenti di lockdown e delle altre misure di contenimento sulle forze dell'offerta e della domanda a livello mondiale e interno, così come l'efficacia delle risposte politiche a livello internazionale nel contenimento della diffusione del virus e nel sostegno all'attività economica. In ultima analisi, misure di contenimento e di politica economica rapide e decisive, oltre a una soluzione medica efficace, saranno fondamentali per garantire una solida ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro. Il presente riquadro esamina l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica dell'area dell'euro; tuttavia, le implicazioni per l'inflazione al consumo dipendono dall'equilibrio tra i fattori dal lato della domanda e dell'offerta e,

come esposto, ciò sarà oggetto di valutazione nell'ambito delle prossime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020.

2 Il calo dell'attività manifatturiera e dei servizi nell'area dell'euro: shock esterni e interni

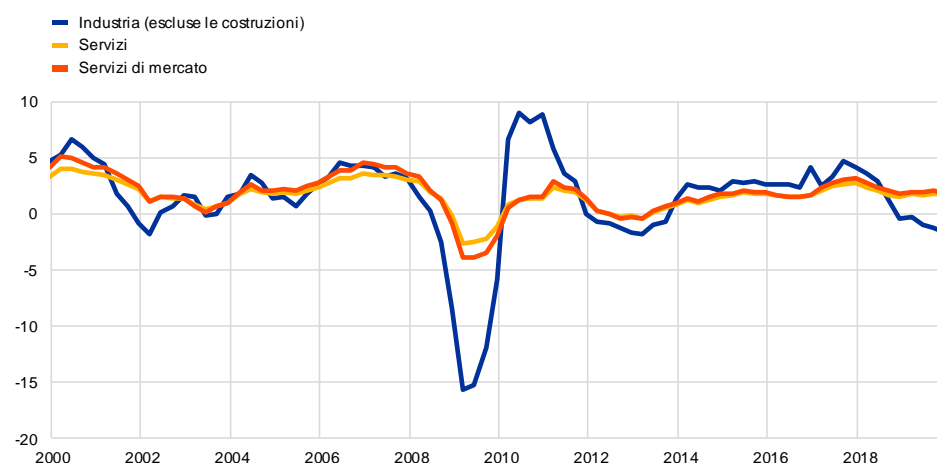
a cura di Roberto A. De Santis

La pandemia di coronavirus (COVID-19), con le sue implicazioni in termini di sofferenza umana e di interruzione dell'attività economica a livello mondiale, ha inciso sull'attività nei settori manifatturiero e dei servizi in tutti i paesi dell'area dell'euro. La crescita economica nel breve termine all'interno dell'area sarà gravemente compromessa. Dall'inizio del 2018, tre circostanze concomitanti hanno prodotto effetti avversi sulla crescita economica nell'area dell'euro: a) l'indebolimento del commercio mondiale, in parte correlato alle crescenti tensioni commerciali e alla perdurante incertezza politica legata alla Brexit; b) una riduzione della produzione nel settore automobilistico dovuta principalmente a un calo della domanda estera nonché all'introduzione, in Europa, di norme ambientali più restrittive e c) un marcato calo dell'attività economica in conseguenza del coronavirus. Tra gennaio 2018 e febbraio 2020, nonostante la debolezza del settore manifatturiero nell'area dell'euro, il settore dei servizi nel suo complesso – e in particolare quello dei servizi di mercato – ha continuato a mostrare una relativa capacità di tenuta (cfr. il grafico A). A marzo, tuttavia, l'attività economica in entrambi i settori ha subito una repentina diminuzione a causa della pandemia. Gli indicatori basati sulle indagini, quali l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), (cfr. i grafici B e C), gli indicatori di fiducia di imprese e consumatori e altri dati statistici più tempestivi come quelli sul trasporto aereo internazionale e sul consumo energetico, segnalano tutti una fase di forte rallentamento economico nei settori manifatturiero e dei servizi, nell'area dell'euro come in molti altri paesi.

Grafico A

Valore aggiunto in termini reali nell'industria e nei servizi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



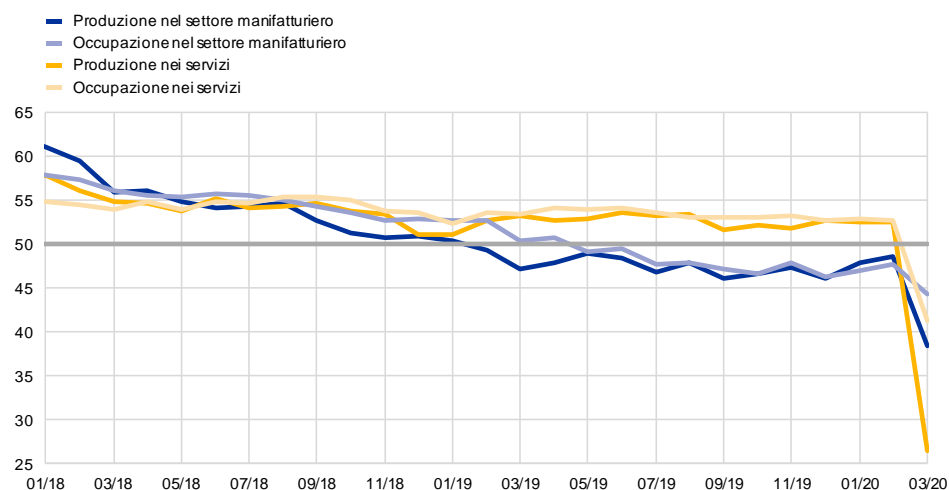
Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2019.

Grafico B

PMI relativi al prodotto e all'occupazione nel settore manifatturiero e nei servizi dell'area dell'euro

(indici di diffusione: 50 = nessuna variazione; <50 = contrazione; >50 = espansione)



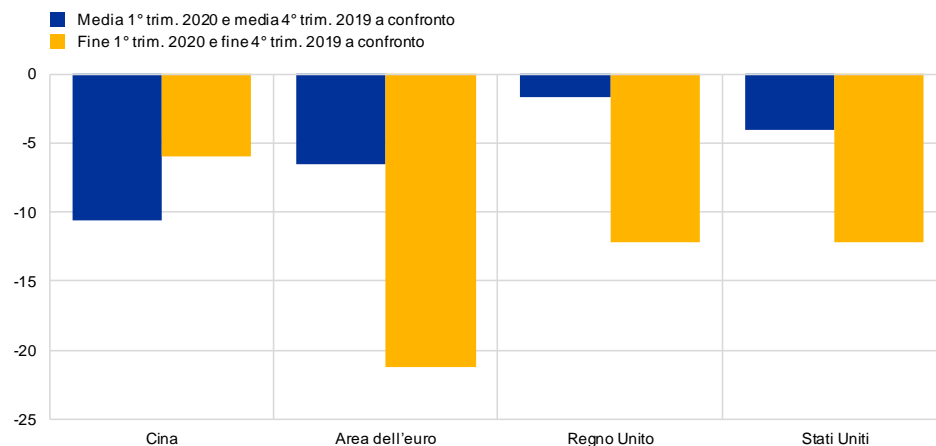
Fonte: Markit.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a marzo 2020.

Grafico C

Andamenti del PMI composito in alcune economie nel primo trimestre del 2020

(variazione dell'indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: gli istogrammi blu mostrano la differenza tra il valore mensile medio registrato nel primo trimestre del 2020 e quello osservato nel quarto trimestre del 2019. Gli istogrammi gialli indicano la differenza tra i dati di marzo 2020 e quelli di dicembre 2019.

Per valutare l'importanza dei fattori esterni e interni per l'economia dell'area dell'euro in tre diversi periodi viene utilizzato un modello che tiene conto dell'attività nei settori manifatturiero e dei servizi in una serie di importanti economie; i periodi in esame sono il 2018, il periodo da gennaio 2019 a febbraio 2020 e marzo 2020. Gli indicatori PMI sono le prime rilevazioni, armonizzate tra i diversi paesi, a fornire evidenze di un brusco calo dell'attività economica, a marzo 2020, a livello mondiale. Pertanto, per cogliere gli effetti della pandemia di coronavirus il modello utilizza i valori mensili dei PMI relativi alla produzione nei settori manifatturiero e dei servizi nell'area dell'euro, in Cina, nel Regno Unito e negli Stati

Uniti. Le stime si riferiscono al periodo campione che va da gennaio 2007 a marzo 2020, in parte per tenere conto di eventuali differenze nelle relazioni tra paesi prima della Grande recessione del 2008-2009, ma anche per includere i dati relativi alla Cina. Il modello tiene conto anche del commercio mondiale, valutato attraverso il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero a livello globale. Per dare maggiore rilievo a questo fattore globale, si suppone che esso abbia una reazione ritardata agli shock generati nel settore manifatturiero e nei servizi dei singoli paesi, mentre l'attività economica in ciascuno dei paesi reagisce simultaneamente agli shock all'interscambio mondiale. Le restanti otto variabili sono elaborate presupponendo che uno shock produca sulla variabile che lo ha generato un effetto istantaneo più ampio, in termini assoluti, rispetto a quello prodotto sulle altre¹³.

L'evidenza econometrica avvalora l'ipotesi secondo cui gli shock all'attività manifatturiera, sia esterni che interni, svolgono un ruolo importante nell'individuare le ragioni alla base della contrazione dell'attività economica nell'area dell'euro tra gennaio 2018 e febbraio 2020. I risultati del modello

suggeriscono che il fattore esterno sia stato la principale determinante alla base della debolezza dell'attività manifatturiera nell'area dell'euro nel primo semestre del 2018; tuttavia, a partire dall'estate del 2018, anche gli shock attribuibili a eventi significativi nel settore automobilistico sembrano aver svolto un ruolo centrale. Secondo i risultati econometrici, il 53 per cento del calo dell'attività manifatturiera nel 2018 è riconducibile a fattori interni (cfr. il grafico D). I riscontri forniti dai PMI corroborano i risultati econometrici riportati nel Bollettino economico di settembre 2019, forniti allo scopo di individuare le determinanti del calo della produzione industriale nell'area dell'euro a quel tempo¹⁴. La stabilizzazione del PMI relativo al prodotto del settore manifatturiero registrata nel periodo tra gennaio 2019 e febbraio 2020 sembra legata ad andamenti esterni, mentre i fattori interni hanno continuato a esercitare un freno sull'attività manifatturiera. Dal lato dell'offerta, l'introduzione di alcune norme ambientali nell'UE ha provocato temporanei disagi nella filiera produttiva dell'industria automobilistica. Alcuni grandi produttori di automobili hanno intensificato i loro sforzi per aumentare la produzione locale e le vendite di auto elettriche. Le necessarie modifiche agli impianti produttivi, tuttavia, possono aver comportato temporanee riduzioni della produzione. Dal lato della domanda, le incertezze sulla messa al bando dei motori diesel in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno causato un calo della domanda di questo tipo di veicoli e un passaggio alle auto a benzina, in parte importate da paesi al di fuori dell'area. Per via della stretta interconnessione tra diversi paesi e settori, l'industria automobilistica rappresenta una determinante rilevante degli andamenti nei beni di investimento e di quelli intermedi¹⁵. Resta da determinare in quale misura tali fattori interni di natura strutturale e temporanea, che nel recente

¹³ Il metodo di identificazione dello shock è illustrato in De Santis, R. A. e Zimic, S., "Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 33, n. 5, 2018, pagg. 727-747.

¹⁴ Cfr. il riquadro *Fattori interni ed esterni alla base del calo della produzione industriale nell'area dell'euro*, nel numero 6/2019 di questo Bollettino. Il modello descritto in questo riquadro presenta caratteristiche molto simili a quelle del modello illustrato nel numero 6/2019, pur sostituendo i dati sulla produzione industriale con il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero e aggiungendo il PMI relativo al prodotto per il settore dei servizi nelle quattro economie.

¹⁵ Cfr. anche "The impact of the car industry slowdown from a global value chain perspective", *Economic Bulletin*, n. 2, Banco de España, 2019, pagg. 19-22.

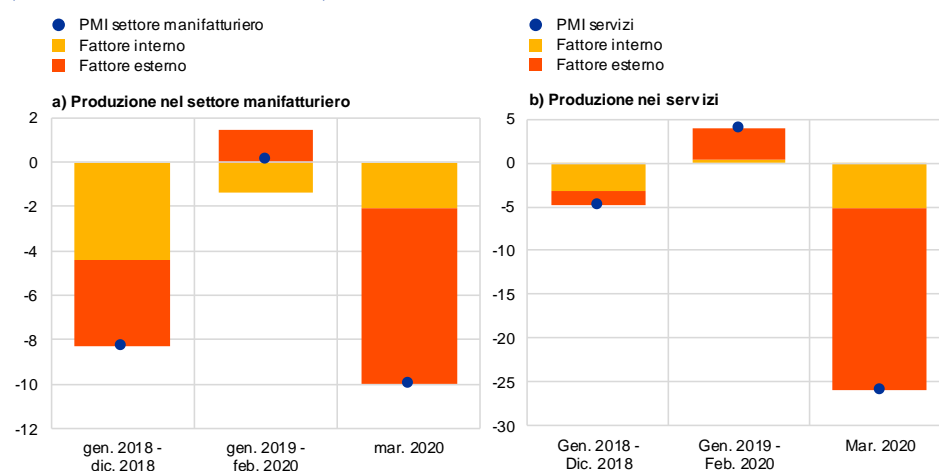
passato hanno svolto un ruolo nella debole dinamica dell'attività manifatturiera nell'area dell'euro, possano influenzare anche la ripresa di questo settore in futuro.

Sui servizi hanno inciso negativamente anche gli andamenti interni ed esterni dell'attività manifatturiera, dato il collegamento relativamente forte tra la produzione nel settore automobilistico e alcuni settori dei servizi, sebbene questi ultimi abbiano mostrato una maggiore capacità di tenuta fino a febbraio 2020. I risultati del modello suggeriscono che gli effetti negativi di propagazione dal settore manifatturiero a quello dei servizi possono essere significativi. Le ripercussioni negative sui servizi possono verificarsi a causa dei collegamenti relativamente forti tra la produzione nell'industria automobilistica da un lato e il credito al consumo e il commercio al dettaglio dall'altro. Al tempo stesso, il settore dei servizi nel suo complesso ha continuato a mostrare una maggiore capacità di tenuta rispetto a quello manifatturiero, in quanto su di esso hanno inciso in misura minore gli andamenti nell'industria automobilistica e il settore ha beneficiato, come tutti gli altri, di condizioni di finanziamento favorevoli. Il PMI relativo all'attività nel settore dei servizi in un primo momento ha iniziato a scendere, a partire dal secondo trimestre del 2018, a causa degli andamenti del commercio mondiale, che hanno inciso direttamente sul settore manifatturiero e indirettamente sui servizi; per la stessa ragione, in seguito, l'indice è salito tra gennaio 2019 e febbraio 2020. L'attività sarà tuttavia influenzata in modo significativo dalle misure di contenimento introdotte per contrastare la diffusione del coronavirus e dalle politiche adottate.

Grafico D

Determinanti dei PMI relativi al settore manifatturiero e ai servizi nell'area dell'euro: fattori interni ed esterni

(variazione cumulata dell'indice di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: gli shock al PMI dei diversi paesi per l'attività nei settori manifatturiero e dei servizi sono identificati utilizzando il metodo della restrizione di grandezza assoluta (cfr. De Santis, R.A. e Zimic, S., op. cit.).

Il forte calo degli indici PMI osservato a marzo 2020, in particolare nel settore dei servizi, è senza precedenti. Considerando la diffusione del coronavirus nei diversi paesi, è ragionevole pensare che, a marzo 2020, i dati relativi all'attività economica siano stati determinati da uno shock globale. Sebbene siano meno sensibili agli scambi commerciali, i servizi hanno sviluppato una forte correlazione a

livello internazionale a causa della pandemia e delle misure comuni adottate per contenerla, in particolare le politiche di distanziamento sociale, raccomandate anche dall'Organizzazione mondiale della sanità. Il modello econometrico attribuisce un'ampia parte del crollo osservato a marzo nei PMI relativi al settore manifatturiero e ai servizi nell'area dell'euro al fattore esterno, che presumibilmente riflette il calo degli scambi commerciali internazionali e il ritardato impatto del rallentamento globale a causa di una brusca diminuzione dell'attività economica in Cina nel mese di febbraio. È opportuno sottolineare, tuttavia, che anche alcuni fattori interni all'area dell'euro contribuiscono a spiegare una parte significativa di tale calo in entrambi i settori a marzo 2020.

Nel complesso, la pandemia sta causando un calo generalizzato dell'attività economica nell'area dell'euro. Tra gennaio 2018 e febbraio 2020, alcune determinanti interne hanno contribuito a giustificare, in larga misura, il calo dell'attività nel settore manifatturiero, di riflesso a fattori di carattere temporaneo e strutturale legati all'industria automobilistica. Il marcato indebolimento dell'attività manifatturiera si è trasmesso ad alcune sotto-componenti del settore dei servizi, che tuttavia nel suo complesso ha resistito allo shock negativo. L'attività economica nell'area dell'euro ha subito un brusco calo a marzo 2020, a causa della diffusione del virus e delle misure attuate per contenerla. Molti paesi del mondo hanno introdotto nuove disposizioni a partire da marzo 2020 e le prospettive economiche continueranno a essere influenzate dall'evoluzione della pandemia, dalle relative misure di contenimento e dalle politiche adottate. Allo stato attuale, pertanto, le prospettive economiche restano molto incerte.

3 Individuare gli shock aggregati e settoriali

a cura di Maarten Dossche e Stylianos Zlatanov

Il rallentamento della crescita osservato nel biennio 2018-2019 è stato contraddistinto da una netta divergenza tra produzione industriale e vendite al dettaglio. In entrambi i settori l'attività si caratterizza solitamente per un comovimento positivo, in particolare nei periodi di recessione¹⁶. Tuttavia, vi sono anche episodi in cui la correlazione tra la crescita della produzione industriale e le vendite al dettaglio è bassa o addirittura negativa (cfr. il grafico A). Nel 2018 e nel 2019, nonostante una forte contrazione della produzione industriale, il rallentamento evidenziato dalle vendite al dettaglio è stato minimo. Il presente riquadro utilizza tale comovimento per valutare se l'economia dell'area dell'euro sia stata colpita da shock aggregati o settoriali. In seguito cerca di comprendere se tali shock differiscano in termini di impatto esercitato nel tempo sulla produzione. Quello recente legato al COVID-19 è senza dubbio uno shock aggregato, che ha colpito contemporaneamente la produzione industriale e le vendite al dettaglio. Tuttavia, il suo impatto nel tempo sull'attività economica rimane incerto, in quanto presenta caratteristiche che lo rendono radicalmente diverso dagli shock aggregati del passato.

Grafico A

Correlazione mobile tra produzione industriale e vendite al dettaglio



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: la correlazione tra la crescita della produzione industriale sul periodo corrispondente e le vendite al dettaglio si basa su una finestra mobile di 12 mesi. Le barre grigie indicano i periodi di recessione definiti dal Centre for Economic Policy Research. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2020.

La teoria del consumatore può contribuire a individuare gli shock aggregati e settoriali. Secondo l'ipotesi del reddito permanente, a influenzare i consumi privati sono soltanto gli shock inattesi permanenti (o persistenti) al reddito aggregato (o alla produzione) e non gli shock transitori¹⁷. A livello settoriale, l'ipotesi del reddito

¹⁶ Il comovimento positivo tra vendite al dettaglio e produzione industriale svolge un ruolo di primo piano nel [processo di datazione delle recessioni del National Bureau of Economic Research \(NBER\)](#). È inoltre al centro della definizione dei cicli economici elaborata da Burns e Mitchell, cfr. Burns, A. e Mitchell, W., "Measuring Business Cycles", *NBER Studies in Business Cycles*, n. 2, National Bureau of Economic Research, 1946.

¹⁷ Cfr. anche la rassegna della letteratura in Jappelli, T. e Pistaferri, L., "The Consumption Response to Income Changes", *Annual Review of Economics*, vol. 2, 2010, pagg. 479-506.

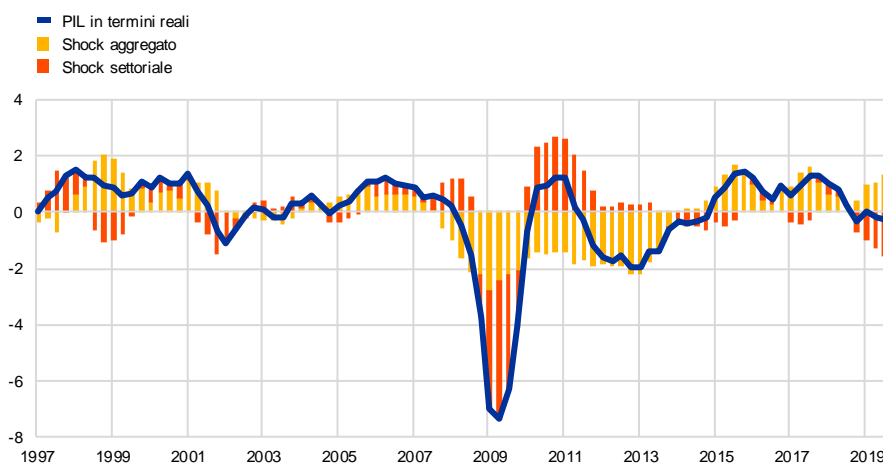
permanente implica che gli shock transitori dovrebbero condizionare solo la produzione industriale e non le vendite al dettaglio (ossia i consumi), mentre gli shock permanenti dovrebbero incidere su entrambi. Tale differenza può essere utilizzata come una condizione di identificazione sul breve termine in un modello autoregressivo vettoriale strutturale trivariato con vendite al dettaglio, produzione industriale e crescita del PIL¹⁸.

L'ipotesi di fondo è riconducibile alla letteratura sugli shock settoriali e aggregati. Il comovimento positivo tra i settori non è una condizione sufficiente a consentire che uno shock sia classificato come "aggregato"¹⁹. A causa dei legami di input-output, sia gli shock aggregati sia gli shock settoriali possono avere implicazioni analoghe per settori differenti. In linea con un ampio segmento della letteratura empirica, la condizione di identificazione sul breve termine assicura che la correlazione condizionata tra vendite al dettaglio e produzione industriale sia pari a zero all'impatto nel caso di uno shock settoriale alla produzione industriale²⁰

Grafico B

Scomposizione storica della crescita del PIL

(deviazioni in punti percentuali dal valore medio sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: calcoli basati su una autoregressione vettoriale strutturale trivariata con vendite al dettaglio, produzione industriale e crescita del PIL mediante l'utilizzo di una condizione di identificazione sul breve termine sulle vendite al dettaglio. Il campione di stima si estende dal primo trimestre del 1995 al quarto trimestre del 2019.

Gli shock aggregati hanno un impatto più persistente sull'attività economica rispetto agli shock settoriali.

La scomposizione storica presentata nel grafico B suggerisce che è possibile ricondurre gran parte del rallentamento della crescita del

¹⁸ La debole realizzazione dell'ipotesi di fondo implica che se non si verificano tutte le condizioni affinché l'ipotesi del reddito permanente sia valida (ad esempio, famiglie soggette a vincoli creditizi che inducono un eccesso di sensibilità), l'ipotesi relativa alla durata consente ancora di distinguere tra shock aggregati e settoriali.

¹⁹ Cfr. Long, J. e Plosser, C., "Sectoral vs. Aggregate Shocks In The Business Cycle", *American Economic Review*, vol. 77, n. 2, 1987, pagg. 333-336.

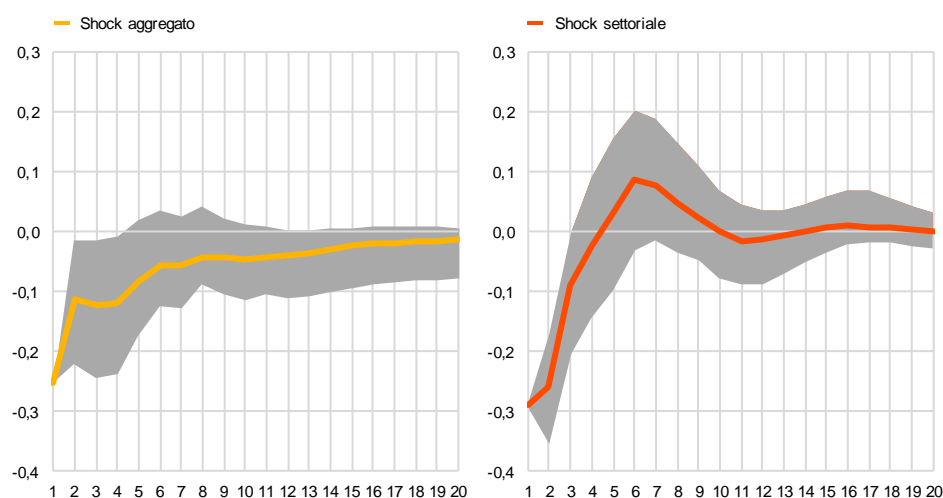
²⁰ Cfr., ad esempio: Atalay, E., "How Important Are Sectoral Shocks?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n. 4, 2017, pagg. 254-280; Foerster, A., Sarte, P.-D. e Watson, M., "Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production", *Journal of Political Economy*, vol. 119, n. 1, 2011, pagg. 1-38; Forni, M. e Reichlin, L., "Let's Get Real: A Factor Analytical Approach to Disaggregated Business Cycle Dynamics", *The Review of Economic Studies*, vol. 65, n. 3, 1998, pagg. 453-473; e Jimeno, J., "The relative importance of aggregate and sector-specific shocks at explaining aggregate and sectoral fluctuations", *Economics Letters*, vol. 39, n. 4, 1992, pagg. 381-385.

PIL registrato negli anni 2018 e 2019 a una serie di shock settoriali avversi (ad esempio, tensioni commerciali e normative ambientali nel settore dei trasporti). Il grafico C mostra che la risposta del PIL agli shock aggregati è di solito più persistente di quella agli shock settoriali. Il fatto che la crescita del PIL diventi rapidamente positiva dopo uno shock settoriale avverso implica che, venuti meno gli effetti (transitori), la produzione industriale generalmente torna a convergere verso le vendite al dettaglio (e non viceversa).

Grafico C

Risposte a impulso della crescita del PIL

(deviazione in punti percentuali dal valore medio; variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: le risposte a impulso riflettono uno shock negativo e sono ricavate da una autoregressione vettoriale strutturale trivariata con vendite al dettaglio, produzione industriale e crescita del PIL mediante l'utilizzo di una condizione di identificazione sul breve termine sulle vendite al dettaglio. Il campione di stima si estende dal primo trimestre del 1995 al quarto trimestre del 2019. Le aree ombreggiate riflettono intervalli di confidenza al 90 per cento.

Lo shock legato al COVID-19 differisce in maniera sostanziale da un tipico shock aggregato. Il comovimento tra vendite al dettaglio e produzione industriale dovrebbe nuovamente rafforzarsi, in quanto è possibile prevedere che a partire da marzo 2020 sia l'attività manifatturiera sia le vendite al dettaglio subiscano una contrazione. In considerazione delle notevoli differenze esistenti tra le caratteristiche dello shock legato al COVID-19 e quelle degli shock aggregati verificatisi in passato, il sistema di riferimento delineato non è necessariamente idoneo a studiare la propagazione dello shock indotto dalla pandemia. Nel medio termine il suo impatto dipenderà da vari fattori, in particolare dalla durata delle misure di chiusura (lockdown) e dall'efficacia delle politiche volte a mitigare le conseguenze negative per famiglie e imprese.

Misurazione dell'inflazione in periodi di tensione economica

a cura di Omiros Kouvas, Riccardo Trezzi, Bernhard Goldhammer e Jakob Nordeman

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è compilato sulla base di coefficienti di ponderazione del consumo, o pesi, mantenuti costanti nell'arco dell'anno solare. Questo riflette la finalità dell'indice di misurare le sole variazioni dei prezzi, isolandole dagli adeguamenti dei profili di consumo. Nei periodi di forte contrazione economica, come quello in corso a causa della pandemia di coronavirus (COVID-19), tali adeguamenti possono verificarsi su orizzonti a più breve termine. Questo riquadro illustra le problematiche relative alla misurazione dell'inflazione sia nelle fasi di contrazione dell'economia in generale, sia nella situazione attuale provocata dallo shock legato alla diffusione del COVID-19.

La misura in cui i consumatori adegueranno i propri modelli di consumo in risposta alla crisi del COVID-19 è caratterizzata da notevole incertezza. Secondo l'analisi della BCE, basata su tre potenziali scenari, nel 2020 il PIL dell'area dell'euro in termini reali dovrebbe subire una contrazione compresa tra il 5 e il 12 per cento²¹. Gli interventi che saranno adottati in risposta alla crisi attenueranno, in una certa misura, gli effetti recessivi sul reddito disponibile delle famiglie. Tuttavia l'impatto sul reddito e l'aumento dell'incertezza comporteranno molto probabilmente variazioni significative dei profili di consumo delle famiglie. Inoltre, gli effetti diretti delle misure di chiusura (lockdown) hanno già avuto un impatto sui modelli di consumo, rendendo temporaneamente indisponibili alcuni beni e servizi.

Le famiglie modificano i propri modelli di consumo in risposta agli shock al reddito e alle conseguenti variazioni dei prezzi. Ad esempio, a fronte di una riduzione del reddito disponibile, i consumatori tendono a rinunciare ai beni più costosi e a prediligere quelli relativamente meno costosi, oppure a orientarsi maggiormente, nei propri acquisti, sui "beni necessari"²². Questa sostituzione avviene tra diversi prodotti e categorie (favorendo ad esempio i beni alimentari alle attività ricreative) ma anche tra diverse varietà (o marche) di uno stesso prodotto²³. In circostanze estreme, quando i vincoli di budget diventano stringenti, i consumatori possono persino

²¹ Cfr. i tre scenari dell'impatto del COVID-19 sull'attività reale illustrati nel riquadro *Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro*, in questo numero del Bollettino.

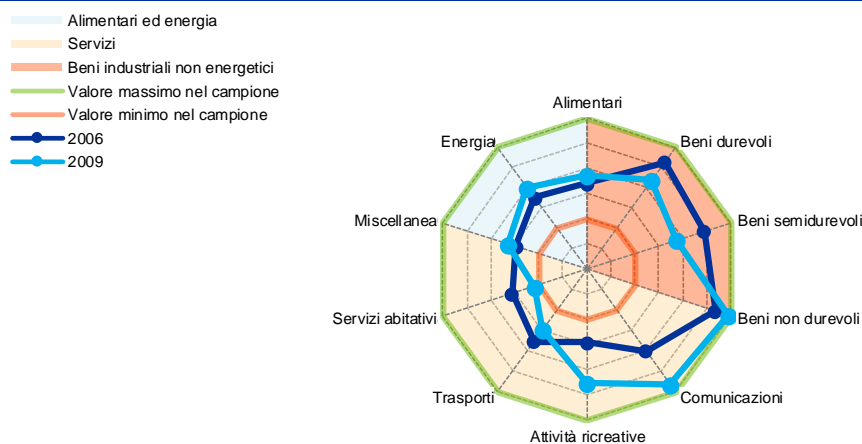
²² Una riduzione del reddito può inoltre accrescere la misura in cui le famiglie si spostano da una categoria di prodotti all'altra, generando difficoltà nella misurazione. Ad esempio, supponendo che il prezzo del prodotto X (di qualità superiore) scenda più rapidamente di quello del prodotto Y (di qualità inferiore), è ipotizzabile uno spostamento delle quote di spesa verso il prodotto X. Tuttavia, se i vincoli di reddito diventano stringenti, i consumatori potrebbero optare per prodotti o componenti di prezzo inferiore (prodotto Y) anche se il prezzo relativo di quest'ultimo prodotto è aumentato. Questi spostamenti e sostituzioni non riguardano solo i prodotti ma anche i rivenditori.

²³ Cfr., ad esempio, gli studi basati sui dati raccolti a livello microeconomico e tramite i lettori ottici, illustrati nel lavoro di Coibion, O., Gorodnichenko, Y. e Hong, G. H., "The Cyclicalities of Sales, Regular and Effective Prices: Business Cycle and Policy Implications", *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, pagg. 993-1029, marzo 2015, per un confronto sui prezzi osservati ed effettivi negli Stati Uniti, oppure Kouvas, O., *Trading Down and Inflation*, manoscritto non pubblicato, 2019, sulle variazioni in termini di qualità dei prodotti consumati durante i cicli economici e l'impatto sui prezzi effettivi a fronte dei dati statistici aggregati. Entrambi gli studi stimano la distorsione che determina un aumento della ciclicità dei prezzi effettivi.

smettere di acquistare determinati beni e servizi. In ogni caso, lo IAPC non riflette queste variazioni repentine e presumibilmente temporanee. L'inflazione misurata da questo indice, pertanto, tende a essere maggiore dell'inflazione relativa alla spesa complessiva delle famiglie, proprio perché queste ultime tendono a sostituire i prodotti, prediligendo quelli meno costosi²⁴.

Grafico A

Aggiustamento dei pesi dello IAPC durante la fase recessiva del 2008-2009



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Nota: il grafico illustra i pesi dello IAPC per ciascuna categoria in momenti differenti. Per ciascuna categoria, i pesi sono normalizzati in modo che il cerchio interno rappresenti il valore (peso) più basso dal 2001 e il cerchio esterno quello più alto.

Gli episodi precedenti di tensioni economiche forniscono evidenze sulle variazioni dei coefficienti di ponderazione dei consumi.

Prendendo ad esempio la crisi finanziaria del 2008, il grafico A mostra i pesi per le principali categorie dello IAPC in due diversi momenti, normalizzati in modo tale che il cerchio interno e quello esterno diano conto dei valori minimo e massimo per ciascuna categoria inclusa nel campione relativo al periodo dal 2001 al 2020²⁵. La fase recessiva ha registrato un calo delle quote di spesa per beni durevoli e semidurevoli, nonché per i servizi abitativi e di trasporto, mentre sono aumentate le quote relative ad attività ricreative e di comunicazione e quelle di energia, beni alimentari e beni non durevoli²⁶.

Allo stadio attuale, sui consumi delle famiglie incidono vincoli dal lato dell'offerta, come la chiusura dei rivenditori al dettaglio e la scarsità dei

²⁴ Occorre notare che alcuni paesi dell'area dell'euro, in particolare il Belgio e i Paesi Bassi, utilizzano già i dati ricavati dai lettori ottici con una formula che tiene conto delle variazioni nella quantità dei pezzi venduti. A titolo di esempio, cfr. Chessa, A., "A new methodology for processing scanner data in the Dutch CPI", EURONA 1, pagg. 49-69, luglio 2016.

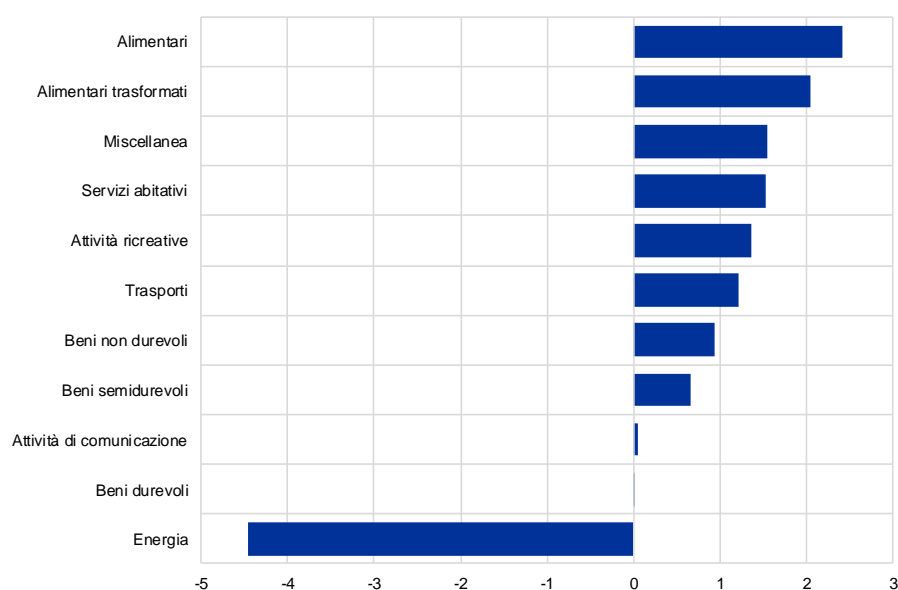
²⁵ Un limite a questa analisi è costituito dal fatto che, prima del 2010, in alcuni paesi i pesi dello IAPC venivano aggiornati soltanto ogni cinque anni e con un ritardo considerevole (in Germania, ad esempio, l'aggiornamento avveniva con uno scarto di tre anni, in modo tale che i coefficienti di ponderazione relativi all'anno base 2000 sono stati introdotti nel 2003 e utilizzati fino al 2008). Per questa ragione, abbiamo verificato le evidenze presentate nel grafico A utilizzando i pesi del deflatore dei consumi personali (personal consumption deflator, PCD) anziché dello IAPC. Nel complesso, le evidenze sono state ampiamente confermate utilizzando i pesi del PCD.

²⁶ I pesi riportati nel grafico A riflettono ex post le variazioni della spesa registrate dai pesi Eurostat per l'anno 2009. In pratica, essi potrebbero sottostimare le variazioni delle quote di spesa in tempo reale ed essere interpretati come soglia inferiore, considerando i tempi di adeguamento dei pesi, in particolare modo durante una fase di forte rallentamento economico.

prodotti sugli scaffali. I dati a elevata frequenza suggeriscono che le variazioni della spesa conseguenti alla crisi in atto potrebbero implicare pesi, per le singole categorie, al di fuori dei limiti storici²⁷. A causa del lockdown, ad esempio, i consumi si sono spostati dai beni energetici, durevoli e semidurevoli a quelli non durevoli e alimentari. Queste variazioni dei profili di consumo, benché senza precedenti, sono molto probabilmente anche temporanee. Come illustrato nel grafico A, ciò potrebbe far sì che il coefficiente di ponderazione relativo ai prodotti alimentari e basato sui modelli di consumo emersi durante il lockdown ricada in prossimità del margine esterno del grafico per la maggior parte delle categorie, in quanto si troverebbe al limite superiore del suo intervallo di valori storici. Analogamente, il peso implicito delle attività ricreative in base ai dati di consumo relativi a servizi come ristoranti, bar e voci connesse alle vacanze si collocherebbe sul margine interno dei suoi andamenti in termini storici. Ciò detto, il profilo di consumo effettivo delle famiglie per l'anno in corso continua a essere contraddistinto da un elevato grado di incertezza²⁸.

Grafico B

Eterogeneità dei tassi di inflazione delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: il grafico mostra il più recente tasso di inflazione sui dodici mesi disponibile per ciascuna sottocategoria dello IAPC. I dati si riferiscono al periodo fino a fine marzo.

²⁷ Per i servizi, cfr. i dati disponibili nella pagina OpenTable dal titolo [“The state of the restaurant industry”](#). Cfr. inoltre i dati nei seguenti documenti: [“Then and now: consumer CPG behavior during economic downturns”](#), IRI Consumer Spending Tracker, 25 marzo 2020 e [“Italy provides insights into a new normal”](#), rapporto IRI, 8 aprile 2020. Per il caso degli Stati Uniti, cfr., ad esempio, Baker et al., [“How Does Household Spending Respond to an Epidemic? Consumption During the 2020 COVID-19 Pandemic”](#), NBER Working Paper, aprile 2020, oppure [“Tracking the unprecedented impact of COVID-19 on U.S. CPG shopping behavior”](#), rapporto Nielsen, marzo 2020. Cfr. anche Carvalho et al., [“Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data”](#), BBVA Working Paper n. 20/06, aprile 2020.

²⁸ I consumatori potrebbero trovarsi dinanzi —almeno nel breve periodo— a una limitata disponibilità di alcuni articoli e, presumibilmente, a prezzi più alti. Scelte di consumo diverse potrebbero dipendere dalla varietà disponibile in alcune categorie di prodotti e comportare una più elevata spesa relativa per beni di qualità o prezzo superiore. Ciò avviene quando la domanda di una categoria di prodotti supera l'offerta. In questo caso, l'esaurimento di tutte le tipologie di prodotti genera un impatto sulla composizione media delle tipologie vendute, da quelle meno costose a quelle più costose.

Quando i tassi di inflazione variano tra le diverse sottocategorie, la contabilizzazione delle variazioni dei coefficienti di ponderazione dei consumi assume rilevanza ai fini dell’inflazione misurata sullo IAPC in termini aggregati.

Dal momento che le sottocategorie dello IAPC evidenziano, generalmente, tassi di inflazione diversi, il passaggio da componenti dello IAPC con tassi di inflazione elevati a componenti con tassi meno elevati (e viceversa) incide sul profilo dei tassi di inflazione aggregati nella misura in cui questo cambiamento viene preso in considerazione²⁹. Il grafico B mostra l’eterogeneità dei tassi di inflazione tra le diverse sottocategorie nel marzo 2020. Attualmente la sottocategoria che evidenzia il tasso di inflazione più elevato è quella dei beni alimentari, mentre la contrazione più significativa si registra nella componente energetica. Inoltre, i prezzi rispondono in maniera endogena alle condizioni della domanda; pertanto, il passaggio da o a una certa categoria potrebbe accrescerne o ridurne il tasso di inflazione, a seconda dei casi. Nella situazione attuale, ad esempio, un aumento della domanda di prodotti alimentari o farmaceutici potrebbe incrementarne ulteriormente il prezzo.

Le misure restrittive attuate dai governi europei in reazione al COVID-19, come la chiusura degli esercizi commerciali e le restrizioni agli spostamenti, hanno anche un impatto diretto sulla rilevazione dei prezzi.

Il lockdown ha interferito con il processo di rilevazione dei prezzi necessario alla compilazione dello IAPC in diversi paesi, talvolta anche nei casi in cui i punti vendita sono rimasti aperti³⁰. La struttura dello IAPC impone l’imputazione dei prezzi non rilevati per una determinata categoria, operazione che può essere effettuata facendo riferimento ad altri indici di prezzo per una categoria di prodotto equivalente o superiore (risalendo le categorie fino al livello che comprende tutti i prodotti) o riportando i prezzi effettivamente rilevati il mese precedente³¹. La stagionalità degli indici dei prezzi può essere imputata prendendo a riferimento il profilo stagionale dell’anno precedente. L’Eurostat e gli istituti nazionali di statistica forniscono metadati sui metodi di imputazione applicati e un elenco degli indici secondari interessati dall’imputazione. In termini di quote di spesa, il 4,8 per cento degli indici di prezzo³² relativi allo IAPC di marzo per l’area dell’euro è classificato come “scarsamente affidabile”. Questa percentuale dovrebbe aumentare ad aprile³³. I metadati già pubblicati dall’Eurostat nella stima rapida del 30 aprile mostrano che il 35 per cento dei prezzi inclusi nello IAPC è stato imputato³⁴.

²⁹ Per lo IAPC, i pesi vengono aggiornati ogni anno a febbraio, dopo la diffusione del valore dell’indice di gennaio. I pesi per l’anno “t” si basano sui dati di contabilità nazionale relativi all’anno t-2 (l’ultimo anno completo per cui erano disponibili dati al momento della diffusione) aggiornati in modo da riflettere il profilo di consumo dell’anno t-1. Cfr. *Harmonised Index of Consumer Prices – Methodological Manual*, Eurostat, novembre 2018.

³⁰ Per ulteriori dettagli, cfr. *Guidance on the treatment of COVID-19-Crisis effects on data*, nota metodologica dell’Eurostat, 26 marzo 2020.

³¹ In questo caso, si presume che la variazione di prezzo stimata sia pari a zero nel periodo di imputazione. Le linee guida (cfr. nota 10) consentono questa procedura quando è opportunamente giustificata, ovvero nei casi in cui si prevede che verrà applicato lo stesso prezzo una volta che il prodotto sarà tornato disponibile (come avviene per i musei, ad esempio). Tuttavia tale “riporto” ha lo svantaggio di introdurre una distorsione dell’indice per le variazioni di prezzo pari a zero.

³² In questo contesto, l’indice dei prezzi si riferisce al livello più basso, per ciascun paese dell’area dell’euro, della classificazione europea dei consumi individuali per finalità (European Classification of Individual Consumption according to Purpose, ECOICOP).

³³ I rispettivi metadati di aprile saranno pubblicati dall’Eurostat il 20 maggio.

³⁴ Questi dati sono disponibili nel [file](#) pubblicato dall’Eurostat nella pagina della metodologia in riferimento al COVID-19.

Le imputazioni accrescono l'importanza relativa degli indici affidabili tra quelli presi in considerazione dallo IAPC. Il peso relativo aumenta in maniera implicita se i prezzi non rilevati vengono attribuiti facendo ricorso a indici secondari singoli o aggregati. I dati dello IAPC verranno pertanto determinati da indici secondari aggregati per cui sussiste la ragionevole ipotesi che le vendite siano proseguite e i cui prezzi sottostanti si basano in ampia misura su transazioni effettive, come nel caso di alimentari (19,1 per cento) ed energia (9,8 per cento), che insieme rappresentano circa il 29 per cento del paniere complessivo dello IAPC. Negli ultimi due anni questa coppia di categorie ha determinato la maggior parte della volatilità dello IAPC³⁵. Altre categorie che potrebbero fornire informazioni attendibili sono i servizi di comunicazione e i canoni di locazione, in quanto presumibilmente meno colpiti dal lockdown. Oltre a queste problematiche di compilazione, non si può escludere la possibilità che alcuni prodotti specifici evidenzino ampie variazioni di prezzo in conseguenza della carenza di offerta. Nel complesso, l'impatto delle difficoltà di rilevazione dei prezzi inclusi nello IAPC non può essere stimato in anticipo e i dati che verranno diffusi in futuro dovranno essere interpretati con cautela.

Gli andamenti economici legati al COVID-19 rappresentano una sfida per gli analisti dell'inflazione. I dati aggregati basati sullo IAPC saranno più difficili da interpretare in tempo reale, poiché si stanno modificando i profili di consumo sottostanti e, per qualche tempo, i singoli indici dei prezzi potrebbero evidenziare problematiche di misurazione. Date queste premesse, potrebbe essere prudente integrare l'analisi dello IAPC con un esame più approfondito degli andamenti del livello dei prezzi registrati dagli indici secondari. Gli analisti devono essere consapevoli di queste problematiche di misurazione (temporanee) e tenerne traccia.

³⁵ Cfr. il grafico 7 nella sezione *Prezzi e costi* in questo numero del Bollettino.

Articoli

1 La trasmissione delle variazioni dei tassi di cambio all'inflazione dell'area dell'euro

a cura di Eva Ortega, Chiara Osbat e Ieva Rubene

1 Introduzione

Le variazioni dei tassi di cambio rappresentano un importante fattore alla base della dinamica dell'inflazione. La comprensione del modo in cui avviene la trasmissione dei tassi di cambio all'inflazione e alla crescita costituisce una parte fondamentale dell'analisi economica. Il presente articolo riassume i risultati ottenuti da un gruppo di ricerca costituito da esperti del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) i quali, nel corso degli ultimi due anni, hanno rivisto e analizzato la trasmissione del tasso di cambio (exchange rate pass-through, ERPT) all'inflazione in Europa³⁶.

Il presente articolo fornisce stime empiriche aggiornate dell'ERPT ai prezzi all'importazione e al consumo nell'area dell'euro e nei paesi dell'UE.

Viene operata una chiara distinzione tra le stime basate su equazioni in forma ridotta che rappresentano le correlazioni condizionali (ERPT) e il trasferimento di shock identificati, definiti come il "rapporto prezzo/cambio" (price-to-exchange-rate ratio, PERR). Tutte queste stime confermano la constatazione generale, presente in letteratura, secondo cui l'impatto del tasso di cambio sui prezzi si indebolisce lungo la catena dei prezzi. L'ERPT ai prezzi al consumo, ottenuta dalle equazioni in forma ridotta, è di circa un decimo di quella ai prezzi all'importazione. Queste stime sono generalmente considerate stabili dalla fine degli anni '90, ma inferiori rispetto a quelle ottenute dalla letteratura per i decenni precedenti. Le stime suggeriscono inoltre che l'ERPT dell'area dell'euro sia più forte per le grandi variazioni dei tassi di cambio rispetto a quella per le variazioni minori.

Le caratteristiche strutturali, quali l'apertura commerciale, l'integrazione nelle catene di produzione internazionali, la valuta di fatturazione del commercio e il potere di mercato, sono fondamentali per spiegare le differenze nell'ERPT tra paesi e industrie. In linea con la letteratura, un'analisi basata su dati micro e settoriali, nonché conclusioni basate su modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (DSGE) strutturali indicano che una maggiore partecipazione alle catene globali del valore, quote di mercato più ampie, fatturazione in euro (prezzi in valuta locale) delle importazioni dell'area dell'euro e un'ampia parte dei costi di distribuzione

³⁶ Una relazione esaustiva sui risultati del gruppo di esperti, che comprende una discussione più dettagliata su definizione di ERPT, varie determinanti e risultati empirici, nonché un elenco più completo di riferimenti rispetto a quanto fornito dal presente articolo, è disponibile in Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), "Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 241, BCE, Francoforte sul Meno, 2020.

locale riducono l'ERPT ai prezzi all'importazione. Al contrario, l'ERPT verso i prezzi al consumo aumenta quando le importazioni rappresentano una quota maggiore del consumo e il settore della distribuzione interna è più competitivo.

Oltre ai suddetti fattori strutturali, le dinamiche relative dei prezzi e il tasso di cambio dipendono dallo shock cui reagiscono. La distinzione tra la dipendenza dal tipo di shock e le caratteristiche strutturali è in parte una semplificazione in quanto le due interagiscono: ad esempio, un piccolo paese molto aperto tenderà ad essere più colpito dagli shock di origine straniera, mentre un paese le cui importazioni sono per lo più fatturate in euro tenderà a sperimentare un'ERPT inferiore. Di conseguenza, la dipendenza dagli shock dell'ERPT per qualsiasi paese può essere correlata alle altre caratteristiche strutturali, ma il presente articolo opera un'astrazione rispetto a tale considerazione. I risultati basati su modelli strutturali suggeriscono che la risposta dei prezzi al consumo (rispetto a quella del tasso di cambio) è leggermente maggiore quando il tasso di cambio si sposta a causa di shock alla politica monetaria e al tasso di cambio in sé, piuttosto che quando il suo spostamento è dovuto a shock all'offerta interna aggregata.

La trasmissione dei tassi di cambio all'inflazione dipende dalla politica monetaria. Le simulazioni basate su modelli strutturali mostrano che più la politica monetaria si dimostra credibile ed efficace nel contrastare le pressioni inflazionistiche, tanto inferiore sarà la stima empirica in forma ridotta dell'ERPT ai prezzi all'importazione e al consumo. Tale analisi dimostra inoltre che, quando la banca centrale si trova ad affrontare un effettivo limite inferiore per i tassi di politica monetaria, l'ERPT è più elevata in presenza di orientamenti in materia di tassi di interesse e di altre misure non convenzionali, come i livelli minimi dei tassi di cambio.

2 Principali fatti empirici

2.1 Misurare l'impatto del tasso di cambio sui prezzi

Quando si pensa alla trasmissione del tasso di cambio, e in particolare quando si confrontano stime provenienti da studi diversi, è fondamentale distinguere tra due definizioni di ERPT utilizzate nella letteratura. La prima definizione si riferisce alla dimensione stimata della risposta dei prezzi (all'importazione o al consumo) alle variazioni del tasso di cambio in un'equazione di prezzo in forma ridotta. L'ERPT così definita è il coefficiente stimato sul tasso di cambio in una regressione lineare. La seconda definizione si riferisce alla risposta dei prezzi rispetto a quella del tasso di cambio a seguito di un qualunque shock (esogeno) che sposta il tasso di cambio. La sua stima richiede un modello strutturale con effetti di feedback, come il modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) o il modello DSGE³⁷. Il gruppo di esperti del SEBC ha introdotto l'espressione "rapporto prezzo/tasso di

³⁷ Il primo concetto di ERPT può essere tratto anche dai modelli SVAR e DSGE, ma fa riferimento al parametro di trasmissione del tasso di cambio in un'equazione di determinazione del prezzo, a parità di condizioni. Di conseguenza, non tiene conto di tutte le risposte endogene e gli effetti di feedback incorporati nei modelli strutturali.

cambio”, o PERR, per il secondo concetto. Il PERR riflette in modo più completo il comovimento di prezzi e tassi di cambio, in quanto tiene conto dei diversi canali di trasmissione di uno shock economico sottostante, che non sono elaborati in un modello con equazioni uniche in forma ridotta. Questo articolo utilizza “ERPT” quando fa riferimento al primo concetto, distinguendolo dalla risposta relativa dei prezzi (o quantità reali) e dei tassi di cambio (PERR) nell’analisi della dipendenza da shock.

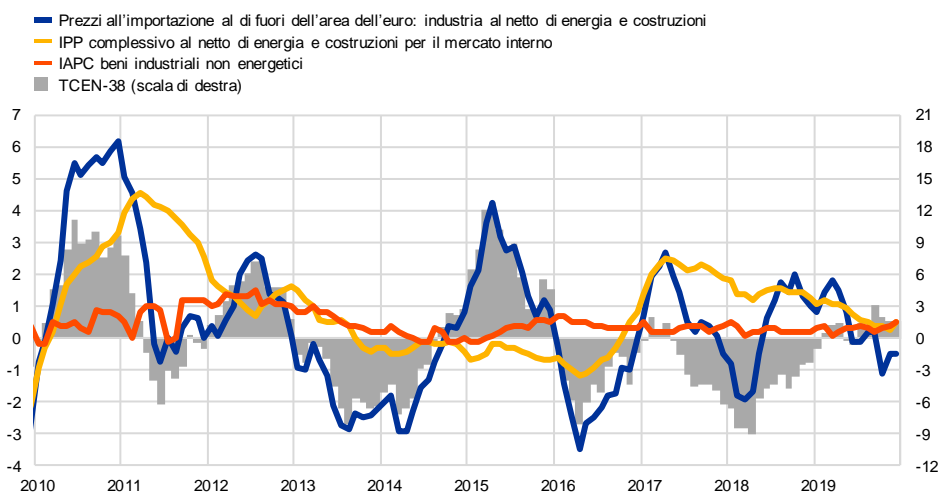
2.2 Stime per l’area dell’euro attraverso l’uso di diversi approcci

Un risultato consolidato nella letteratura empirica è che l’impatto dei tassi di cambio sull’inflazione diminuisce lungo la catena dei prezzi. È maggiore e più rapido per i prezzi all’importazione alla frontiera, ma notevolmente inferiore e più lento per i prezzi al consumo finali, in quanto rigidità nominali e altre frizioni si accumulano in tutto il processo produttivo fino ai prezzi al consumo finali. In generale, nel caso dei prezzi all’importazione si riscontra un comovimento simultaneo del tasso di cambio effettivo nominale e dei prezzi, che è molto più debole nel caso dell’indice dei prezzi alla produzione (IPP) e appena evidente per i prezzi al consumo dei beni industriali non energetici (cfr. il grafico 1).

Grafico 1

Tasso di cambio effettivo nominale dell’euro, prezzi all’importazione, IPP e prezzi al consumo nell’area dell’euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: il TCEN-38 fa riferimento al tasso di cambio effettivo nominale nei confronti di 38 partner commerciali. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2019.

Le stime in forma ridotta indicano che l’ERPT ai prezzi al consumo è circa un decimo dell’ERPT ai prezzi all’importazione. Le stime dell’ERPT presenti nella letteratura si basano spesso su diverse misure dell’inflazione dei prezzi all’importazione o al consumo e su misure alternative dei tassi di cambio e sono calcolate in periodi di tempo diversi. Utilizzando dati coerenti, le evidenze provenienti da modelli in forma ridotta indicano che un deprezzamento dell’1 per cento dell’euro fa aumentare i prezzi delle importazioni complessive dell’area dell’euro (compreso il

commercio interno dell'area) e dei suoi Stati membri, in media, di circa lo 0,30 per cento in un anno. Nello stesso periodo, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC aumenta di circa lo 0,04 per cento, sebbene le stime non siano sempre significativamente diverse da zero. Tali stime per i prezzi all'importazione e al consumo si collocano al livello più basso dell'intervallo di quelle presenti in letteratura³⁸. Per i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la mediana dell'ERPT ai prezzi al consumo ha una portata simile, mentre la mediana dell'ERPT ai prezzi all'importazione è leggermente più elevata (tra lo 0,4 e lo 0,8 per cento)³⁹.

L'ERPT ai prezzi all'importazione dell'area dell'euro nel complesso è diminuita dalla fine degli anni '90 ed è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi due decenni, mentre l'ERPT ai prezzi al consumo si è mantenuta molto bassa nello stesso periodo. Le nostre stime sono inferiori rispetto a quelle proposte nella scarsa letteratura sull'ERPT per l'area dell'euro che comprende i decenni precedenti. Le stime variabili nel tempo per l'area dell'euro mostrano che l'ERPT del tasso di cambio effettivo nominale ai prezzi all'importazione all'esterno dell'area dell'euro è scesa da circa lo 0,8 per cento nel 1999 a circa lo 0,3 per cento nel 2008 ed è rimasta sostanzialmente invariata in seguito⁴⁰. L'ERPT ai prezzi all'importazione totali è rimasta più stabile e ha subito un calo solo marginale. La stima dell'ERPT ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, basata su questo modello, non è statisticamente significativa per la maggior parte del periodo (cfr. il grafico 2).

³⁸ Cfr., ad esempio, Hahn, E., "Pass-Through of External Shocks to Euro Area Inflation", *Working Paper Series*, n. 243, BCE, Francoforte sul Meno, 2003; Hüfner, F. e Schröder, M., "Exchange rate pass-through to consumer prices: a European perspective", *Aussenwirtschaft*, vol. 58, n. 3, 2003, pagg. 383-412; Choudhri, E., Faruqee, H. e Hakura, D., "Explaining the exchange rate pass-through in different prices", *Journal of International Economics*, vol. 65, n. 2, 2005, pagg. 349-374; Goldberg, L. e Campa, J., "The sensitivity of the CPI to exchange rates: distribution margins, imported inputs, and the trade exposure", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n. 2, 2010, pagg. 392-407 e Ben Cheikh, N. e Rault, C., "Investigating first-stage exchange rate pass-through: Sectoral and macro evidence from euro area countries", *The World Economy*, vol. 40, n. 12, 2017, pagg. 2611-2638.

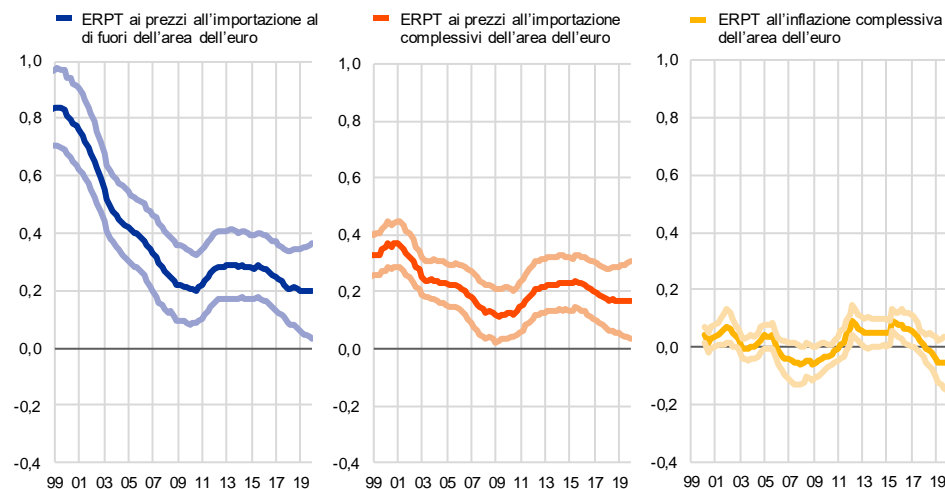
³⁹ Le stime fanno riferimento alle stime mediane dei paesi per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il primo trimestre del 2019; tra i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro figurano la Repubblica Ceca, la Danimarca, la Croazia, l'Ungheria, la Polonia, la Svezia e il Regno Unito.

⁴⁰ Ciò è in linea con il calo dell'ERPT ai prezzi all'importazione e al consumo dagli anni '80 e '90, che è documentato nella letteratura. Per un'analisi e un esame esauriente della letteratura cfr. Campa, J. e Goldberg, L., "Pass-Through of Exchange Rates to Consumption Prices: What has Changed and Why?", in Ito, T. e Rose, A. (a cura di), *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy*, National Bureau of Economic Research, 2008, pagg. 139-176.

Grafico 2

ERPT variabile nel tempo ai prezzi all'importazione e al consumo dell'area dell'euro

(incidenza percentuale sui prezzi dopo quattro trimestri a seguito di un deprezzamento dell'1 per cento del tasso di cambio effettivo nominale in euro)



Fonte: stime della BCE.

Note: l'ERPT variabile nel tempo ai prezzi all'importazione e al consumo è stimata utilizzando regressioni a equazione singola con coefficienti di deviazione e volatilità stocastica con i dati che vanno dal 1995 (per i prezzi all'importazione) e dal 1997 (per i prezzi al consumo) fino al quarto trimestre del 2019. Le linee più chiare mostrano il 16° e l'84° percentile della distribuzione a posteriori e la linea più scura mostra la mediana.

Le stime variabili nel tempo per i paesi dell'UE indicano un'ERPT ai prezzi all'importazione e al consumo sostanzialmente stabile dalla fine degli anni '90.

L'ERPT ai prezzi all'importazione varia notevolmente all'interno dell'area dell'euro e nei paesi dell'UE, ma in generale è più elevata che per i prezzi al consumo in quasi tutti i paesi. L'ERPT al totale dei prezzi all'importazione nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è notevolmente superiore a quella dei paesi dell'area dell'euro, il che riflette in parte il fatto che gli scambi all'interno dell'area dell'euro sono inclusi nelle stime di quest'ultima⁴¹.

Le evidenze empiriche per una risposta non lineare dei tassi di cambio nell'area dell'euro e nei paesi che ne fanno parte sono piuttosto limitate.

Una serie di fattori può causare una risposta non lineare dei prezzi all'importazione o al consumo alle variazioni dei tassi di cambio. Studi empirici indicano che l'impatto sui prezzi può dipendere dalla direzione della variazione (apprezzamento o deprezzamento)⁴² o dalla sua entità. L'impatto può anche cambiare con lo stato dell'economia (ad esempio, in vari punti del ciclo economico e a diversi livelli o variabilità dell'inflazione)⁴³. Le nuove stime che considerano la non linearità dell'ERPT per l'area dell'euro e i paesi che ne fanno parte hanno riscontrato che, dopo un anno, solo grandi variazioni del tasso di cambio hanno un impatto sui prezzi all'importazione dell'area dell'euro e sull'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, che è coerente,

⁴¹ Le stime dell'ERPT variabili nel tempo ai prezzi all'importazione e al consumo per i singoli paesi dell'UE sono riportate nella sezione 2.2 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

⁴² Le trasmissioni asimmetriche sono documentate per alcune economie avanzate in Delatte, A.-L. e López-Villavicencio, A., "Asymmetric exchange rate pass-through: Evidence from major countries," *Journal of Macroeconomics*, vol. 34, n. 3, 2012, pagg. 833-844.

⁴³ Per i lavori empirici disponibili relativi all'ERPT non lineare nell'area dell'euro, si vedano i riferimenti nella sezione 2.3 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

ad esempio, con la viscosità dei prezzi dovuta ai costi di aggiustamento dei listini⁴⁴. Lo studio conclude inoltre che l'ERPT ai prezzi all'importazione e al consumo dell'area dell'euro non differisce tra apprezzamenti e deprezzamenti, il che è in linea con le conclusioni relative al tasso di cambio reale nell'area dell'euro⁴⁵.

L'ERPT tra i diversi paesi varia non solo a livello macroeconomico, ma anche fra i vari settori. Diversi studi hanno dimostrato che la trasmissione ai prezzi all'importazione è più elevata per l'energia rispetto ai prodotti manifatturieri, poiché gli esportatori sembrano operare una maggiore distinzione di prezzo tra i mercati dei prodotti manifatturieri rispetto ai mercati delle materie prime⁴⁶. Un aggiornamento dei precedenti lavori sull'ERPT ai prezzi all'importazione nell'area dell'euro conferma questi risultati⁴⁷. Più specificamente, l'ERPT è risultata più elevata per i prezzi all'importazione nell'area dell'euro nei settori legati all'energia rispetto al settore manifatturiero. Risultati analoghi sono stati segnalati anche per l'ERPT ai prezzi alla produzione. Tra i diversi settori dell'industria (escluse le costruzioni), l'ERPT ai prezzi alla produzione è la più elevata per quanto riguarda l'approvvigionamento di energia elettrica, gas e acqua, nonché nel settore dell'energia, e la più bassa per i beni di investimento⁴⁸.

3 Le caratteristiche strutturali sono fondamentali per spiegare l'eterogeneità dell'ERPT.

Il legame tra il tasso di cambio e l'inflazione dipende dalle caratteristiche strutturali delle industrie e dei paesi e dal modo in cui tali caratteristiche evolvono nel tempo. Fattori particolarmente rilevanti sono la struttura dell'economia, la struttura e il comportamento microeconomico delle imprese e il contesto macroeconomico generale, che si riflettono nelle seguenti caratteristiche strutturali di paesi e settori: apertura commerciale e penetrazione delle importazioni, integrazione nelle catene globali del valore, valuta di fatturazione degli scambi e grado di concorrenza e concentrazione del mercato. È difficile distinguere gli effetti di questi fattori, dal momento che sono interconnessi e insieme determinano le differenze nell'ERPT tra paesi e settori e nel corso del tempo. La presente sezione analizza separatamente le implicazioni per l'ERPT di ciascuna di queste quattro caratteristiche strutturali, ma non le classifica in base all'importanza.

⁴⁴ Cfr. Colavecchio, R. e Rubene, I., "Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach", *Working Paper Series*, n. 2362, BCE, Francoforte sul Meno, 2020.

⁴⁵ Per i dati sul tasso di cambio reale, cfr. Lane, P. R. e Stracca, L., "Can appreciation be expansionary? Evidence from the euro area", *Economic Policy*, vol. 33, n. 94, 2018, pagg. 225-264.

⁴⁶ Cfr., ad esempio, Campa, J. e Goldberg, L., "Pass-Through of Exchange Rates to Consumption Prices: What has Changed and Why?", op. cit.; e Ben Cheikh, N. e Rault, J., op. cit.

⁴⁷ Cfr. Osbat, C., Sun, Y. e Wagner, M., "Sectoral exchange rate pass-through in the euro area", *Working Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE, Francoforte sul Meno, 2020. I loro risultati presentano delle avvertenze in quanto le stime contengono ampi intervalli di confidenza, ma in linea di massima sono coerenti con quelle presenti in Imbs, J. e Mejean, I., "Elasticity Optimism", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, n.3, 2015, pagg. 43-83.

⁴⁸ Cfr. Hahn, E., "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area", *Working Paper Series*, n. 796, BCE, Francoforte sul Meno, 2007.

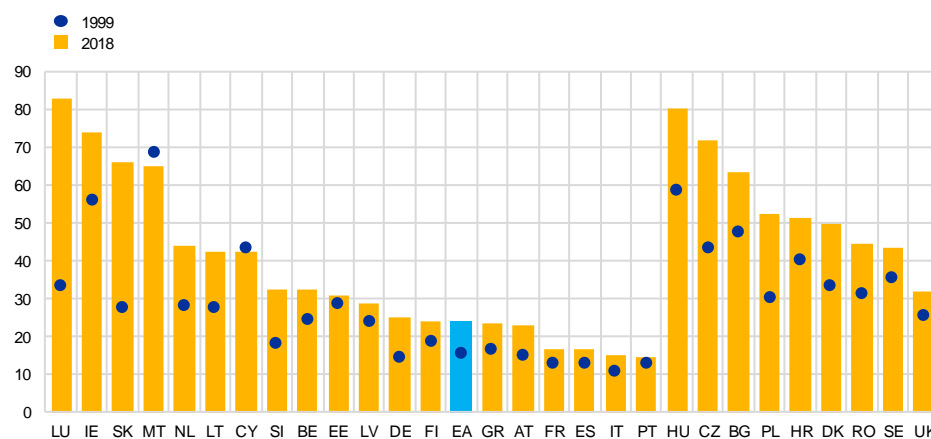
3.1 Apertura commerciale

Quanto più un paese è aperto all'importazione, tanto maggiore è l'impatto del tasso di cambio sui prezzi all'importazione e al consumo. La liberalizzazione degli scambi, la riduzione dei costi commerciali e i progressi tecnologici hanno stimolato i flussi commerciali fra paesi e favorito l'organizzazione della produzione nelle catene di produzione transfrontaliere. L'apertura, misurata dalla quota del commercio con l'estero nel PIL, varia notevolmente tra le economie dell'UE appartenenti e non appartenenti all'area dell'euro, con i paesi più piccoli che in generale presentano una maggiore apertura agli scambi. Rispetto al 1999, nella maggior parte dei paesi dell'UE le importazioni rappresentano oggi una percentuale più elevata del PIL (cfr. il grafico 3).

Grafico 3

Importazioni di beni e servizi in percentuale del PIL

(valori nominali in percentuale)



Fonti: dati delle proiezioni dell'Eurosistema ed Eurostat.

Note: il grafico mostra le importazioni al di fuori dell'area dell'euro per i paesi dell'area e il totale delle importazioni per i paesi UE non appartenenti all'area dell'euro. I dati relativi a Malta si riferiscono al 2004 e, per Estonia e Croazia, al 2000 anziché al 1999.

La quota delle importazioni nei consumi privati è molto importante per l'ERPT ai prezzi al consumo. Il contenuto delle importazioni dei consumi privati si compone di due parti. La prima misura la quota di prodotti per il consumatore finale importati direttamente da altri paesi (contenuto in termini di importazioni dirette). La seconda misura la quota di input esteri utilizzati per produrre beni di consumo interni (comunemente denominati "contenuto di importazioni indirette").

Il contenuto totale (diretto e indiretto) delle importazioni dei consumi privati nell'area dell'euro è stato di circa il 16 per cento nel 2014 e mostra una lieve tendenza al rialzo dal 1999⁴⁹. Il contenuto delle importazioni dei consumi privati varia da un paese all'altro, ma per la maggior parte dei paesi la quota in termini di importazioni dirette è pari a circa la metà del contenuto totale di beni importati (cfr. il grafico 4). I risultati delle simulazioni derivanti dai modelli strutturali DSGE mostrano che una minore preferenza nazionale (o basso "home bias"), ovvero un elevato contenuto di importazioni nei consumi) è un canale privilegiato perché le

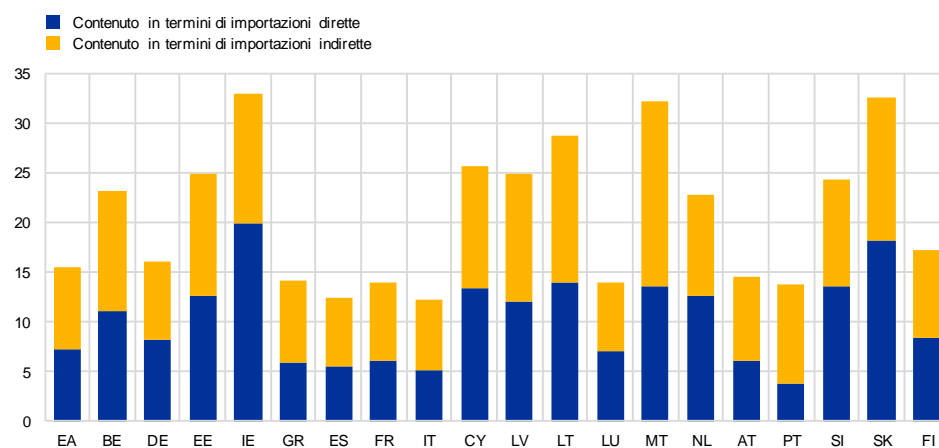
⁴⁹ Cfr. Schaefer, S., "Import share in the HICP consumption basket", riquadro 1, Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

variazioni dei tassi di cambio abbiano un impatto maggiore sui prezzi, come sottolineato in letteratura⁵⁰.

Grafico 4

Il contenuto delle importazioni nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel 2014

(percentuali di pacchetti di consumi privati coerenti con la composizione dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC)



Fonte: elaborazioni del gruppo di esperti del SEBC sulla base della metodologia descritta da Schaefer, S. nel riquadro 1 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

3.2 Integrazione nelle catene globali del valore

Un'altra determinante importante delle dimensioni dell'ERPT è l'integrazione nelle catene globali del valore non solo di un paese, ma anche dei suoi partner commerciali. Quando i paesi che esportano verso l'area dell'euro ottengono parte dei loro input all'interno dell'area stessa, una variazione del tasso di cambio dell'euro avrà una trasmissione limitata ai prezzi all'importazione dell'area a causa degli effetti compensativi dal lato dei costi dei fattori di produzione.

È probabile che una maggiore partecipazione alle catene globali del valore porti a una riduzione dell'ERPT. Un modello strutturale a due paesi con il commercio di beni intermedi e lo scaglionamento dei prezzi mostra che maggiore è la partecipazione dei partner commerciali di un paese alle catene globali del valore, minore è la trasmissione ai suoi prezzi all'importazione⁵¹. Questo risultato è confermato da un'analisi a livello settoriale che rileva che maggiore è l'uso di fattori importati dal mercato di destinazione nella produzione, minore è l'ERPT ai prezzi all'importazione⁵².

⁵⁰ Cfr., ad esempio, De Walque, G. et al., "Low pass-through and high spillovers in NOEM: what does help and what does not", mimeo, *ECB inflation conference*, 2019.

⁵¹ Cfr., ad esempio, Georgiadis, G., Gräß, J. e Khalil, M., "Global value chain participation and exchange rate pass-through", *Working Paper Series*, n. 2327, BCE, Francoforte sul Meno, 2019.

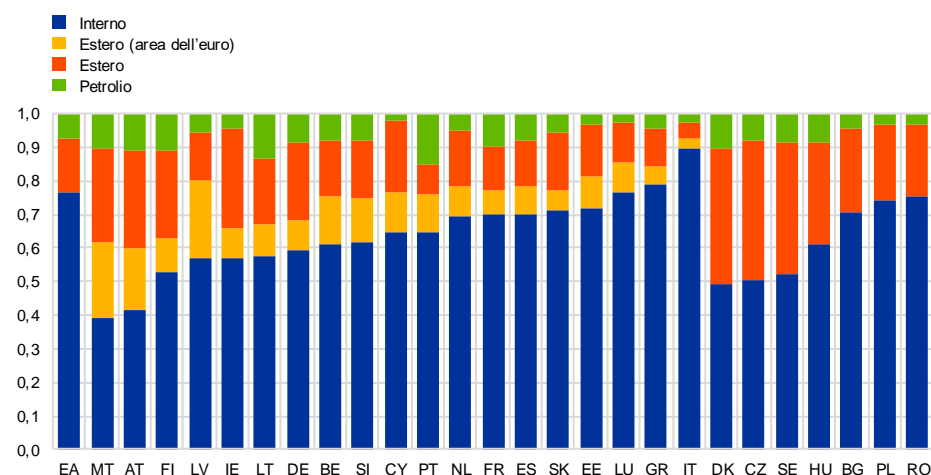
⁵² Secondo De Soyres, F. et al., "Bought, sold, and bought again: the impact of complex value chains on export elasticities", *Policy Research Working Papers*, n. WPS8535, Gruppo della Banca mondiale, Washington, D.C., 2018, l'ERPT ai prezzi all'esportazione diminuisce all'aumentare del livello di valore aggiunto estero delle esportazioni.

La misura in cui i prezzi al consumo dell'area dell'euro dipendono dai prezzi dei fattori di produzione provenienti dall'esterno dell'area è piuttosto limitata.

Uno studio recente rileva che gli scambi della catena di approvvigionamento, sia tra settori interni che tra paesi, è una determinante importante per i prezzi al consumo⁵³. Le stime degli effetti di propagazione della catena di approvvigionamento ai prezzi al consumo possono essere scomposte in base al paese di origine, rivelando che, nel complesso, il peso relativo dei costi degli input esterni per l'area dell'euro è piuttosto limitato se si tiene conto dell'effetto dei prezzi petroliferi (cfr. il grafico 5). I risultati per i singoli paesi variano, ma rivelano legami produttivi relativamente forti all'interno dell'area dell'euro, il che potrebbe attenuare l'impatto del tasso di cambio sui prezzi al consumo interni. Allo stesso tempo, un'analisi che utilizza un DSGE per l'area dell'euro rileva che l'eliminazione del contenuto di beni di importazione dalla produzione e dalle esportazioni farebbe sì che la sensibilità dei prezzi alle variazioni dei tassi di cambio sia più che raddoppiata entro il primo anno⁵⁴.

Grafico 5 Importanza relativa degli effetti di propagazione della catena di approvvigionamento sull'inflazione interna in base all'origine

(quota percentuale dell'effetto complessivo della catena di approvvigionamento)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati del World Input-Output Database (edizione del 2013).

Note: la scomposizione si basa sul metodo presentato nella sezione 4.1.3 del gruppo di lavoro BCE sulle catene globali del valore, op. cit. I dati sono relativi al 2008.

3.3 Valuta di fatturazione

L'euro e il dollaro statunitense sono dominanti nella fatturazione del commercio nell'UE (cfr. il grafico 6). Nonostante alcune differenze tra paesi, una quota consistente delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro per la maggior parte dei paesi è fatturata in euro. Ciò indica che l'ERPT ai prezzi dell'area dell'euro è contenuto, in quanto la quota delle importazioni dell'area direttamente esposte alle fluttuazioni di cambio è esigua. Inoltre, sia a causa delle dimensioni relativamente

⁵³ Cfr. il gruppo di lavoro della BCE sulle catene globali del valore, "The impact of global value chains on the euro area economy", *Occasional Paper Series*, n. 221, BCE, Francoforte sul Meno, 2019.

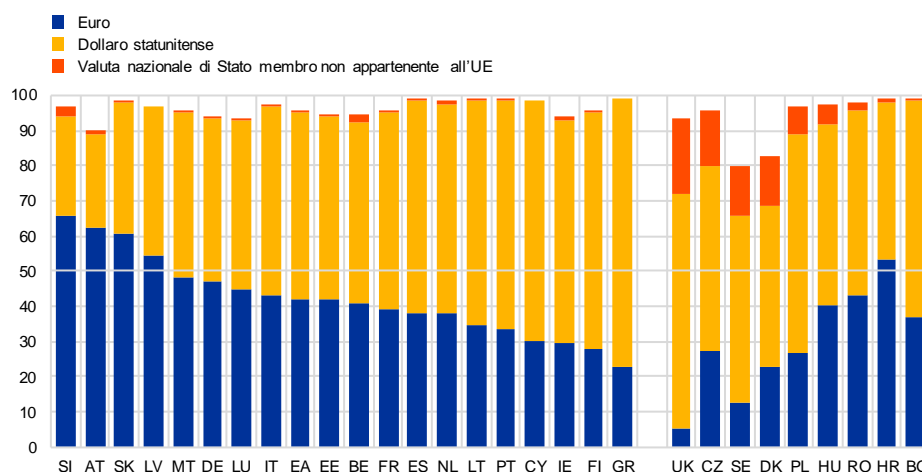
⁵⁴ Cfr. De Walque, G. et al., op. cit.

ampie dell'area dell'euro rispetto ad altri paesi dell'UE non appartenenti all'area, sia del quadro di riferimento del Mercato unico dell'Unione europea, è probabile che gli scambi all'interno dell'UE siano fatturati prevalentemente in euro⁵⁵.

Grafico 6

Valuta di fatturazione per le importazioni di beni e servizi provenienti da paesi non appartenenti all'UE

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat.

I dati si riferiscono al 2018, a eccezione dell'Estonia e dell'area dell'euro, per i quali si riferiscono al 2016.

La scelta del tipo di fatturazione serve da canale attivo attraverso il quale i produttori adeguano i prezzi in funzione del proprio potere di mercato e delle condizioni locali di concorrenza⁵⁶. Se un'impresa esportatrice fattura nella propria valuta, la cosiddetta fatturazione nella valuta del produttore, i suoi prezzi saranno più sensibili ai costi di produzione e meno alle condizioni dell'importatore. Ciò farà aumentare l'ERPT ai prezzi all'importazione praticati dall'importatore. Per contro, la fatturazione nella valuta di destinazione, la cosiddetta tariffazione in valuta locale, ridurrà l'ERPT. Infine, anche le esportazioni fatturate in una terza valuta, la cosiddetta fatturazione in valuta dominante, rendono i prezzi meno sensibili al tasso di cambio bilaterale e più dipendenti dall'andamento della valuta dominante. Tuttavia, nella maggior parte dei casi la decisione riguardo alla valuta di fatturazione influenza l'ERPT nel breve e medio termine. Nel lungo termine (spesso non contemplato dai modelli empirici), i produttori possono modificare i prezzi in sede di negoziazione di un nuovo contratto, indipendentemente dalla valuta di fatturazione.

Tali considerazioni teoriche sono sostenute da due nuovi studi empirici, specifici per paese, che utilizzano dati micro. Uno degli studi evidenzia una

⁵⁵ Secondo i dati Eurostat, le importazioni nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro sono fatturate per la maggior parte in valute dominanti (dollaro statunitense e euro). Le importazioni di prodotti petroliferi nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro sono prevalentemente denominate in dollari. In alcuni paesi, l'elevata percentuale di fatturazione in dollari può essere collegata anche all'attività delle multinazionali (ad esempio in Irlanda, nei Paesi Bassi e a Malta).

⁵⁶ Cfr. ad esempio Bacchetta, P. e van Wincoop, E., "A theory of the currency denomination of international trade", *Journal of International Economics*, vol. 67, n. 2, 2005, pagg. 295-319; e Goldberg, L. e Tille, C., "Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing: Synthesis and novel patterns", *Journal of International Economics*, vol.102, 2016, pagg.173-187.

ripercussione significativamente più elevata della trasmissione ai prezzi all'importazione danesi espressi in altre valute rispetto alla trasmissione ai prezzi espressi in corone danesi o in euro⁵⁷. L'altro studio utilizza un'analisi a livello aziendale delle esportazioni italiane e individua un'ERPT ai prezzi all'esportazione italiani con fatturazione in valuta locale sostanzialmente inferiore rispetto a quella con fatturazione in valuta dominante; di contro, l'ERPT risulta più elevata nel caso di fatturazione in valuta del produttore⁵⁸.

Tener conto della quota di fatturazione delle importazioni in euro riduce meccanicamente l'impatto dei tassi di cambio attraverso il canale dell'apertura.

L'apertura commerciale dell'intera economia, misurata attraverso le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro in percentuale del PIL e il contenuto di beni importati dei consumi privati, sarebbe ridotta di quasi la metà se si escludessero le transazioni denominate in euro⁵⁹. Per questo motivo, tali misurazioni potrebbero sovrastimare la potenziale sensibilità dei prezzi ai movimenti dei tassi di cambio se non si tenesse conto della valuta di fatturazione. Un'alternativa consisterebbe nel correggere i calcoli relativi ai tassi di cambio, ad esempio esplorando il ricorso alla ponderazione delle valute di fatturazione a complemento delle ponderazioni commerciali nel calcolo dei tassi di cambio effettivi nominali o degli indici dei prezzi all'esportazione dei concorrenti⁶⁰.

3.4 Potere di mercato

L'ERPT diminuisce con l'aumentare della quota di mercato degli esportatori, perché le imprese con un maggiore potere di mercato tendono ad adeguare i loro margini in risposta alle variazioni dei tassi di cambio, al fine di mantenere costanti le quote di mercato.

In altri termini, quando si verifica un basso livello di concorrenza ci si può attendere che l'ERPT sarà bassa. Tuttavia, vi può essere un rapporto a forma di U tra l'ERPT e il potere di mercato. In un regime di concorrenza monopolistica, le quote di mercato degli esportatori, sia molto piccoli che molto grandi, hanno un impatto ridotto se essi modificano i prezzi, e quindi la maggior parte delle variazioni del tasso di cambio si trasmetterebbe ai prezzi di vendita. Le evidenze empiriche di questa non linearità non permettono di trarre conclusioni, dato che alcuni studi ritengono che l'ERPT diminuisca monotonicamente con la quota di mercato⁶¹, mentre altri confermano il rapporto a U⁶². Un'altra possibile non linearità può essere ricollegata ai vincoli di finanziamento: le imprese con vincoli finanziari possono avere

⁵⁷ Cfr. Kristoffersen, M. S., "Invoicing currency and exchange rate pass-through to import prices in Danish firms", riquadro 4, Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

⁵⁸ Cfr. Borin, A. e Mattevi, E., "Invoicing currency, ERPT to export prices and business activity: evidence from an analysis of Italian firms", riquadro 3, Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

⁵⁹ Come indicato in precedenza, quasi la metà degli scambi al di fuori dell'UE dell'area dell'euro è denominata in euro.

⁶⁰ Contributi recenti alla letteratura vanno nella stessa direzione. Cfr. ad esempio Chen, N., Chung, W. e Novy, D., "Vehicle Currency Pricing and Exchange Rate Pass-Through", *CESifo Working Paper Series*, n. 7695, CESifo Group Monaco di Baviera, 2019.

⁶¹ Cfr. Amiti, M., Itskhoki, O. e Konings, J., "Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect", *American Economic Review*, vol. 104, n. 7, 2014, pagg.1942-1978.

⁶² Cfr. Devereux, M. B., Dong, W. e Tomlin, B., "Importers and exporters in exchange rate pass-through and currency invoicing", *Journal of International Economics*, vol.105, 2017, pagg. 187-204.

un'ERPT più elevata, poiché hanno maggiori difficoltà a tutelarsi contro le variazioni dei tassi di cambio⁶³. Le imprese di grandi dimensioni possono tuttavia essere in grado di ricorrere a una copertura dal rischio di cambio mediante strumenti finanziari, il che ridurrebbe ulteriormente la sensibilità dei loro prezzi all'andamento dei tassi di cambio⁶⁴.

Anche i margini di distribuzione locali sono importanti. Di fronte a una forte concorrenza, i distributori locali assorbono le fluttuazioni del cambio nei loro margini, riducendo in tal modo l'effetto di trasmissione ai prezzi al consumo rispetto ai prezzi alla frontiera. Un'analisi effettuata utilizzando i dati giornalieri a livello delle singole transazioni per i prezzi al consumo dei pacchetti vacanze in Germania rileva che l'ERPT è inferiore per i servizi con margini più elevati (imprese più produttive o imprese che vendono beni di migliore qualità) e anche per quelli con costi di distribuzione più elevati⁶⁵.

4 Variazione dell'ERPT: l'importanza degli shock

Oltre ai fattori strutturali descritti in precedenza, l'impatto dei tassi di cambio sull'inflazione dipende anche dalla combinazione di shock che colpiscono l'economia in ogni momento⁶⁶. Sono stati utilizzati sette differenti modelli DSGE per l'area dell'euro al fine di ottenere le simulazioni di quattro tipi di shock: shock esogeno del tasso di cambio, della domanda interna, dell'offerta interna e di politica monetaria. Come descritto nella sezione 2.1, il PERR è una misura adeguata dell'impatto del tasso di cambio sull'inflazione, se analizzato mediante i modelli DSGE; i risultati sono discussi di seguito.

Il valore mediano di tutti i modelli mostra che la risposta relativa dei prezzi all'importazione al tasso di cambio (rapporto prezzo/tasso di cambio o PERR) è più alta a seguito di uno shock di politica monetaria ed è piuttosto elevata anche dopo uno shock dei tassi di cambio, ma leggermente inferiore dopo gli shock legati alla domanda e all'offerta (cfr. il pannello a) del grafico 7). I PERR per i prezzi al consumo sono inferiori a quelli per i prezzi all'importazione dopo tutti gli shock, anche se la differenza diminuisce nel lungo termine. L'importanza relativa degli shock è simile (cfr. il pannello b) del grafico 7). Nel complesso, i risultati sono alquanto simili in tutti i modelli utilizzati per gli shock relativi ai tassi di cambio e alla politica monetaria. L'incertezza è maggiore per quanto riguarda le risposte alla domanda aggregata e agli

⁶³ Cfr. Strasser, G., "Exchange rate pass-through and credit constraints", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 1, 2013, pagg. 25-38.

⁶⁴ Cfr. Dekle, R. e Ryo, H., "Exchange rate fluctuations, financing constraints, hedging, and exports: Evidence from firm level data", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 17, n. 5, 2007, pagg. 437-451.

⁶⁵ Cfr. Nagengast, A., Bursian, D. e Menz, J. O., "Dynamic pricing and exchange rate pass-through: Evidence from transaction-level data", *Discussion Papers*, n. 16/2020, Deutsche Bundesbank, Francoforte sul Meno, 2020.

⁶⁶ Cfr. ad esempio Corsetti, G. e Dedola, L., "A macroeconomic model of international price discrimination", *Journal of International Economics*, vol. 67, n. 1, 2005, pagg. 129-155; e Forbes, K., Hjortsoe, I. e Nenova, T., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Journal of International Economics*, vol. 114, 2018, pagg. 255-275.

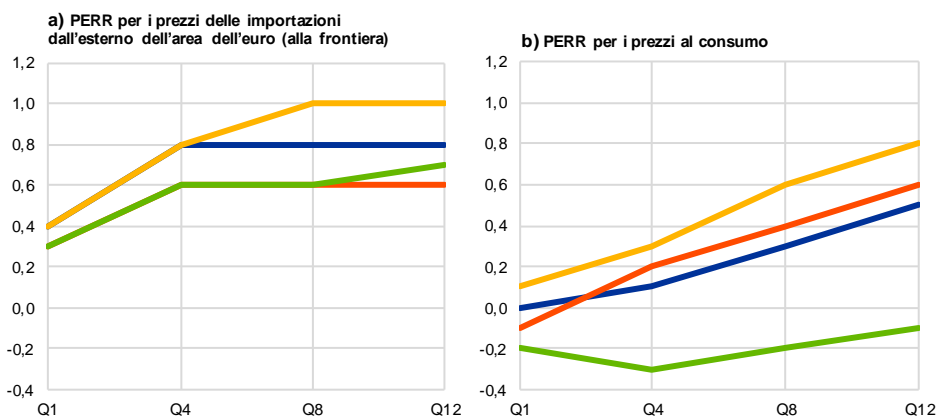
shock dell'offerta, come dimostrano gli intervalli interquartili dei risultati, piuttosto ampi in particolare a più lungo termine⁶⁷.

Grafico 7

Rapporti fra il prezzo e il tasso di cambio dipendenti da shock nell'area dell'euro

(punti percentuali)

- Shock del tasso di cambio (parità scoperta dei tassi di interesse)
- Shock di politica monetaria
- Shock della domanda aggregata
- Shock dell'offerta aggregata



Fonte: Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

Note: lo shock del tasso di cambio è definito come un deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. I grafici riportano la stima della mediana per ogni shock e orizzonte proveniente dai modelli DSGE per l'area dell'euro sviluppati presso Banca d'Italia, Suomen Pankki/Finlands Bank (inclusi solo per i prezzi al consumo ed esclusi dalla mediana per lo shock dell'offerta aggregata), De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, BCE, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e Banca Națională a României. Per ulteriori informazioni sui modelli, cfr. la tavola 3 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

Le stime delle risposte PERR ottenute mediante i modelli VAR strutturali (SVAR) presentano risposte simili, per quel che riguarda l'impatto, a quelle ottenute utilizzando i modelli DSGE, ma successivamente mostrano un percorso leggermente diverso. Ciò riflette la natura dei modelli DSGE in quanto, rispetto ai modelli SVAR, essi presentano in modo più esplicito caratteristiche strutturali dell'economia come la viscosità dei prezzi, i contenuti delle importazioni, gli effetti del settore della distribuzione e il passaggio da prodotti nazionali a beni stranieri in risposta a variazioni dei prezzi. Inoltre, i modelli DSGE includono un'ampia gamma di interazioni di feedback all'interno di un'economia che sono registrate meno esplicitamente nei modelli SVAR (come ad esempio le risposte di politica monetaria).

L'analisi di sensibilità conferma che le caratteristiche strutturali dell'economia sono importanti per il PERR dopo uno shock del tasso di cambio. Le simulazioni effettuate utilizzando un modello DSGE per l'area dell'euro elaborato in De Walque et al. mostrano che una maggiore rigidità nominale dei prezzi all'importazione riduce sensibilmente il PERR per i prezzi all'importazione alla frontiera⁶⁸. Tale effetto scompare dopo circa un anno, oltre il quale si possono adeguare i prezzi nella specificazione dell'equazione di base. Un minore utilizzo di prodotti importati intermedi nella produzione interna, compresa la produzione di esportazioni, a sua volta aumenta

⁶⁷ Per un confronto più dettagliato e una discussione dei PERR ottenuti dai modelli DSGE e SVAR, cfr. la sezione 4 in Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

⁶⁸ Per ulteriori informazioni sul modello utilizzato, cfr. De Walque, G. et al., "An estimated two-country EA-US model with limited exchange rate pass-through", *NBB Working Papers*, n. 317, National Bank of Belgium, 2017.

il PERR del prezzo al consumo, perché una quota maggiore del consumo interno è soggetta agli effetti di ricomposizione della domanda e la politica monetaria reagisce più attivamente. I margini del settore di distribuzione non hanno avuto un impatto significativo sui risultati⁶⁹.

Dal punto di vista qualitativo, le stime PERR sono piuttosto robuste nei modelli DSGE per la politica monetaria e gli shock del tasso di cambio, ma la valutazione di quale esatta combinazione di shock determini i movimenti del tasso di cambio in ogni momento è un compito molto più incerto. La letteratura recente è favorevole all'utilizzo dei modelli SVAR per ottenere tali scomposizioni dei tassi di cambio⁷⁰. I risultati di quattro modelli SVAR alternativi per l'area dell'euro mostrano che i risultati sono relativamente simili in termini di risposta dei prezzi a un determinato tipo di shock, ma sono piuttosto diversi nei modelli in termini di contributi storici di ciascuno shock all'andamento dei tassi di cambio nel corso del tempo⁷¹. Questa notevole incertezza circa la scomposizione esatta dello shock in un dato momento mette in guardia dal ricorrere a un unico modello nel momento in cui si valuta quali shock siano la causa delle variazioni dei tassi di cambio.

Sebbene questo articolo si concentri principalmente sullo studio dell'impatto del tasso di cambio sui prezzi, l'analisi utilizzata, basata sul modello, ovviamente fornisce anche informazioni sull'impatto dei tassi di cambio sulla crescita. Parallelamente al PERR, le stime del rapporto crescita/tasso di cambio ottenute dai modelli DSGE indicano che la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro aumenta in seguito ai deprezzamenti del tasso di cambio dovuti agli shock di politica monetaria. Tuttavia, l'incertezza che circonda le stime è leggermente più elevata per la crescita che per i prezzi. Il riquadro 1 fornisce una breve panoramica dei principali risultati riguardanti l'impatto dei tassi di cambio sulla crescita e la loro sensibilità ad alcune caratteristiche strutturali.

Riquadro 1

L'impatto dei tassi di cambio sulla crescita del PIL in termini reali

a cura di Jaime Martínez-Martín

Questo riquadro prende in esame il nesso tra il tasso di cambio e la crescita del PIL in termini reali nel tempo, correlazione strettamente legata all'analisi dell'impatto del tasso di cambio sull'inflazione.

I canali di trasmissione indiretta attraverso l'economia reale sono importanti, in quanto l'andamento

⁶⁹ Per una discussione più approfondita si veda la sezione 4.3.1 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.

⁷⁰ Cfr. ad esempio Forbes, K. et al., "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through", *Journal of International Economics*, vol. 114, 2018, pagg. 255-275.

⁷¹ I quattro modelli SVAR utilizzati sono tratti da: a) Comunale, M. e Kunovac, D., "Exchange rate pass-through in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2003, BCE, Francoforte sul Meno, 2017; b) una versione aggiornata di Conti, A. et al., "Low inflation and monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2005, BCE, Francoforte sul Meno, 2017; c) un modello per l'area dell'euro che utilizza un sistema di identificazione presentato in Forbes, K. et al., op. cit.; e d) Leiva-Leon, D. et al., "Exchange rate shocks and inflation comovement in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2383, BCE, Francoforte sul Meno, 2020. Dal confronto dei modelli emerge che, quando è possibile individuare uno shock ex ante specifico di politica monetaria, come ad esempio l'annuncio del programma di acquisto di attività da parte della BCE nel 2014, allora i modelli concordano ampiamente su quali shock principali determinano il tasso di cambio. Cfr. ad esempio la sezione 5 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit.; e Comunale, M., "Shock dependence of exchange rate pass-through: a comparative analysis of BVARs and DSGEs", *Working Paper Series*, n. 75/2020, Bank of Lithuania, 2020.

dei tassi di cambio incide non solo sui prezzi ma anche sull'attività economica che, a sua volta, potrebbe innescare variazioni dei prezzi.

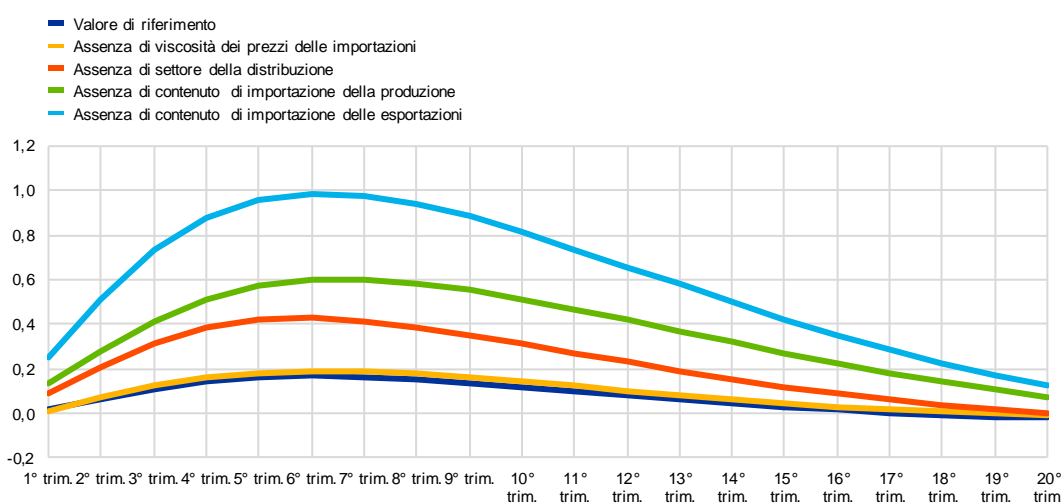
L'esercizio viene condotto attraverso la simulazione di diversi modelli: modelli DSGE per l'intera economia e modelli VAR strutturali per l'area dell'euro⁷². I modelli presentano differenti specifiche e valori dei parametri, per cui il confronto tra di essi consente di ottenere risultati più robusti riguardo agli effetti di tasso di cambio da ottenere⁷³.

Il tasso di cambio è una variabile endogena, il cui contributo alla crescita può variare nel tempo e dipendere dal tipo di shock che provoca il suo andamento. In base all'approccio della letteratura, è possibile ricavare una misura, variabile nel tempo e dipendente dagli shock, della risposta relativa della crescita e del tasso di cambio, essa stessa subordinata agli shock, alla politica monetaria interna, al tasso di cambio, alla domanda aggregata interna e all'offerta aggregata interna⁷⁴. Analogamente al "rapporto prezzo/cambio" (price-to-exchange-rate ratio, PERR), si può dare una definizione del "rapporto crescita/cambio". Il grafico A mostra le simulazioni di questo rapporto crescita/tasso di cambio a seguito di uno shock dei tassi di cambio (ossia uno shock della parità scoperta dei tassi di interesse, o UIP) derivate da un modello DSGE per l'area dell'euro elaborato da De Walque e coautori.⁷⁵

Grafico A

Rapporti crescita/cambio e analisi di sensibilità per lo shock del tasso di cambio (UIP).

(punti percentuali)



Elaborazioni del gruppo di esperti del SEBC sulla base del modello di De Walque, G. et al., op. cit.

Nota: un aumento del tasso di cambio nominale corrisponde a un deprezzamento dell'euro in termini nominali. La crescita del PIL è misurata in termini reali. La simulazione mostra l'impatto in punti percentuali dopo uno shock UIP di +1 per cento, che fa seguito a un processo autoregressivo di ordine uno con persistenza impostata a 0,9.

⁷² Tutti i modelli DSGE si basano su un impianto neo-keynesiano, ossia sulle rigidità nominali (prezzi e/o salari). La politica monetaria, modellata da una regola di feedback sistematico (Taylor) sul tasso di interesse a breve termine, svolge un ruolo di stabilizzazione non trascurabile.

⁷³ Per una rassegna della letteratura relativa all'impatto del tasso di cambio sulla crescita, cfr. Eichengreen, B., "The real exchange rate and economic growth", *Commission on Growth and Development Working Paper*, n. 4, Banca mondiale, Washington, D.C., 2008. Per uno studio più recente, si veda Habib, M. M. et al., "The real exchange rate and economic growth: Revisiting the case using external instruments", *Journal of International Money and Finance*, vol. 73, 2017, pagg. 386-398.

⁷⁴ Questo approccio fu proposto per primo da Shambaugh, J., "A new look at pass-through", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n. 4, 2008, pagg. 560-294, e in seguito diffuso da Forbes e coautori, ad esempio in Forbes, K. et al., op. cit.

⁷⁵ Per una descrizione del modello, cfr. De Walque, G. et al., op. cit.

I rapporti crescita/cambio corrispondenti allo scenario di riferimento indicano che il PIL aumenta solo leggermente (cfr. il grafico A). Il meccanismo di trasmissione procede nel modo seguente: dato il deprezzamento del tasso di cambio, i prezzi all'importazione aumentano alla frontiera e le famiglie dell'area dell'euro passano dalle obbligazioni denominate in dollari statunitensi a quelle denominate in euro per ottenere remunerazioni più elevate⁷⁶. Al tempo stesso, i prezzi all'esportazione (espressi nella valuta del mercato di destinazione) diminuiscono e il conseguente effetto di conversione della spesa favorisce le esportazioni dell'area dell'euro e riduce le importazioni di quest'ultima. In generale, i prezzi al consumo aumentano in seguito all'aumento dei prezzi delle importazioni dell'area dell'euro. La banca centrale innalza il tasso di riferimento di politica monetaria per controbilanciare le più forti spinte inflazionistiche. Il tasso di politica monetaria e il premio per il rischio più elevati inducono le famiglie e le imprese a ridurre i consumi e gli investimenti nell'area dell'euro. Pertanto, il PIL aumenta solo lievemente a causa dell'incremento delle esportazioni nette.

L'analisi di sensibilità dello shock UIP fornisce un'indicazione del rispettivo ruolo dei diversi fattori strutturali esaminati: a) i prezzi delle importazioni all'ingrosso (alla frontiera) sono pienamente flessibili; b) non vi è alcun settore di distribuzione; c) non vi sono input esteri intermedi nella produzione interna e d) le esportazioni non hanno un contenuto in termini di importazioni⁷⁷. I risultati mostrano che, in primo luogo, in assenza di rigidità nominali sui prezzi all'importazione, la risposta implicita su questi ultimi, alla frontiera, è quasi doppia rispetto all'impatto ma ritorna al valore di riferimento dopo un anno. In secondo luogo, in assenza di margini del settore di distribuzione, l'effetto di ricomposizione della domanda indotto dalla svalutazione è più forte, tale da far registrare un miglioramento dell'interscambio netto e del PIL rispetto ai valori di riferimento. In terzo luogo, una volta eliminati gli input intermedi esteri dall'elenco dei fattori di produzione, la calibrazione della quota di beni di consumo importati è raddoppiata allo scopo di mantenere invariato il rapporto importazioni/PIL nelle diverse simulazioni. Di conseguenza, il peso maggiore dei beni importati nel paniere di consumo amplifica l'effetto del tasso di cambio sulle dinamiche dei prezzi al consumo, sulla politica monetaria e sulla crescita del PIL. Infine, quando gli input intermedi esteri e il contenuto di beni importati nelle esportazioni sono fissati a zero e la quota calibrata di importazioni nel paniere di consumo è aumentata per corrispondere al rapporto importazioni/PIL, la risposta del PIL aumenta di circa quattro volte rispetto al parametro di riferimento per il primo anno.

Le stime dell'effetto delle variazioni dei tassi di cambio sulla crescita del PIL rivelano una forte discordanza tra i modelli. Le stime relative al rapporto crescita/tasso di cambio ottenute tramite sette diversi modelli DSGE dell'area dell'euro indicano che la crescita del PIL in termini reali nell'area aumenta rapidamente nel breve termine in seguito ai deprezzamenti del tasso di cambio dovuti agli shock di politica monetaria e dell'offerta interna (cfr. la tavola A). Tuttavia, i deprezzamenti dovuti a shock esogeni del tasso di cambio possono spiegare una percentuale molto ridotta della variazione della crescita del PIL. I risultati ottenuti dai quattro modelli SVAR presentano a loro volta effetti significativi, nei diversi modelli, di shock esogeni del tasso di cambio e di shock della domanda interna. Nel complesso, l'impatto degli shock del tasso di cambio sulla crescita del PIL è meno evidente di quanto non sia sui prezzi. Tenuto conto degli effetti di equilibrio generale e delle

⁷⁶ Il prezzo aggregato delle importazioni si adegua solo gradualmente alle variazioni del tasso di cambio a causa del "segnale Calvo" dipendente dal tempo ricevuto dalle singole imprese (società che adeguano i margini a breve termine). I prezzi delle importazioni a livello dei consumatori si adeguano in misura minore rispetto a quelli alla frontiera, in quanto i prezzi dei servizi di distribuzione variano più gradatamente.

⁷⁷ Per una spiegazione più dettagliata sul funzionamento del meccanismo di trasmissione nel passaggio da un'ipotesi all'altra, cfr. De Walque, G. et al., op. cit.

dinamiche delle serie storiche, l'incertezza legata alle stime è maggiore per la crescita rispetto ai prezzi⁷⁸.

Tavola A

Stime empiriche dei rapporti PIL in termini reali/tasso di cambio dipendenti da shock nell'area dell'euro

Shock	Orizzonte	Mediana DSGE	Mediana SVAR	Shock	Orizzonte	Mediana DSGE	Mediana SVAR
Tasso di cambio esogeno	1° trim.	0,03	0,33	Politica monetaria	1° trim.	0,27	0,03
	4° trim.	0,03	0,25		4° trim.	0,65	0,05
	8° trim.	0,02	0,25		8° trim.	0,53	0,05
	12° trim.	-0,09	0,24		12° trim.	0,35	0,04
Domanda interna	1° trim.	-0,84	0,10	Offerta interna	1° trim.	0,99	-0,01
	4° trim.	0,89	0,11		4° trim.	0,85	0,00
	8° trim.	0,62	0,08		8° trim.	1,17	-0,03
	12° trim.	0,36	0,04		12° trim.	-0,50	-0,05

Fonte: elaborazioni del gruppo di esperti del SEBC sui tassi di cambio.

Note: la tavola riporta la stima della mediana per ogni shock e orizzonte proveniente dai modelli DSGE per l'area dell'euro sviluppati presso Banca d'Italia, Suomen Pankki/Finlands Bank (esclusi dalla mediana per lo shock dell'offerta interna), De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, BCE, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e Banca Națională a României. Per ulteriori informazioni sui modelli, cfr. la tavola 3 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), op. cit. Le risposte mediane per i modelli SVAR sono calcolate a partire dai quattro modelli SVAR di cui alla nota 36.

5 Osservazioni conclusive

L'impatto delle variazioni dei tassi di cambio sull'inflazione dipende dagli shock e dalla reazione della politica monetaria.

La constatazione empirica di un lieve impatto incondizionato non significa quindi che il tasso di cambio non incida sull'inflazione. Nel valutare la dipendenza dagli shock dell'ERPT, è importante distinguere tra la stima di quest'ultimo in un'equazione di determinazione del prezzo e la risposta relativa dei prezzi e dei tassi di cambio in caso di shock strutturale. In effetti, tanto più la politica monetaria riesce a contrastare in modo credibile ed efficace le pressioni inflazionistiche esterne, tanto più basse saranno le stime statistiche ex post dell'ERPT, se ottenute utilizzando equazioni sotto forma di modelli ridotti; le stime dei modelli strutturali sono invece meno influenzate. Il canale del tasso di cambio è importante anche per quanto riguarda gli shock di inflazione interna. Un innalzamento dei tassi di interesse dopo uno shock inflazionistico della domanda interna comporterebbe un apprezzamento dei tassi di cambio e, di conseguenza, un calo dei prezzi all'importazione, che contrasterebbe le iniziali spinte inflazionistiche interne⁷⁹.

Per l'area dell'euro, il tasso di cambio funge da canale di trasmissione fondamentale per la politica monetaria sia convenzionale che non

⁷⁸ Per ulteriori dettagli sull'inflazione, cfr. Comunale, M., op. cit.

⁷⁹ Gli operatori si attendono variazioni dei tassi di interesse che faranno oscillare il tasso di cambio in modo tale che i prezzi delle importazioni ritornino ai loro valori stabili. Di conseguenza, tali shock avranno un impatto relativamente ridotto sull'inflazione dei prezzi delle importazioni, se ci si aspetta che tali misure reagiscano in modo aggressivo. Per ulteriori contributi si veda, ad esempio, Carriere-Swallow, Y. et al., "Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through", *IMF Working Paper*, n. 16/240, Washington, D.C., 2016. Nel contesto dell'analisi della curva di Phillips, un'ipotesi analoga è stata recentemente formulata anche da McLeay, M. e Tenreyro, S., "Optimal Inflation and the Identification of the Phillips Curve", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 34, 2019.

convenzionale⁸⁰. Le simulazioni di modelli dimostrano che, nell'ambito del limite inferiore effettivo e con indicazioni prospettiche credibili di tassi di interesse che rimangono invariati, la risposta relativa dell'inflazione e dei tassi di cambio sarà più elevata che in assenza di indicazioni prospettiche. Ciò è riscontrato ampiamente nei sette modelli DSGE per l'area dell'euro che sono alla base dei risultati riportati in questo articolo (cfr. le note relative al grafico 7). Questi risultati suggeriscono che l'orientamento della politica monetaria è molto importante per l'interazione complessiva dei tassi di cambio con i prezzi lungo tutta la catena di formazione dei prezzi.

Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria diversi dalle indicazioni prospettiche incidono anche sull'ERPT. L'analisi strutturale basata su modelli mostra che l'annuncio dei programmi di acquisto di attività, come quello annunciato nel 2015 dalla BCE, ha portato a una situazione in cui l'entità del deprezzamento e l'intensità delle risposte dei prezzi dipendevano dalle caratteristiche strutturali di ciascuna economia⁸¹. Anche altre misure non convenzionali, quali l'introduzione del tasso di cambio minimo (come nella Repubblica Ceca a novembre 2013), hanno avuto un impatto sull'ERPT: gli effetti sull'inflazione sono stati più forti e duraturi rispetto ai periodi di normalità⁸².

Al fine di valutare l'impatto delle variazioni dei tassi di cambio sui prezzi al consumo, è importante utilizzare modelli che includano le caratteristiche strutturali dell'economia. Ciò implica tracciare l'effetto dei tassi di cambio a seconda della natura degli shock sottostanti e quantificare la risposta della politica monetaria a tali shock.

⁸⁰ Per una rassegna più dettagliata degli effetti delle misure di politica monetaria non convenzionali nell'area dell'euro sull'ERPT, e in particolare degli effetti delle indicazioni prospettiche relative ai tassi di interesse, cfr. la sezione 6 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di) op. cit.

⁸¹ Cfr. ad esempio Bokan, N. et al., "EAGLE-FLI: A macroeconomic model of banking and financial interdependence in the euro area", *Working Paper Series*, n. 1923, BCE, Francoforte sul Meno, 2016; e Coenen, G. et al., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, n. 2200, BCE, Francoforte sul Meno, 2018 (rev. 2019).

⁸² Per una valutazione dell'introduzione del tasso di cambio minimo, cfr. Brůha, J. e Tonner, J., "An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience", *Working Paper Series*, n. 4, Czech National Bank, 2017.

2 Tassi negativi e trasmissione della politica monetaria

a cura di Miguel Boucinha e Lorenzo Burlon⁸³

1 Introduzione

Poiché fattori strutturali e ciclici hanno avvicinato i tassi di interesse nominali allo zero, al fine di agevolare ulteriormente le condizioni di finanziamento, è stata necessaria l'adozione di una politica di tassi di interesse negativi (negative interest rate policy, NIRP). L'introduzione di tassi di riferimento negativi rientra in una strategia di ampio respiro adottata dalla BCE a partire dalla metà del 2014, al fine di contrastare le forze disinflazionistiche senza precedenti che si sono manifestate a seguito della crisi finanziaria internazionale e di quella del debito sovrano. La BCE ha ridotto il proprio tasso di interesse sui depositi portandolo in territorio negativo per cinque volte dal 2014. L'ultima riduzione, a settembre 2019, e le relative aspettative di mercato circa un periodo di tassi negativi più prolungato hanno sollevato nuovamente il problema delle modalità con cui i tassi negativi sono trasmessi all'economia, in particolare attraverso le banche, e dei potenziali effetti controproducenti sulla capacità di intermediazione delle banche.

I tassi negativi sono trasmessi attraverso vari canali. I tassi negativi attenuano le aspettative dei mercati circa il fatto che i tassi a breve termine attuali e futuri non possano essere negativi. Abbassando il limite inferiore percepito dei tassi applicati dalla banca centrale, i tassi negativi consentono la trasmissione dell'accomodamento monetario lungo l'intera curva dei rendimenti. Si registra inoltre una maggiore domanda di attività a più lungo termine da parte degli investitori rispetto ai periodi in cui i tassi sono positivi, esercitando un'ulteriore pressione al ribasso sul premio a termine, ossia la compensazione economica chiesta dagli investitori a fronte dell'incertezza sul futuro andamento dei tassi di interesse. Infine, le banche commerciali sono incentivate ad espandere l'attività di credito, in modo da evitare l'applicazione del tasso negativo alle riserve in eccesso da esse detenute presso la banca centrale (liquidità in eccesso) in un contesto in cui il costo delle passività è in parte limitato.

La trasmissione della politica dei tassi di interesse negativi attraverso le banche potrebbe, in linea di principio, essere ostacolata da potenziali riallocazioni su larga scala a favore del contante e da pressioni al ribasso sulla redditività delle banche. La trasmissione della politica monetaria potrebbe essere attenuata se gli investitori accumulassero contante invece di riequilibrare i propri portafogli a favore di attività a più lungo termine o più rischiose. Finora non si sono manifestati segnali di simili "fuoriuscite" di liquidità su larga scala, principalmente a causa dei costi che avrebbe la rinuncia alle funzioni espletate dalle riserve presso la banca centrale o dai depositi delle banche commerciali in quanto mezzi di pagamento e come riserve di valore. Ciò è dovuto in parte alla limitata trasmissione dei tassi

⁸³ Maria Dimou e Michele Federle hanno prestato assistenza per la fornitura dei dati. Si ringraziano sentitamente Giacomo Carboni, Matteo Falagiarda, Florian Heider e Glenn Schepens per gli stimoli forniti, e Ugo Albertazzi e Csaba Mór  per i commenti e i suggerimenti.

negativi ai depositi al dettaglio, in particolare delle famiglie, che possono, tuttavia, intaccare la redditività delle banche e, in ultima analisi, compromettere la loro capacità di fornire credito all'economia reale. È pertanto necessario monitorare attentamente i fattori suscettibili di ostacolare la trasmissione della politica monetaria nel caso di un'ulteriore estensione del suo attuale indirizzo o di maggiori riduzioni in territorio negativo.

Nel complesso, i tassi di interesse negativi hanno sostenuto l'attività economica e contribuito in ultima istanza alla stabilità dei prezzi. Per effetto della politica dei tassi di interesse negativi, i volumi di prestito si sono ampliati ed è migliorato il merito di credito dei prenditori, con una conseguente attenuazione dell'impatto dei minori margini di interesse sulla redditività complessiva delle banche. Benché la politica NIRP e, più in generale, il livello contenuto dei tassi di interesse possano contribuire all'accumulazione del debito e incoraggiare la sopravvalutazione delle attività finanziarie o l'esuberanza dei mercati immobiliari, quando tali fenomeni vengono identificati è generalmente più efficace affrontarli con una politica macroprudenziale mirata. Al tempo stesso, come effetto di primo ordine e concreto, la politica dei tassi di interesse negativi ha contribuito alla stabilità finanziaria migliorando la sostenibilità del debito in essere.

Il presente articolo è strutturato come segue. La sezione 2 illustra le modalità di trasmissione dei tassi negativi attraverso le banche e i mercati finanziari. Il riquadro 1 tratta il meccanismo di trasmissione della politica dei tassi di interesse negativi ai prezzi dei mercati finanziari. La sezione 3 analizza poi l'impatto dei tassi negativi sulla redditività e sull'assunzione di rischi delle banche. Il riquadro 2 descrive la trasmissione dei tassi negativi nei mercati monetari. La sezione 4 riporta dati empirici sull'incidenza dei tassi negativi sull'economia in generale. Nella sezione 5 sono esposte le osservazioni conclusive.

2 La trasmissione dei tassi di interesse negativi

Nel giugno 2014 la BCE ha introdotto la politica dei tassi di interesse negativi nell'ambito di un ampio pacchetto di misure di allentamento creditizio, che ha portato a una riduzione dei tassi sui depositi e sui prestiti bancari. In termini di allentamento monetario tale politica presenta alcune delle principali caratteristiche di una misura convenzionale di riduzione dei tassi di interesse, come risulta evidente dalla reazione dei tassi sui finanziamenti e sui prestiti bancari, sia in occasione del primo taglio del tasso sui depositi presso la banca centrale in territorio negativo, sia delle successive riduzioni (cfr. il grafico 1). Tuttavia, quando i tassi sono negativi, si attivano altri canali di trasmissione: alcuni rafforzano lo stimolo fornito dal taglio dei tassi, mentre altri possono frenare la trasmissione attraverso le banche.

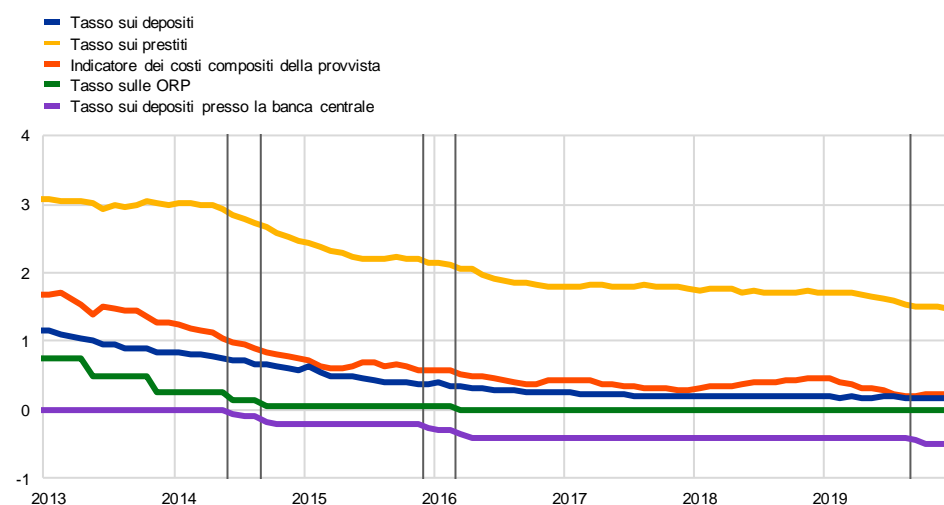
La politica dei tassi di interesse negativi riduce i costi di finanziamento delle banche, stimolando l'offerta di prestiti. Dal 2014 i costi compositi della provvista bancaria nell'area dell'euro si sono ridotti, contribuendo al mantenimento dei margini di intermediazione delle banche con una struttura di finanziamento media. Vi è inoltre evidenza che dimostra come con il persistere di tassi negativi, anche le banche che

ricorrono prevalentemente ai depositi come fonte di provvista trasmettono comunque la riduzione dei tassi di interesse almeno a una parte della propria base di depositi, ossia quelli delle imprese e i depositi al dettaglio di grandi dimensioni. Permane tuttavia un certo grado di rigidità al ribasso nei tassi sui depositi al dettaglio, che limita i margini di un ulteriore miglioramento dei costi di provvista senza dover modificare la struttura di finanziamento.

Grafico 1

Andamenti dei tassi di riferimento, dei costi della provvista bancaria e dei tassi di interesse sui prestiti bancari

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee nere verticali indicano le cinque riduzioni del tasso sui depositi presso la banca centrale in territorio negativo, dallo 0 al -0,1 per cento di giugno 2014, dal -0,1 al -0,2 per cento di settembre 2014, dal -0,2 al -0,3 per cento di dicembre 2015, dal -0,3 al -0,4 per cento di marzo 2016 e dal -0,4 al -0,5 per cento di settembre 2019. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2019.

Ci sono inoltre altri canali che rafforzano la trasmissione dei tassi negativi rispetto ad una riduzione dei tassi convenzionale, in particolare quando quest'ultima viene applicata in una situazione di prossimità al "limite inferiore" percepito⁸⁴.

In primo luogo, i tassi di interesse negativi eliminano il "vincolo di non negatività" per i tassi a breve termine attesi, attuali e futuri, consentendo così una trasmissione dell'accomodamento monetario lungo l'intera curva dei rendimenti. Prima di giugno 2014 la distribuzione dei futuri tassi a breve termine attesi era di fatto troncata allo zero, in quanto i partecipanti al mercato ritenevano poco probabile che i tassi futuri sarebbero stati negativi. L'introduzione di tassi di riferimento negativi ha consentito alla configurazione dei tassi di sconfinare in territorio negativo. Poiché l'espansione della distribuzione dei tassi di interesse in area negativa incide non solo sui tassi correnti, ma anche sui tassi futuri attesi, lo stimolo si trasmette anche alle scadenze a più lungo termine (cfr. il riquadro 1).

⁸⁴ Per un'analisi approfondita del ruolo e dell'efficacia delle misure non convenzionali, inclusa la politica dei tassi di interesse negativi, e i vari canali di trasmissione con cui esse influiscono sulle condizioni finanziarie, raggiungendo in ultima istanza l'economia reale, cfr. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, C., Lemke, W., Motto, R., Saint-Guilhem, A. e Yiangou, J., "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", *Working Paper Series*, n. 2346, BCE, dicembre 2019.

In secondo luogo, la politica dei tassi di interesse negativi accresce la domanda di attività a più lungo termine da parte degli investitori, esercitando una pressione al ribasso sul premio a termine. La remunerazione negativa della liquidità in eccesso e la sua trasmissione ai tassi di interesse a breve termine incentivano gli investitori a riequilibrare i loro portafogli a favore di attività con scadenze a più lungo termine, aumentando la domanda di tali titoli rispetto alla loro offerta. Sebbene questa compressione dei rendimenti di attività a più lungo termine avvenga anche a seguito di riduzioni di tassi di riferimento in territorio positivo, essa diventa più evidente quando i tassi sono negativi, dato che alcuni investitori sono particolarmente restii ad accettare rendimenti nominali negativi, ad esempio perché si sono impegnati a fornire rendimenti nominali positivi ai loro beneficiari finali. In ultima istanza ne consegue un'ulteriore pressione al ribasso sul premio a termine.

In terzo luogo, le banche commerciali sono incoraggiate a espandere la propria attività di prestito per evitare gli interessi negativi sulle riserve di liquidità in eccesso da loro detenute. Le banche sono soggette a oneri diretti sulla liquidità in eccesso che comprimono la loro redditività, in particolare dal momento che la remunerazione delle passività è in parte limitata allo zero. Tali oneri possono essere evitati riequilibrando i portafogli a favore dell'espansione del credito o acquistando titoli⁸⁵. Di fatto, i rendimenti di tutte le attività liquide presenti nei portafogli delle banche sono diminuiti rispetto ai prestiti, rappresentando un forte incentivo a favore di una ricomposizione dei portafogli verso attività volte alla creazione di credito⁸⁶.

Allo stesso tempo, tassi negativi comportano anche frizioni che possono ostacolare la trasmissione della politica monetaria attraverso le banche.

Le banconote forniscono un rendimento nominale pari a zero, pertanto, se i depositi presentano tassi di interesse nominali negativi, i depositanti possono, a un certo punto, cercare di evitarli ricorrendo all'accumulo di contante. Ciò implica che i tassi sui depositi al dettaglio, che sono abbastanza sensibili verso il basso quando i tassi di riferimento vengono corretti in territorio positivo, mostrano molta più rigidità. Poiché i rendimenti delle attività detenute dalle banche non sono soggetti alla stessa rigidità a ridursi, ne deriva una compressione dei margini di interesse delle banche, che esercita pressioni sulla loro redditività. Inoltre, le banche tendono a detenere attività con durata finanziaria relativamente lunga, i cui prezzi vengono ridefiniti con cadenza più lenta rispetto alle passività, per cui periodi prolungati di tassi negativi possono intaccare il patrimonio netto delle banche pregiudicando il meccanismo di trasmissione della politica monetaria basato sulle banche. Inoltre queste ultime, spinte dall'esigenza di mantenere i propri margini di intermediazione e di ridurre le attività

⁸⁵ Il sistema bancario nel suo complesso non può ridurre la liquidità in eccesso mediante l'espansione del credito o l'acquisto di titoli, poiché tali operazioni si limitano a trasferire liquidità da una banca all'altra all'interno del sistema chiuso in cui essa può circolare. Le singole banche possono tuttavia ridurre in questo modo le proprie eccedenze di liquidità.

⁸⁶ Cfr. Demiralp, S., Eisenschmidt, J. e Vlassopoulos, T., "Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2283, BCE, maggio 2019; e Bottero, M., Minoiu, C., Peydró, J.-L., Polo, A., Presbitero, A.F. e Sette, E., "Negative Monetary Policy Rates and Portfolio Rebalancing: Evidence from Credit Register Data", *IMF Working Papers*, n. 19/44, febbraio 2019.

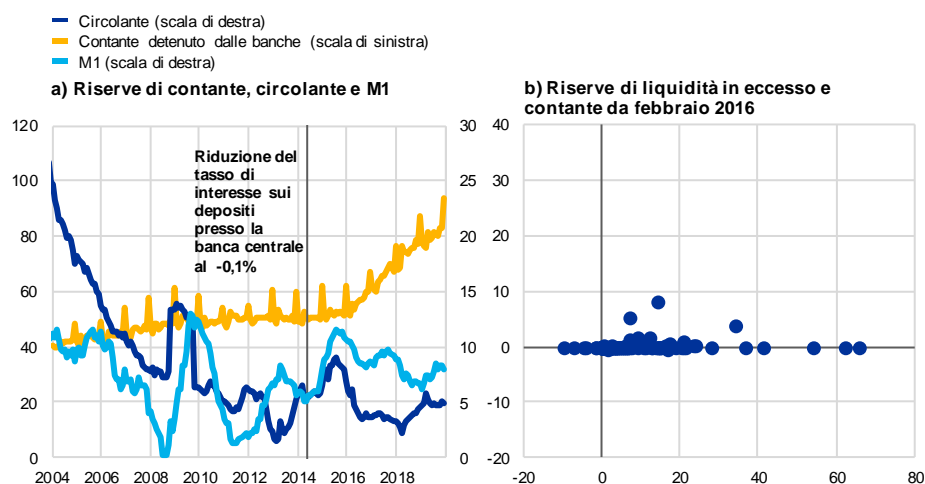
liquide meno rischiose, sono incentivate ad aumentare la propria tolleranza al rischio, con una conseguente potenziale propensione al rischio eccessiva⁸⁷.

Più in generale, gli investitori (bancari e non) potrebbero accumulare contante anziché riequilibrare i portafogli a favore di attività a più lungo termine o più rischiose, sebbene finora non si siano manifestati segnali di simili “fuoriuscite” di liquidità. Se il contante e i depositi fossero perfetti sostituti, gli operatori reagirebbero ai tassi di interesse negativi sui depositi detenendo contante, il che implicherebbe un limite inferiore effettivo pari a zero per i tassi di interesse. In pratica, tuttavia, essi non sono perfetti sostituti: di fatto, i depositi presentano diversi vantaggi, per esempio quello di essere più efficienti come mezzi di pagamento e come riserve di valore, e tale caratteristica presenta un valore monetario intrinseco. Finora non si sono manifestati segnali di riallocazioni su larga scala a favore del contante tra depositanti quali famiglie, imprese o istituzioni finanziarie non bancarie (cfr. il grafico 2, pannello a). Quanto alle banche, esse potrebbero, in linea di principio, anche utilizzare le proprie riserve in eccesso presso la banca centrale per acquisire e detenere contante, al fine di evitare il tasso negativo applicato su tali riserve. Sebbene sia stato effettivamente osservato un aumento del contante detenuto dalle banche, tale fenomeno non ha raggiunto entità tali da rappresentare un segnale significativo di riallocazione della liquidità a favore del contante nell’ambito del settore bancario, perché la correlazione tra liquidità in eccesso e consistenze di cassa effettive è bassa (cfr. il grafico 2, pannello b).

Grafico 2

Circolante, contante detenuto e liquidità in eccesso delle banche dell’area dell’euro

(pannello a: scala di sinistra: riserve non destagionalizzate, miliardi di euro; scala di destra: tasso di crescita sul periodo corrispondente; pannello b: asse delle ascisse: variazioni delle riserve in eccesso, miliardi di euro; asse delle ordinate: variazioni delle consistenze di cassa, miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale nel pannello a indica l'introduzione del tasso sui depositi negativo a giugno 2014. I dati relativi al circolante si riferiscono al tasso di crescita sul periodo corrispondente. Per M1 è indicato il tasso di crescita sui dodici mesi. Nel pannello b, le variazioni tra febbraio 2016 e dicembre 2019 sono calcolate sulla base delle medie annuali. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2019.

⁸⁷ Più in generale, anche gli operatori non bancari potrebbero essere incentivati a un'eccessiva assunzione di rischi. Ad esempio, diversi fondi di investimento e fondi pensione si impegnano a versare almeno l'importo nominale dei contributi iniziali. La politica dei tassi di interesse negativi riduce il rendimento che può essere ottenuto per un certo livello di rischio, costringendo tali intermediari ad accettare una minore redditività o a investire in attività più rischiose alla ricerca di rendimenti più elevati.

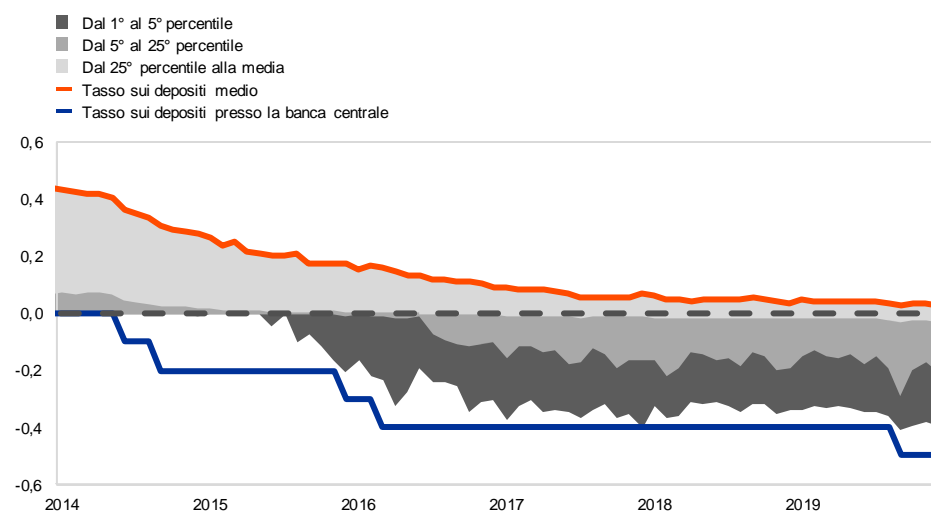
A causa di vincoli normativi, rischi di controversie o timori legati a un possibile ritiro, i tassi sui depositi al dettaglio generalmente non sono negativi.

Legislatori e autorità giudiziarie finora hanno mantenuto un quadro giuridico che pone una serie di vincoli giuridici e di rischi di controversie in relazione all'applicazione di tassi sui depositi negativi. Esistono differenze legate al paese e al settore di appartenenza del depositante, nonché alla loro applicazione a contratti nuovi o già esistenti. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, tuttavia, la trasmissione di tassi negativi sui depositi societari non è soggetta a vincoli giuridici ed è in effetti un fenomeno relativamente diffuso, che è cresciuto nel corso del tempo (cfr. il grafico 3)⁸⁸. Inoltre, a causa di provvigioni e commissioni, si può ottenere un rendimento nominale effettivo negativo anche sui depositi che non presentano un tasso di interesse negativo. Non vi sono comunque evidenze di deflussi significativi di depositi a carico delle banche a fronte di una remunerazione negativa dei depositi al dettaglio. Ciò suggerisce che, finché non supera il costo di accumulo di contante, un tasso nominale negativo potrebbe generare un diverso comportamento tra i depositanti al dettaglio soltanto per effetto di una sorta di illusione monetaria o altri bias comportamentali⁸⁹.

Grafico 3

Evoluzione dei tassi sui depositi delle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea rossa è un indicatore composito del tasso medio su nuovi depositi. L'indicatore composito è calcolato sulla base della media ponderata dei tassi sui nuovi depositi overnight e a scadenza concordata, prendendo come pesi gli importi in essere di queste due categorie. I tassi sui nuovi depositi a scadenza concordata corrispondono a una media ponderata dei tassi sui nuovi depositi per ciascuna scadenza (inferiore a 1 anno, tra 1 e 2 anni, superiore a 2 anni), in cui i pesi sono costituiti da medie mobili a 24 mesi dei nuovi volumi di attività. Le aree ombreggiate si riferiscono a quantili differenti della distribuzione dei tassi sui depositi. La linea continua blu rappresenta il tasso sui depositi presso la banca centrale e la linea nera tratteggiata indica lo zero. L'ultima osservazione si riferisce al dicembre 2019.

Altri strumenti di politica monetaria applicati attualmente, in particolare acquisti di attività, indicazioni prospettiche (forward guidance), operazioni

⁸⁸ Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M. e Holton, S., "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", *Working Paper Series*, n. 2289, BCE, giugno 2019.

⁸⁹ Ad esempio, anche se per gli agenti economici razionali il tasso di riferimento dovrebbe essere il tasso reale, sussiste una certa incertezza circa il livello di quest'ultimo, che dipende dalle aspettative di inflazione. Tuttavia, un tasso nominale negativo non è solo più trasparente, ma rappresenta anche una perdita certa.

mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, integrano e rafforzano la trasmissione della politica dei tassi di interesse negativi. Gli acquisti di attività determinano un aumento del volume di liquidità in eccesso nel sistema bancario, incentivando ancor di più le singole banche a trasferire la liquidità in eccesso verso altri istituti attraverso l'acquisto di attività. Le indicazioni prospettiche (forward guidance) riducono l'incertezza sull'andamento futuro dei tassi di interesse. Le OMRLT garantiscono alle banche tassi di interesse molto bassi (pari a quello sui depositi presso la banca centrale) sulla provvista e contribuiscono a incanalare la conseguente riduzione dei costi di raccolta verso nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie (ad eccezione di quelli per l'acquisto di abitazioni). Il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve consente di preservare l'effetto accomodante della politica dei tassi di interesse negativi attenuando nel contempo la pressione al ribasso sulla redditività delle banche derivante dalla remunerazione negativa delle riserve di liquidità in eccesso.

Riquadro 1

La trasmissione dei tassi di riferimento negativi alla curva dei rendimenti e ai prezzi di altre attività

a cura di Giacomo Carboni, Wolfgang Lemke e Daniel Kapp

In concomitanza con il calo complessivo del tasso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR) di 50 punti base tra giugno 2014 e la fine del 2019, i tassi sulle obbligazioni sovrane e i tassi swap a diverse scadenze sono scesi in modo significativo; al contempo, sono diminuiti i rendimenti delle obbligazioni societarie e aumentati i prezzi delle azioni. Nello specifico, il segmento a breve termine della curva dei rendimenti ha riprodotto il calo del DFR quasi punto per punto, con il tasso OIS (overnight index swap) a una settimana che è sceso di quasi 60 punti base tra il 4 giugno 2014 e la fine del 2019⁹⁰. I tassi OIS a dieci anni, che costituiscono un parametro di riferimento fondamentale per i tassi a lungo termine privi di rischio nell'area dell'euro, sono diminuiti di circa 130 punti base nello stesso periodo, superando il calo osservato nel segmento a breve della curva. I rendimenti sulle obbligazioni societarie di tipo investment grade delle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti di circa 120 punti base, mentre i corsi azionari dell'area dell'euro sono aumentati di quasi il 25 per cento.

Oltre alle variazioni dei tassi di riferimento della BCE presenti e attesi, una serie di altri fattori ha inciso sui rendimenti dei titoli obbligazionari a diverse scadenze. Ad esempio, i tassi a lungo termine comprendono anche i premi per il rischio, che a loro volta dipendono da diversi fattori, quali le altre misure di politica monetaria (tra cui gli acquisti di attività) e fattori di rischio di portata mondiale⁹¹. Al fine di stimare l'impatto sulla curva dei rendimenti derivante esclusivamente dalla politica di tassi di interesse negativi (negative interest rate policy, NIRP), è stato costruito uno scenario controfattuale in assenza di tale politica, in cui i tassi a breve termine attuali e attesi non possono scendere al di sotto

⁹⁰ La reazione del tasso swap a breve termine è lievemente più accentuata del movimento del tasso di riferimento, poiché il divario tra l'Eonia e il DFR era leggermente più ampio a metà del 2014 rispetto a oggi.

⁹¹ Per una rassegna sull'influenza dei fattori collegati alle misure di politica monetaria e di quelli da esse indipendenti sulla curva dei rendimenti nell'area dell'euro, cfr., ad esempio, l'intervento pubblico di Lane, P.R., "The yield curve and monetary policy" per il Centre for Finance e il Department of Economics presso l'University College London, Londra, 25 novembre 2019. Per una valutazione dell'impatto del programma di acquisto di attività (PAA) sui premi a termine nell'area dell'euro, cfr., ad esempio, l'articolo *Valutazione del programma di acquisto di attività dell'Eurosistema al termine degli acquisti netti*, nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

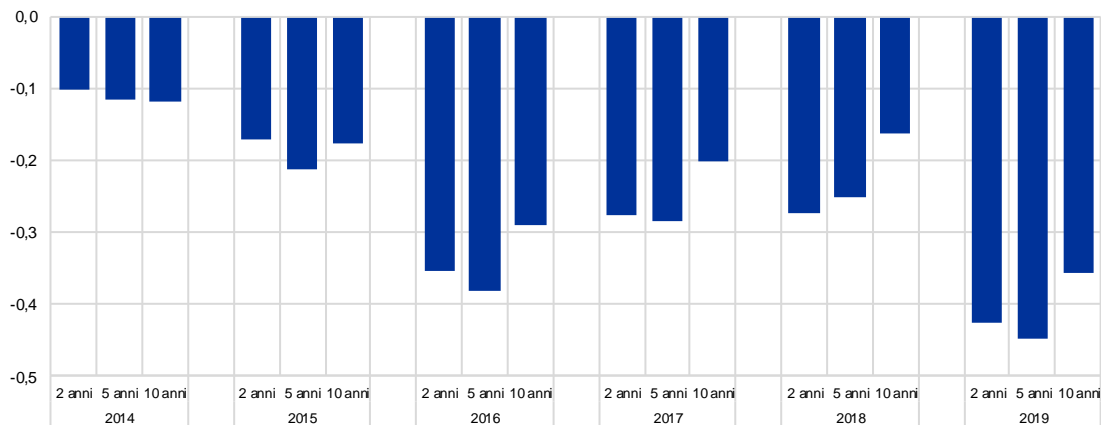
dello zero. Nello specifico, la densità neutrale al rischio dei tassi futuri a breve termine desunta dalle opzioni, a qualsiasi orizzonte temporale, viene portata a zero da un valore inferiore e la massa di probabilità assegnata dai mercati ai tassi al di sotto dello zero viene riattribuita in base a una soglia minima pari a zero (zero lower bound). Tali distribuzioni dei tassi controfattuali possono evidenziare un'asimmetria verso l'alto, che si traduce in una polarizzazione all'interno della curva a termine corrispondente. La differenza fra i tassi a termine in tale scenario ipotetico di tassi di interesse non negativi e i tassi effettivamente osservati rappresenta l'impatto dei tassi di riferimento negativi. Per tradurre tale impatto derivato sulla curva a termine nell'impatto complessivo sulla curva dei rendimenti è stato utilizzato un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR)⁹².

Secondo le stime, la politica NIRP avrebbe generato una compressione dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane a due e a dieci anni, pari, rispettivamente, a circa 40 e 35 punti base alla fine del 2019 (cfr. il grafico A). Contrariamente alle stime delle riduzioni dei tassi di riferimento standard in territorio positivo, l'impatto sulle scadenze a più lungo termine è relativamente ampio rispetto a quello sul segmento a breve della curva. Questo andamento è visibile anche se si osservano le variazioni della curva dei rendimenti in risposta a riduzioni inattese dei tassi di riferimento (shock), riprodotte in media per vari eventi; mentre l'impatto di una riduzione standard dei tassi diminuisce con relativa rapidità per le diverse scadenze, quello delle riduzioni che sconfinano in territorio negativo è più pronunciato⁹³.

Grafico A

Impatto stimato della politica dei tassi di interesse negativi sulla curva dei rendimenti delle obbligazioni sovrane

(punti percentuali)



Fonte: dati aggiornati per Rostagno, M. et al. op. cit.

Nota: il grafico illustra l'impatto della politica NIRP sui rendimenti sovrani (media ponderata dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi, francesi, italiani e spagnoli), che opera principalmente attraverso il tasso a breve termine e la curva a termine OIS.

Una delle ragioni alla base del diverso impatto delle nuove misure di politica monetaria risiede nel fatto che gli investitori, interessati ai rendimenti, potrebbero essere più incentivati a risalire le fasce di scadenza se le attività a più breve termine vengono sospinte verso rendimenti maggiormente negativi. Le riduzioni dei tassi al di sotto dello zero e le conseguenti comunicazioni da parte della BCE sono state generalmente intese dagli investitori come indicazioni di un ulteriore taglio dei tassi in futuro. La distribuzione dei tassi di riferimento futuri percepita dagli operatori di mercato si estende

⁹² Per i dettagli su questo approccio, cfr. Rostagno, M. et al., op. cit.

⁹³ Cfr., ad esempio, il grafico 6 nell'intervento di Lane, P.R., "The monetary policy toolbox: evidence from the euro area", pronunciato il 21 febbraio 2020 in occasione dell'US Monetary Policy Forum del 2020.

ulteriormente, pertanto, in territorio negativo, ridimensionando le aspettative rispetto ai tassi e comprimendo, di conseguenza, i tassi a lungo termine⁹⁴.

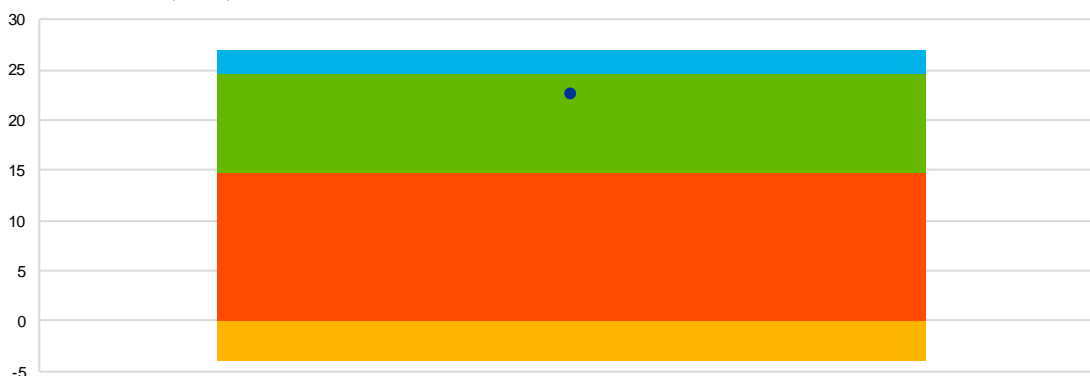
La riduzione dei tassi privi di rischio indotta dalla politica NIRP ha avuto un effetto diretto sui prezzi delle attività rischiose, producendo, a parità di altre condizioni, incrementi dei corsi azionari e riduzioni dei rendimenti sulle obbligazioni societarie e sovrane. L'impiego di un modello di sconto dei dividendi per ripartire i fattori che hanno determinato variazioni dei prezzi delle azioni tra l'inizio di giugno 2014 e la fine del 2019 indica che circa la metà dell'incremento totale dei corsi azionari è riconducibile a riduzioni della componente priva di rischio del tasso di sconto (cfr. il grafico B)⁹⁵. L'impatto stimato della politica NIRP, identificato mediante l'analisi della curva dei rendimenti sopra descritta, dovrebbe essere lievemente superiore a un quinto di questo valore, con un apporto di circa 3 punti percentuali all'aumento complessivo dei prezzi delle azioni. Questa cifra costituisce, probabilmente, il limite inferiore del contributo complessivo della politica NIRP alle variazioni dei corsi azionari, poiché l'effetto stimolante di tale misura di politica monetaria sull'economia (cfr. la sezione 4) ha presumibilmente accresciuto le aspettative relative agli utili e ridotto i premi per il rischio azionario attraverso gli effetti sul clima di fiducia. Al tempo stesso, nel periodo compreso tra giugno 2014 e la fine del 2019, il premio per il rischio azionario è, nel complesso, aumentato, costituendo un freno per i prezzi delle azioni. Pertanto, anche se, di per sé, la politica NIRP ha prodotto un effetto positivo sui premi per il rischio azionario, le valutazioni azionarie rispetto a quelle sui tassi privi di rischio non sembrerebbero essersi discostate rispetto ai livelli precedenti l'applicazione della politica dei tassi di interesse negativi.

Grafico B

Scomposizione della variazione dei corsi azionari nell'area dell'euro da giugno 2014 alla fine del 2019

(valori percentuali, variazioni cumulate da giugno 2014)

- Variazione dei prezzi delle azioni nell'area dell'euro
- Riduzione dei tassi privi di rischio dovuta alla politica NIRP
- Riduzione dei tassi privi di rischio dovuta ad altri fattori
- Variazione delle aspettative di crescita degli utili, dei dividendi e dei riacquisti di azioni proprie
- Variazione del premio per il rischio azionario



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters, IBES, Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

Note: la scomposizione si basa su un modello di sconto dei dividendi. Il modello include il riacquisto di azioni proprie, applica uno sconto sui flussi di cassa futuri con tassi di interesse di scadenza adeguata e include cinque orizzonti di crescita attesa dei dividendi. Ogni fascia dell'istogramma indica il contributo del rispettivo fattore alla variazione complessiva dei prezzi delle azioni. A causa di errori di approssimazione, la somma delle variazioni riportate nel grafico non corrisponde esattamente alla variazione complessiva dei prezzi delle azioni osservata nell'area dell'euro nel periodo in esame. Per ulteriori dettagli, cfr. il n. 4/2018 di questo Bollettino. Ultima osservazione: dicembre 2019.

⁹⁴ Cfr. Lane, P.R., "The yield curve and monetary policy", op. cit., e i riferimenti ivi contenuti.

⁹⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Misurare e interpretare il costo del capitale di rischio nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

Analogamente, a parità di altre condizioni, la politica NIRP ha indotto un calo della componente priva di rischio dei rendimenti sulle obbligazioni societarie e sovrane. Inoltre, il miglioramento delle prospettive macroeconomiche e della percezione del rischio potrebbero aver compresso ulteriormente i rendimenti per mezzo di differenziali e premi per il rischio più bassi.

Nel complesso, i tassi negativi hanno contribuito, unitamente ad altre misure di politica monetaria, a ridurre il costo del finanziamento tramite ricorso al mercato nell'area dell'euro a partire dalla metà del 2014. È importante sottolineare che essi hanno contribuito a ridurre i tassi di interesse privi di rischio sull'intero spettro delle scadenze, agevolando in tal modo la trasmissione a un'ampia gamma di strumenti di finanziamento a disposizione di imprese e famiglie: dai tassi sui prestiti bancari alle imprese (generalmente con scadenza a più breve termine) ai tassi sui mutui ipotecari e ai rendimenti sulle obbligazioni societarie (che solitamente presentano scadenze a più lungo termine e durata finanziaria maggiore).

3 Impatto sulla redditività delle banche e sull'assunzione di rischi

La redditività delle banche dell'area dell'euro ha registrato una graduale ripresa dalla significativa flessione verificatasi a seguito della crisi, ma rimane ridotta in termini storici (cfr. il grafico 4). Nel periodo precedente la crisi finanziaria la redditività delle banche ha registrato una tendenza al rialzo seguita da un calo, dovuto in gran parte a un netto aumento degli accantonamenti per perdite su crediti. Dal 2012 la redditività delle banche ha registrato una ripresa graduale, grazie a minori accantonamenti per perdite su crediti e al margine di interesse sostanzialmente stabile. Tuttavia, nel terzo trimestre del 2019 il rendimento del capitale era pari al 6 per cento circa, un livello inferiore alla maggior parte delle stime del costo del capitale di rischio. Per esempio, la maggior parte delle banche che hanno partecipato al questionario per la valutazione dei rischi elaborato dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority's Risk Assessment Questionnaire) ha segnalato un costo stimato del capitale di rischio compreso tra l'8 e il 10 per cento⁹⁶. Al di là del contesto congiunturale, le sfide strutturali che il settore bancario dell'area dell'euro si è trovato ad affrontare hanno svolto un ruolo significativo nel calo generalizzato della redditività delle banche⁹⁷. Bassi profitti limitano la possibilità di una ricapitalizzazione sistematica delle banche attraverso gli utili non distribuiti, necessaria per costruire e conservare la capacità di intermediazione e di fornire credito a imprese e famiglie. Allo stesso tempo, le valutazioni delle quotazioni bancarie da parte dei mercati sono contenute, anche rispetto a quelle di altre imprese, finanziarie e non. Ciò, a sua volta, può inibire l'accesso al mercato a scopo di finanziamento da parte delle banche, perché rivolgersi ai mercati in un contesto di basse quotazioni comporterebbe una marcata diluizione delle partecipazioni degli attuali azionisti.

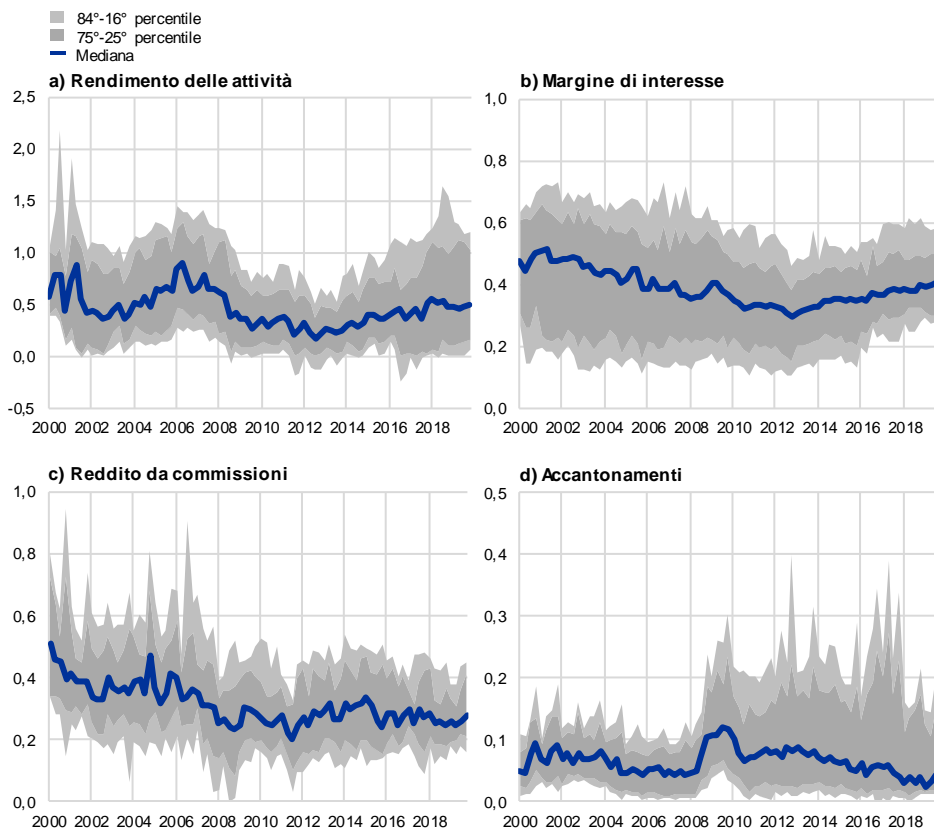
⁹⁶ Cfr. "Risk Assessment Questionnaire – Summary of the Results", Autorità bancaria europea, autunno 2019.

⁹⁷ Fra tali sfide figurano: inefficienze in termini di costi, eccesso di capacità produttiva, forte concorrenza e insufficiente diversificazione dei ricavi. Cfr. per esempio, Andersson, M., Kok, C., Mirza, H., Móri, C. e Mosthaf, J., "How can euro area banks reach sustainable profitability in the future?" *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018.

Grafico 4

Evoluzione della redditività e delle componenti principali

(in percentuale del totale attivo)



Fonti: Bankscope, SNL, Bloomberg e Capital IQ.

Note: il grafico illustra l'andamento nel tempo delle principali componenti della redditività delle banche in percentuale del totale attivo (asse delle ordinate) e la relativa dispersione cross-section per un campione di 288 banche. La linea blu continua rappresenta la mediana del campione di banche per ciascun trimestre. Analogamente, le aree ombreggiate indicano l'intervallo interquartile (grigio scuro) e la deviazione standard (grigio chiaro) della distribuzione cross-section delle banche. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2019.

I tassi di interesse negativi presentano sia svantaggi sia benefici per la redditività delle banche e l'effetto netto è, in ultima analisi, una questione empirica.

Oltre ai vincoli imposti sulla riduzione dei tassi sui depositi al dettaglio al di sotto dello zero, la politica dei tassi di interesse negativi si traduce in una riduzione più significativa dei tassi nel segmento a più lungo termine della struttura per scadenza, rispetto a una riduzione dei tassi di interesse nell'ambito di una misura convenzionale (cfr. il riquadro 1). Dal momento che le banche solitamente effettuano la trasformazione delle scadenze, ottenendo finanziamenti con scadenze a più breve termine e durate finanziarie inferiori a quelle a cui esse ne concedono, ciò contribuisce a ridurre ulteriormente i margini netti di interesse rispetto a una riduzione in un contesto di tassi di interesse positivi. Esistono tuttavia anche canali attraverso i quali la politica dei tassi di interesse negativi sostiene gli utili delle banche, in particolare attraverso il suo impatto sulle valutazioni delle attività e, in modo più rilevante, sullo scenario macroeconomico⁹⁸. L'impatto positivo di tali misure sulle condizioni macroeconomiche porta a un aumento dei volumi di intermediazione, sostenendo il

⁹⁸ Altavilla, C., Boucinha, M. e Peydró, J.-L., "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment", *Economic Policy*, vol. 33, n. 96, 2018, pagg. 531-586.

marginale di interesse. Inoltre, il miglioramento delle prospettive economiche e il livello contenuto dei tassi di interesse accrescono il merito di credito dei prenditori, riducendo i costi derivanti dagli accantonamenti per perdite su crediti. Allo stesso tempo, il calo dei rendimenti a seguito della politica di tassi di interesse negativi si riflette in un aumento del valore dei titoli detenuti dalle banche, che si traduce in un (temporaneo) guadagno in conto capitale per le banche.

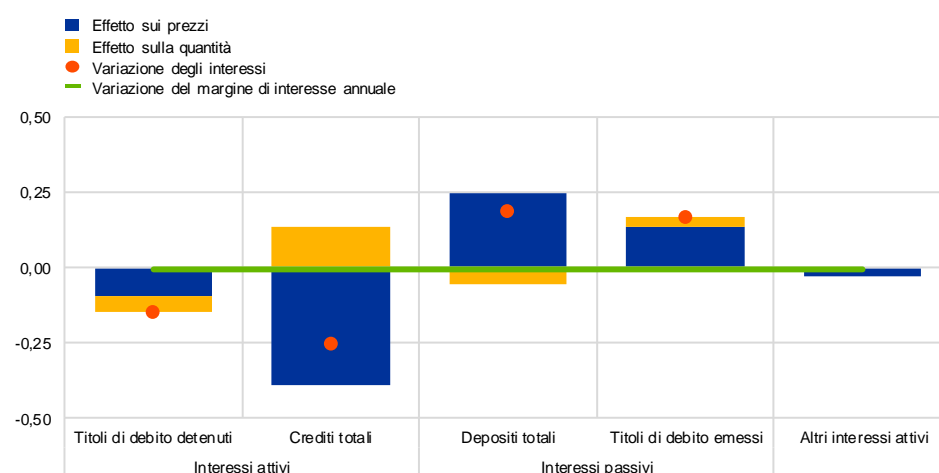
La componente principale della redditività delle banche, cioè il margine di interesse, ha finora mostrato una sostanziale tenuta, poiché l'aumento dei volumi d'intermediazione ha compensato la riduzione dei margini.

Il grafico 5 mostra che il calo dei ricavi da prestiti e titoli è stato compensato da quello degli interessi passivi sui depositi e sui titoli di debito emessi, sulla base dell'andamento effettivo dei tassi di interesse e dei volumi. Nel grafico, tali andamenti sono rappresentati dai punti rossi e poi ulteriormente scomposti negli effetti sui prezzi e sulla quantità (porzioni gialle e blu degli istogrammi). Ciò dimostra che l'impatto negativo dei tassi di interesse più bassi sui ricavi da prestiti è stato in parte compensato dall'aumento dei volumi di intermediazione. L'effetto negativo sulla quantità dei titoli di debito detenuti all'attivo riflette gli interventi di riequilibrio dei portafogli a favore dei prestiti operati dalle banche. Analogamente, dal lato delle passività, grazie alla liquidità immessa attraverso il PAA, si è verificato un aumento dei depositi da parte del settore detentore di moneta, di conseguenza questa fonte di provvista è diventata più rilevante per le banche. Allo stesso tempo, tassi di interesse più bassi sui depositi e sui titoli di debito emessi hanno sostenuto il margine di interesse.

Grafico 5

Variazioni del margine di interesse tra il 2014 e il terzo trimestre del 2019

(in percentuale del totale attivo)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il campione è bilanciato (comprende 194 banche dell'area dell'euro) e corretto per le principali fusioni e acquisizioni. Gli interessi passivi sono invertiti, quindi le diminuzioni dei costi sono indicate come contributi positivi agli utili.

Ai fini di una valutazione sistemica dell'impatto della politica di tassi d'interesse negativi sulla redditività delle banche, è indispensabile esaminarne le componenti diverse dal margine di interesse e tenere conto degli effetti di tale politica sull'economia in generale. Come illustrato sopra, a parità di condizioni,

ci si aspetterebbe che tassi di interesse più bassi e, in particolare, negativi, inducessero una riduzione del margine di interesse delle banche, come evidenziato in effetti da diversi studi empirici su tale relazione⁹⁹. Tuttavia, l'impatto complessivo sulla redditività delle banche dipende non solo dall'andamento dei margini netti di interesse, ma anche dalle prospettive macroeconomiche, che incidono sulla domanda di credito, sul merito di credito del prenditore e, conseguentemente, sui volumi di intermediazione e sugli accantonamenti per le perdite sui crediti. Pertanto, una valutazione globale dell'impatto di tassi di interesse bassi o negativi sulla redditività delle banche impone di tenere conto non solo dell'andamento dei tassi di interesse stessi, ma anche degli effetti della politica monetaria sull'attività economica.

Finora i tassi di interesse negativi hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro sulla redditività delle banche, in quanto i loro effetti negativi sul margine di interesse sono stati compensati dagli effetti positivi sul merito di credito dei prenditori. Il grafico 6 riporta i risultati di una valutazione complessiva degli effetti della politica di tassi di interesse negativi sulla redditività delle banche. L'esercizio è stato condotto confrontando l'andamento effettivo delle principali componenti della redditività delle banche nel periodo durante il quale è stata attuata tale politica con quello di uno scenario controfattuale in cui essa non sarebbe stata attuata. Detto scenario viene elaborato a partire dalla simulazione di un modello BVAR basato sull'ipotesi che il limite inferiore dei tassi pari a zero sia sempre in vigore, impedendo in tal modo alla struttura a termine dei tassi di interesse di assumere valori negativi per tutte le scadenze¹⁰⁰. In tale scenario, tassi di interesse più elevati si sarebbero tradotti in una più debole dinamica dei prestiti, in un deterioramento del merito di credito dei prenditori e, conseguentemente, in maggiori accantonamenti per perdite su crediti. L'effettivo andamento delle componenti della redditività delle banche (punti rossi) può pertanto essere scomposto in una parte che rappresenta l'impatto stimato della politica di tassi di interesse negativi (porzione gialla degli istogrammi) e una che sarebbe stata osservata nello scenario controfattuale (porzione blu degli istogrammi). Coerentemente con gli elementi di attrito evidenziati in precedenza, l'impatto stimato della politica di tassi di interesse negativi sul margine di interesse è negativo¹⁰¹. I costi diretti di remunerazione della liquidità in eccesso di cui dispongono le banche in presenza di un tasso negativo sui depositi presso la banca centrale vengono rappresentati come una componente distinta e sono nel complesso contenuti. Il grafico mostra inoltre l'effetto positivo dei tassi di interesse negativi sugli altri ricavi.

⁹⁹ Cfr., ad esempio, Alessandri, P. e Nelson, B.D., "Simple Banking: Profitability and the Yield Curve", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47(1), 2015, pagg. 143-175; e Borio C., Gambacorta, L. e Hofmann, B., "The influence of monetary policy on bank profitability", *International Finance*, vol. 20(1), 2017, pagg. 48-63.

¹⁰⁰ Nel modello sono inclusi dati relativi a: rendimento delle attività, margine di interesse, altri ricavi, accantonamenti per perdite su crediti, tassi di prestito alle SNF, volumi di prestito alle SNF, PIL in termini reali, inflazione armonizzata e i tassi di interesse per scadenze con durata residua pari a un giorno, cinque anni e dieci anni nel periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il secondo trimestre del 2019. Per maggiori informazioni sui dettagli tecnici del modello, cfr. Altavilla, C. et al., "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment", op. cit. Come in Rotarno, M. et al., op. cit., l'analisi si basa su una previsione condizionata basata su uno scenario controfattuale in cui non verrebbe attuata una politica di tassi di interesse negativi e in cui verrebbe costantemente applicato il limite inferiore dei tassi pari a zero, impedendo in tal modo alla struttura a termine dei tassi di assumere valori negativi su tutte le scadenze.

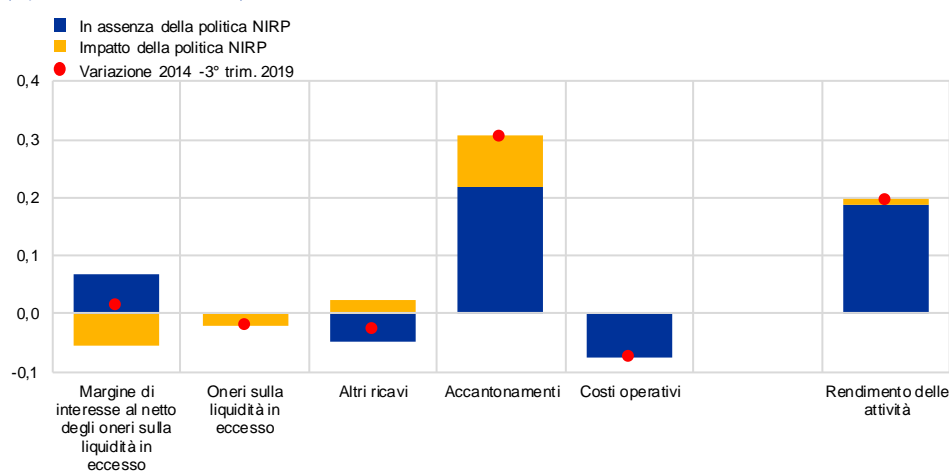
¹⁰¹ La porzione blu degli istogrammi indica un valore positivo per il margine di interesse e implica che i fattori di compensazione sono stati finora più significativi del previsto. Ciò potrebbe essere dovuto a un'evoluzione nella struttura della provvista delle banche verso fonti di finanziamento meno costose o a una ricomposizione dei portafogli a favore di attività più rischiose e quindi a più alto rendimento.

Tale effetto è relativamente modesto e di breve durata, in quanto riflette principalmente l'impatto delle riduzioni dei tassi d'interesse sul valore dei titoli detenuti dalle banche. È ancor più importante rilevare che, secondo alcune stime, la politica NIRP ha rappresentato una quota significativa del calo registrato negli accantonamenti per le perdite sui crediti. Nel complesso, tenendo conto di tutti gli effetti illustrati, si ritiene che tale politica abbia avuto finora un impatto trascurabile sulla redditività delle banche.

Grafico 6

Variazioni nella redditività delle banche tra il 2014 e il terzo trimestre del 2019 e impatto della politica NIRP

(in percentuale delle attività totali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il campione è bilanciato (comprende 194 banche dell'area dell'euro) e corretto per le principali fusioni e acquisizioni. L'impatto della politica di tassi di interesse negativi è ottenuto mediante un modello BVAR dinamico.

Sebbene alcune banche siano maggiormente esposte a un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, finora non vi sono evidenze di un impatto complessivamente negativo della politica NIRP sulla redditività delle banche tra i vari modelli di business adottati dagli istituti.

Tale conclusione è basata su una valutazione degli effetti della politica di tassi di interesse negativi sulla redditività delle banche in tutti i modelli di business adottati da queste ultime; detta valutazione è stata ottenuta utilizzando un modello macroeconomico dinamico simile a quello descritto in precedenza. I risultati indicano che, mentre la politica NIRP ha un impatto negativo maggiore sui margini netti di interesse delle banche al dettaglio, cioè quelle che dipendono maggiormente dai depositi al dettaglio, questi stessi istituti beneficiano in misura maggiore del miglioramento della qualità del credito e dei volumi di intermediazione riconducibili agli effetti positivi dell'accomodamento monetario sulle prospettive macroeconomiche.

In prospettiva, l'equilibrio tra costi e benefici può subire un'evoluzione se i tassi di interesse restano a livelli contenuti per un lungo periodo di tempo.

È probabile che l'impatto negativo sui margini netti di interesse sarà più significativo se i tassi di interesse resteranno a livelli contenuti per un periodo di tempo più

lungo¹⁰². Ciò è dovuto al fatto che la redditività delle banche sta ancora beneficiando dei ricavi derivanti dai prestiti a tasso fisso erogati quando i tassi di interesse erano più elevati e tali introiti diminuiranno progressivamente man mano che i prestiti in essere giungeranno a scadenza¹⁰³. Inoltre, i margini per ulteriori risparmi in termini di accantonamenti e costi di finanziamento sono limitati, in particolare per le banche il cui portafoglio di prestiti è concentrato su prenditori a basso rischio. Anche il costo della detenzione di riserve in eccesso è aumentato in seguito al taglio del tasso sui depositi presso la banca centrale deciso a settembre 2019 e all'incremento della liquidità in eccesso determinato dal riavvio del PAA, ma questi effetti sono attenuati dall'introduzione del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso (cfr. anche il riquadro 2).

Sebbene la compressione dei margini di intermediazione possa determinare un aumento della rischiosità dei portafogli bancari, finora vi sono pochi elementi che dimostrano che tale aumento sia stato eccessivo. In seguito all'adozione di

una politica di tassi di interesse negativi, le banche potrebbero essere più propense ad accrescere il profilo di rischio dei loro investimenti, nell'intento di ottenere rendimenti più elevati¹⁰⁴. Se tale livello di rischiosità possa essere ritenuto eccessivo dipende dal fatto che sia o meno incorporato in maniera adeguata nei prezzi in base ai termini e alle condizioni dei nuovi prestiti e, soprattutto, dal fatto che sia tenuto in considerazione nei criteri per la concessione del credito. Le evidenze ricavate dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (Bank Lending Survey, BLS) mostrano che l'allentamento dei margini sui prestiti più rischiosi è stato molto più contenuto rispetto a quello sui prestiti di media rischiosità e che, nell'ultimo anno, i margini sui prestiti più rischiosi si sono in effetti ridotti¹⁰⁵. Inoltre, le evidenze ricavate dai modelli indicano che l'aumento del profilo di rischio dei portafogli è stato adeguatamente integrato nei tassi di prestito, anche se alcuni settori, come quello del credito al consumo, hanno iniziato a mostrare segnali di esuberanza¹⁰⁶. Le pressioni esercitate dalle autorità di regolamentazione e vigilanza hanno svolto e continuano a svolgere un ruolo cruciale nel promuovere un equilibrio tra tassi negativi e prudenza nelle prassi di determinazione dei prezzi dei prestiti¹⁰⁷.

¹⁰² Cfr., ad esempio, Altavilla, C. et al., "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment", op. cit.; e Claessens, S., Coleman, N. e Donnelly, M., "Low-For-Long' interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 35, parte A, 2018, pagg. 1-16.

¹⁰³ Il grafico 1 illustra la tendenza al ribasso dei margini tra prestiti e depositi per i crediti di nuova erogazione. Analogamente, concedendo prestiti o investendo in titoli a tasso fisso e con lunghe scadenze nel contesto attuale, le banche stanno operando scelte che le vincolano a flussi di reddito contenuti per un lungo periodo di tempo, fattore che potrebbe ripercuotersi negativamente sulla loro redditività in futuro.

¹⁰⁴ Cfr. Heider, F., Saidi, F. e Schepens, G., "Life below zero: Bank lending under negative policy rates", *The Review of Financial Studies*, vol. 32(10), 2019.

¹⁰⁵ Cfr. l'articolo a cura di Burlon, L., Dimou, M., Drahonsky, A. e Köhler-Ulbrich, P., **Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario** nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

¹⁰⁶ Cfr. Albertazzi U., Altavilla C. e Boucinha M., "Assessing the excessiveness of banks' risk-taking", in Albertazzi, U., Barbiero, F., Marques-Ibanez, D., Popov, A., Rodriguez D'Acri, C. e Vlassopoulos, T., "Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed", *Working Paper Series*, n. 2377, BCE, febbraio 2020.

¹⁰⁷ Cfr. Altavilla, C., Boucinha, M., Peydró, J.-L. e Smets, F., "Banking supervision, monetary policy and risk-taking: big data evidence from 15 credit registers", *Working Paper Series*, n. 2349, BCE, gennaio 2020.

Poiché un contesto generale caratterizzato da tassi di interesse contenuti può comportare rischi per la stabilità finanziaria, interventi macroprudenziali mirati rappresentano le misure più adeguate per affrontare fragilità specifiche.

Il debito eccessivo, l'eccessiva valutazione di talune attività finanziarie o l'esuberanza mostrata da alcuni mercati dell'edilizia residenziale possono essere favoriti da un contesto generale caratterizzato da tassi di interesse contenuti e possono minacciare la stabilità finanziaria. Ad esempio, dall'indagine sul credito bancario di gennaio 2020 è emerso che, anche in presenza di crescenti preoccupazioni legate alle prospettive macroeconomiche che hanno ridotto l'indebitamento delle imprese, la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni continua ad aumentare a un tasso superiore alla media storica¹⁰⁸. Sebbene il tasso complessivo di crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro non sia molto elevato rispetto a episodi passati, in alcuni paesi esso può suscitare timori per la stabilità finanziaria, in quanto può generare bolle nei prezzi locali delle abitazioni, che possono giustificare interventi macroprudenziali mirati da parte delle autorità nazionali¹⁰⁹. In effetti, il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha recentemente pubblicato una serie di segnalazioni e raccomandazioni sulle vulnerabilità nel settore immobiliare residenziale¹¹⁰. Inoltre, le autorità macroprudenziali in diverse giurisdizioni hanno adottato una serie di misure nel settore immobiliare relative alla scadenza, al rapporto tra valore dei prestiti e valore delle garanzie e al rapporto tra servizio del debito e reddito dei debitori.

Riquadro 2

La trasmissione dei tassi negativi nei mercati monetari dell'area dell'euro

a cura di Nick Lighthart e Julian Schumacher

I tassi di interesse a breve termine nei mercati monetari dell'area dell'euro svolgono un ruolo fondamentale nel processo di trasmissione della politica monetaria, rappresentando i principali riferimenti delle banche nella determinazione del prezzo dei prestiti concessi a imprese e famiglie. Un'efficace trasmissione della politica monetaria richiede pertanto che le variazioni dei tassi di riferimento della BCE siano rapidamente seguite dagli andamenti dei tassi sul mercato monetario. Infine, i tassi di mercato che più rilevano per la determinazione dei prezzi dei prestiti bancari variano in base ai tassi overnight non garantiti, come l'Eonia (Euro overnight index average) e l'€STR (Euro short-term rate)¹¹¹.

L'offerta di riserve di banca centrale disponibile nel sistema bancario determina quali tassi di interesse di riferimento della BCE ancorano i tassi a breve termine (cfr. il grafico A). Tale relazione vale anche in un contesto di tassi di interesse negativi. Se la banca centrale fornisce riserve sufficienti solo a soddisfare la domanda del sistema bancario derivante dagli obblighi di riserva e dai fattori autonomi, gli operatori di mercato tendono a fissare il costo del finanziamento overnight su livelli

¹⁰⁸ Cfr. *The euro area bank lending survey – Fourth quarter of 2019*, BCE, gennaio 2020.

¹⁰⁹ Cfr. Burlon, L., Gerali, A., Notarpietro, A. e Pisani, M., "Non-standard monetary policy, asset prices and macroprudential policy in a monetary union", *Journal of International Money and Finance*, vol. 88, 2018, pagg. 25-53.

¹¹⁰ Cfr. il comunicato stampa *ESRB issues five warnings and six recommendations on medium-term residential real estate sector vulnerabilities*, pubblicato dal CERS il 23 settembre 2019.

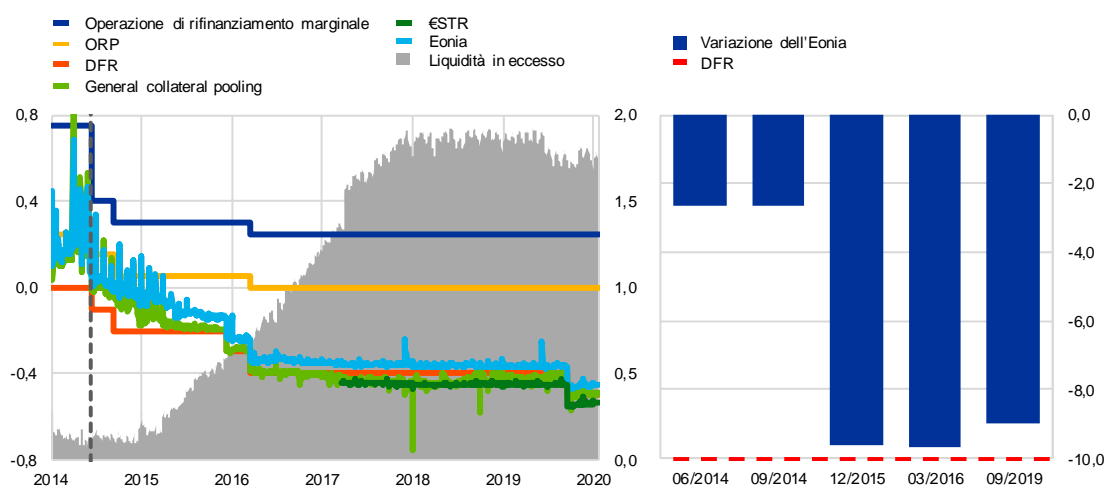
¹¹¹ L'Euribor (Euro interbank offered rate) e i tassi swap sui tassi di interesse sono i tassi di riferimento più comunemente utilizzati nell'area dell'euro per la determinazione dei prezzi dei prestiti bancari alle SNF e alle famiglie. Tali tassi di riferimento dipendono dalle attese sui tassi overnight non garantiti, come l'Eonia o l'€STR, e quindi, in ultima analisi, variano in base a questi ultimi.

prossimi al tasso di interesse sulle ORP¹¹². In condizioni di eccesso di liquidità, tuttavia, i tassi overnight sono ancorati al tasso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR). Quando a giugno 2014 la BCE ha avviato la politica dei tassi di interesse negativi riducendo il DFR al di sotto dello zero, la liquidità eccedente, pari a circa 200 miliardi di euro, era già elevata rispetto ai livelli pre-crisi. I tassi a breve termine, di conseguenza, oscillavano fra il DFR e il tasso sulle ORP. L'immissione di ingenti quantitativi di liquidità eccedente generata dal programma di acquisto di attività ha determinato un più netto avvicinamento dei tassi di interesse al DFR, in particolare dall'inizio del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) a marzo 2015.

Grafico A

Tassi del mercato monetario a breve termine e liquidità in eccesso

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



Fonti: BCE e Bloomberg.

Note: il pannello di destra mostra la variazione dell'Eonia nel primo giorno successivo a ciascuna riduzione del tasso rispetto al livello medio dell'Eonia nelle cinque giornate operative precedenti ciascuna riduzione del tasso. Prima di ottobre 2019 si utilizzano i dati precedenti l'introduzione dell'€STR. Nel pannello di sinistra la linea verticale tratteggiata indica l'introduzione del DFR negativo. Nel pannello di destra la linea orizzontale tratteggiata indica l'entità di ogni riduzione del DFR (10 punti base). **Ultime osservazioni: 27 gennaio 2020.**

La politica dei tassi di interesse negativi della BCE si è correttamente trasmessa ai tassi a breve termine (cfr. il grafico A). L'Eonia, storicamente il tasso sui prestiti interbancari per i finanziamenti overnight, si aggira attualmente intorno al -0,45 per cento, circa 50 punti base al di sotto del livello osservato a giugno 2014¹¹³, ricalcando quindi pienamente la complessiva riduzione del DFR dall'avvio della politica dei tassi di interesse negativi. Il ritardo di trasmissione delle iniziali riduzioni del DFR al di sotto dello zero a giugno e settembre 2014 è riconducibile, probabilmente, ai costi di adeguamento operativo degli operatori di mercato nel nuovo contesto di tassi di interesse negativi, così come alle frizioni nella distribuzione della liquidità eccedente nell'area dell'euro¹¹⁴. Per contro,

¹¹² Cfr. tra gli altri, Poole, W. (1968), "Commercial bank reserve management in a stochastic model: implications for monetary policy", *Journal of Finance*, vol. 23, pagg. 769-791.; Whitesell, W. (2006), "Interest rate corridors and reserves," *Journal of Monetary Economics*, vol. 53(6), pagg. 1177-1195; e Bindseil, U. (2014), *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press.

¹¹³ L'Eonia era tradizionalmente calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sui prestiti overnight non garantiti tra le banche. Tale metodo di calcolo, tuttavia, non è conforme al regolamento dell'UE sugli indici di riferimento (Regolamento (UE) 2016/1011) e non può essere utilizzato per nuovi contratti conclusi dopo il 1° gennaio 2020. Dal 2 ottobre 2019, pertanto, l'Eonia è calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base.

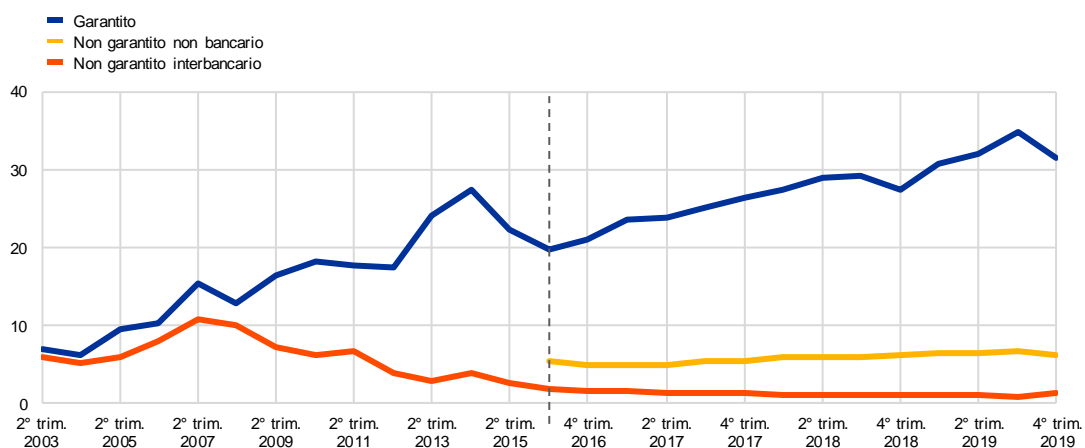
¹¹⁴ Cfr. Demiralp, S. et al., op. cit.

le successive riduzioni del DRF, verificatesi in condizioni di elevato eccesso di liquidità, sono state rapidamente seguite dai tassi del mercato monetario a breve termine.

Grafico B

Volumi negoziati in alcuni segmenti del mercato monetario

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: Euro Money Market Survey della BCE (fino al secondo trimestre 2015) e segnalazioni statistiche sui mercati monetari (money market statistical reporting, MMSR) (dal terzo trimestre 2016).

Nota: la linea verticale tratteggiata indica l'inizio della raccolta dei dati MMSR (terzo trimestre 2016). Ultime osservazioni: quarto trimestre 2019.

L'eccesso di liquidità generato dalle misure non convenzionali della BCE ha ridotto la domanda di liquidità a breve termine sui mercati monetari da parte delle banche e tale flessione, a sua volta, ha indotto alcuni tassi di riferimento del mercato monetario a collocarsi al di sotto del DRF. Ciò riflette il fatto che le banche dell'area dell'euro hanno la possibilità di collocare la propria liquidità eccedente nei depositi presso la banca centrale anziché impiegarla nell'erogazione di prestiti sul mercato (cfr. il grafico B)¹¹⁵. Ne consegue che i tassi interbancari non garantiti (qual è storicamente l'Eonia), pur permanendo al di sopra del DRF, si basano su volumi di scambio sempre minori. Il PAA, al contempo, ha reso disponibili ingenti quantitativi di liquidità a istituti bancari e non bancari situati all'esterno dell'area dell'euro, i quali non hanno accesso ai depositi presso la BCE. Per mantenere riserve di liquidità, tali operatori devono ricorrere ai mercati monetari dell'area dell'euro. Importanti tassi di riferimento che riflettono tale più ampio spettro di operatori di mercato, come l'€STR, sono quindi in gran parte dominati dalla raccolta di depositi delle banche dell'area dell'euro. Tali tassi di riferimento sono scesi al di sotto del DRF, poiché le banche che dispongono di abbondanti riserve applicano un differenziale per accettare ulteriori depositi. Per ragioni analoghe, anche i tassi su alcune operazioni pronti contro termine oscillano intorno a valori inferiori al DRF. Se, da un lato, i tassi dei pronti contro termine nel comparto delle garanzie generiche (general collateral), che riflettono i costi di finanziamento in contanti, sono rimasti legati in modo relativamente stretto al livello del DRF, dall'altro, i tassi dei pronti contro termine con collaterale specifico sono talvolta diminuiti in misura

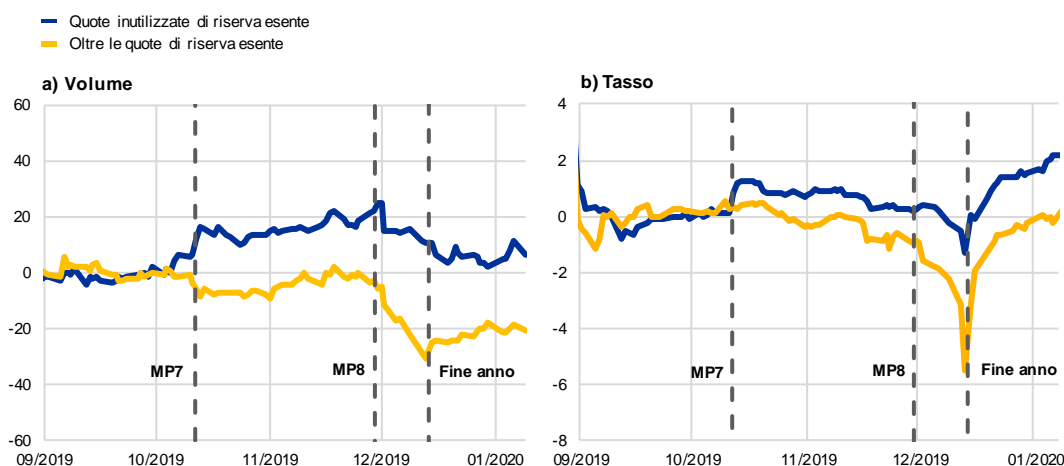
¹¹⁵ Il calo della domanda è stato determinato dai regolamenti post-crisi, i quali hanno incrementato il costo di regolamentazione delle attività di negoziazione non garantite, probabilmente aggravato dalla frammentazione residua del mercato lungo i confini nazionali.

significativamente inferiore, di riflesso alla ricerca di specifici titoli da parte degli operatori di mercato¹¹⁶.

Grafico C

Reazione dei volumi e dei tassi di indebitamento bancario garantito all'introduzione del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve eccedenti

(pannello di sinistra: valori percentuali; pannello di destra: punti base)



Fonte: BCE.

Note: MP7 ed MP8 indicano il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2019. Il grafico mostra le consistenze dei volumi di prestiti garantiti in essere e il tasso di indebitamento medio ponderato per il volume di quegli operatori aderenti alle segnalazioni statistiche sui mercati monetari (money market statistical reporting, MMSR) che su base regolare effettuano negoziazioni sul mercato garantito, distinguendo tra operatori con consistenze di liquidità eccedenti durante il sesto periodo di mantenimento delle riserve (MP6) inferiori alla rispettiva soglia di esenzione (pari a sei volte il requisito di riserva minima) (linea blu) e gli operatori con consistenze di liquidità eccedente superiori alla rispettiva soglia di esenzione (linea gialla). Per ciascuno dei due gruppi le consistenze dei volumi in essere è indicata come deviazione percentuale media dal dato medio durante l'MP6. I tassi sono espressi come deviazioni in punti base dal tasso medio durante l'MP6. Le linee verticali tratteggiate indicano l'inizio dell'MP7 (con l'introduzione del sistema a due livelli), l'inizio dell'MP8 e la fine dell'anno 2019. Ultime osservazioni: 25 gennaio 2020.

A settembre 2019 la BCE ha deciso di introdurre un sistema a due livelli per la remunerazione delle consistenze di liquidità eccedente per sostenere il canale bancario di trasmissione della politica monetaria. L'esperienza iniziale di tale sistema suggerisce che una quota sufficiente di liquidità eccedente rimane soggetta al DFR per garantire il proseguimento dell'efficace trasmissione dei tassi di riferimento negativi nei mercati monetari dell'area dell'euro¹¹⁷. Nel sistema a due livelli, parte della liquidità eccedente detenuta dagli enti creditizi presso l'Eurosistema è attualmente remunerata allo 0 per cento anziché al DFR. Ciò incentiva le banche che detengono liquidità eccedente al di sotto della rispettiva soglia di esenzione a prendere in prestito riserve aggiuntive a qualunque tasso inferiore allo 0 per cento e depositarle presso la banca centrale ricavandone un profitto. Le banche che disponevano di quote inutilizzate di riserva esente prima dell'introduzione del sistema a due livelli hanno pertanto aumentato in misura consistente le proprie attività di finanziamento sul mercato monetario nel segmento garantito (cfr. il grafico C, pannello di sinistra). Nel contempo l'attività di finanziamento delle banche nel segmento non garantito è rimasta limitata e prevalentemente

¹¹⁶ Le operazioni in pronti contro termine possono rispondere a esigenze di liquidità (sono avviate per ottenere prestiti in contanti a fronte di garanzie) o essere determinate da una domanda di titoli (sono avviate per "prendere in prestito" in via temporanea titoli specifici offerti a garanzia della liquidità prestata). Poiché gli operatori ricercano garanzie specifiche, alcuni panieri di garanzie di particolari emittenti e persino quelli più ampi di garanzie generiche sono stati negoziati al di sotto del DFR. In risposta a tali andamenti l'Eurosistema ha potenziato le proprie operazioni di prestito in titoli accettando garanzie in contanti a partire da dicembre 2016, attenuando in parte le pressioni sui mercati dei pronti contro termine dell'area dell'euro.

¹¹⁷ A settembre 2019 il Consiglio direttivo ha deciso di introdurre un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve per sostenere il canale bancario di trasmissione della politica monetaria. Il sistema è in vigore dal 30 ottobre 2019.

confinata a specifici mercati monetari interni. Di conseguenza, mentre i tassi dei pronti contro termine hanno subito una limitata e temporanea pressione al rialzo a causa della maggiore attività di negoziazione (cfr. il grafico C, pannello di destra), i tassi di riferimento non garantiti sono rimasti per lo più invariati. Il sistema a due livelli ha quindi determinato una parziale ripresa della domanda di riserve, ma i tassi del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente stabili e saldamente ancorati al DFR¹¹⁸.

4 Impatto sull'economia in generale

L'impatto complessivo della politica di tassi d'interesse negativi sulla crescita dei prestiti deriva sia dalla riduzione dei costi di finanziamento dovuta al taglio dei tassi, sia dai canali non convenzionali attivati quando i tassi si spostano in territorio negativo. Come nel caso di un taglio dei tassi convenzionale, la

politica NIRP esercita un effetto di accomodamento che opera attraverso il canale di trasmissione della politica monetaria legato al credito bancario e discende principalmente da una riduzione dei costi di finanziamento delle banche. Questo effetto di prim'ordine, tuttavia, può variare in termini di entità da quello di una riduzione dei tassi in territorio positivo poiché, come spiegato in precedenza, i tassi negativi determinano specifici fattori di attrito, attivando nel contempo anche altri canali, che possono dar luogo a un effetto di moltiplicazione dello stimolo fornito dall'accomodamento monetario, in particolare per quanto riguarda l'erogazione dei prestiti.

La compressione dei costi di finanziamento non legati ai depositi al dettaglio ha attivato un canale del credito bancario corrispondente a un'espansione della crescita aggregata dei prestiti alle imprese pari a circa 0,4 punti percentuali.

Le possibilità di finanziamento cui possono ricorrere le banche comprendono non solo depositi di famiglie e imprese, ma anche titoli di debito, finanziamenti dell'Eurosistema, depositi di altre istituzioni finanziarie e amministrazioni pubbliche, fondi del mercato monetario e passività con l'estero. Anche nell'ipotesi conservativa che il tasso di tutti i depositi del settore privato non finanziario, a prescindere dalle loro dimensioni, permanga a un valore pari a zero, pur considerando tutte le tipologie di risorse, restano comunque circa due terzi di tali fonti di finanziamento che possono essere remunerate a tassi inferiori allo zero. Secondo le regolarità osservate in passato, questa riduzione dei costi di finanziamento avrebbe stimolato una crescita dei prestiti di circa 0,4 punti percentuali in media, come previsto nel caso di una trasmissione della politica monetaria all'economia in generale attraverso il normale canale del credito bancario¹¹⁹. È importante notare che si tratta di una stima conservativa, non solo perché i tassi sui depositi sono in effetti diminuiti di 0,6 punti

¹¹⁸ Cfr. anche il riquadro *Reazioni del mercato al sistema a due livelli*, nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

¹¹⁹ Albertazzi, U., Nobili, A. e Signoretti, F., in "The bank lending channel of conventional and unconventional monetary policy", di prossima pubblicazione, e Basten, C., e Mariathasan, in M., "How Banks Respond to Negative Interest Rates: Evidence from the Swiss Exemption Threshold", *CESifo Working Paper Series*, n. 6901, 2018, ritengono che il canale del credito bancario resti attivo anche in presenza di una politica di tassi di interesse negativi, mentre Borio, C., e Gambacorta, L., in "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", *BIS Working Papers*, n. 268, 2017, sottolineano che tale canale è meno efficace in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse.

percentuali, ma anche perché essa prescinde dalla riduzione dei premi per il rischio e dei premi a termine¹²⁰.

Una rassegna degli studi empirici disponibili sembra indicare che i canali non convenzionali favoriscono l'offerta aggregata di prestiti, determinando un ulteriore aumento della crescita annuale dei prestiti alle imprese pari a circa 0,3 punti percentuali (cfr. il grafico 7). I tassi di interesse negativi comprimono i margini di intermediazione delle banche che fanno maggior ricorso ai depositi al dettaglio, inducendo le banche più sane a espandere l'offerta di prestiti o a cercare maggiori rendimenti al fine di mantenere la propria redditività¹²¹. Per contro, le banche meno solide, che dispongono di possibilità limitate in termini di espansione dell'offerta di credito o di incremento del rischio, potrebbero mantenere invariati i tassi dei prestiti o persino essere costrette ad aumentarli. Nella letteratura economica ci si riferisce a tale concetto con il termine "tasso di inversione"¹²². Altri studi sono incentrati sull'incidenza delle attività liquide nei bilanci delle banche o sull'impatto della politica monetaria riferito dalle banche stesse¹²³. Per ogni studio e per ogni principale caratteristica riscontrata, si calcola la crescita dei prestiti bancari alle imprese che sarebbe stata rilevata se nel 2014 la BCE non avesse adottato una politica di tassi di interesse negativi. Questi scenari controfattuali vengono poi ordinati in funzione della crescita dei prestiti che ne deriva, riportandone la mediana (linea nera tratteggiata nel grafico 7) e l'intero intervallo di valori (zona grigia), comprendente sia quelli di poco superiori alla crescita effettiva dei prestiti (linea blu), sia quelli ben inferiori ad essa. In assenza della politica di tassi di interesse negativi, la crescita dei prestiti erogati dalle banche che hanno risentito negativamente di tale politica (per via della perdita di reddito dovuta al limite "rigido" sui tassi dei depositi al dettaglio) sarebbe stata superiore di 0,3 punti percentuali rispetto alla crescita dei prestiti osservata. Nel contempo, la crescita dei prestiti sarebbe stata notevolmente inferiore per le banche la cui erogazione di credito ha beneficiato di tale politica (la mediana dei vari studi è pari a -0,5 punti percentuali l'anno, con stime che toccano -1,6 punti percentuali nella parte inferiore dell'intervallo). Tenuto conto di tutte le analisi empiriche disponibili, la crescita dei prestiti negli scenari controfattuali ipotizzati che sottendono l'assenza di una politica di tassi di interesse negativi sarebbe stata inferiore di circa 0,3 punti percentuali l'anno.

¹²⁰ Nel contempo, il ricorso ai finanziamenti al dettaglio varia in maniera considerevole tra differenti paesi e modelli di business delle banche.

¹²¹ Cfr. Heider, F. et al., op. cit.; Demiralp, S. et al., op. cit.; e Grandi, P. e Guille, M., "The Upside Down: French Banks, Deposits and Negative Policy Rates", mimeo, 2020.

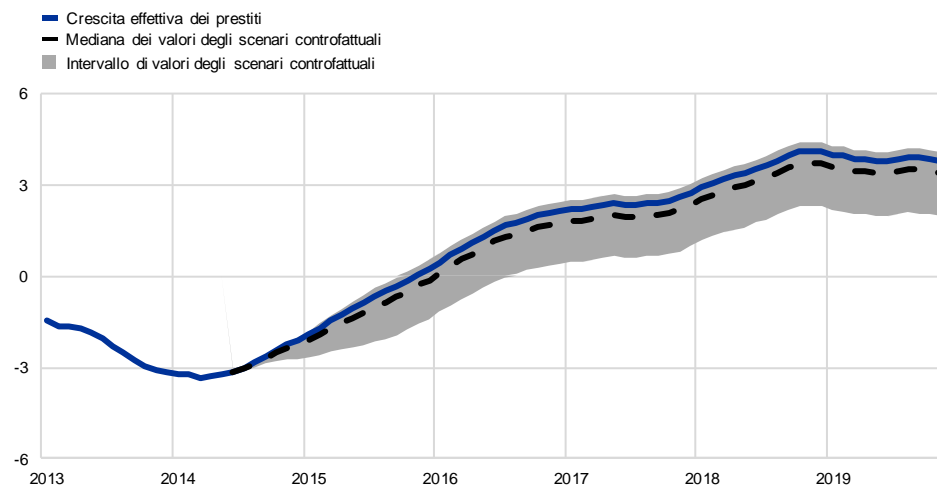
¹²² Cfr. Brunnermeier, M. e Koby, Y., "The Reversal Interest Rate", *NBER Working Papers*, n. 25406, dicembre 2018. Eggertsson, G.B., Juelsrud, R.E., Summers, L.H. E Wold, E.G., in "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel", *NBER Working Papers*, n. 25416, gennaio 2019, ritengono che l'incremento dei tassi di prestito in Svezia sia dovuto a una riduzione del tasso di riferimento in territorio negativo, sebbene esistano evidenze contrastanti al riguardo, come sottolineato da Erikson, H. e Vestin, D., in *Pass-through at mildly negative policy rate: The Swedish case*, sezione "Columns" del portale VOX del CEPR, 22 gennaio 2019.

¹²³ In relazione all'incidenza delle attività liquide cfr. Bottero, M. et al., op. cit. Riguardo all'impatto della politica di tassi di interesse negativi riferito dalle banche, cfr. Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. e Ongena, S., "Credit supply and demand in unconventional times", *Working Paper Series*, n. 2202, BCE, novembre 2018 e Arce, Ó., García-Posada, M., Mayordomo, S. e Ongena, S., "Adapting lending policies when negative interest rates hit banks' profits", *Working Papers*, n. 1832, Banco de España, 2018.

Grafico 7

Impatto stimato della politica NIRP sui prestiti bancari alle imprese

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Altavilla, C. et al., "Credit supply and demand in unconventional times", op. cit.; Arce, Ó. et al., op. cit.; Bubeck, J., Maddaloni, A. e Peydró, J.-L., "Negative Monetary Policy Rates and Systemic Banks' Risk-Taking: Evidence from the Euro Area Securities Register," *Working Papers*, n. 1128, Barcelona Graduate School of Economics, novembre 2019; Bottero, M. et al., op. cit.; Demiralp, S. et al., op. cit.; Grandi, P. e Guille, M., op. cit.; Heider, F. et al., op. cit.; e Tan, G., "Beyond the zero lower bound: negative policy rates and bank lending", *DNB Working Paper*, n. 649, settembre 2019.

Note: la linea blu rappresenta la crescita effettiva sui dodici mesi dei prestiti alle SNF (media mobile a sei mesi). L'area grigia indica la dispersione della crescita dei prestiti tra le banche in funzione della loro esposizione a effetti specifici della politica di tassi di interesse negativi, corrispondente a una deviazione standard delle principali caratteristiche della banca dal terzile più basso della distribuzione, come evidenziato dai vari contributi esistenti in letteratura (rapporto prestiti/depositi, coefficiente di liquidità, risposta al quesito sulla politica di tassi di interesse negativi fornita nell'ambito dell'indagine sul credito bancario). La relativa reazione a una deviazione standard superiore/inferiore alla media è calcolata come la risposta massima/minima ottenuta dagli studi svolti in letteratura, corretta per tenere conto della diversa formulazione degli esercizi empirici e normalizzata in base alle specificità di ciascun campione (periodo e paese). La linea tratteggiata rappresenta la mediana di tutti gli studi.

Nel complesso, le evidenze empiriche indicano un impatto positivo (pari a circa 0,7 punti percentuali l'anno) della politica di tassi di interesse negativi sulla crescita dei prestiti; tale valutazione è corroborata da quanto emerso nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (cfr. il grafico 8).

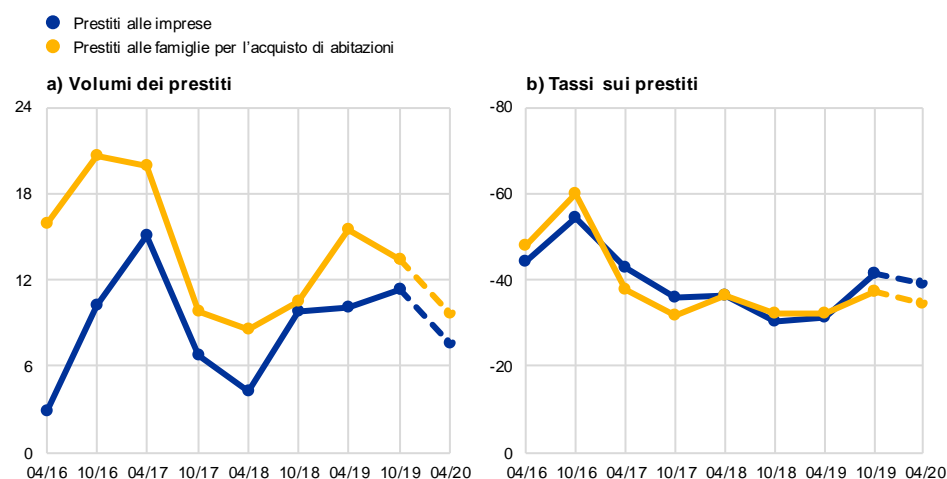
Una percentuale netta costantemente positiva delle banche dell'area dell'euro ha segnalato che il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale ha comportato un incremento dei volumi dei prestiti (pannello a). In media, il 10 per cento delle banche in termini percentuali netti ha riferito che il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale ha determinato un aumento del volume dei prestiti alle imprese, mentre tale quota era pari al 15 per cento nel caso dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni¹²⁴. In linea con l'espansione dell'offerta di credito, la diminuzione dei tassi dei prestiti è stata ancora più generalizzata: circa il 40 per cento delle banche ha segnalato una riduzione dei tassi in termini netti sia per i prestiti alle imprese, sia per quelli a favore delle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

¹²⁴ Cfr. Altavilla, C., Andreeva, D.C., Boucinha, M. e Holton, S., "Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 222, BCE, maggio 2019.

Grafico 8

Impatto del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale segnalato dalle banche nell'indagine sul credito bancario

(percentuali nette delle banche che hanno segnalato un impatto positivo)



Note: le risposte si riferiscono ai quesiti sull'impatto del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale sui volumi di prestito (pannello a) e sui tassi dei prestiti (pannello b) nel semestre conclusosi alle date indicate sull'asse delle ascisse. Le osservazioni relative ad aprile 2020 corrispondono all'impatto atteso nel corso dei sei mesi che si sono conclusi ad aprile 2020. Con percentuale netta si intende la differenza tra la percentuale di banche che hanno segnalato un impatto positivo e la percentuale di banche che hanno segnalato un impatto negativo. I dati a livello nazionale sono ponderati per il volume dei prestiti al fine di ottenere dati aggregati relativi all'area dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2019.

I tassi negativi, unitamente alle altre misure di politica monetaria, hanno contribuito all'espansione dell'area dell'euro sostenendo le aspettative di inflazione. Secondo le stime effettuate dagli esperti dell'Eurosistema, alla fine del 2019 il livello del PIL in termini reali era di 2,5-3,0 punti percentuali superiore al valore che sarebbe stato registrato in assenza delle misure non convenzionali adottate dalla BCE dalla metà del 2014. Si stima che il contributo fornito dalla politica monetaria al tasso d'inflazione dell'area dell'euro sia stato compreso in media tra un terzo e metà di punto percentuale l'anno fino al 2019. Quantificare il contributo di ogni singolo strumento è difficile a causa dell'interazione tra di essi (fattore che ha spesso indotto la BCE ad associarli in un pacchetto articolato di misure). Tuttavia, un possibile metodo per isolare il contributo della politica di tassi di interesse negativi consiste nel calcolare il suo impatto stimato sui rendimenti, come illustrato nel riquadro 1, mediante modelli macroeconomici. Secondo tali stime circa un sesto dell'impatto cumulato complessivo sulla crescita del PIL è attribuibile alla sola politica NIRP. Si tratta di un contributo notevole, considerando che gli adeguamenti dei tassi in territorio negativo sono stati tutto sommato limitati¹²⁵. In base ai riscontri ottenuti, anche l'effetto complessivo di tale politica sull'inflazione è stato di entità analoga. Come riconosciuto in precedenza, tali stime forniscono una valutazione conservativa del contributo della politica di tassi di interesse negativi, contributo potenziato dalla sua complementarità rispetto ad altri strumenti di politica monetaria.

Vi è motivo di ritenere che l'impatto sull'economia in generale non si limiti alla trasmissione attraverso il credito bancario. Con la progressione del tasso di riferimento in territorio negativo, altri canali vengono avviati o rafforzati. Ne è un

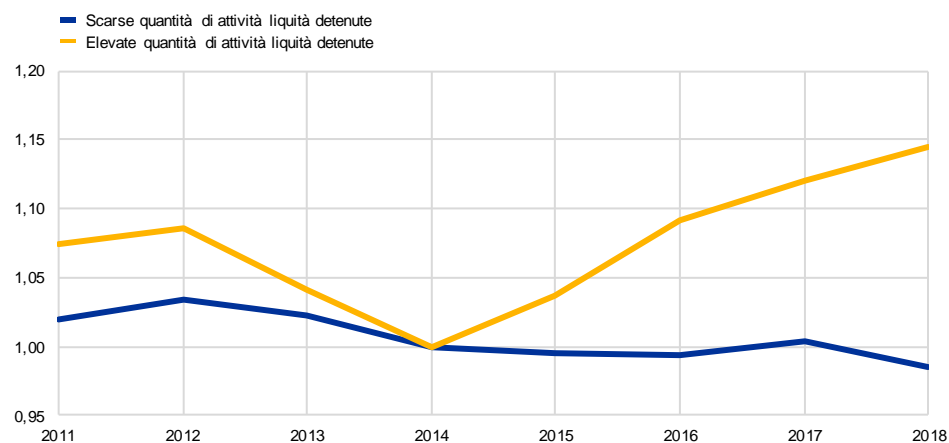
¹²⁵ La metodologia utilizzata ai fini di questo articolo è illustrata in maniera dettagliata in Rostagno, M. et al., op. cit.

esempio l'effetto della politica dei tassi di interesse negativi sulla remunerazione delle attività liquide in cui, di solito, investe il settore delle imprese. La politica NIRP comprime la remunerazione delle attività liquide e, con la progressione dei tassi di riferimento in territorio negativo e l'ulteriore posticipazione delle aspettative di un futuro innalzamento dei tassi, i suoi effetti sono trasmessi ai depositi delle imprese. Utilizzando informazioni provenienti da oltre 300 banche e 3 milioni di imprese operanti in 19 paesi dell'area dell'euro, il grafico 9 mostra i diversi approcci adottati negli investimenti non finanziari dalle imprese esposte a tassi negativi sui depositi, distinguendoli in base alle attività liquide che esse detengono¹²⁶. Le imprese che detengono elevate quantità di attività liquide soggette a tassi negativi sui depositi sono incentivate a ridurle a favore di un aumento degli investimenti non finanziari (linea gialla). Per contro, le imprese con scarse quantità di attività liquide, e quindi non particolarmente colpite dai tassi negativi sui depositi, non hanno mostrato una tale accelerazione (linea blu). Più formalmente, secondo un'analisi econometrica, tale canale di trasmissione legato alle imprese può incrementare gli investimenti di queste ultime di un punto percentuale in termini aggregati. In linea con questa evidenza empirica, un'indagine del settore privato condotta tra luglio e agosto 2019 su 500 imprese tedesche ha riscontrato che, a fronte di tassi negativi sui depositi, il 32 per cento delle imprese investiva di più nella propria attività¹²⁷.

Grafico 9

Crescita degli investimenti delle imprese esposte a tassi negativi sui depositi

(indice: 2014 = 1)



Fonte: Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M. e Holton, S., "The impact of negative interest rates on banks and firms", sezione "Columns" del portale VOX del CEPR, 8 novembre 2019.

Note: crescita degli investimenti ortogonale rispetto agli effetti fissi delle imprese e normalizzata a 1 nel 2014. L'ultima osservazione si riferisce al 2018.

5 Osservazioni conclusive

Lo stimolo trasmesso dalla politica dei tassi di interesse negativi all'economia in generale si è rivelato efficace: ha generato un allentamento delle condizioni

¹²⁶ Cfr. Altavilla, C. et al., "The impact of negative interest rates on banks and firms", op. cit.

¹²⁷ Cfr. *Zwischen Sicherheit und Chance: Wie der Mittelstand anlegt*, studio di mercato condotto da Commerzbank in collaborazione con Forsa, 16 ottobre 2019.

di finanziamento, contribuendo in ultima analisi alla stabilità dei prezzi.

La riduzione dei tassi di interesse è stata trasmessa attraverso meccanismi sia convenzionali che non, generando una diminuzione dei costi di raccolta a carico delle banche e incentivando le attività di erogazione di prestiti. Malgrado gli effetti siano stati eterogenei a seconda delle caratteristiche delle banche, la dispersione nelle reazioni di alcune di esse non pregiudica l'effetto di primo ordine complessivamente positivo della politica di tassi di interesse negativi sulle condizioni di finanziamento.

Nonostante i potenziali effetti sfavorevoli sulla trasmissione della politica monetaria menzionati sopra, non vi è ancora alcun segnale che indichi che lo stimolo fornito da tale misura si sia esaurito, perché quando alcuni canali perdono il loro effetto vengono sostituiti da altri. In ultima analisi, la risposta macroeconomica è stata considerevole e ha contribuito ad avvicinare il livello dell'inflazione all'obiettivo della BCE.

Periodi prolungati di tassi negativi possono tuttavia ostacolare la trasmissione della politica monetaria.

Essi sono qualitativamente diversi da periodi brevi e "sperimentali". Se i tassi di riferimento negativi si fossero rivelati di breve durata, avrebbero potuto rappresentare una mera nota di dettaglio nella storia della banca centrale; ma poiché persistono, le banche reagiscono per evitarne gli effetti negativi sulla redditività, sebbene il margine di manovra di cui dispongono per farlo venga eroso nel corso del tempo. Nell'attuale contesto di politica monetaria dell'area dell'euro, gli effetti di un lungo periodo di tassi negativi richiedono un monitoraggio continuo e attento, man mano che ci si avventura in un territorio inesplorato.

Nel complesso, la politica dei tassi di interesse negativi fornisce ancora grandi benefici in termini di prospettive macroeconomiche e stabilità dei prezzi.

Al fine di sostenere la trasmissione della politica monetaria attraverso il canale bancario, la BCE ha adottato un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve. Parallelamente, i rischi specifici per la stabilità finanziaria sono gestiti con misure rientranti in altri ambiti di intervento, che hanno l'obiettivo specifico di affrontare fenomeni e comportamenti associati a tali rischi. La vigilanza microprudenziale monitora l'assunzione di rischi da parte delle banche e finora ha fornito agli intermediari un'adeguata gamma di incentivi per calibrarne la propensione al rischio in relazione alle circostanze macroeconomiche. Inoltre, le autorità macroprudenziali nazionali e sovranazionali sono in grado di vigilare su eventuali bolle immobiliari a livello locale e altre minacce alla stabilità finanziaria e contrastarle efficacemente. Tali interventi di attenuazione consentono all'economia dell'area dell'euro di continuare a beneficiare dell'impatto significativo e necessario degli stimoli forniti dalla politica dei tassi di interesse negativi, che si è dimostrata parte integrante ed efficace della reazione di politica monetaria della BCE alle sfide passate e attuali.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,9	.	1,4	0,7	6,1	1,2	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 2° trim.	0,7	0,5	-0,2	0,6	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
3° trim.	0,8	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
4° trim.	0,6	0,5	0,0	-1,8	1,5	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 1° trim.	.	-1,2	.	.	-9,8	-3,8	.	.	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
2019 nov.	-	-	-	-	-	-	1,9	2,2	2,1	1,5	0,5	4,5	1,0
dic.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3
2020 gen.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4
feb.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,2	2,3	1,7	0,4	5,2	1,2
mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,4

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

1.2 Principali partner commerciali, Purchasing Managers' Index e commercio mondiale

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ¹⁾					
	Purchasing Managers' Index composito						Purchasing Managers' Index mondiale 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
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,8
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,0
2019 2° trim.	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,9	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
3° trim.	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,3	1,5	1,2
4° trim.	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,0	0,7
2020 1° trim.	46,2	47,9	47,8	44,4	42,0	44,2	46,9	46,0	46,1	.	.	.
2019 nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,7	51,5	49,5	0,0	-1,8	1,1
dic.	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,1	51,8	49,5	-0,8	-3,0	0,7
2020 gen.	52,4	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,4	-3,6	0,1
feb.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,9	44,4	-1,9	-2,8	-1,3
mar.	41,3	40,9	37,1	36,2	46,7	29,7	46,7	39,4	44,4	.	.	.
apr.	.	27,4	.	.	.	13,5	.	.	.	.	.	.

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
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,40	-0,36	-0,30	2,33	-0,08
2019 set.	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
ott.	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
dic.	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 gen.	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
feb.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
mar.	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09

Fonte: 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	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
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
2019 set.	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
ott.	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
dic.	-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 gen.	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
feb.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
mar.	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	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	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2019 set.	379,7	3.514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2.982,2	21.585,5
ott.	382,8	3.551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2.977,7	22.197,5
nov.	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.107,2	23.278,1
dic.	400,9	3.715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3.178,9	23.660,4
2020 gen.	406,9	3.758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3.278,4	23.642,9
feb.	407,1	3.734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3.282,5	23.180,4
mar.	308,5	2.824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2.652,4	18.974,0

Fonte: BCE.

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				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 mar.	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,17	2,36	1,59	1,82	1,83	1,81	2,06	1,78
apr.	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75
mag.	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72
giu.	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67
lug.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61
ago.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
set.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,43	1,77	1,48
ott.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,64	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
dic.	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,56	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020 gen.	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,63	5,63	5,69	6,24	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,72	1,43
feb. ^(p)	0,02	0,36	0,32	0,71	5,63	16,60	5,51	5,57	6,14	2,21	1,43	1,54	1,38	1,36	1,70	1,41

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 (TAE³⁾).

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
mag.	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
giu.	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
lug.	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
ago.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
set.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
ott.	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
dic.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55
2020 gen.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55
feb. ^(p)	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale			Altre ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.277	550	175	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2019 set.	1.392	597	185	.	105	439	66	412	156	88	.	48	81	41
ott.	1.356	579	178	.	106	424	69	425	184	69	.	52	75	45
nov.	1.341	570	178	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
dic.	1.277	550	175	.	84	406	61	318	113	88	.	37	45	35
2020 gen.	1.362	595	173	.	99	422	73	498	206	78	.	56	100	57
feb.	1.383	596	195	.	104	414	74	425	172	100	.	48	68	37
A lungo termine														
2017	15.353	3.560	3.060	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.746	3.688	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.314	3.819	3.398	.	1.320	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 set.	16.268	3.805	3.310	.	1.319	7.200	634	284	82	91	.	34	74	4
ott.	16.220	3.802	3.326	.	1.316	7.153	623	274	61	98	.	24	85	6
nov.	16.366	3.833	3.404	.	1.329	7.172	628	275	63	109	.	26	71	6
dic.	16.314	3.819	3.398	.	1.320	7.151	626	164	58	66	.	14	24	2
2020 gen.	16.430	3.856	3.437	.	1.324	7.188	625	341	118	87	.	16	110	10
feb.	16.491	3.866	3.413	.	1.339	7.243	630	260	72	55	.	22	101	10

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											
2017	16.593,4	4.079,9	3.214,9	.	1.293,1	7.304,7	700,8	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.962,4	4.192,8	3.331,7	.	1.318,7	7.445,8	673,4	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.591,3	4.369,4	3.573,4	.	1.404,8	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2019 set.	17.659,9	4.401,9	3.494,4	.	1.424,2	7.639,5	699,8	8.190,9	496,1	1.356,9	6.337,9
ott.	17.576,5	4.380,9	3.503,7	.	1.421,7	7.577,4	692,8	8.265,6	508,2	1.369,0	6.388,3
nov.	17.707,6	4.402,4	3.582,3	.	1.431,2	7.597,7	693,9	8.511,9	524,1	1.401,7	6.586,2
dic.	17.591,3	4.369,4	3.573,4	.	1.404,8	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2020 gen.	17.792,0	4.450,7	3.610,4	.	1.423,7	7.609,8	697,3	8.487,1	525,3	1.391,5	6.570,4
feb.	17.874,1	4.462,2	3.607,9	.	1.443,1	7.657,3	703,6	7.763,6	488,4	1.238,7	6.036,5
Tasso di crescita											
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2019 set.	3,1	4,3	3,5	.	5,0	1,8	3,1	-0,1	0,4	-0,1	-0,1
ott.	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2
nov.	3,0	3,9	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2
dic.	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2020 gen.	3,2	4,1	5,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0
feb.	3,1	3,5	5,4	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	79,9	90,3	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,2	80,1	91,3	117,9	93,8
2019	97,3	91,2	91,8	85,7	78,6	88,8	116,7	91,5
2019 2° trim.	97,3	91,4	91,7	85,6	78,2	88,9	116,8	91,8
3° trim.	97,7	91,4	91,8	86,0	78,9	89,1	116,9	91,5
4° trim.	97,0	90,4	91,4	85,5	78,1	88,2	116,2	90,5
2020 1° trim.	96,7	89,5	91,8	.	.	.	116,6	90,0
2019 ott.	97,4	90,9	91,7	-	-	-	116,6	90,9
nov.	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
dic.	96,7	90,1	91,4	-	-	-	116,0	90,2
2020 gen.	96,2	89,3	91,0	-	-	-	115,5	89,4
feb.	95,6	88,7	90,9	-	-	-	114,9	88,8
mar.	98,1	90,6	93,6	-	-	-	119,3	91,8
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2020 mar.	2,7	2,2	3,0	-	-	-	3,8	3,3
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2020 mar.	1,3	-0,5	2,3	-	-	-	2,7	0,3

Fonte: BCE.

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

2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
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
2019 2° trim.	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
3° trim.	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
4° trim.	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 1° trim.	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
2019 ott.	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
nov.	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
dic.	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
2020 gen.	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
feb.	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
mar.	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2020 mar.	1,8	1,6	6,1	0,0	2,5	-0,9	3,8	6,4	0,9	2,9	-0,5	1,5
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2020 mar.	2,4	2,0	3,5	0,1	9,4	-5,4	3,3	4,2	1,5	3,6	-6,4	-2,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro: conto finanziario

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2019 1° trim.	26.555,6	26.818,9	-263,3	11.090,1	9.070,3	9.137,7	11.200,9	-92,3	5.679,0	6.547,8	741,1	14.639,8
2° trim.	26.701,6	27.003,5	-301,9	10.941,0	9.050,9	9.242,1	11.374,0	-75,5	5.823,2	6.578,6	770,8	14.760,0
3° trim.	27.793,7	27.946,5	-152,8	11.333,5	9.364,6	9.630,7	11.849,2	-91,0	6.093,5	6.732,7	827,0	15.112,7
4° trim.	27.555,9	27.618,4	-62,6	11.207,0	9.322,3	9.905,8	11.943,5	-48,5	5.678,0	6.352,7	813,6	14.517,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2019 4° trim.	231,4	232,0	-0,5	94,1	78,3	83,2	100,3	-0,4	47,7	53,4	6,8	121,9
<i>Transazioni</i>												
2019 1° trim.	367,7	275,5	92,2	110,4	6,8	61,7	149,1	5,4	187,4	119,6	2,8	-
2° trim.	187,0	189,1	-2,1	-86,4	4,4	52,1	103,8	32,8	185,8	81,0	2,8	-
3° trim.	491,5	386,1	105,4	178,4	151,8	151,3	192,6	4,2	157,4	41,7	0,1	-
4° trim.	-282,7	-365,5	82,8	-74,8	-46,1	140,1	9,7	-5,4	-340,0	-329,1	-2,5	-
2019 set.	58,6	6,9	51,7	43,9	33,8	69,2	75,5	-2,1	-46,4	-102,4	-5,9	-
ott.	60,6	13,3	47,2	5,9	-36,0	55,3	21,6	6,4	-7,9	27,8	0,9	-
nov.	47,4	21,0	26,3	21,8	52,6	55,6	15,3	0,3	-26,4	-46,9	-3,9	-
dic.	-390,6	-399,8	9,2	-102,4	-62,7	29,2	-27,2	-12,1	-305,7	-309,9	0,5	-
2020 gen.	399,8	396,0	3,9	21,4	4,4	86,7	121,6	8,1	282,7	269,9	1,0	-
feb.	165,5	120,9	44,6	34,1	11,3	30,3	28,9	15,0	87,3	80,7	-1,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 feb.	1.023,0	714,9	308,1	92,1	100,2	482,1	508,1	59,7	383,7	106,6	5,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 feb.	8,6	6,0	2,6	0,8	0,8	4,0	4,3	0,5	3,2	0,9	0,0	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero 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)												
2017	11.200,9	10.709,5	6.036,4	2.296,9	2.306,0	1.102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5.295,9	4.804,5
2018	11.561,5	11.062,7	6.207,6	2.363,3	2.408,1	1.175,6	743,8	481,8	83,7	498,8	5.547,7	5.048,9
2019	11.906,7	11.434,6	6.362,1	2.444,8	2.605,5	1.253,5	767,6	577,1	22,1	472,1	5.719,3	5.247,2
2019 1° trim.	2.950,9	2.819,8	1.575,6	603,3	628,2	310,5	190,7	125,2	12,6	131,1	1.422,8	1.291,7
2° trim.	2.967,9	2.866,8	1.589,4	609,0	658,0	307,0	189,9	159,3	10,4	101,1	1.426,7	1.325,6
3° trim.	2.987,2	2.851,8	1.596,7	613,8	641,9	315,1	192,5	132,4	-0,5	135,3	1.434,8	1.299,5
4° trim.	3.006,3	2.895,5	1.602,7	618,7	673,2	318,7	194,0	158,7	0,9	110,8	1.442,1	1.331,3
<i>in percentuale del PIL</i>												
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,8	0,2	4,0	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 2° trim.	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-1,0	0,0	27,2	-	-	0,0	2,7
3° trim.	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,0	-18,0	-	-	0,6	-1,4
4° trim.	0,1	1,0	0,1	0,4	4,4	0,2	0,1	20,7	-	-	0,3	2,2
2020 1° trim.	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,3	4,3	-2,7	-	-	3,3	2,8
2019	1,2	1,8	1,3	1,7	5,7	3,2	1,8	18,1	-	-	2,5	3,8
2019 2° trim.	1,2	2,5	1,2	1,4	8,2	2,1	1,9	33,2	-	-	2,3	5,1
3° trim.	1,3	1,2	1,5	2,0	3,1	3,0	0,7	7,1	-	-	2,7	2,6
4° trim.	1,0	1,8	1,2	1,8	6,4	2,0	0,8	25,5	-	-	1,9	3,8
2020 1° trim.	-3,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 2° trim.	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	-1,1	-	-
3° trim.	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,2	0,9	-	-
4° trim.	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020 1° trim.	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 2° trim.	1,2	2,3	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-
3° trim.	1,3	1,1	0,8	0,4	0,6	0,3	0,0	0,3	-0,7	0,2	-	-
4° trim.	1,0	1,8	0,6	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-
2020 1° trim.	-3,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2017	10.040,0	176,3	1.991,5	503,1	1.909,9	468,8	465,9	1.132,7	1.143,5	1.897,7	350,5	1.160,9
2018	10.356,9	177,9	2.039,7	537,9	1.968,6	488,6	472,0	1.167,0	1.194,9	1.955,1	355,2	1.204,6
2019	10.665,6	179,8	2.048,8	580,4	2.031,8	513,8	480,6	1.205,5	1.240,7	2.020,3	364,0	1.241,1
2019 1° trim.	2.644,4	44,7	515,2	142,8	503,4	125,8	119,0	297,9	306,2	499,2	90,1	306,5
2° trim.	2.659,8	45,0	512,5	144,1	506,6	128,1	120,0	300,1	309,6	502,8	91,0	308,1
3° trim.	2.673,6	45,0	511,6	146,1	509,9	128,8	120,7	302,3	311,6	506,5	91,1	313,5
4° trim.	2.693,7	45,2	513,1	148,0	512,8	131,3	120,8	305,2	313,6	512,0	91,6	312,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 1° trim.	0,5	-0,3	-0,1	1,5	1,1	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,7	0,4
2° trim.	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5
3° trim.	0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
4° trim.	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,2	1,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,3	1,8	3,3	2,0	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,1	1,8	4,2	2,1	1,6	1,7	1,1	1,3	1,5
2019 1° trim.	1,4	-0,6	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,7	1,5	1,9	1,1	1,1	1,2
2° trim.	1,2	-1,0	-1,0	3,2	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
3° trim.	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,4	2,0
4° trim.	1,0	-0,4	-1,7	1,7	1,7	4,6	2,6	1,7	1,0	1,1	1,0	1,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 1° trim.	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 1° trim.	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
4° trim.	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,5	-0,9	1,8	2,8	1,3	0,4
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7
2019 1° trim.	1,4	1,6	0,3	-0,4	1,3	3,3	1,3	4,2	-0,4	2,5	1,8	1,4	0,2
2° trim.	1,2	1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7
3° trim.	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,2	1,0	3,6	-0,2	0,8	1,2	1,5	0,9
4° trim.	1,1	1,4	-0,5	-1,6	0,4	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,3	0,4	1,3	2,7	1,1	3,2	-1,1	2,4	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,5	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 1° trim.	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	0,0	1,7	1,8	1,9	0,5
2° trim.	0,9	1,3	-0,7	-3,0	0,4	2,6	0,8	2,8	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,3
3° trim.	0,8	1,2	-0,9	-2,0	0,3	1,6	0,5	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,5
4° trim.	0,8	1,1	-0,7	-1,1	-0,2	0,5	0,8	2,0	0,0	0,8	0,8	1,6	1,0
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1
2019 1° trim.	0,3	0,4	0,1	0,7	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
2° trim.	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,4	0,2	-0,9	-0,1	0,2	-0,4
3° trim.	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,7	-0,5	0,3	-0,4
4° trim.	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,2	-0,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungotermine, 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 2016			100,0		81,8		18,3		52,2		47,8			
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3
2019 2° trim.	163,084	3,5	12,237	7,5	3,3	10,031	6,7	2,205	15,4	6,289	7,2	5,947	7,9	2,3
3° trim.	163,196	3,4	12,183	7,5	3,2	9,958	6,7	2,224	15,5	6,290	7,2	5,893	7,8	2,2
4° trim.	163,998	3,4	12,031	7,3	3,2	9,821	6,6	2,210	15,4	6,146	7,0	5,885	7,7	2,2
2020 1° trim.	.	.	12,038	7,3	.	9,804	6,5	2,234	15,5	6,173	7,0	5,865	7,7	.
2019 ott.	-	-	12,169	7,4	-	9,935	6,6	2,234	15,5	6,246	7,1	5,924	7,8	-
nov.	-	-	12,135	7,4	-	9,899	6,6	2,236	15,6	6,239	7,1	5,896	7,7	-
dic.	-	-	12,098	7,3	-	9,871	6,6	2,227	15,4	6,267	7,1	5,831	7,6	-
2020 gen.	-	-	11,999	7,3	-	9,795	6,5	2,203	15,3	6,168	7,0	5,831	7,6	-
feb.	-	-	11,959	7,3	-	9,736	6,5	2,223	15,4	6,178	7,0	5,781	7,6	-
mar.	-	-	12,156	7,4	-	9,881	6,6	2,275	15,8	6,174	7,0	5,982	7,8	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni BCE.

1) Nei casi in cui i dati trimestrali dell'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, i dati annuali e trimestrali sono ottenuti come medie semplici dei dati mensili.

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.

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Indicatore BCE riferito ai nuovi ordinativi industriali	Vendite al dettaglio				Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie							Totale	Alimentari, bevande, tabacco	Non alimentari	Carburante	
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9
2019	-1,4	-1,4	-2,6	-2,0	1,4	-1,9	2,2	-4,3	2,3	0,9	3,6	0,9	1,8
2019 2° trim.	-1,4	-1,6	-2,5	-2,9	1,8	-0,3	2,3	-3,6	2,1	1,2	3,0	0,3	-0,7
3° trim.	-1,8	-1,7	-3,4	-1,4	0,3	-1,9	1,4	-4,7	2,7	0,8	4,2	1,1	0,6
4° trim.	-2,1	-2,3	-3,9	-3,0	1,9	-2,5	0,5	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,4	12,5
2020 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-27,3
2019 ott.	-1,7	-1,7	-3,6	-2,7	3,0	-2,6	0,8	-4,7	1,8	0,4	2,9	0,6	9,8
nov.	-1,4	-1,5	-2,9	-1,5	0,9	-1,6	1,4	-7,9	2,5	1,6	3,6	-1,3	9,9
dic.	-3,4	-3,7	-5,6	-5,1	1,8	-3,3	-2,1	-4,6	1,9	-0,4	3,9	-0,5	17,9
2020 gen.	-1,7	-1,1	-1,5	-1,7	0,8	-6,9	6,9	-1,4	2,2	1,0	2,9	0,2	-5,8
feb.	-1,9	-1,9	-0,8	-3,6	0,4	-2,2	-0,9	-1,3	3,0	3,2	2,9	0,3	-6,3
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-60,2
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 ott.	-0,3	-0,4	0,5	-2,2	0,9	-0,9	-0,7	-0,3	0,0	0,5	-0,4	0,5	4,1
nov.	-0,6	-0,6	-0,4	0,3	-1,4	0,8	0,8	-0,4	0,9	0,5	1,4	-1,2	2,3
dic.	-1,8	-1,7	-2,0	-3,2	-0,3	-1,8	-1,6	-0,5	-0,9	-1,0	-1,1	-0,1	7,8
2020 gen.	2,3	2,4	3,6	2,6	0,7	-0,5	4,0	2,4	0,7	0,8	0,6	2,0	-15,5
feb.	-0,1	0,0	0,4	-1,5	0,3	0,7	-1,5	-1,2	0,9	2,4	0,2	-0,1	1,0
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-56,4

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

3 Attività economica

3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 2° trim.	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
3° trim.	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
4° trim.	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 1° trim.	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2019 nov.	100,7	-8,9	-	-7,2	3,9	-0,2	9,2	-	46,9	47,4	51,9	50,6
dic.	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 gen.	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
feb.	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6
mar.	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
apr.	67,0	-30,4	69,7	-22,7	-12,8	-28,3	-35,0	85,6	33,6	18,4	11,7	13,5

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

3.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo) ¹⁾	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)			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
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	80,1	4,3	5,5	2,6
2017	12,0	93,9	1,4	2,3	5,2	4,7	4,7	34,3	7,1	77,5	4,6	8,2	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,2	7,0	2,4	4,5	34,1	6,2	77,1	2,4	5,4	1,6
2019 1° trim.	12,6	93,4	2,1	2,4	7,9	3,5	3,9	33,9	6,3	77,3	2,3	7,6	1,6
2° trim.	12,8	93,4	2,3	2,5	4,4	4,0	3,8	33,7	5,9	78,0	1,6	16,6	1,3
3° trim.	13,0	93,5	2,5	2,6	4,3	4,5	3,5	33,6	5,9	78,7	1,7	-1,2	1,4
4° trim.	13,1	93,7	1,1	2,6	3,8	5,4	3,5	33,4	5,9	77,4	2,2	-2,6	1,7

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	
2019 1° trim.	1.067,3	980,7	86,5	600,2	522,0	238,1	213,3	200,4	176,3	28,5	69,1	11,4	15,6
2° trim.	1.066,0	1.001,7	64,3	592,5	521,0	245,4	234,5	201,4	183,4	26,7	62,9	9,3	24,7
3° trim.	1.088,7	993,9	94,9	604,1	519,4	251,3	221,8	205,1	184,0	28,2	68,6	9,8	7,8
4° trim.	1.090,8	1.009,3	81,6	609,3	519,7	252,7	247,6	199,9	179,6	28,9	62,4	16,5	18,7
2019 set.	363,4	327,4	36,0	202,0	174,4	83,8	68,8	68,4	61,8	9,1	22,3	2,7	2,8
ott.	366,9	340,1	26,9	204,4	173,9	84,6	82,2	67,8	61,0	10,1	23,0	3,6	4,8
nov.	363,3	335,5	27,8	201,5	172,6	84,3	82,6	68,2	60,3	9,4	20,1	3,7	5,0
dic.	360,6	333,7	26,9	203,4	173,2	83,8	82,8	63,9	58,3	9,5	19,3	9,1	9,0
2020 gen.	370,2	338,4	31,8	203,7	174,1	86,8	78,5	70,3	60,5	9,4	25,3	2,9	2,3
feb.	366,0	325,9	40,2	206,6	173,4	84,1	79,1	65,6	55,7	9,7	17,7	4,6	2,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2020 feb.	4.339,0	3.999,8	339,2	2.419,2	2.084,7	999,5	932,7	807,4	723,3	112,9	259,1	46,3	62,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2020 feb.	36,4	33,6	2,8	20,3	17,5	8,4	7,8	6,8	6,1	0,9	2,2	0,4	0,5

1) I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.

3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 1° trim.	3,7	5,4	586,1	283,3	121,1	173,0	493,6	533,3	306,4	86,8	133,3	383,4	64,0
2° trim.	2,1	2,5	581,8	275,7	120,2	175,6	486,6	531,1	302,2	85,7	134,7	381,6	65,6
3° trim.	3,2	0,6	584,7	279,5	117,9	177,4	488,9	530,3	297,7	87,8	137,1	387,2	60,2
4° trim.	2,1	-1,9	592,4	277,2	125,5	179,2	496,2	527,3	293,0	86,8	138,3	385,2	60,8
2019 set.	5,3	2,3	195,8	93,0	39,4	59,6	163,2	177,3	98,3	29,3	47,1	129,6	19,8
ott.	4,5	-2,3	200,3	93,2	43,4	60,8	168,2	176,4	97,4	30,0	46,5	129,7	19,2
nov.	-2,6	-4,0	194,8	91,5	40,6	59,1	163,8	176,1	98,1	28,6	46,4	128,9	20,2
dic.	4,9	1,2	197,2	92,6	41,5	59,3	164,2	174,8	97,5	28,1	45,4	126,6	21,4
2020 gen.	0,1	-0,5	196,8	93,8	39,4	60,1	164,6	178,6	100,9	29,0	46,2	129,0	22,1
feb.	1,6	-0,9	200,3	.	.	.	166,1	174,5	.	.	.	126,1	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2019 1° trim.	-0,3	1,7	108,0	111,5	107,5	105,3	108,1	110,1	110,1	109,6	112,3	111,7	105,0
2° trim.	-1,4	-0,2	106,4	108,2	105,9	105,3	106,2	109,2	107,5	109,3	113,4	111,5	97,3
3° trim.	1,0	1,7	106,7	109,6	103,4	106,0	106,2	109,7	108,3	111,2	113,0	111,8	96,7
4° trim.	0,0	-1,7	107,5	108,7	108,7	106,0	107,1	107,6	106,0	106,0	112,8	109,9	96,6
2019 ago.	-4,2	-2,5	106,8	109,9	103,1	106,1	106,4	109,6	108,4	111,2	111,5	111,2	99,1
set.	3,3	3,9	107,1	109,5	103,5	106,5	106,2	109,4	107,1	110,3	115,4	111,4	95,7
ott.	2,3	-0,9	109,5	109,9	113,0	108,7	109,3	108,5	106,1	111,9	113,6	111,5	93,2
nov.	-4,3	-3,4	106,4	108,0	106,0	105,0	106,4	108,1	106,9	104,6	113,7	110,4	97,4
dic.	2,3	-0,7	106,7	108,3	107,1	104,5	105,6	106,3	105,0	101,4	111,1	107,8	99,2
2020 gen.	-2,7	-3,3	105,8	108,3	102,3	105,2	105,0	107,8	107,2	106,4	111,6	109,3	101,1

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	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 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
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
2019 2° trim.	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,6	0,5	-0,1	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4
3° trim.	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,1	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6
4° trim.	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020 1° trim.	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,3	0,2	-1,3	0,2	1,2	0,8
2019 nov.	105,1	1,0	1,3	0,3	1,9	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,9	1,2
dic.	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	1,3	1,3
2020 gen.	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8
feb.	104,6	1,2	1,2	0,9	1,6	0,0	0,2	0,9	0,1	-1,6	0,1	1,3	0,8
mar.	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7
apr.	105,5	0,4	0,9	.	1,2	-0,1	0,4	4,0	-0,2	-4,8	0,3	.	.

	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 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
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
2019 2° trim.	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
3° trim.	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
4° trim.	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5
2020 1° trim.	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5
2019 nov.	1,9	2,0	1,8	-0,6	0,4	-3,2	1,5	1,5	2,4	-0,1	2,4	1,5
dic.	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5
2020 gen.	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5
feb.	2,1	2,0	2,6	0,3	0,5	-0,3	1,5	1,4	2,0	0,0	1,8	1,5
mar.	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5
apr.	3,6	2,4	7,7	.	0,3	-9,6	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

4 Prezzi e costi

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

	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: 2010 = 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			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,1	5,4
2019 1° trim.	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	4,7
2° trim.	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,2	6,5
3° trim.	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	3,9	5,4
4° trim.	104,4	-1,3	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,3	0,7	-5,9	1,7	4,1	4,9
2019 set.	104,2	-1,1	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	-	-	-
ott.	104,2	-1,9	-0,7	0,4	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,7	-7,7	-	-	-
nov.	104,4	-1,4	-0,3	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,2	0,7	-6,0	-	-	-
dic.	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-
2020 gen.	104,7	-0,7	1,2	0,6	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,7	-4,1	-	-	-
feb.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,2	1,2	2,3	3,3	0,7	-6,5	-	-	-

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: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,6	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 1° trim.	104,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
2° trim.	105,1	1,7	1,3	1,1	1,7	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
3° trim.	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,8	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	45,9	3,3	9,1	-1,7	2,7	9,0	-3,8
2019 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,1	5,1	-2,4	1,9	9,4	-5,4
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	3,8	9,9	-1,6	6,5	17,2	-4,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,4	11,2	2,2	6,8	14,4	-1,1
2020 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,2	11,3	3,5	6,9	12,9	0,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,4	8,7	-3,0	2,2	9,2	-4,9
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	0,4	7,2	-5,5	-0,9	5,0	-7,1

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

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

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

4 Prezzi e costi

4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 2° trim.	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
3° trim.	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
4° trim.	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020 1° trim.	2,0	6,6	7,4	4,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
2019 nov.	0,8	6,4	7,3	6,1	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1
dic.	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 gen.	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
feb.	3,5	7,4	9,1	5,9	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1
mar.	-0,3	3,9	2,8	1,9	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
apr.	-7,9	-8,4	-8,1	-13,7	4,8	44,9	44,7	45,9	39,4

Fonti: Commissione europea (Direzione generale Affari economici e finanziari) e Markit.

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali 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	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,5	2,4	2,1	2,1
2019	106,9	2,6	2,6	2,5	2,5	2,7	2,2
2019 1° trim.	99,8	2,6	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
2° trim.	110,9	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1	2,0
3° trim.	103,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6
4° trim.	113,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	2,0

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: 2010 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,1	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,6	3,5	1,3	1,7	1,2	-1,1	2,7	1,6	2,7	1,9
2019 1° trim.	109,4	2,3	1,6	3,6	1,1	2,0	1,7	-0,7	5,1	1,8	2,6	1,6
2° trim.	110,0	2,1	-0,1	3,2	1,7	2,0	1,5	-0,9	3,2	1,7	2,6	2,3
3° trim.	110,6	1,9	-0,7	4,0	1,1	1,4	1,6	-1,2	2,3	1,3	2,6	1,7
4° trim.	110,9	1,8	1,5	3,0	1,5	1,2	-0,2	-1,3	0,2	1,7	2,8	2,2
Redditi per occupato												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,8	1,9	1,9	2,4	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,6
2019	116,1	2,0	1,8	1,5	2,1	2,2	1,6	1,3	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 1° trim.	115,4	2,3	1,5	1,9	2,4	2,7	2,0	1,4	4,0	1,9	2,3	2,5
2° trim.	115,9	2,1	1,8	1,1	2,2	2,3	1,4	1,8	3,2	2,4	2,2	3,1
3° trim.	116,7	2,1	1,2	2,0	2,0	2,3	1,8	1,1	3,2	1,9	2,3	2,1
4° trim.	116,8	1,7	2,8	0,8	1,6	1,6	1,3	1,1	1,8	1,5	2,6	2,2
Produttività del lavoro per occupato												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,8	0,6	1,0	2,4	-0,2	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,2	-1,9	0,7	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,5
2019 1° trim.	105,5	0,0	-0,2	-1,6	1,3	0,7	0,3	2,1	-1,0	0,1	-0,3	0,9
2° trim.	105,3	0,0	1,9	-2,0	0,6	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,8
3° trim.	105,5	0,2	1,8	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,7	-0,3	0,4
4° trim.	105,3	-0,1	1,2	-2,2	0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,2	-0,3	0,0
Redditi per ora lavorata												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	1,9	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,3	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,4	2,7	1,9	2,2
2019	118,1	2,1	1,4	1,9	2,3	2,3	2,6	0,9	2,8	2,1	1,9	2,7
2019 1° trim.	116,7	1,9	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,6	0,9	4,2	1,9	1,7	2,2
2° trim.	117,4	2,2	2,4	1,8	2,4	2,4	2,5	1,4	3,4	2,5	1,9	3,6
3° trim.	118,2	2,3	1,4	2,5	2,6	2,6	2,8	0,7	2,3	2,3	1,8	2,5
4° trim.	118,5	1,9	2,1	1,4	2,7	1,8	2,6	1,1	1,4	1,9	2,2	2,3
Produttività per ora lavorata												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,3	2,6	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,2	0,9	-1,5	0,9	0,8	1,5	2,2	0,4	0,5	-0,7	0,7
2019 1° trim.	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,6	0,4	1,1	1,7	-0,2	0,1	-0,8	0,6
2° trim.	107,5	0,3	2,0	-1,4	0,6	0,8	1,2	2,5	0,8	0,8	-0,6	1,2
3° trim.	107,7	0,5	2,0	-1,5	1,5	1,4	1,4	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,8
4° trim.	107,6	0,2	0,7	-1,6	1,2	0,9	2,5	2,6	0,9	0,1	-0,5	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Consistenze												
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,6	2.261,8	3.458,3	11.208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11.867,5
2018	1.163,3	7.114,7	8.278,1	1.124,9	2.299,0	3.423,9	11.702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12.371,8
2019	1.219,6	7.724,3	8.943,9	1.069,4	2.365,0	3.434,3	12.378,3	78,5	531,6	8,9	619,0	12.997,3
2019 2° trim.	1.189,0	7.415,4	8.604,4	1.111,1	2.338,5	3.449,6	12.054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12.690,0
3° trim.	1.204,1	7.605,6	8.809,6	1.110,0	2.354,8	3.464,7	12.274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12.914,4
4° trim.	1.219,6	7.724,3	8.943,9	1.069,4	2.365,0	3.434,3	12.378,3	78,5	531,6	8,9	619,0	12.997,3
2020 1° trim. ^(p)	1.261,7	8.073,5	9.335,2	1.077,5	2.361,8	3.439,3	12.774,5	109,9	528,4	60,2	698,5	13.473,0
2019 ott.	1.209,5	7.672,3	8.881,7	1.093,9	2.359,2	3.453,1	12.334,8	79,6	529,2	27,8	636,6	12.971,4
nov.	1.216,9	7.715,9	8.932,7	1.081,3	2.359,5	3.440,8	12.373,5	73,4	530,6	26,0	630,0	13.003,5
dic.	1.219,6	7.724,3	8.943,9	1.069,4	2.365,0	3.434,3	12.378,3	78,5	531,6	8,9	619,0	12.997,3
2020 gen.	1.228,3	7.743,9	8.972,2	1.062,4	2.363,6	3.426,0	12.398,2	75,8	547,8	25,0	648,5	13.046,7
feb.	1.236,2	7.826,3	9.062,5	1.064,3	2.361,1	3.425,4	12.488,0	84,9	550,8	26,8	662,5	13.150,5
mar. ^(p)	1.261,7	8.073,5	9.335,2	1.077,5	2.361,8	3.439,3	12.774,5	109,9	528,4	60,2	698,5	13.473,0
Transazioni												
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,3	603,2	659,5	-60,2	63,6	3,4	662,9	4,1	-1,8	-56,6	-54,3	608,5
2019 2° trim.	9,7	143,1	152,8	-4,4	20,3	15,8	168,7	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9
3° trim.	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
4° trim.	15,6	122,9	138,5	-38,2	8,9	-29,3	109,2	4,5	-16,0	-8,5	-20,0	89,2
2020 1° trim. ^(p)	42,1	344,6	386,7	6,1	-2,1	4,0	390,7	31,0	-3,2	49,3	77,1	467,8
2019 ott.	5,4	69,6	75,0	-14,2	3,1	-11,1	63,9	5,5	-17,2	9,9	-1,8	62,1
nov.	7,4	40,3	47,7	-14,0	0,2	-13,9	33,9	-6,5	1,4	-1,4	-6,5	27,4
dic.	2,8	13,0	15,8	-10,0	5,7	-4,3	11,5	5,5	-0,2	-17,0	-11,8	-0,3
2020 gen.	8,7	15,5	24,2	-8,8	-1,4	-10,2	13,9	-3,0	16,1	16,4	29,5	43,5
feb.	7,9	81,3	89,2	1,5	-2,5	-1,1	88,1	9,1	3,0	1,3	13,3	101,5
mar. ^(p)	25,5	247,8	273,4	13,5	1,8	15,2	288,6	25,0	-22,3	31,5	34,2	322,8
Variazioni percentuali												
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-85,0	-8,1	4,9
2019 2° trim.	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6
3° trim.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
4° trim.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-85,0	-8,1	4,9
2020 1° trim. ^(p)	7,0	10,9	10,3	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,4	1,0	61,2	9,6	7,5
2019 ott.	4,8	9,0	8,4	-4,3	2,9	0,5	6,1	10,1	3,5	-47,5	-0,6	5,7
nov.	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-47,4	-1,1	5,6
dic.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-85,0	-8,1	4,9
2020 gen.	5,2	8,3	7,9	-5,8	2,5	-0,2	5,5	0,7	5,0	-51,5	-0,8	5,2
feb.	5,4	8,6	8,1	-5,7	2,1	-0,4	5,6	17,7	5,9	-45,8	2,5	5,5
mar. ^(p)	7,0	10,9	10,3	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,4	1,0	61,2	9,6	7,5

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,6	3.702,8	562,1	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.331,4	1.898,7	277,3	147,8	7,6	6.644,9	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2019 2° trim.	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.846,9	4.207,9	509,7	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
3° trim.	2.450,9	2.031,3	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,5
4° trim.	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 1° trim. ^(a)	2.607,5	2.189,1	262,7	148,0	7,7	7.160,4	4.529,5	472,1	2.158,2	0,6	1.152,0	225,2	477,6
2019 ott.	2.472,8	2.053,0	260,0	151,9	7,9	6.994,8	4.349,4	500,5	2.143,3	1,7	1.048,2	222,7	466,4
nov.	2.482,0	2.073,5	251,5	151,4	5,6	7.026,7	4.382,6	497,2	2.145,2	1,7	1.022,2	226,8	472,4
dic.	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 gen.	2.475,0	2.063,7	256,5	150,7	4,1	7.062,0	4.421,4	487,1	2.152,5	0,9	1.023,9	217,7	467,1
feb.	2.506,7	2.097,6	253,0	150,6	5,4	7.087,2	4.452,3	482,4	2.151,7	0,8	1.051,8	215,2	475,7
mar. ^(a)	2.607,5	2.189,1	262,7	148,0	7,7	7.160,4	4.529,5	472,1	2.158,2	0,6	1.152,0	225,2	477,6
Transazioni													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,0	163,5	-18,8	1,8	-0,5	395,2	358,3	-25,7	63,2	-0,5	29,2	10,2	30,1
2019 2° trim.	29,5	30,6	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,1	16,7	0,3	31,8	4,0	-0,1
3° trim.	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
4° trim.	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	77,5	76,9	-11,5	12,3	-0,2	-3,1	-6,9	1,8
2020 1° trim. ^(a)	128,6	124,5	5,0	-2,1	1,2	118,4	133,2	-20,9	6,3	-0,3	112,4	10,5	9,8
2019 ott.	24,2	24,0	-1,5	-0,4	2,1	30,1	30,4	-3,7	2,7	0,7	7,9	1,4	0,4
nov.	7,4	19,3	-9,1	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,4	3,8	6,0
dic.	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	16,3	13,5	-4,2	7,9	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 gen.	-3,5	-0,6	-1,1	0,6	-2,4	19,2	25,4	-5,8	-0,4	0,0	-15,6	2,9	-0,7
feb.	31,1	33,5	-3,6	-0,1	1,3	24,9	30,7	-4,8	-0,9	0,0	27,2	-2,5	8,6
mar. ^(a)	101,0	91,6	9,7	-2,6	2,3	74,3	77,2	-10,3	7,6	-0,2	100,8	10,0	2,0
Variazioni percentuali													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 2° trim.	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,3	7,6
3° trim.	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
4° trim.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 1° trim. ^(a)	9,6	11,9	-2,4	-0,7	24,8	6,0	9,7	-8,4	2,3	-55,9	16,9	5,3	3,4
2019 ott.	7,2	9,1	-3,8	2,4	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,2	6,5	5,9
nov.	7,0	9,8	-8,4	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,3	8,5	6,0
dic.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 gen.	6,1	8,2	-5,4	1,3	-41,1	5,7	8,7	-6,1	2,7	-43,4	3,3	4,9	5,1
feb.	6,5	9,0	-7,9	1,4	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,4	-46,5	7,1	3,0	4,6
mar. ^(a)	9,6	11,9	-2,4	-0,7	24,8	6,0	9,7	-8,4	2,3	-55,9	16,9	5,3	3,4

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 dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,0	10.870,5	11.165,8	4.323,4	5.600,3	838,0	108,7	1.440,4	803,2
2018	4.676,7	1.006,2	3.659,0	13.415,9	11.122,4	11.482,8	4.402,3	5.742,1	851,2	126,8	1.517,9	775,6
2019	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,1	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,6	852,9
2019 2° trim.	4.640,2	1.000,7	3.627,8	13.640,4	11.290,6	11.667,0	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,7	803,2
3° trim.	4.696,5	999,8	3.685,1	13.776,5	11.394,4	11.764,1	4.488,5	5.876,3	883,4	146,2	1.570,7	811,5
4° trim.	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,1	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,6	852,9
2020 1° trim. ^(p)	4.772,8	1.006,8	3.754,3	14.043,1	11.685,0	12.059,4	4.598,3	5.967,1	958,2	161,5	1.558,4	799,7
2019 ott.	4.665,0	1.001,8	3.651,5	13.818,4	11.423,4	11.788,2	4.502,5	5.895,0	887,1	138,9	1.561,3	833,7
nov.	4.639,1	1.000,9	3.626,4	13.854,1	11.439,1	11.807,9	4.492,2	5.912,9	888,2	145,8	1.570,8	844,3
dic.	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,1	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,6	852,9
2020 gen.	4.670,3	994,3	3.664,3	13.912,7	11.511,7	11.874,7	4.483,9	5.961,2	913,1	153,5	1.547,2	853,8
feb.	4.672,0	993,0	3.667,2	13.944,6	11.533,4	11.899,4	4.488,5	5.983,4	911,4	150,1	1.565,8	845,4
mar. ^(p)	4.772,8	1.006,8	3.754,3	14.043,1	11.685,0	12.059,4	4.598,3	5.967,1	958,2	161,5	1.558,4	799,7
Transazioni												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,5	17,8	88,1	-20,6
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,3	378,9	426,3	115,0	200,2	42,5	21,2	30,5	43,8
2019 2° trim.	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8
3° trim.	-2,6	-0,9	-1,7	129,6	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6
4° trim.	-5,2	-15,6	10,2	90,5	78,8	104,9	2,8	60,4	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 1° trim. ^(p)	132,0	21,7	110,3	224,7	244,1	236,3	131,7	42,4	61,3	8,8	15,0	-34,4
2019 ott.	-17,5	2,4	-19,9	33,8	37,0	35,4	18,2	20,5	5,5	-7,2	-8,6	5,4
nov.	-9,6	-0,9	-8,9	33,8	15,6	21,9	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1
dic.	21,8	-17,1	38,9	22,9	26,3	47,6	-11,4	21,4	9,5	6,9	-8,4	5,0
2020 gen.	-9,1	9,6	-18,7	44,7	57,7	35,2	10,5	30,6	15,7	0,8	-14,0	1,1
feb.	6,7	-1,5	8,2	42,8	23,1	28,3	6,0	22,9	-2,4	-3,4	20,5	-0,8
mar. ^(p)	134,4	13,6	120,8	137,2	163,3	172,8	115,1	-11,2	48,0	11,4	8,5	-34,6
Variazioni percentuali												
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2019 2° trim.	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3
3° trim.	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6
4° trim.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 1° trim. ^(p)	1,6	0,4	1,9	4,2	4,7	5,0	4,8	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,9
2019 ott.	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,8	11,0	2,1	3,4
nov.	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2
dic.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 gen.	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7
feb.	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,3	14,8	2,0	4,1
mar. ^(p)	1,6	0,4	1,9	4,2	4,7	5,0	4,8	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2017	4.323,4	4.358,7	986,2	821,2	2.516,1	5.600,3	5.867,4	654,8	4.216,4	729,0
2018	4.402,3	4.487,6	993,0	843,7	2.565,6	5.742,1	6.025,2	682,6	4.356,8	702,7
2019	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2019 2° trim.	4.462,4	4.554,2	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.115,2	703,6	4.426,6	695,6
3° trim.	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.165,7	711,2	4.473,5	691,6
4° trim.	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 1° trim. ^(p)	4.598,3	4.699,9	1.000,8	914,6	2.682,9	5.967,1	6.254,1	715,6	4.565,1	686,4
2019 ott.	4.502,5	4.592,9	983,3	878,1	2.641,2	5.895,0	6.182,7	713,4	4.492,7	688,9
nov.	4.492,2	4.588,1	972,4	883,1	2.636,7	5.912,9	6.201,6	716,6	4.506,2	690,2
dic.	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 gen.	4.483,9	4.582,0	959,8	881,2	2.642,9	5.961,2	6.243,5	724,3	4.549,6	687,3
feb.	4.488,5	4.585,8	957,2	879,7	2.651,6	5.983,4	6.264,7	728,4	4.567,3	687,8
mar. ^(p)	4.598,3	4.699,9	1.000,8	914,6	2.682,9	5.967,1	6.254,1	715,6	4.565,1	686,4
Transazioni										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	200,2	217,4	40,9	168,7	-9,4
2019 2° trim.	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
3° trim.	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
4° trim.	2,8	21,7	-5,2	7,6	0,5	60,4	63,9	9,6	53,8	-2,9
2020 1° trim. ^(p)	131,7	131,1	27,2	42,2	62,2	42,4	38,0	-2,8	45,2	0,0
2019 ott.	18,2	16,7	2,9	5,4	10,0	20,5	20,4	2,4	20,2	-2,2
nov.	-4,0	3,0	-10,2	6,4	-0,2	18,6	20,2	3,8	13,5	1,2
dic.	-11,4	2,0	2,1	-4,2	-9,3	21,4	23,3	3,3	20,1	-2,0
2020 gen.	10,5	6,3	-11,5	3,2	18,9	30,6	19,7	4,5	24,9	1,2
feb.	6,0	7,1	-7,7	3,8	9,9	22,9	22,3	4,4	17,5	1,0
mar. ^(p)	115,1	117,7	46,5	35,2	33,5	-11,2	-4,0	-11,8	2,7	-2,1
Variazioni percentuali										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 2° trim.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
3° trim.	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
4° trim.	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 1° trim. ^(p)	4,8	5,4	2,7	8,9	4,3	3,3	3,4	3,9	4,0	-1,0
2019 ott.	3,1	3,8	0,5	4,9	3,5	3,3	3,4	5,8	3,7	-1,8
nov.	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5
dic.	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 gen.	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,1	4,1	-1,2
feb.	2,4	3,0	-2,1	4,9	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
mar. ^(p)	4,8	5,4	2,7	8,9	4,3	3,3	3,4	3,9	4,0	-1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze										
2017	342,7	6.771,1	1.967,5	59,8	2.017,5	2.726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.033,7	443,5	187,0	194,9
2019	350,3	7.061,1	1.944,2	51,3	2.156,1	2.909,6	1.461,3	429,2	178,9	187,2
2019 2° trim.	373,7	6.985,0	1.956,9	57,5	2.135,4	2.835,2	1.318,5	449,5	191,5	207,8
3° trim.	388,0	7.101,1	1.948,1	57,2	2.162,2	2.933,6	1.484,8	445,7	184,2	198,1
4° trim.	350,3	7.061,1	1.944,2	51,3	2.156,1	2.909,6	1.461,3	429,2	178,9	187,2
2020 1° trim. ^(p)	413,6	7.041,4	1.935,1	47,2	2.121,0	2.938,0	1.572,4	539,6	183,6	196,1
2019 ott.	380,5	7.076,7	1.949,4	53,1	2.151,3	2.922,8	1.509,5	435,7	221,4	236,2
nov.	369,1	7.078,5	1.951,8	52,6	2.162,6	2.911,5	1.491,4	466,4	211,8	224,8
dic.	350,3	7.061,1	1.944,2	51,3	2.156,1	2.909,6	1.461,3	429,2	178,9	187,2
2020 gen.	372,2	7.114,6	1.946,7	50,0	2.165,8	2.952,1	1.542,6	407,9	171,1	182,3
feb.	417,2	7.129,3	1.940,3	49,4	2.162,5	2.977,1	1.613,2	467,0	177,9	191,2
mar. ^(p)	413,6	7.041,4	1.935,1	47,2	2.121,0	2.938,0	1.572,4	539,6	183,6	196,1
Transazioni										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	107,0	-6,1	-3,0	27,5	88,6	311,7	10,7	-2,7	-2,5
2019 2° trim.	3,8	46,0	22,0	1,6	-0,6	22,9	99,9	45,6	-6,9	-4,5
3° trim.	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
4° trim.	-37,5	4,4	-2,2	-3,3	-14,3	24,2	0,6	-29,8	-5,3	-10,9
2020 1° trim. ^(p)	63,5	-41,1	-9,2	-2,9	-46,1	17,0	66,2	67,4	4,6	9,0
2019 ott.	-7,3	-8,5	3,0	-1,5	-19,0	9,0	47,3	-17,3	37,3	38,1
nov.	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	-16,8	26,1	-9,7	-11,3
dic.	-18,9	-4,6	-6,4	-1,3	3,0	0,1	-29,9	-38,6	-32,8	-37,7
2020 gen.	22,1	-7,2	-2,4	-1,3	2,5	-6,0	41,6	-18,8	-7,8	-4,9
feb.	45,0	6,1	-6,7	-0,6	-4,9	18,3	53,3	49,7	6,8	9,0
mar. ^(p)	-3,6	-39,9	0,0	-1,0	-43,7	4,7	-28,7	36,5	5,7	4,9
Variazioni percentuali										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 2° trim.	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1	6,7
3° trim.	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
4° trim.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 1° trim. ^(p)	12,0	0,3	-0,2	-10,3	-2,6	3,1	-	-	-0,3	0,4
2019 ott.	-2,9	1,5	0,0	-2,8	1,1	3,0	-	-	36,4	38,9
nov.	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,3	-	-	11,1	12,8
dic.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 gen.	-1,3	1,2	-0,2	-7,2	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3
feb.	4,3	0,9	-0,3	-8,4	-0,7	3,2	-	-	-7,6	-6,9
mar. ^(p)	12,0	0,3	-0,2	-10,3	-2,6	3,1	-	-	-0,3	0,4

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 1° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,2
2° trim.	-0,7	.	.	.	.	1,1
3° trim.	-0,8	.	.	.	.	0,9
4° trim.	-0,6	.	.	.	.	1,0

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2019 1° trim.	46,5	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
2° trim.	46,5	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
3° trim.	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,5	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8
4° trim.	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,6	3,7

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 ¹⁾	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	85,9	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,7	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 1° trim.	86,5	3,1	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	86,3	3,1	13,5	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	86,0	3,2	13,3	69,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	84,2	3,0	13,1	68,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Vi è una leggera differenza (0,1 punti percentuali del PIL) tra il rapporto debito pubblico/PIL per il 2019 e per il quarto trimestre del 2019. Ciò si spiega con una differenza tra il PIL annuo e la somma mobile di quattro trimestri del PIL.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti ¹⁾

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,9	0,9
2019 1° trim.	-1,3	-1,2	0,8	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,8	1,3
2° trim.	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,7	1,4
3° trim.	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4
4° trim.	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2018 4° trim.	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 1° trim.	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2° trim.	12,5	11,1	3,6	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
3° trim.	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
2019 ott.	12,5	11,0	3,4	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2
nov.	12,5	11,1	3,4	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2
dic.	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 gen.	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
feb.	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
mar.	12,2	10,9	4,0	1,3	0,3	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,1	1,0

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.6 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; flussi durante un periodo di 1 anno e consistenze in essere a fine periodo)

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia ¹⁾ 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
2019 1° trim.	-1,1	1,8	-0,9	0,0	0,4	-2,5	-2,7	-2,2	-5,1
2° trim.	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-3,0	-2,2	-4,9
3° trim.	-1,8	1,5	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,3	-2,0	2,2
4° trim.	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
Debito pubblico									
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5
2019 1° trim.	103,1	61,7	7,8	65,3	182,0	98,6	99,6	136,4	103,1
2° trim.	102,3	61,1	9,1	63,9	179,5	98,6	99,6	137,8	107,0
3° trim.	102,1	61,1	9,0	62,5	178,1	97,5	100,4	137,1	97,8
4° trim.	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,4	134,8	95,5

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 1° trim.	-0,9	0,2	3,8	1,6	1,5	-0,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,1
2° trim.	-1,4	0,0	3,9	1,1	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
3° trim.	-1,1	-0,3	3,0	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-2,0
4° trim.	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
Debito pubblico										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 1° trim.	38,6	33,8	20,7	46,3	50,8	72,7	123,4	68,1	49,3	59,5
2° trim.	37,5	35,9	20,3	45,7	50,9	71,8	120,8	67,7	48,6	61,5
3° trim.	37,1	35,7	20,0	43,4	49,2	71,1	120,2	68,1	48,4	60,2
4° trim.	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4

Fonte: Eurostat.

1) Vi è una leggera differenza (0,3 punti percentuali del PIL) tra il rapporto debito pubblico/PIL per il 2019 e per il quarto trimestre del 2019. Ciò si spiega con una differenza tra il PIL annuo e la somma mobile di quattro trimestri del PIL.

© **European Central Bank, 2020**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 29 aprile 2020.

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-20-003-IT-N (online)