



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 5 / 2020



# Indice

<b>Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari</b>	<b>2</b>
Sintesi	2
1 Contesto esterno	6
2 Andamenti finanziari	11
3 Attività economica	14
4 Prezzi e costi	20
5 Moneta e credito	24
<b>Riquadri</b>	<b>28</b>
1 Le tensioni sui finanziamenti in dollari statunitensi e le linee di swap delle banche centrali durante la crisi del COVID-19	28
2 Il grande crollo degli scambi commerciali nel 2020 e il ruolo di amplificazione delle catene globali del valore	37
3 L'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE in risposta alla crisi legata al COVID-19	42
4 Mercati azionari dell'area dell'euro ed evoluzione delle aspettative sulla ripresa economica	49
5 Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro	57
6 Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro	63
7 Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro	71
8 Determinanti della domanda di prestiti da parte delle imprese nell'area dell'euro: cosa è cambiato durante la pandemia di COVID-19?	77
<b>Articoli</b>	<b>86</b>
1 Il consumo di beni durevoli nell'area dell'euro	86
2 Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche	114
3 La distribuzione della liquidità e il regolamento dei pagamenti in Target2	141
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Aggiornamento sugli andamenti economici e monetari

## Sintesi

Le informazioni pervenute dopo l'ultima riunione di politica monetaria, tenutasi all'inizio di giugno, segnalano una ripresa dell'economia dell'area dell'euro, sebbene il livello dell'attività rimanga ben al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia di coronavirus (COVID-19) e le prospettive restino fortemente incerte. L'inflazione complessiva è frenata dal calo delle quotazioni dell'energia e le pressioni sui prezzi dovrebbero rimanere molto contenute per effetto della drastica diminuzione della crescita del PIL in termini reali e del connesso significativo incremento della capacità inutilizzata nell'economia. Le misure di politica monetaria della BCE si stanno gradualmente trasferendo all'economia dell'area dell'euro, fornendo un sostegno essenziale alla ripresa e contribuendo a compensare lo spostamento verso il basso, connesso alla pandemia, del profilo previsto per l'inflazione. Nel contempo le prospettive economiche sono caratterizzate da elevata incertezza e soggette a rischi al ribasso. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariato l'orientamento complessivo della politica monetaria e di riconfermare per intero l'insieme delle misure di politica monetaria già in essere.

A fronte di politiche di contenimento che si sono alleggerite in tutto il mondo, la ripresa a livello internazionale rimane disomogenea, incerta e incompleta. I dati delle indagini congiunturali indicano che la contrazione senza precedenti dell'economia mondiale registrata nel primo semestre del 2020 ha superato il punto di minimo; d'altra parte, il cauto comportamento dei consumatori segnala, in prospettiva, una dinamica di crescita contenuta. Procede la ripresa in Cina, mentre le prospettive rimangono molto incerte negli Stati Uniti, sebbene i dati abbiano evidenziato alcune inaspettate notizie positive. Anche nel Regno Unito e in Giappone gli indicatori segnalano che la contrazione in alcuni settori ha superato il punto di minimo, sebbene i livelli di attività rimangano molto deboli. In tale contesto, l'inflazione mondiale resta contenuta.

Durante il periodo in esame la curva a termine dell'Eonia (euro overnight index average) si è spostata lievemente verso il basso e si è osservata una moderata inversione per le scadenze a breve termine, sebbene non vi sia l'aspettativa di un'imminente riduzione dei tassi di riferimento. Anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti a causa dei più bassi tassi di interesse privi di rischio e i differenziali di rendimento dei titoli sovrani hanno registrato una lieve compressione. Il mercato azionario ha continuato a segnare una ripresa dai livelli minimi registrati a marzo e, nonostante l'ulteriore compressione, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie continuano a essere più ampi rispetto alla fine di febbraio. Sui mercati dei cambi l'euro si è lievemente rafforzato su base ponderata per l'interscambio.

I dati più recenti e i risultati delle indagini congiunturali suggeriscono che l'attività economica sia migliorata in misura significativa a maggio e giugno rispetto al punto minimo di aprile, di pari passo con gli interventi in atto per il contenimento del virus e il connesso allentamento delle misure di chiusura. Al tempo stesso, gli indicatori economici restano ben al di sotto dei livelli registrati prima della pandemia e la ripresa, in fase iniziale, permane disomogenea fra i vari settori e i vari paesi. Dopo una contrazione nel primo trimestre del 2020 del 3,6 per cento sul periodo precedente, nel secondo trimestre il PIL in termini reali dell'area dell'euro nel complesso dovrebbe essersi ridotto ulteriormente, in linea sostanzialmente con le proiezioni macroeconomiche dello scorso giugno formulate dagli esperti dell'Eurosistema. Sono emersi segnali di una ripresa dei consumi e si è osservato anche un significativo recupero della produzione industriale. Allo stesso tempo, la debolezza del mercato del lavoro e il risparmio precauzionale delle famiglie pesano sulla spesa per consumi. Le fragilità delle prospettive per le imprese e l'elevata incertezza deprimono gli investimenti, mentre la debolezza dell'economia mondiale frena la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro.

Secondo la stima rapida dell'Eurostat nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita dallo 0,1 per cento di maggio allo 0,3 per cento di giugno, rispecchiando in prevalenza una dinamica meno negativa della componente energetica. Sulla scorta dei prezzi correnti del petrolio e dei relativi contratti future, e tenendo conto della riduzione temporanea dell'IVA in Germania, ci si attende che l'inflazione complessiva scenda ancora nei prossimi mesi, per poi tornare a recuperare agli inizi del 2021. Nel medio termine la maggiore debolezza della domanda determinerà pressioni al ribasso sull'inflazione, solo in parte compensate da spinte al rialzo legate a vincoli dal lato dell'offerta. Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati sono rimasti su livelli contenuti.

A partire da marzo 2020 la pandemia di coronavirus ha causato una forte accelerazione della dinamica monetaria, ascrivibile all'intenso fabbisogno di liquidità da parte delle imprese per finanziare la spesa corrente e alla forte preferenza degli operatori economici per le attività monetarie a fini precauzionali. Nel mese di maggio il credito interno è rimasto la principale fonte di creazione di moneta, riconducibile in particolare ai prestiti alle società non finanziarie e agli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito dei programmi di acquisto di attività. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2020 dimostra che la pandemia ha avuto un protratto impatto al rialzo sulla domanda di prestiti da parte delle imprese, in gran parte di riflesso al fabbisogno di liquidità di emergenza. Nel contempo, i criteri per la concessione del credito alle imprese sono rimasti favorevoli, sostenuti da misure di finanza pubblica e da misure monetarie. La crescita economica nell'area dell'euro beneficia inoltre dei tassi sui prestiti molto favorevoli, che segnalano una trasmissione delle misure di politica monetaria costante e solida.

In tale contesto permane la necessità di un ampio grado di stimolo monetario per dare impulso alla ripresa economica e salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine. Il Consiglio direttivo ha deciso, pertanto, di riconfermare l'orientamento molto accomodante di politica monetaria.

Il Consiglio direttivo manterrà invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. Si prevede che essi si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2 per cento nell'orizzonte di proiezione e tale convergenza non si sarà coerentemente riflessa nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.

Il Consiglio direttivo proseguirà gli acquisti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) con una dotazione finanziaria totale di 1.350 miliardi di euro. Tali acquisti concorreranno ad allentare l'orientamento complessivo della politica monetaria, contribuendo così a compensare lo spostamento verso il basso, connesso alla pandemia, del profilo previsto per l'inflazione. Gli acquisti continueranno a essere effettuati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi. Ciò consente al Consiglio direttivo di contrastare efficacemente i rischi per l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine di giugno 2021 e, in ogni caso, finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus. Il Consiglio direttivo reinvestirà il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno fino alla fine del 2022. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita allo scopo di evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.

Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) continueranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, unitamente agli acquisti nel quadro della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro fino 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 e che termineranno poco prima che il Consiglio stesso inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivo 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.

Il Consiglio direttivo continuerà inoltre a fornire abbondante liquidità attraverso le sue operazioni di rifinanziamento. In particolare, l'ultima operazione della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) ha registrato un volume molto elevato dei fondi erogati, sostenendo il credito bancario alle imprese e alle famiglie.

Le misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo dall'inizio di marzo forniscono un contributo essenziale per sostenere la ripresa dell'economia dell'area dell'euro e salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine. In particolare, esse sostengono le condizioni di liquidità e finanziamento nell'economia, contribuiscono ad alimentare il flusso del credito a favore di famiglie e imprese e al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli per tutti i settori e in tutti paesi. Inoltre, la Commissione europea ha recentemente pubblicato alcuni indirizzi in materia di regimi di garanzie pubbliche al fine di scongiurare la possibilità di brusche

e significative variazioni (cliff effects) al venir meno delle misure. Allo stesso tempo, nell'attuale contesto di elevata incertezza e notevole capacità inutilizzata nell'economia, il Consiglio direttivo ribadisce il massimo impegno a intraprendere 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 si applica innanzitutto al ruolo che svolge nell'assicurare che la politica monetaria sia trasmessa a tutti i settori dell'economia e a tutti i paesi, nel perseguimento del mandato di stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo resta quindi pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione continui ad avvicinarsi stabilmente al livello perseguito, in linea con il suo impegno alla simmetria.

## Contesto esterno

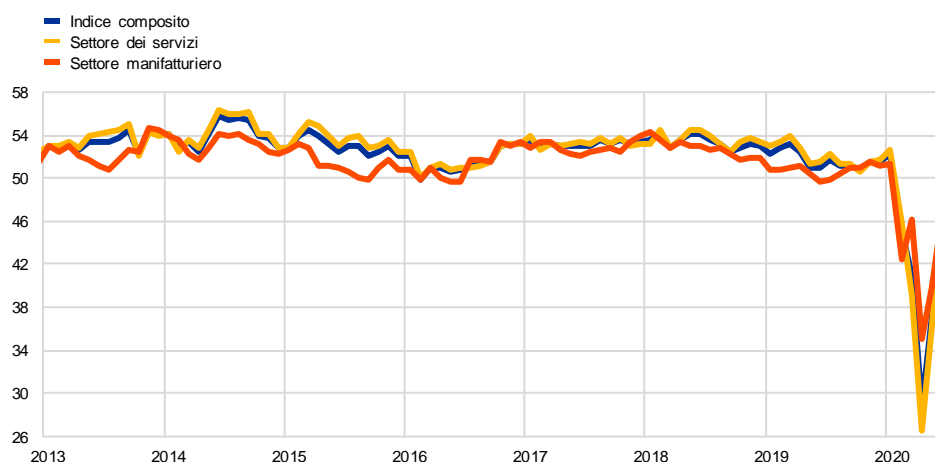
**Anche se, in tutto il mondo, si è provveduto a rendere meno severe le politiche di contenimento, la ripresa a livello internazionale resta disomogenea, incerta e incompleta.** Le prospettive mondiali sono ancora dominate dall'evoluzione della pandemia di coronavirus (COVID-19). Il numero di nuovi casi continua a crescere a livello mondiale, in particolare negli Stati Uniti e in America latina, come anche in diverse altre importanti economie emergenti (ad esempio India e Sud Africa). Al tempo stesso, gli indicatori delle misure di chiusura in vigore, che danno conto delle politiche ufficialmente adottate attraverso dati effettivi sulla mobilità, mostrano una graduale e costante riapertura nella maggior parte delle economie dalla fine di maggio. L'allentamento delle misure di contenimento, associato alla crescita del numero di nuovi casi di COVID-19 in molti paesi, rende la ripresa globale estremamente incerta.

**I dati ricavati dalle indagini indicano che la contrazione senza precedenti dell'economia mondiale nel primo semestre del 2020 sta lasciando spazio a segnali di un'inversione di tendenza.** A giugno l'indice mondiale composto dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) ha continuato a registrare un recupero dal minimo toccato ad aprile, raggiungendo il livello di 47,6 (cfr. il grafico 1). L'incremento di giugno ha interessato tutte le sottocomponenti. Anche il settore dei servizi, che aveva mostrato un ritardo rispetto a quello manifatturiero in termini di miglioramento, ha segnato una forte ripresa. Si tratta di andamenti generalizzati che hanno caratterizzato inoltre quasi tutte le principali economie avanzate ed emergenti. Tuttavia, ovunque, ad eccezione della Cina, gli indici PMI hanno continuato a segnalare una contrazione, attestandosi su valori inferiori a 50 ed evidenziando la persistente debolezza dei livelli di attività a livello mondiale.

### Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2020.

### Il comportamento cauto dei consumatori indica che si profila una ripresa lenta.

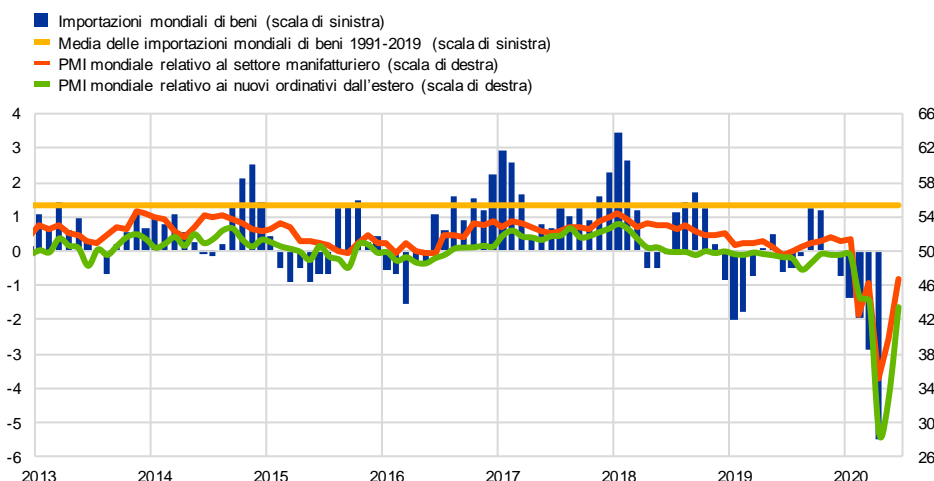
La fiducia dei consumatori nei paesi in cui la pandemia è stata contenuta nelle prime fasi, come la Cina e la Corea del Sud, sta mostrando una lenta ripresa, ma resta al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. Un elevato grado di incertezza può comportare un recupero lento e fragile dei consumi, soprattutto alla luce dell'aumento di nuovi casi a livello mondiale.

**La dinamica del commercio mondiale è rimasta molto debole ad aprile, con una flessione eccezionale nel secondo trimestre.** Le importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) hanno subito un drastico calo nel mese di aprile, dopo due trimestri consecutivi di contrazione. La flessione del commercio mondiale ha coinciso con il picco della severità delle misure di contenimento imposte a livello internazionale. Pur essendo migliorato a maggio e giugno, l'indice PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero (esclusa l'area dell'euro) ha continuato a evidenziare una dinamica debole degli scambi commerciali (cfr. il grafico 2).

### Grafico 2

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

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2020 per le importazioni mondiali di beni e a giugno 2020 per gli indici PMI.

**A maggio l'inflazione a livello mondiale ha subito un ulteriore calo.** A maggio l'inflazione al consumo sui dodici mesi nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è scesa allo 0,7 per cento per effetto di una più rapida diminuzione della componente energetica, mentre la componente alimentare ha registrato un lieve aumento. L'inflazione al netto di queste due componenti si è invece mantenuta stabile all'1,6 per cento. Tale rallentamento si è verificato 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 resteranno contenute a causa sia del brusco calo dei corsi petroliferi, sia della debolezza della domanda.

**I corsi petroliferi sono cresciuti di più del 10 per cento dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, in un contesto caratterizzato da una ripresa dell'attività**

**economica e dal calo dell'offerta dovuto a riduzioni concordate all'inizio di maggio.** I corsi petroliferi sono stati sostenuti da una ripresa della domanda di petrolio più forte del previsto sulla scia dell'allentamento delle misure di chiusura. La domanda di petrolio dovrebbe rimanere contenuta nella seconda metà del 2020 e all'inizio del 2021 e i consumi dovrebbero rimanere al di sotto dei livelli osservati nel 2019. Tuttavia, le stime della domanda sono state recentemente riviste al rialzo a seguito dell'allentamento delle misure di chiusura in diversi paesi. Oltre alla ripresa della domanda, anche la riduzione dell'offerta ha contribuito a riequilibrare i mercati del petrolio. In particolare, il rimbalzo dei corsi petroliferi è stato favorito dall'accordo raggiunto dall'OPEC+ (cioè dai principali paesi produttori) all'inizio di maggio, in base al quale è stata stabilita una riduzione dell'offerta di quasi 10 milioni di barili al giorno (mbg), e da significativi blocchi della produzione negli Stati Uniti. Anche i prezzi dei metalli hanno registrato una marcata ripresa da metà aprile, con un aumento del 2 per cento circa dall'ultima riunione del Consiglio direttivo.

**Recentemente i dati relativi agli Stati Uniti hanno riservato sorprese positive, ma il livello dell'attività resta contenuto.** Con la graduale rimozione delle misure di chiusura, si è verificata una ripresa dell'attività economica e diversi indicatori economici sono tornati a crescere. Le vendite al dettaglio e i servizi di ristorazione hanno registrato un netto recupero nel mese di maggio, poiché la spesa delle famiglie ha beneficiato dello stimolo fornito dai fondi federali e dal ritorno al lavoro di parte dei lavoratori dipendenti. Anche la produzione industriale è aumentata a maggio, per quanto in misura minore, e i dati sul mercato del lavoro hanno riservato sorprese positive. Negli Stati Uniti l'occupazione è cresciuta di 7,5 milioni di posti di lavoro a maggio e giugno, recuperando circa un terzo delle perdite registrate da febbraio. Anche se i dati di giugno sul mercato del lavoro hanno evidenziato l'aumento più consistente della storia, occorre ora cautela nell'interpretazione, in quanto sono basati su un'indagine di metà mese e non riflettono ancora il nuovo rafforzamento delle misure di chiusura adottate a livello regionale. Nonostante il tasso di disoccupazione sia ulteriormente diminuito di 2,2 punti percentuali, toccando l'11,1 per cento, la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro resta a livelli elevati in termini storici. Nel complesso, i dati più recenti sembrano confermare l'arresto della contrazione dell'economia statunitense mostrato da altre variabili, piuttosto che indicare un miglioramento sostanziale della congiuntura economica nel paese. I principali indicatori relativi all'economia statunitense restano infatti ben al di sotto dei livelli precedenti la pandemia e il numero crescente dei nuovi contagi potrebbe rendere necessarie nuove misure di contenimento o rallentare l'allentamento delle misure attualmente in vigore, accrescendo così il rischio di compromettere la ripresa.

**In Giappone, il ritmo dell'attività economica ha iniziato a mostrare una normalizzazione man mano che le misure di contenimento sono state progressivamente revocate nel mese di maggio.** Dopo una contrazione dello 0,6 per cento del PIL in termini reali nel primo trimestre, ad aprile e maggio l'intensificazione degli sforzi di contenimento profusi in Giappone ha innescato una notevole contrazione della produzione industriale, del commercio con l'estero e dei consumi privati. L'ultimo sondaggio Tankan ha confermato un netto deterioramento del clima di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero e dei servizi nel secondo trimestre. Inoltre, esso ha anche evidenziato una marcata riduzione dei piani di

investimento delle piccole imprese, che hanno continuato ad adottare un atteggiamento cauto riguardo alle prospettive economiche. In occasione della sua ultima riunione, la Banca del Giappone ha annunciato un aumento delle dimensioni del suo programma speciale volto a sostenere il finanziamento delle imprese, la cui dotazione raggiungerà 110.000 miliardi di yen giapponesi dai 75.000 miliardi iniziali. Il programma comprende acquisti di carta commerciale e di obbligazioni societarie, nonché operazioni di prestito speciali. Le misure recentemente adottate hanno coinciso con una forte accelerazione della crescita dei prestiti in aprile e maggio, che probabilmente riflette l'orientamento accomodante delle banche nell'erogazione del credito e un incremento della domanda di fondi operativi da parte delle imprese giapponesi. Il governo ha inoltre fornito uno stimolo significativo, approvando due interventi di bilancio aggiuntivi per l'esercizio 2020, pari a circa il 10 per cento del PIL.

**Nel Regno Unito nel secondo trimestre si prevede un calo senza precedenti dell'attività, che segnerà una lenta ripresa solo con l'allentamento delle misure di contenimento.** A maggio il PIL in termini reali è aumentato dell'1,8 per cento rispetto al mese precedente, ma è sceso del 19,1 per cento sulla base della media mobile a tre mesi, in un contesto caratterizzato da rigide misure di chiusura. L'indice PMI composto relativo al prodotto è rimasto inferiore a 50 per tutto il secondo trimestre, mostrando una persistente debolezza della domanda, con ulteriori riduzioni dei nuovi ordinativi dall'estero e nazionali per il quarto mese consecutivo. La prospettiva di una rapida inversione di tendenza nel terzo trimestre resta improbabile. Anche se la riapertura, all'inizio di luglio, delle strutture ricettive e di viaggio sta contribuendo a stimolare l'attività, la fiducia delle imprese e dei consumatori continua ad attestarsi su livelli contenuti rispetto a quelli precedenti la chiusura. L'andamento della ripresa dipenderà anche dalla tabella di marcia che si seguirà per la messa a punto delle future politiche di sostegno. La politica monetaria del Regno Unito resta accomodante, ma il sostegno di bilancio sarà probabilmente meno consistente rispetto al primo semestre dell'anno, malgrado l'ulteriore stimolo fiscale annunciato a luglio.

**La ripresa in Cina procede malgrado la debole domanda estera.** Sulla scia dell'allentamento delle misure di contenimento, gli indicatori ad alta frequenza indicano una costante normalizzazione dell'attività nel mese di giugno. In termini di dati effettivi, ad aprile la crescita della produzione industriale è tornata positiva acquisendo ulteriore slancio a maggio (in rialzo del 4,4 per cento sul periodo corrispondente). Mentre le vendite al dettaglio continuano a diminuire su base annua, lo slancio della crescita sequenziale è stato positivo. I dati dell'indice PMI tracciano un quadro analogo (per quanto disomogeneo), con il settore manifatturiero che è già tornato in territorio espansivo nel mese di marzo, mentre una più debole dinamica dei nuovi ordinativi dall'estero sta frenando lo slancio della ripresa. Nel frattempo, le autorità cinesi hanno fornito ulteriore stimolo fiscale e monetario per attenuare lo shock economico. La politica di bilancio mira a stabilizzare l'occupazione e la crescita economica incrementando i sussidi di disoccupazione, gli investimenti e gli sgravi fiscali. Tale politica è integrata da interventi di politica monetaria tesi a garantire liquidità sufficiente al sistema bancario, da riduzioni dei

tassi di riferimento e degli obblighi di riserva, nonché da indicazioni alle banche affinché tollerino ritardi nel rimborso dei prestiti da parte delle imprese.

## 2 Andamenti finanziari

**Nel periodo in rassegna, compreso tra il 4 giugno e il 15 luglio 2020, il tasso Eonia (euro overnight index average) e il nuovo tasso di riferimento in euro a breve termine €STR (euro short-term rate) si sono attestati in media, rispettivamente<sup>1</sup>, a -46 e -55 punti base.** Nello stesso periodo la liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 642 miliardi di euro attestandosi a circa 2.816 miliardi, principalmente per effetto del ricorso alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e dell'acquisto di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA).

**La curva a termine dell'Eonia si è spostata leggermente verso il basso dall'inizio di giugno, sebbene i mercati non sembrano attendere una riduzione imminente del tasso sui depositi presso la banca centrale.** La curva si è spostata verso il basso di una media di poco superiore ai 10 punti base per le scadenze oltre i tre anni e ha subito una lieve inversione per le scadenze a breve termine, con il tasso Eonia che si colloca a circa 10 punti base al di sotto del livello attuale verso la fine del 2021. L'andamento della curva a termine dell'Eonia può essere legato all'annuncio del PEPP, in un contesto caratterizzato da una forte contrazione dell'attività economica e da accresciuti timori riguardo alle implicazioni della pandemia di coronavirus (COVID-19), ancora in corso di diffusione a livello mondiale. Nel complesso, i tassi a termine dell'Eonia restano al di sotto dello zero per gli orizzonti temporali fino al 2027, in ragione del fatto che i mercati continuano a prevedere un prolungato periodo di tassi di interesse negativi.

**Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine sono diminuiti a fronte di un arresto della contrazione registrata dalla crescita economica.**

Nel periodo esaminato il rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro a dieci anni ponderato per il PIL è diminuito di circa 15 punti base, attestandosi allo 0,07 per cento (cfr. il grafico 3). Tale diminuzione ha più o meno rispecchiato un calo di 12 punti base del tasso degli overnight index swap (OIS) a dieci anni. Dopo un lieve aumento nella prima settimana del periodo in esame, i tassi hanno iniziato a diminuire dopo che, fra l'altro, il 4 giugno il Consiglio direttivo ha deciso di prorogare il PEPP e, il 10 giugno, la Federal Reserve ha annunciato di prevedere che i tassi di riferimento rimarranno prossimi allo zero per un periodo di tempo prolungato. Il marcato miglioramento dei dati più recenti rispetto alle aspettative dei mercati non sembra avere avuto un effetto favorevole sui tassi di interesse, forse perché i dati rilevati sono rimasti coerenti con la contrazione del ciclo economico tuttora in corso, sebbene a un ritmo più lento. I complessi negoziati che hanno infine portato all'approvazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza dell'Unione europea possono aver talvolta influenzato, in senso positivo o negativo, l'evoluzione dei rendimenti dei titoli sovrani nel corso del periodo analizzato. Al di fuori dell'area dell'euro, i rendimenti dei titoli di Stato decennali degli Stati Uniti sono diminuiti di

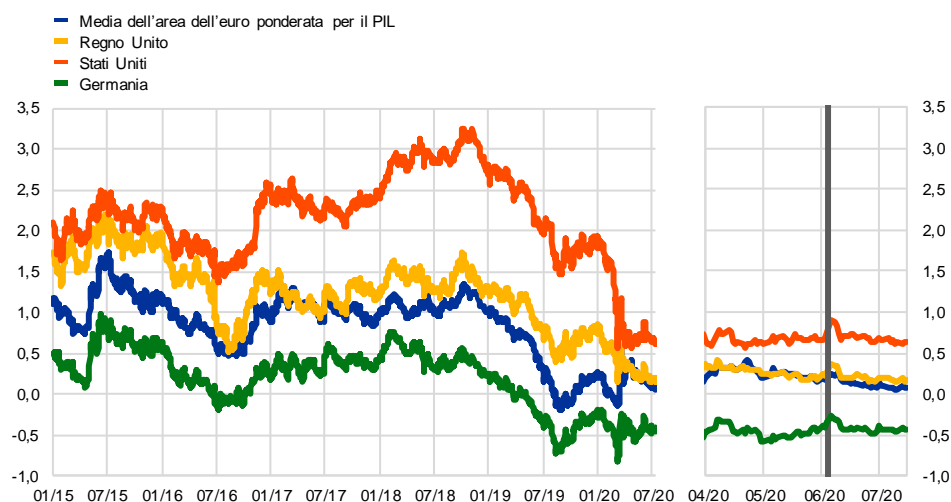
<sup>1</sup> La metodologia per il calcolo dell'Eonia è stata modificata il 2 ottobre 2019; esso è ora calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro [Addio EONIA, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

circa 20 punti base nel periodo in rassegna, portandosi allo 0,63 per cento, mentre nel Regno Unito sono scesi di 15 punti base, raggiungendo lo 0,17 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 (4 giugno 2020). Il pannello di destra mostra in maggior dettaglio l'andamento osservato nei rendimenti dei titoli di Stato dal 1° aprile 2020. Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 luglio 2020.

#### Le fluttuazioni dei differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro rispetto al tasso OIS privo di rischio sono state relativamente contenute.

**Inizialmente i differenziali hanno segnato un leggero aumento, per poi iniziare a diminuire e terminare il periodo in esame collocandosi nel complesso lievemente al di sotto dei livelli prevalenti all'inizio di giugno.** Il differenziale sui titoli di Stato tedeschi, spagnoli e portoghesi è diminuito di una misura compresa tra 3 e 5 punti base, mentre quello sui titoli francesi e italiani è sceso in maniera molto marginale, cioè di appena 1 punto base. Complessivamente, il differenziale dei titoli dell'area dell'euro ponderato per il PIL rispetto al tasso OIS ha registrato un calo di 2 punti base, toccando un livello di poco inferiore ai 40 punti base.

#### Nell'area dell'euro gli indici dei corsi azionari delle società non finanziarie (SNF) e delle banche sono aumentati, compensando ulteriormente le forti perdite registrate dalla fine di febbraio a causa degli accresciuti timori legati alla diffusione del COVID-19.

Nel periodo in esame, i corsi azionari delle SNF e delle banche dell'area dell'euro sono aumentati, rispettivamente, del 2 e del 3,2 per cento. Nel complesso, i corsi azionari nei due settori restano rispettivamente del 5 e del 30 per cento inferiori ai livelli prevalenti il 24 febbraio, quando le valutazioni hanno iniziato a risentire della diffusione del COVID-19 al di fuori della Cina, ed evidenziano quindi un andamento nettamente peggiore dei corsi azionari del settore bancario rispetto a quelli di altri settori. Se il miglioramento delle aspettative sugli utili ha sostenuto i prezzi delle azioni, l'aumento dei premi per il rischio, legato soprattutto alle preoccupazioni degli operatori di mercato riguardo alla crescita ancora sostenuta del numero di casi di COVID-19 in tutto il mondo e a una possibile seconda ondata della pandemia, ha compresso le quotazioni azionarie.

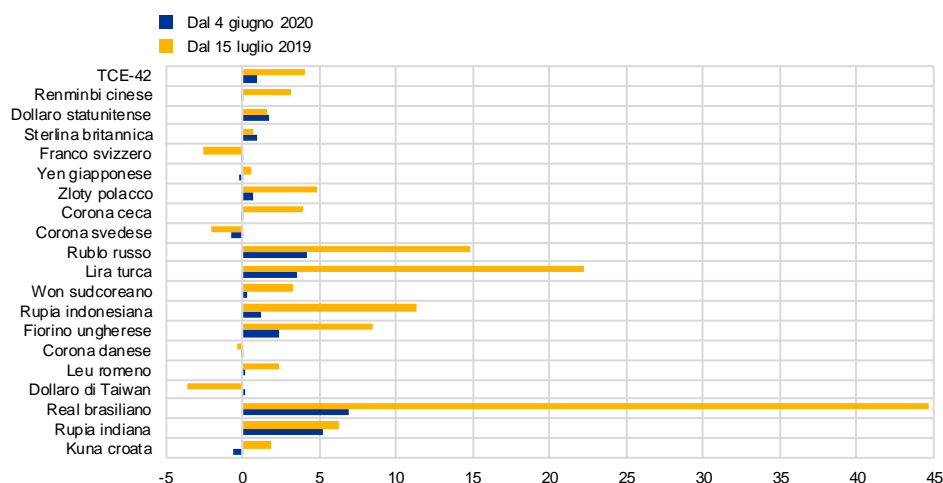
**Nel periodo di riferimento i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno segnato una flessione.** Nel periodo in esame sia i differenziali rispetto al tasso privo di rischio delle obbligazioni delle SNF di tipo investment-grade sia quelli delle obbligazioni del settore finanziario sono leggermente diminuiti, di quasi 10 punti base, per attestarsi al 15 luglio rispettivamente a 104 e 120 punti base. Nonostante una significativa compressione rispetto ai massimi toccati all'inizio di aprile, i differenziali si collocano ancora su livelli doppi rispetto a quelli della fine di febbraio. Nel confronto con l'inizio del 2020, i maggiori rischi che si inferiscono dai differenziali delle obbligazioni societarie come anche dai corsi azionari potrebbero riflettere il fatto che i mercati si aspettano un aumento significativo delle insolvenze societarie nei prossimi trimestri.

**Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente rafforzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 4).** Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è apprezzato dell'1,0 per cento. In larga misura, ciò ha rispecchiato l'apprezzamento soprattutto rispetto alle valute dei paesi più duramente colpiti dall'impatto economico e finanziario della pandemia di COVID-19. Segnatamente, l'euro si è rafforzato rispetto a diverse valute dei mercati emergenti, in particolare nei confronti del real brasiliano (6,9 per cento), del rublo russo (4,2 per cento) e della lira turca (3,6 per cento), come pure rispetto al dollaro statunitense (1,7 per cento) e alla sterlina britannica (1,0 per cento). Nel contempo, l'euro si è indebolito, anche se in misura molto contenuta, nei confronti dello yen giapponese (dello 0,2 per cento) e del renminbi cinese (dello 0,1 per cento), mantenendosi a un livello sostanzialmente invariato rispetto al franco svizzero.

#### Grafico 4

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: la sigla TCE-42 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 15 luglio 2020.

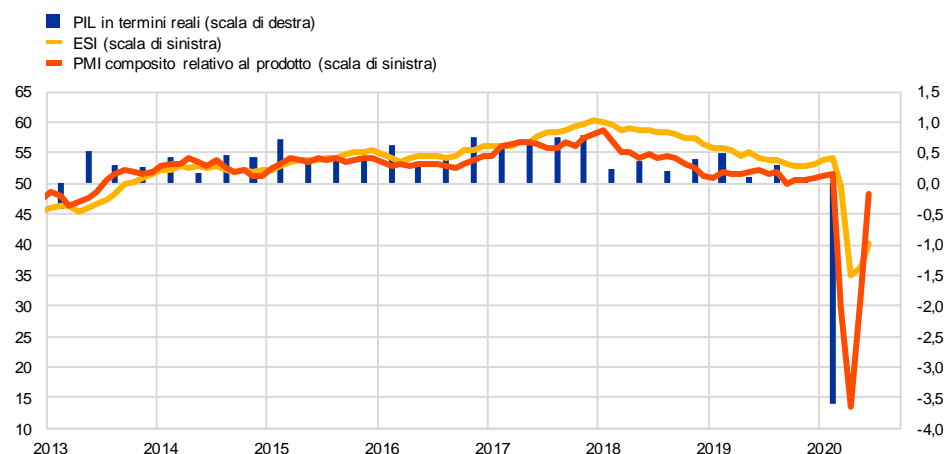
**Dopo la brusca contrazione del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2020, sono emersi segnali di ripresa dell'attività economica con la graduale rimozione delle misure di contenimento dell'epidemia di coronavirus (COVID-19).** Nel primo trimestre del 2020 l'attività economica complessiva si è ridotta del 3,6 per cento<sup>2</sup> sul periodo precedente, dopo una crescita dello 0,1 nel quarto trimestre del 2019 (cfr. il grafico 5). La scomposizione indica che il calo del PIL nel primo trimestre del 2020 è stato determinato sia dalla domanda interna (che ha fornito un contributo di -3,5 punti percentuali alla crescita) sia dall'interscambio netto (-0,4 punti percentuali), mentre la variazione delle scorte ha fornito un modesto contributo positivo alla crescita (+0,3 punti percentuali).

Gli indicatori economici segnalano che il calo dell'attività economica dovuto alla pandemia di COVID-19 ha toccato il suo livello minimo ad aprile 2020. I risultati delle indagini, gli indicatori ad alta frequenza e i dati quantitativi indicano che una ripresa ampia, sebbene lenta e disomogenea tra i vari paesi, stia procedendo di pari passo con la graduale riapertura dell'economia. I dati delle indagini mostrano un miglioramento dell'attività nei settori manifatturiero e dei servizi nei mesi di maggio e giugno, generando ulteriore fiducia nel fatto che la ripresa proseguirà nel terzo trimestre.

### Grafico 5

**PIL in termini reali nell'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 a giugno 2020 per l'ESI e il PMI.

**L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro emerge in modo più evidente dalla riduzione delle ore lavorate che dal tasso di disoccupazione.**

<sup>2</sup> Il 9 giugno 2020 Eurostat ha pubblicato le sue stime del PIL. In linea con le aspettative di revisioni superiori al solito (+/- 0,1 punti percentuali), poiché alcuni paesi hanno dovuto adeguare i propri metodi di stima adottati a livello nazionale utilizzando fonti alternative o modelli diversi per ovviare alle interruzioni della disponibilità di dati alla fonte e garantire la migliore qualità possibile, la disponibilità di dati di fonte primaria più completi ha già portato a una revisione al rialzo delle stime preliminari di -0,2 punti percentuali, rispetto alla stima rapida preliminare del PIL pubblicata il 30 aprile 2020.

L'occupazione è diminuita dello 0,2 per cento nel primo trimestre del 2020 rispetto al quarto trimestre del 2019 (cfr. il grafico 6). Il numero totale di ore lavorate è sceso in misura significativamente più consistente, del 3,1 per cento, portando a una diminuzione del 2,9 per cento nella media delle ore lavorate per persona occupata. Il tasso di disoccupazione è salito al 7,4 per cento a maggio, ma continua a non riflettere la gravità dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro. Le misure di sostegno all'occupazione, quali i regimi di disoccupazione parziale o temporanea, contribuiscono a contenere i licenziamenti e spiegano in parte la modesta reazione del tasso di disoccupazione<sup>3</sup>.

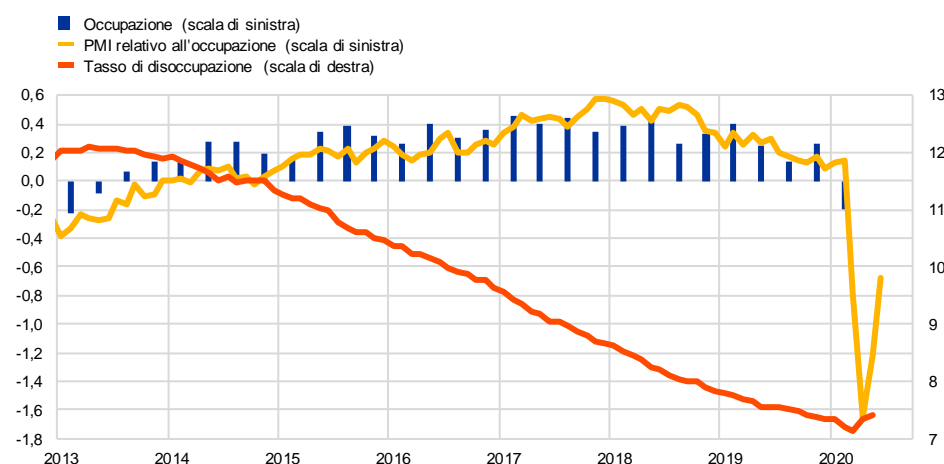
### Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro hanno evidenziato una parziale ripresa dopo un calo senza precedenti nei mesi di marzo e aprile.

L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per l'occupazione è salito a 43,2 a giugno, dopo il 37,8 di maggio e il minimo storico, di 33,4, toccato ad aprile (cfr. il grafico 6). Tuttavia, l'attuale livello del PMI continua a indicare una forte contrazione dell'occupazione. Gli indicatori ad alta frequenza forniscono alcune evidenze del raggiungimento del punto minimo della domanda di lavoro<sup>4</sup>.

### Grafico 6

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

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione; scala di destra: 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 primo trimestre del 2020 per l'occupazione, a giugno 2020 per il PMI e a maggio 2020 per il tasso di disoccupazione.

### A partire da maggio sono emersi chiari segni di ripresa dei consumi.

Gli indicatori disponibili segnalano un aumento della spesa dopo l'allentamento dei lockdown. Mentre ad aprile il commercio al dettaglio è diminuito del 12 per cento rispetto al mese precedente, a maggio è cresciuto del 17,8 sul periodo precedente e si prevede un ulteriore aumento a giugno. Pur mantenendosi intorno al 50 per cento

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro *Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro*, in questo numero del Bollettino.

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro *Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro*, in questo numero del Bollettino.

in meno rispetto al loro livello medio mensile nel 2019, a maggio le immatricolazioni di autovetture sono aumentate del 140 per cento rispetto al mese precedente, a seguito dei bruschi cali di aprile (-45,8 per cento) e di marzo (-57,3 per cento). Anche i dati sulla fiducia dei consumatori disponibili fino a giugno indicano che i consumi sono aumentati in modo significativo a maggio e a giugno rispetto ad aprile, anche se la spesa è rimasta ben al di sotto dei livelli precedenti il lockdown. Di conseguenza, nel primo trimestre del 2020 il tasso di risparmio delle famiglie ha raggiunto un livello senza precedenti, pari al 16,9 per cento. Mentre i motivi precauzionali stanno senza dubbio spingendo il tasso di risparmio al rialzo, i risparmi forzati sembrano essere la principale determinante dell'attuale impennata dei risparmi delle famiglie. A differenza di quanto avvenuto durante la grande crisi finanziaria, l'aumento dei risparmi si riflette soprattutto sui depositi bancari più elevati, piuttosto che sull'abbassamento dei flussi di credito.

**Alcuni effetti legati alla domanda repressa sembrano probabili nel periodo a venire, anche se la loro entità resta molto incerta.** Circa la metà della contrazione dei consumi privati è relativa a componenti di spesa che possono essere rinviate (ad esempio, acquisti di prodotti elettronici e di automobili). Ciò suggerisce un certo potenziale di domanda latente per tali merci nel momento in cui le misure di contenimento vengano revocate. La domanda repressa corrisponde a un rapido aumento della domanda di prodotti, dopo una fase di contrazione, che temporaneamente supera il livello della domanda osservato prima di tale fase. Poiché i consumatori tendono a sospendere gli acquisti durante una recessione e, nelle circostanze attuali, possono essere stati costretti a rinviare gli acquisti per via del lockdown, essi hanno probabilmente accumulato un arretrato di domanda cui potrebbe venir dato il via nel momento in cui si manifestino segnali di ripresa e le misure di contenimento vengano allentate. Sebbene i recenti dati sul commercio al dettaglio mostrino una forte ripresa in una serie di categorie di prodotti, è troppo presto per stabilire se ciò rispecchi una diffusa domanda repressa o uno spostamento nei panieri dei consumi (ad esempio verso gli acquisti di biciclette e attrezzature per ufficio) in risposta alla pandemia. Secondo l'indagine che la Commissione europea svolge presso i consumatori, aggiornata a giugno, le famiglie continuano a prevedere di spendere meno per i grandi acquisti nei prossimi 12 mesi rispetto ai 12 mesi precedenti, nonostante i risparmi accumulati. Ciò indica che i consumatori potrebbero mantenersi prudenti in considerazione, in parte, del maggiore rischio di disoccupazione.

**La contrazione negli investimenti delle imprese a seguito dei lockdown e delle misure di contenimento attuate nei paesi dell'area dell'euro a partire da marzo 2020 dovrebbe aver toccato il minimo ad aprile, dato che sono emersi segnali di ripresa.** I dati relativi alla produzione per aprile e maggio hanno evidenziato un nettissimo calo della produzione manifatturiera e delle vendite, dovuto a una combinazione di fattori sia di offerta sia di domanda legati alla pandemia di COVID-19, con conseguenti gravi ripercussioni negative sugli investimenti delle imprese. Nei mesi di marzo e aprile, la produzione di beni di investimento, un indicatore degli investimenti non edili, ha registrato una brusca riduzione del 39 per cento. Il calo della produzione di mezzi di trasporto nello stesso periodo è stato ancora più marcato, pari al 69 per cento. Inoltre, secondo l'indagine sull'industria

della Commissione europea condotta ad aprile, nel secondo trimestre il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore dei beni d'investimento è diminuito di 17 punti percentuali, attestandosi lievemente al di sotto del 67 per cento, il minimo storico per questa serie. Tuttavia, i dati recenti relativi alla produzione e ricavati dalle indagini segnalano che a maggio è iniziata una ripresa da questi bassi livelli, intensificatasi a giugno. A maggio la produzione di beni di investimento ha registrato un netto recupero, aumentando del 25,4 per cento, e la produzione di mezzi di trasporto ha evidenziato una crescita dell'84 per cento. Nonostante ciò, i livelli di produzione sono rimasti nettamente al di sotto di quelli registrati a febbraio. Anche gli indicatori basati sulle indagini danno credito all'emergere di una ripresa. A maggio l'indice del clima economico della Commissione europea si è stabilizzato e a giugno ha registrato il maggiore aumento nella storia della serie. Inoltre, il clima di fiducia nel settore manifatturiero dei beni d'investimento ha registrato un aumento costante rispetto al punto minimo toccato ad aprile. Un quadro analogo è fornito dagli indicatori PMI relativi al settore manifatturiero. Nonostante i miglioramenti di tali indicatori, secondo le indagini della Commissione europea i livelli degli ordini nel settore dei beni d'investimento, in particolare quelli relativi ai beni esportati, a giugno si sono mantenuti su livelli bassi. Inoltre, i conti settoriali dell'area dell'euro hanno evidenziato un netto calo del margine operativo lordo delle società non finanziarie nel primo trimestre del 2020 e l'indicatore composito dello stress sistemico della BCE si mantiene su livelli elevati. Inoltre, permangono consistenti 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) nonostante i notevoli sforzi a livello di politiche dell'area dell'euro e dell'UE per fornire liquidità e credito alle imprese<sup>5</sup>.

**Gli investimenti nell'edilizia residenziale dell'area dell'euro hanno registrato un nettissimo calo nel primo trimestre, mentre alla fine del secondo sono emersi segnali positivi.** Nei primi tre mesi del 2020 gli investimenti nell'edilizia residenziale dell'area dell'euro sono diminuiti del 5,8 per cento sul periodo precedente: il peggior tasso di crescita dall'inizio della serie nel 1995. Tale risultato negativo è dovuto principalmente alla chiusura generalizzata dei cantieri, sebbene sia stato in parte attenuato dai grandi arretrati nei piani edili (in particolare in Germania e nei Paesi Bassi) e accompagnato da una riduzione dei volumi delle transazioni con effetti solo trascurabili sui prezzi delle abitazioni. Poiché le misure di contenimento sono state intensificate in diversi paesi fino alla fine di aprile, ci si attende che nel secondo trimestre abbia avuto luogo una contrazione ancora più accentuata degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro. Secondo i dati delle indagini della Commissione europea nel secondo trimestre le imprese edili hanno affrontato vincoli alla produzione storicamente elevati, principalmente dovuti a condizioni finanziarie e potenzialmente indicativi di carenze di liquidità, e ad altri fattori probabilmente legati agli effetti delle misure di contenimento. Tuttavia, dopo essersi allontanato dal punto di minimo ad aprile, il PMI relativo al prodotto nelle costruzioni dell'area dell'euro ha mostrato segni di miglioramento a maggio e giugno a fronte dell'alleggerimento delle misure di contenimento, attestandosi anche lievemente al di

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro *Determinanti della domanda di prestiti da parte delle imprese nell'area dell'euro: cosa è cambiato durante la pandemia di COVID-19?* in questo numero del Bollettino.

sopra della soglia di espansione in Francia e in Italia. I risultati delle indagini sulle valutazioni delle imprese circa il livello degli ordini indicano, per il periodo a seguire, modeste prospettive di ripresa nel settore degli immobili residenziali. Le indagini sulle intenzioni delle famiglie di costruire o ristrutturare le loro proprietà mostrano un quadro simile. 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 operazioni immobiliari fino a quando non sarà trovata una soluzione efficace dal punto di vista medico per il COVID-19.

**Dopo il netto calo degli scambi commerciali all'interno e all'esterno dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2020, le esportazioni all'esterno dell'area e gli scambi commerciali all'interno sono crollati nel mese di aprile, con la comparsa di nuovi epicentri della pandemia di COVID-19.**

Le misure adottate per contenere la pandemia hanno avuto ripercussioni fortemente negative sugli scambi all'interno e all'esterno dell'area dell'euro nel primo trimestre. Le esportazioni verso l'esterno dell'area sono diminuite in misura significativamente maggiore rispetto alle importazioni provenienti dall'esterno dell'area, determinando un contributo negativo al PIL dell'interscambio netto pari a -0,4 punti percentuali. Il commercio all'interno dell'area dell'euro ha subito un brusco calo nel primo trimestre, dovuto principalmente ai beni intermedi, a causa di interruzioni delle catene di approvvigionamento, e ai beni di investimento. Con l'entrata in vigore di rigorose misure di lockdown nell'area dell'euro ad aprile, l'interscambio in termini nominali dei beni nell'area dell'euro è diminuito ulteriormente, registrando un ulteriore calo del 21,7 per cento rispetto al mese di marzo. Ad aprile le esportazioni all'esterno dell'area dell'euro hanno continuato ad essere più colpite rispetto alle importazioni provenienti dall'esterno dell'area. Mentre da un lato la minore domanda interna all'area ha causato un calo delle importazioni di beni in termini nominali dall'esterno dell'area dell'euro, diminuite del 13 per cento ad aprile rispetto al mese precedente, dall'altro il crollo delle esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro ha subito un'accelerazione nello stesso mese, dato che le esportazioni in termini nominali di beni sono calate del 24,5 per cento rispetto al mese precedente a causa della diffusione della pandemia presso i principali partner commerciali. Nel mese di aprile i volumi delle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti sono diminuiti del 32 per cento, verso la Cina dell'11 per cento e verso il Brasile del 36 per cento rispetto ad aprile 2019. Gli indicatori anticipatori segnalano che il minimo in termini di tassi negativi di crescita degli scambi commerciali si è probabilmente verificato ad aprile. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'esterno dell'area dell'euro è risalito, passando da 18,9 ad aprile a 42,5 a giugno. Il commercio legato al settore manifatturiero, in particolare per quanto riguarda il settore automobilistico, ha avuto una parziale ripresa a seguito della riapertura delle fabbriche. Se da un lato i viaggi e i trasporti rimangono i settori più colpiti, dall'altro il commercio in questi settori sta lentamente recuperando con la sospensione delle restrizioni di viaggio, il che è visibile anche nel lieve aumento della capacità aerea osservato a partire da metà giugno. Nonostante il parziale recupero, la ripresa degli scambi nell'area dell'euro sarà probabilmente disomogenea e incompleta visto l'allentamento non sincronizzato delle misure di contenimento fra i principali partner commerciali e gli effetti duraturi sulla fiducia.

**Sebbene i dati economici più recenti, in particolare i risultati delle indagini, mostrino i primi segnali di ripresa, essi evidenziano ancora una contrazione epocale della produzione dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020.**

L'epidemia di COVID-19 e le relative misure di contenimento hanno avuto un effetto negativo sull'attività del settore manifatturiero e in particolare 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 registrato valori ai minimi storici ad aprile. A maggio e giugno sono stati osservati forti aumenti in alcuni indicatori, ma molti rimangono al di sotto dei loro livelli di lungo termine. Sia l'indice del clima economico sia il PMI hanno mostrato una ripresa generalizzata nei diversi paesi e settori economici. Tale ripresa dell'attività economica è confermata anche da indicatori ad alta frequenza quali ad esempio il consumo di energia elettrica.

**Al di là delle turbative derivanti dalla pandemia di coronavirus, con la graduale sospensione delle misure di contenimento la crescita dell'area dell'euro sta segnando una ripresa, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli, dalle politiche di bilancio dell'area e dalla ripresa dell'attività mondiale.**

Tuttavia, l'incertezza si mantiene estremamente elevata, il che rende molto difficile prevedere la verosimile portata e durata della ripresa. I risultati dell'ultima [Survey of Professional Forecasters](#) della BCE, condotta agli inizi di luglio, mostrano previsioni di crescita del PIL del settore privato riviste ulteriormente al ribasso per il 2020 e al rialzo per il 2021, rispetto alla precedente edizione dell'indagine che risale agli inizi di aprile.

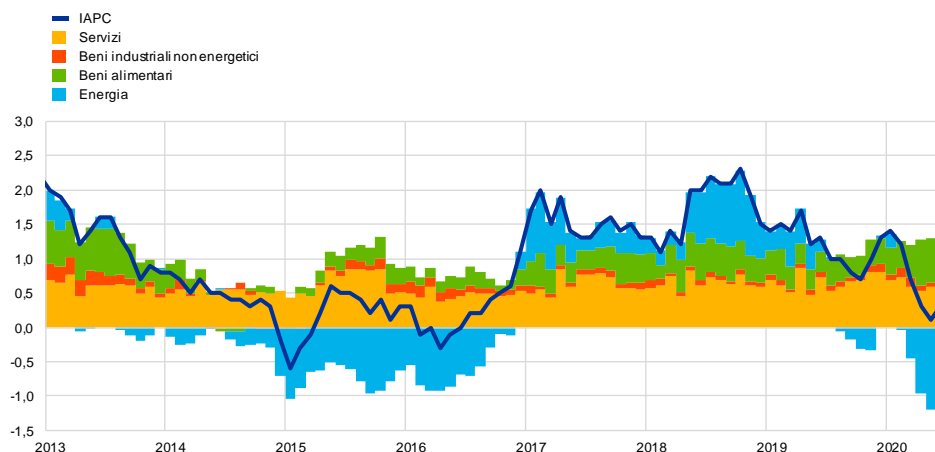
### Secondo la stima rapida dell'Eurostat, a giugno 2020 l'inflazione misurata sullo IAPC ha segnato un lieve recupero, salendo allo 0,3 per cento dallo 0,1 per cento registrato a maggio.

Tale aumento riflette principalmente un tasso di variazione annuo dei prezzi dell'energia meno negativo, che si è attestato al -9,4 per cento a giugno, rispetto al -11,9 per cento di maggio. Il tasso di inflazione dell'energia meno negativo è stato parzialmente controbilanciato da un ulteriore calo della componente relativa ai beni alimentari che, dopo il 3,4 per cento di maggio e il 3,6 per cento di aprile, è scesa al 3,1 per cento a giugno<sup>6</sup>. È importante notare che i dati dello IAPC sono ancora soggetti a elevate incertezze relative alla misurazione, a causa delle difficoltà nella rilevazione dei prezzi. Nonostante il calo all'11 per cento di giugno dal 22 per cento rilevato a maggio, la quota di prezzi imputati è ancora più elevata rispetto alla norma, in particolare per i servizi<sup>7</sup>.

#### Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2020 (stima rapida). I tassi di crescita relativi al 2015 evidenziano una distorsione 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 hanno segnato una flessione.** L'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari si è collocata allo 0,8 per cento a giugno, dopo lo 0,9 per cento di maggio e aprile, e l'1,2 per cento di febbraio. Tale recente diminuzione è dovuta principalmente al calo dell'inflazione relativa ai servizi, che dall'1,3 per cento di maggio è passata all'1,2 per cento nel mese di giugno, mentre l'inflazione relativa ai beni industriali non energetici è rimasta invariata, a giugno, allo 0,2 per cento. Per altre misure i dati erano disponibili soltanto fino a maggio 2020. L'inflazione misurata sullo IACP al netto delle componenti relative a energia, alimentari, viaggi e abbigliamento, a maggio è rimasta

<sup>6</sup> Per ulteriori dettagli sui recenti andamenti dei prezzi dei beni alimentari, cfr. il riquadro 7 in questo numero del Bollettino.

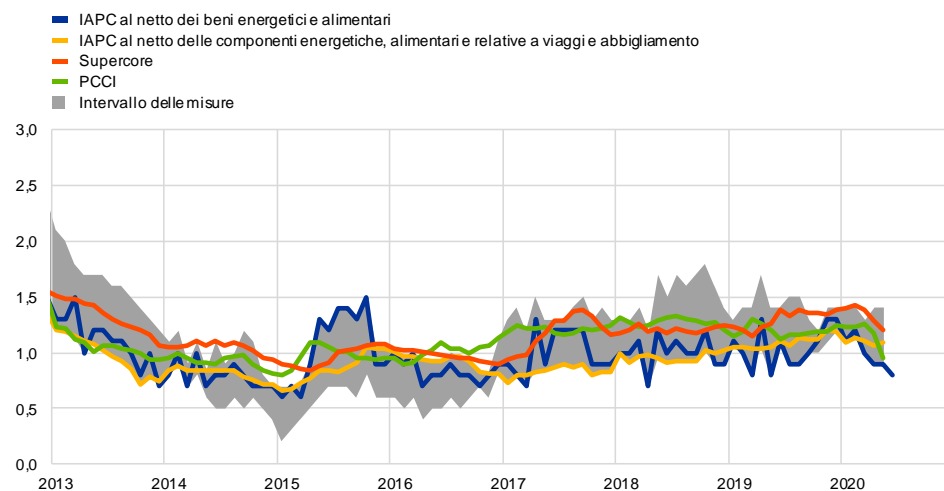
<sup>7</sup> Cfr. la [metodologia Eurostat per il calcolo dello IACP](#) per ulteriori informazioni.

invariata rispetto al mese precedente, all'1,1 per cento, mentre l'indicatore sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è sceso dall'1,2 all'1,0 per cento e l'indicatore Supercore<sup>8</sup> dall'1,3 all'1,2 per cento.

## Grafico 8

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2020 per lo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici (stima rapida) e a maggio 2020 per tutte le altre misure. L'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo è costituito da: IAPC al netto dell'energia, IAPC al netto di energia e beni alimentari non trasformati, IAPC al netto di energia e beni alimentari, IAPC al netto di energia, beni alimentari e voci legate a viaggi e abbigliamento, media troncata al 10 per cento dello IAPC, media troncata al 30 per cento dello IAPC e mediana ponderata dello IAPC. I tassi di crescita dello IAPC al netto dei beni energetici ed alimentari per il 2015 evidenziano una distorsione 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 pressioni inflazionistiche per la componente industriale non energetica del paniere IAPC sono rimaste stabili negli ultimi stadi della catena produttiva, pur evidenziando un lieve calo in corrispondenza degli stadi iniziali.

A maggio, l'inflazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno si è mantenuta stabile, allo 0,5 per cento; anche il tasso di inflazione corrispondente per i beni di consumo non alimentari importati è rimasto stabile allo 0,0 per cento, rispetto al mese di aprile. Nei primi stadi della catena produttiva, l'inflazione relativa ai beni intermedi venduti sul mercato interno è scesa al -2,9 per cento a maggio, dal -2,6 per cento di aprile, mentre l'inflazione dei prezzi all'importazione per la stessa categoria di beni è salita al -2,0 per cento a maggio, dal -2,2 per cento di aprile.

### La crescita del reddito per occupato ha subito un netto calo nel primo trimestre del 2020, essenzialmente di riflesso al calo delle ore lavorate.

La crescita su base annua del reddito per occupato è scesa allo 0,3 per cento nel primo trimestre del 2020, a fronte dell'1,6 per cento registrato nel quarto trimestre del 2019. Tale calo è stato generalizzato tra i diversi settori e paesi. La marcata decelerazione della crescita del reddito per occupato nell'area dell'euro rispecchia,

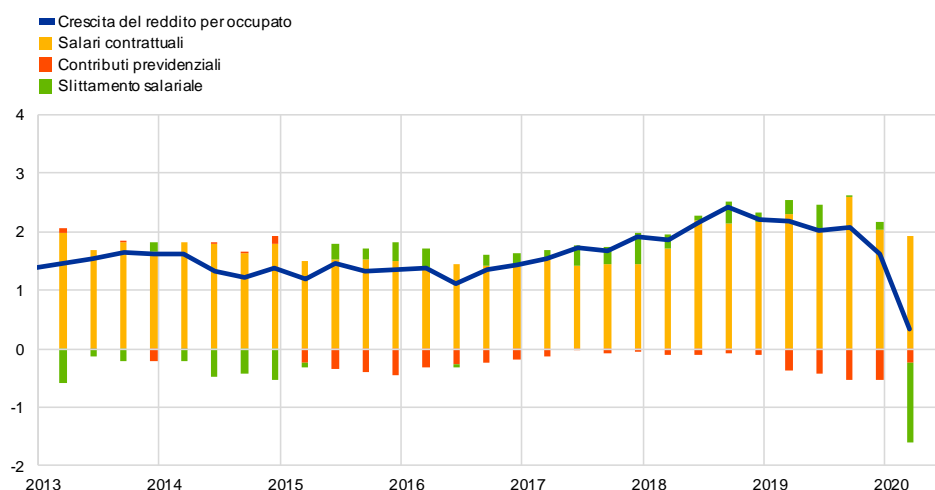
<sup>8</sup> Per ulteriori informazioni su tali misure dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

fondamentalmente, la significativa riduzione delle ore lavorate per occupato in seguito alla diffusione della pandemia di coronavirus (COVID-19) e alle relative misure di chiusura (lockdown) e di contenimento. L'impatto dei regimi di disoccupazione parziale e temporanea e delle misure di contenimento è visibile anche nella crescita su base annua del reddito per ora, che è salita al 3,1 per cento nel primo trimestre del 2020, dall'1,8 per cento del trimestre precedente, a causa della significativa riduzione delle ore effettivamente lavorate per occupato. Tali andamenti contrari riflettono l'impatto dei regimi di disoccupazione parziale e temporanea sul reddito da lavoro. I salari contrattuali sono cresciuti del 2,0 per cento nel primo trimestre del 2020, in un contesto in cui i più recenti andamenti del reddito per occupato implicano un forte impatto al ribasso sullo slittamento salariale<sup>9</sup>. Nondimeno, il rallentamento del reddito per occupato ingigantisce le perdite nei redditi da lavoro; ciò avviene perché, a fini statistici, in un certo numero di paesi le misure di sostegno varate dai governi vengono registrate nella categoria dei trasferimenti anziché in quella delle retribuzioni<sup>10</sup>.

### Grafico 9

#### Contributi delle componenti del reddito per occupato

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**Nel periodo in rassegna (4 giugno - 15 luglio 2020) gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavati dai mercati hanno continuato a salire lentamente verso i livelli prevalenti alla fine di febbraio, mentre gli indicatori delle aspettative di inflazione basati sulle indagini hanno registrato un lieve calo.** Il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale ha proseguito la sua ripresa rispetto al minimo storico dello 0,72 per cento registrato il 23 marzo 2020, salendo all'1,12 per cento il 15 luglio. Nel complesso, la sua ripresa nel periodo in esame è

<sup>9</sup> Per ulteriori informazioni sullo slittamento salariale, cfr. il riquadro [Andamenti recenti dello slittamento salariale nell'area dell'euro](#), nel numero 8/2018 di questo Bollettino.

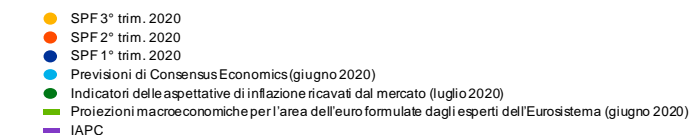
<sup>10</sup> Per ulteriori informazioni, confronta il riquadro [Schemi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e i loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile](#), nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

stata modesta, di appena 5 punti base. La probabilità desunta dalle opzioni (neutrale al rischio) che si verifichi deflazione nel corso dei prossimi cinque anni è scesa notevolmente rispetto al picco osservato alla fine di marzo 2020 e si attesta ora su livelli prossimi a quelli prevalenti a fine febbraio. Il calo della probabilità di deflazione potrebbe, in certa misura, riflettere anche il recente aumento del prezzo del petrolio. Nonostante l'aumento osservato nel periodo in esame, soprattutto nelle previsioni a lunghissimo termine, il profilo futuro degli indicatori delle aspettative di inflazione desunte dai mercati continua a segnalare un prolungato periodo di bassa inflazione. In seguito all'impatto della pandemia di coronavirus (COVID-19), delle misure di contenimento e delle perduranti incertezze, l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al terzo trimestre del 2020 evidenzia ulteriori revisioni al ribasso delle aspettative di inflazione, nell'area dell'euro, per il terzo trimestre del 2020. 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'1,0 per cento per il 2021 e all'1,3 per cento per il 2022; tali valori implicano una revisione al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2021 e di 0,1 punti percentuali per il 2022. Sebbene il dato non arrotondato indichi una variazione molto esigua, in media, le aspettative di inflazione a lungo termine hanno toccato il nuovo minimo storico dell'1,6 per cento, a fronte dell'1,7 per cento della precedente edizione dell'indagine.

### Grafico 10

#### Indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dal mercato e dalle indagini

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: ECB Survey of Professional Forecasters (SPF), proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro (giugno 2020) e Consensus Economics (8 giugno 2020).

Note: l'SPF relativa al terzo trimestre del 2020 è stata condotta fra il 30 giugno e il 6 luglio 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. Le ultime osservazioni degli indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dal mercato si riferiscono al 15 luglio 2020.

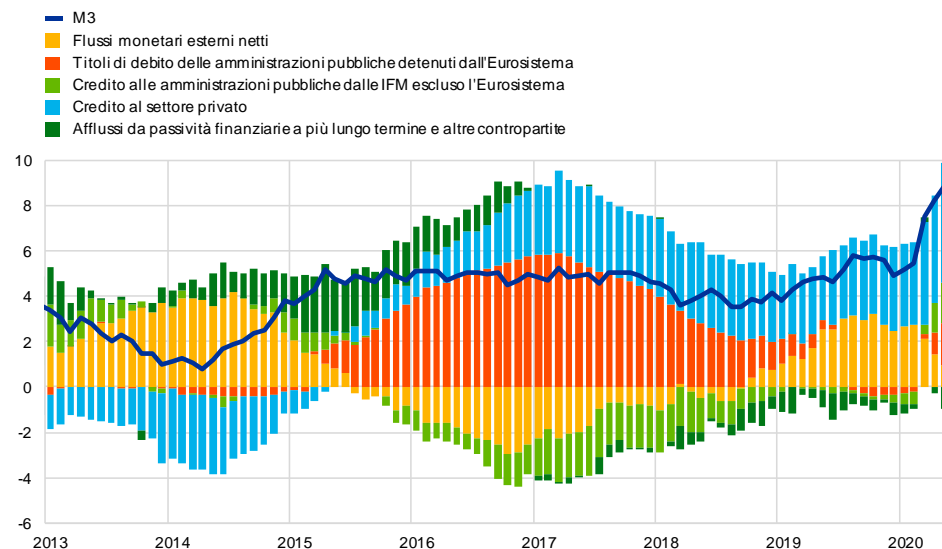
### A maggio la crescita dell'aggregato monetario ampio è aumentata

**ulteriormente.** L'aggregato monetario ampio (M3) ha registrato un altro ingente aumento che segnala un forte accumulo di liquidità in atto, in un contesto caratterizzato dalle incertezze collegate alla crisi pandemica. A maggio 2020 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito all'8,9 per cento, dopo l'8,2 per cento di aprile (cfr. il grafico 11). Pur frenata dal rallentamento della crescita economica, l'espansione di M3 è stata fortemente sostenuta dalla straordinaria domanda di liquidità da parte di imprese e famiglie. La crescita di M3 è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. A maggio 2020 il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito al 12,5 per cento dall'11,9 per cento di aprile; ciò è stato riconducibile soprattutto a un ulteriore aumento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista. Mentre per le imprese le motivazioni precauzionali sembrano rimanere un importante fattore di incremento della consistenza dei depositi, nel caso delle famiglie potrebbero avere inciso anche i vincoli che limitano tuttora le possibilità di spesa. Gli altri depositi a breve termine e gli strumenti negoziabili hanno apportato un modesto contributo positivo alla crescita sui dodici mesi di M3 registrata a maggio.

#### 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 di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Come tale, esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di titoli del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP). Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020.

### Nel mese di maggio 2020 il credito interno è rimasto la principale fonte di

**creazione di moneta.** Il credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi nel grafico 11) - la principale determinante della crescita di M3 dal punto di vista delle contropartite a partire dal 2018 - è aumentato ulteriormente, trainato per lo più dai maggiori prestiti concessi alle società non finanziarie. In aggiunta, a maggio gli

acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica della BCE hanno contribuito più ampiamente alla crescita di M3 rispetto ai mesi precedenti (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 11)<sup>11</sup>. Un ulteriore contributo alla crescita di M3 è stato fornito dall'aumento del credito alle amministrazioni pubbliche da parte delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) escluso l'Eurosistema (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi nel grafico 11). Il contributo dei flussi monetari esterni netti sui dodici mesi ha subito una lieve attenuazione (cfr. l'area gialla degli istogrammi nel grafico 11), rispecchiando in larga misura i deflussi di marzo e aprile e i ridotti flussi del mese di maggio. Le passività finanziarie a più lungo termine e le altre contropartite hanno avuto un limitato impatto negativo sulla crescita dell'aggregato monetario ampio.

### **A maggio la dinamica dei prestiti alle imprese si è rafforzata ulteriormente**<sup>12</sup>.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato è salito al 5,3 per cento a maggio 2020, dopo il 4,9 per cento di aprile (cfr. il grafico 12). Tale andamento è dovuto a un ulteriore aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF), dal 6,6 per cento di aprile 2020 al 7,3 per cento registrato a maggio. La crescita del credito bancario alle imprese è stata determinata dal fabbisogno di finanziamento di queste ultime per esigenze operative, in un contesto di flussi di cassa contenuti. Il ricorso delle imprese a finanziamenti a medio e lungo termine ha continuato ad aumentare a scapito di quelli a breve, come prova che si è rafforzata l'evidenza di una ripresa più prolungata. Per il terzo trimestre del 2020, le aspettative delle banche segnalate nell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#), che di solito anticipano la crescita effettiva dei prestiti, indicano un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese, anche se a un ritmo più lento. Allo stesso tempo, a maggio 2020 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è attestato al 3,0 per cento, dopo due mesi consecutivi in cui aveva registrato un calo, rispetto al 3,4 per cento di marzo. Gli andamenti divergenti registrati a maggio tra imprese e famiglie sono suffragati dai risultati dell'indagine sul credito bancario relativi alla domanda e all'offerta di prestiti. Le misure di politica monetaria della BCE, in particolare le condizioni molto favorevoli delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), dovrebbero incoraggiare le banche a estendere i prestiti a tutti i soggetti del settore privato.

---

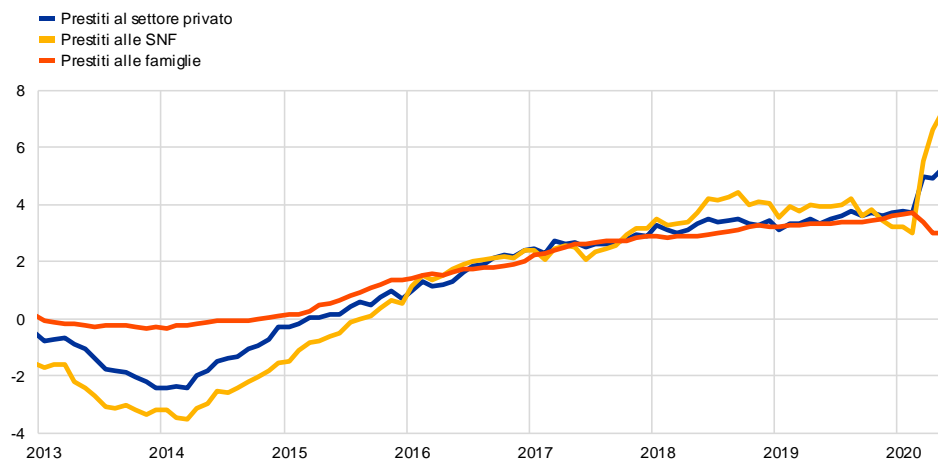
<sup>11</sup> Per un'analisi più approfondita dell'efficacia delle misure adottate dalla BCE, cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalle BCE in risposta alla crisi legata al COVID 19* in questo numero del Bollettino.

<sup>12</sup> Per ulteriori informazioni su come la pandemia sta influenzando le condizioni di prestito delle banche e le esigenze di finanziamento delle imprese a livello di settore, cfr. il riquadro *Determinanti della domanda di prestiti da parte delle imprese nell'area dell'euro: cosa è cambiato durante la pandemia di COVID 19?* in questo numero del Bollettino.

## 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. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2020 ha evidenziato che la pandemia di coronavirus (COVID-19) ha avuto un ulteriore forte impatto al rialzo sulla domanda di prestiti da parte delle imprese, rispecchiando in larga misura il fabbisogno di liquidità di emergenza. Nel secondo trimestre del 2020 la domanda di prestiti o l'utilizzo di linee di credito da parte delle imprese hanno raggiunto il saldo netto più elevato dall'inizio dell'indagine, nel 2003. La maggiore domanda di prestiti per scorte e capitale circolante da parte dei prenditori ha più che compensato il contributo negativo dato dalla domanda per investimenti fissi. Allo stesso tempo, i criteri per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese sono rimasti favorevoli<sup>13</sup>. Mentre i criteri di concessione del credito sono stati sostenuti da garanzie pubbliche sui prestiti nella maggior parte dei paesi e dalle misure di politica monetaria, le banche hanno continuato a indicare il rischio percepito (collegato al peggioramento delle prospettive economiche generali e alla situazione specifica delle imprese) come il principale fattore che ha contribuito all'inasprimento dei criteri di concessione del credito. Le banche hanno inoltre segnalato una minore tolleranza al rischio rispetto alla rilevazione precedente. Per il terzo trimestre del 2020 le banche si aspettano un considerevole inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese, segnalato come riconducibile alla prevista cessazione dei programmi di garanzia statale in alcuni dei principali paesi dell'area dell'euro. Per quanto riguarda le famiglie, nel secondo trimestre la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo è notevolmente diminuita, per effetto del peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, del deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e delle ridotte possibilità di spesa durante il rigido periodo di lockdown.

<sup>13</sup> Nel secondo trimestre del 2020, la percentuale netta di banche che hanno segnalato un inasprimento dei criteri di concessione del credito (delle linee guida interne o dei criteri di approvazione dei prestiti) per prestiti o linee di credito alle imprese è stato pari all'1 per cento, mentre l'irrigidimento netto è stato del 20 per cento per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e del 25 per cento per il credito al consumo e altri prestiti alle famiglie.

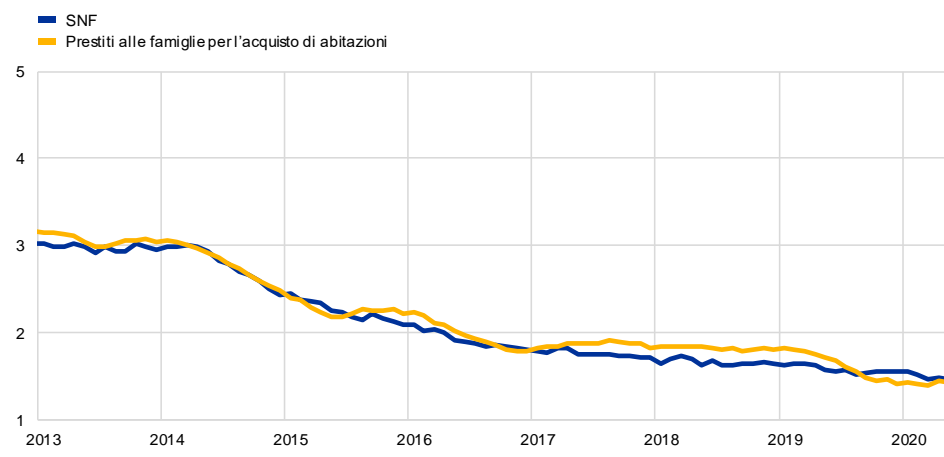
I criteri per la concessione di prestiti alle famiglie si sono inaspriti significativamente nel secondo trimestre del 2020. Ciò è ascrivibile al deteriorarsi delle prospettive di reddito e di occupazione delle famiglie nel contesto della pandemia di COVID-19. Nel terzo trimestre del 2020 le banche si aspettano che l'inasprimento netto dei criteri di concessione del credito perduri e che, in seguito all'allentamento delle restrizioni dovute al lockdown, la domanda di prestiti da parte delle famiglie segni un recupero.

**I tassi molto favorevoli sui prestiti hanno continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro.** I tassi sui prestiti si sono stabilizzati su valori corrispondenti ai minimi storici, sostanzialmente in linea con l'andamento dei tassi di riferimento del mercato (a più lungo termine). A maggio 2020 i tassi compositi sui prestiti alle SNF e alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, all'1,46 e all'1,42 per cento, rispettivamente (cfr. il grafico 13). Sebbene il grave impatto economico della pandemia sui proventi delle imprese, sulle prospettive di occupazione delle famiglie e, in generale, sul merito di credito dei prenditori eserciti una pressione al rialzo sui tassi applicati ai prestiti bancari, le forti misure di stimolo messe in atto per contrastare la crisi causata dalla pandemia – in particolare le misure di politica monetaria della BCE e le garanzie pubbliche sui prestiti – hanno un effetto di contenimento dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie.

### 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. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020.

# Riquadri

## 1 Le tensioni sui finanziamenti in dollari statunitensi e le linee di swap delle banche centrali durante la crisi del COVID-19

a cura di Gianluca Persi

**Le condizioni di finanziamento in dollari statunitensi hanno cominciato a diventare tese intorno alla fine di febbraio 2020, quando gli squilibri tra domanda e offerta hanno determinato un aumento dei premi di finanziamento in un contesto di volatilità dei mercati finanziari.** Il presente riquadro analizza le tensioni sul mercato degli swap in valuta, in cui gli operatori si prestano fondi a vicenda in due diverse valute (ad esempio l'euro e il dollaro statunitense), con l'impegno di scambiarsi nuovamente tali fondi in una data successiva e a un tasso di cambio prestabilito. Il riquadro fornisce un riscontro dell'impatto positivo delle linee di swap delle banche centrali sul funzionamento dei mercati degli swap in valuta EUR/USD. Tali linee di swap consentono all'Eurosistema di fornire dollari statunitensi alle banche dell'area dell'euro<sup>14</sup>. Il rafforzamento delle linee di swap e la successiva offerta di dollari statunitensi attraverso operazioni di immissione di liquidità più frequenti non solo hanno contribuito a soddisfare nell'immediato il fabbisogno di finanziamento in dollari delle banche, ma hanno anche sostenuto l'attività del mercato, in quanto le banche che partecipano alle operazioni in dollari sono diventate più disponibili all'intermediazione e hanno trasferito ad altri operatori di mercato i fondi presi in prestito dall'Eurosistema. Ciò è stato fondamentale per attenuare le tensioni sulle condizioni di finanziamento in dollari statunitensi e ripristinare un ordinato funzionamento del mercato degli swap in valuta EUR/USD. L'analisi si basa sui dati relativi alle operazioni di mercato raccolti attraverso le segnalazioni statistiche sui mercati monetari (Money Market and Statistical Reporting, MMSR) della BCE<sup>15</sup>.

**In un contesto di accentuata volatilità dei mercati e di avversione al rischio dovuto alla pandemia di coronavirus (COVID-19), il differenziale di base relativo agli swap in valuta EUR/USD – un importante indicatore dei costi della provvista in dollari statunitensi per le banche europee – ha registrato un**

<sup>14</sup> Le linee di swap tra le banche centrali consentono a una di esse (in questo caso la BCE) di ricevere liquidità in valuta estera (dollari statunitensi) dalla banca centrale emittente (il Federal Reserve System), che detiene la valuta del destinatario (l'euro) in garanzia fino alla scadenza. A sua volta, la banca centrale destinataria presta la liquidità in valuta così ricevuta alle banche nazionali a fronte di garanzie idonee. In linea con il [comunicato stampa della BCE](#) pubblicato il 17 giugno 2014, le operazioni d'asta in dollari statunitensi condotte dall'Eurosistema seguono una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione. Ciò significa che la BCE soddisfa tutte le richieste ricevute dalle controparti a fronte di garanzie idonee. Nel 2011 la BCE, insieme a Bank of England, Bank of Canada, Banca del Giappone, Federal Reserve e Banca nazionale svizzera, ha istituito una rete di linee di swap che consente alle banche centrali partecipanti di ottenere liquidità in valuta in maniera reciproca. Per maggiori dettagli, cfr. il [sito Internet](#) della BCE e il [sito Internet](#) della Federal Reserve.

<sup>15</sup> La banca dati MMSR consiste di dati relativi alle singole transazioni delle 50 maggiori banche dell'area dell'euro, sulla base del valore delle attività di bilancio, comprese le operazioni di swap in valuta. Per maggiori informazioni, cfr. il [sito Internet](#) della BCE.

**aumento significativo.** Il differenziale di base relativo agli swap in valuta è pari alla differenza tra il tasso di interesse medio implicito sui prestiti contratti in dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD e il tasso privo di rischio del dollaro statunitense, che è rappresentato dal tasso OIS (overnight index swap) di quest'ultimo. In normali condizioni di mercato, il differenziale di base relativo agli swap in valuta è contenuto<sup>16</sup> e riflette soltanto tensioni che si verificano temporaneamente sui mercati, come ad esempio quelle relative alle date di segnalazione contabile. Tuttavia, a partire dalla fine di febbraio, le banche europee hanno aumentato il premio che erano disposte a pagare per garantire il finanziamento in dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD; ne è conseguito un ampliamento del differenziale di base relativo agli swap in valuta. Ciò ha rispecchiato un forte aumento della domanda di dollari statunitensi in quanto gli operatori di mercato hanno accumulato contante in previsione di potenziali deflussi di liquidità verso l'economia reale. Ciò ha interessato anche le banche e le imprese europee che, in generale, hanno un'esposizione significativa nei confronti del dollaro statunitense. Il 28 febbraio il differenziale di base overnight relativo agli swap in valuta ha raggiunto i 25 punti base, raddoppiando in soli tre giorni. Allo stesso tempo, il differenziale di base relativo agli swap in valuta con scadenza a tre mesi si è ampliato toccando 49 punti base il 3 marzo, ossia 30 punti base al di sopra del livello medio registrato a febbraio 2020 (cfr. il grafico A).

**Nonostante l'annuncio del 15 marzo riguardante il rafforzamento delle linee di swap delle banche centrali, il premio per indebitarsi in dollari USA nel mercato degli swap in valuta EUR/USD inizialmente ha continuato a crescere, in particolare su scadenze brevi.** Dato il peggioramento delle condizioni di finanziamento in dollari statunitensi a livello mondiale, il 15 marzo il Federal Reserve System, la BCE, la Banca del Giappone, la Bank of England, la Banca nazionale svizzera e la Bank of Canada hanno annunciato un'azione coordinata per rafforzare l'offerta di liquidità in dollari statunitensi attraverso degli accordi permanenti sulle linee di swap<sup>17</sup>. La BCE ha annunciato che l'Eurosistema avrebbe offerto operazioni a 84 giorni a partire dal 18 marzo, in aggiunta alle operazioni a 7 giorni già esistenti. Inoltre, il prezzo di entrambe le operazioni è stato ridotto di 25 punti base e portato a un livello pari al tasso OIS del dollaro statunitense maggiorato di 25 punti base. L'annuncio in sé ha fornito scarso sostegno ai premi di finanziamento in dollari nel mercato degli swap in valuta EUR/USD, in particolare per quanto riguarda le scadenze a breve. Di conseguenza, i tassi debitori in dollari statunitensi a breve termine hanno iniziato a crescere in modo esponenziale e il differenziale di base relativo agli swap in valuta overnight ha raggiunto il massimo di 644 punti base il 17 marzo, alla vigilia delle prime operazioni in dollari statunitensi condotte dopo il potenziamento delle condizioni delle linee di swap.

**L'aggiudicazione delle prime operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi a condizioni di prezzo più favorevoli, a partire dal 18 marzo, ha migliorato significativamente le condizioni di finanziamento a breve termine in dollari statunitensi sul mercato degli swap in valuta EUR/USD, mentre le scadenze più**

<sup>16</sup> Ad esempio, i differenziali di base relativi agli swap in valuta con scadenza inferiore a tre mesi sono stati in media inferiori allo 0,2 per cento nei mesi di gennaio e febbraio 2020.

<sup>17</sup> Per maggiori dettagli, cfr. veda il [comunicato stampa della BCE](#) pubblicato il 15 marzo 2020.

**lunghe ne hanno beneficiato in misura minore.** Il 18 marzo, quando è stata offerta – per la prima volta dalla primavera del 2014 – un’operazione a 84 giorni in dollari statunitensi, la BCE ha aggiudicato 76 miliardi di dollari a 44 partecipanti all’operazione a 84 giorni e 36 miliardi di dollari a 22 partecipanti all’operazione a 7 giorni. L’importo totale dell’aggiudicazione del 18 marzo, pari a 112 miliardi di dollari statunitensi, è stato il più elevato raggiunto in un solo giorno dal 2008. Entrambe le operazioni sono risultate assai meno onerose rispetto ai prezzi di mercato comparabili e, in base al riscontro del mercato, il significativo importo aggiudicato e l’elevato numero di banche partecipanti hanno contribuito a eliminare l’eventuale stigmatizzazione in merito alla partecipazione delle banche stesse a tali operazioni. Dopo l’annuncio dei risultati delle operazioni in dollari, i soggetti segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR hanno indicato una significativa contrazione dei premi di finanziamento in dollari per le transazioni a breve, segnalando un calo del differenziale di base relativo agli swap in valuta overnight da 476 a 168 punti base. Per contro, il differenziale di base relativo agli swap in valuta a tre mesi si è temporaneamente ridotto, ma in misura minore, da 157 a 107 punti base, prima di risalire a 144 punti base il 19 marzo. A causa dell’elevata incertezza delle prospettive di mercato, legata a potenziali improvvisi deflussi di dollari statunitensi, le banche inizialmente hanno accumulato la liquidità in dollari ottenuta attraverso le operazioni dell’Eurosistema. Solo una parte di tale liquidità è stata trasferita al mercato; si è trattato principalmente delle scadenze più brevi, il che ha ridotto il beneficio sui premi di finanziamento in dollari per le transazioni a più lungo termine.

**Solo a partire dal 23 marzo<sup>18</sup>, quando sono state offerte su base giornaliera le operazioni in dollari a 7 giorni, le condizioni hanno iniziato a migliorare stabilmente per tutte le scadenze, con l’attenuarsi dell’incertezza riguardo alla disponibilità della valuta statunitense.** Gli operatori di mercato hanno ritenuto utile l’offerta di operazioni giornaliere, in quanto la loro frequenza ha ridotto l’incertezza sulla disponibilità di dollari statunitensi necessaria per soddisfare le esigenze quotidiane di provvista. Oltre all’introduzione delle operazioni giornaliere in dollari a 7 giorni, l’Eurosistema ha continuato a offrire operazioni settimanali con una scadenza più lunga, a 84 giorni, assicurando in tal modo la disponibilità dei fondi in dollari statunitensi per le banche dell’area dell’euro su un orizzonte temporale più lungo. La combinazione delle due misure ha sostenuto il graduale trasferimento al mercato della liquidità ottenuta tramite le operazioni in dollari e si è rivelata efficace nel ridurre i premi di finanziamento nella valuta statunitense<sup>19</sup>.

---

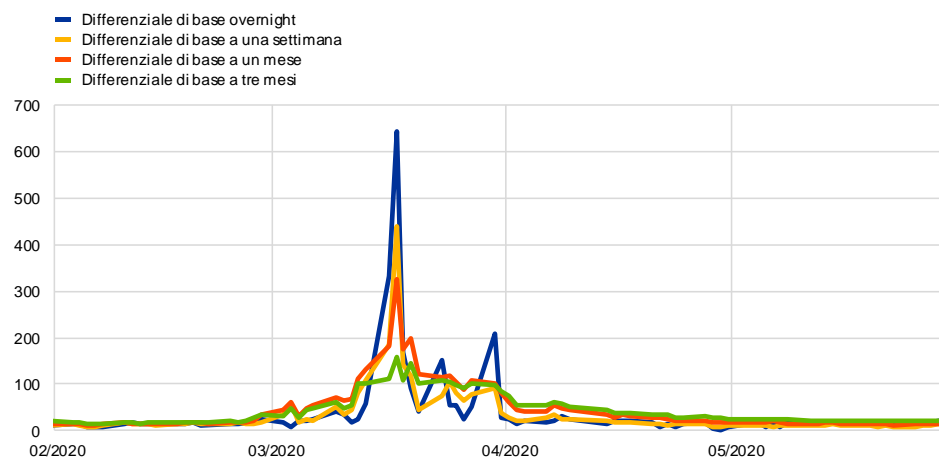
<sup>18</sup> Il 20 marzo 2020 la Federal Reserve, la BCE, la Bank of England, la Banca nazionale svizzera e la Bank of Canada hanno annunciato un aumento della frequenza delle operazioni con scadenza a 7 giorni da settimanale a quotidiana. Tali operazioni quotidiane sono iniziate il 23 marzo 2020 e miravano a rafforzare ulteriormente l’offerta di liquidità attraverso gli accordi sulle linee di swap permanenti relative alla liquidità in dollari statunitensi. Per maggiori dettagli, cfr. il [comunicato stampa della BCE](#) pubblicato il 20 marzo 2020.

<sup>19</sup> L’effetto dell’offerta di operazioni giornaliere e di operazioni d’asta in dollari a lungo termine sulle condizioni di finanziamento in dollari statunitensi per le banche dell’area dell’euro è stato esaminato anche nel [bollettino mensile della BCE](#) pubblicato ad agosto 2014.

## Grafico A

Differenziale tra il tasso sui prestiti contratti in dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD e il tasso privo di rischio del dollaro statunitense

(punti base)



Fonti: BCE, MMSR e Bloomberg.

Note: il tasso effettivo sui Federal Funds è utilizzato come tasso privo di rischio del dollaro statunitense per la scadenza overnight; per le altre scadenze viene utilizzato il tasso OIS del dollaro. Il tasso sui prestiti contratti in dollari statunitensi è il tasso che i soggetti segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR pagano per ricevere dollari nel mercato degli swap in valuta EUR/USD a diverse scadenze. Il tasso debitore overnight in dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD si basa sulle transazioni tomorrow/next day.

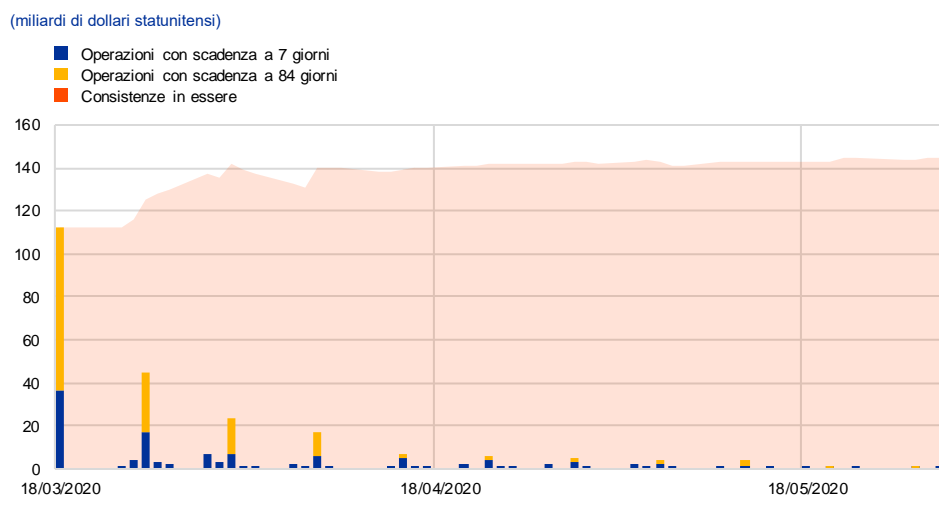
**Tuttavia, nell'imminenza della fine del primo trimestre i costi della provvista in dollari statunitensi nei mercati degli swap in valuta EUR/USD sono rimasti su livelli elevati.** Poiché a fine trimestre sono chiamate a segnalare alcuni coefficienti regolamentari, le banche in genere sono restie a espandere i propri bilanci in relazione ad attività di intermediazione che si collocano sulla fine del trimestre. Per le banche costituite in giurisdizioni dove le imposte vengono determinate sulla base della dimensione del bilancio, come ad esempio quella giapponese, la fine del primo trimestre coincide anche con la chiusura dell'esercizio finanziario, ragion per cui il beneficio generato dalle operazioni in dollari statunitensi si è ridotto intorno alla fine del trimestre. Di conseguenza, nell'imminenza della fine del trimestre le condizioni di finanziamento in dollari statunitensi nei mercati degli swap in valuta EUR/USD hanno continuato a essere volatili, sia per le scadenze brevi che per quelle lunghe. Il differenziale di base relativo agli swap in valuta per la scadenza overnight è rimasto più elevato rispetto a prima della crisi del COVID-19 e ha subito un'impennata in concomitanza con la fine del trimestre, a marzo 2020, raggiungendo 209 punti base il 30 marzo, vale a dire 88 punti base in più rispetto al livello registrato nel periodo corrispondente del 2019. Nel frattempo, nell'ultima settimana di marzo 2020, il differenziale di base relativo agli swap in valuta a tre mesi ha fatto registrare una media di 95 punti base, vale a dire circa cinque volte il dato registrato un mese prima, a febbraio.

**Dopo la fine del trimestre il premio per indebitarsi in dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD è ulteriormente diminuito, le condizioni di finanziamento in dollari hanno iniziato a normalizzarsi e le operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi hanno gradualmente perso attrattiva, con conseguente calo della partecipazione.** I differenziali di base relativi agli

swap in valuta si sono gradualmente normalizzati nel corso del mese di aprile, in un contesto caratterizzato da un clima di mercato in miglioramento e dall'attenuarsi dei timori sulla disponibilità di liquidità in dollari. I premi di finanziamento in dollari statunitensi a breve scadenza (compresi tra un giorno e una settimana) sono diminuiti rapidamente dopo la fine del trimestre e successivamente tornati, entro la metà di aprile, quasi sui livelli precedenti la pandemia. I differenziali di base relativi agli swap in valuta a più lungo termine hanno impiegato un tempo maggiore a normalizzarsi, ma per la fine di aprile si erano anch'essi stabilizzati attorno ai livelli precedenti la crisi. In linea con questi andamenti e con quanto osservato in altre giurisdizioni, ad aprile le operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi hanno iniziato a perdere la loro attrattiva economica. L'adesione alle operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi è quindi notevolmente diminuita nel corso del tempo. Nella seconda metà di maggio la BCE ha aggiudicato in totale meno di 3 miliardi di dollari, vale a dire 173 miliardi in meno rispetto alla seconda metà di marzo (cfr. il grafico B). Il 21 aprile la BCE, per la prima volta dall'avvio del programma rafforzato di operazioni in dollari statunitensi, non ha registrato alcuna offerta. Da quel momento in poi le operazioni senza aggiudicazione sono diventate più frequenti, di riflesso alla normalizzazione delle condizioni di finanziamento in dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD.

### Grafico B

#### Aggiudicazione giornaliera e consistenze in essere nelle operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi



Fonte: BCE.

**Il turnover nel mercato degli swap in valuta EUR/USD è rimasto solido per tutta la durata della crisi, con gli operatori che inizialmente hanno aumentato l'attività sulle scadenze più lunghe in previsione di un inasprimento delle condizioni di finanziamento in dollari statunitensi.** I dati MMSR sulle operazioni mostrano un aumento significativo del turnover per scadenze superiori a un mese nelle settimane che hanno preceduto il picco della crisi. Ciò suggerisce che, poiché le condizioni di finanziamento in dollari statunitensi hanno iniziato a deteriorarsi, gli operatori di mercato hanno cercato di assicurarsi il finanziamento in questa valuta ai prezzi allora prevalenti, in previsione di un'ulteriore contrazione del mercato. I volumi

con scadenze superiori a un mese, comprese le operazioni a termine, sono rimasti elevati fino al 19 marzo<sup>20</sup>, data di regolamento della prima operazione rafforzata in dollari statunitensi. Sostenuto da volumi di negoziazione a più lungo termine di maggiore entità, tra il 25 febbraio e il 19 marzo il turnover di mercato complessivo giornaliero è aumentato, in media, di più di un terzo rispetto all'altra parte del mese di febbraio 2020, fino a toccare circa 250 miliardi di dollari statunitensi (cfr. il grafico C).

**Con l'ingresso nel mercato della provvista in dollari statunitensi messa a disposizione dall'Eurosistema le operazioni di banca centrale in dollari hanno fornito sostegno al funzionamento del mercato degli swap in valuta EUR/USD, anche se in generale si è osservata una transizione verso scadenze più brevi.**

Nel complesso, l'attività nel mercato degli swap in valuta EUR/USD è rimasta vigorosa in seguito all'avvio dell'erogazione rafforzata di fondi in dollari statunitensi da parte delle banche centrali ed è aumentata ulteriormente dopo la fine del trimestre conclusosi a marzo. Ciò indica che i fondi presi in prestito dalle banche nell'ambito delle operazioni dell'Eurosistema sono stati trasferiti verso altri operatori di mercato, contribuendo così a soddisfare la domanda aggiuntiva di dollari statunitensi legata alla crisi. L'aumento dell'attività nel mercato degli swap in valuta EUR/USD osservato ad aprile ha riguardato principalmente le scadenze a breve, rispecchiando gli elevati livelli di avversione al rischio e la tendenza da parte degli operatori di mercato a prestare le eccedenze a propria disposizione preferibilmente su scadenze brevi. In particolare, il volume delle operazioni a un giorno è aumentato di oltre il 50 per cento dopo la fine del primo trimestre, passando da una media giornaliera di 118 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2020 a una media giornaliera di 184 miliardi nel periodo compreso tra il 1 e il 20 aprile. Alla fine di aprile sia i volumi che la composizione delle scadenze sono infine tornati sui livelli precedenti la crisi.

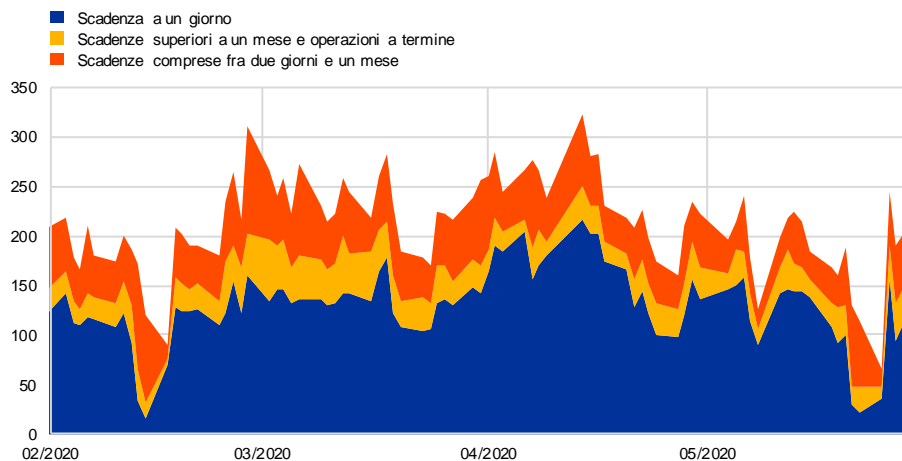
---

<sup>20</sup> Tra il 25 febbraio e il 19 marzo gli operatori segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR hanno registrato un turnover medio giornaliero di 45 miliardi di dollari in relazione a scadenze superiori a un mese, comprese le operazioni a termine. Tale importo era del 50 per cento più elevato rispetto al volume medio di negoziazione su base giornaliera registrato nei mesi di gennaio e febbraio 2020.

## Grafico C

### Volume giornaliero di swap in valuta EUR/USD per scadenza

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: BCE, MMSR.

Note: il volume giornaliero delle operazioni tiene conto degli scambi sia a credito che a debito comunicati dagli operatori segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR nel segmento di mercato degli swap in valuta EUR/USD.

**Le banche che partecipano alle operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi hanno trasferito i fondi verso altri operatori di mercato, alleggerendo così le condizioni di finanziamento in dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD, soprattutto per quanto riguarda le scadenze a breve.** Nello specifico, i dati MMSR sulle operazioni mostrano che un ampio novero di banche dell'area dell'euro che partecipano alle operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi ha incrementato in modo significativo i propri volumi giornalieri di prestiti a breve termine in dollari, i quali, in particolare, sono aumentati in media di 34 miliardi di dollari statunitensi tra il 1 e il 20 aprile, a fronte di una contrazione dei premi di finanziamento in dollari. Poiché sono tra le più importanti banche in Europa, gli operatori segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR solitamente realizzano operazioni con un ampio numero di controparti, il che significa che con tutta probabilità tali fondi in dollari statunitensi sono stati distribuiti ad ampio raggio<sup>21</sup>.

**L'offerta di dollari statunitensi tramite operazioni dell'Eurosistema ha consentito alle grandi banche europee di ripristinare il proprio ruolo di intermediazione in dollari, che era stato compromesso dalla crisi di marzo.**

I soggetti che segnalano ai sensi del Regolamento MMSR sono importanti intermediari sul mercato in dollari statunitensi e mettono a disposizione la liquidità in questa valuta a diverse altre controparti. Nel loro insieme, tali soggetti sono di solito creditori netti di dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD. Ciò significa che hanno a disposizione un'eccedenza di dollari statunitensi che, in tempi normali, viene investita nel mercato degli swap in valuta EUR/USD. Tuttavia, alcuni operatori segnalanti hanno visto peggiorare la propria posizione creditoria

<sup>21</sup> Tra il 1° settembre 2019 e il 17 marzo 2020 nel mercato degli swap in valuta EUR/USD gli operatori segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR hanno fornito, in media giornaliera, fondi in dollari statunitensi a 578 diverse controparti. Tra il 18 marzo (quando sono state avviate le linee di swap rafforzate) e il 30 aprile, il numero medio giornaliero di controparti che hanno preso in prestito fondi in dollari statunitensi da tali operatori è salito a 648, un aumento di circa il 12 per cento.

netta – misurata dalla differenza tra i volumi di dollari prestati e i volumi presi in prestito nel mercato degli swap in valuta EUR/USD – con l'intensificarsi della crisi; l'eccedenza totale netta in dollari è passata da 153 a 82 miliardi di dollari statunitensi (cfr. il grafico D). Inoltre, ai soggetti segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR che hanno preso parte alle operazioni dell'Eurosistema in dollari facevano capo circa tre quarti dell'importo totale aggiudicato nell'ambito di tali operazioni<sup>22</sup>. Nel complesso, tali soggetti hanno registrato un calo molto marcato nella loro posizione creditoria netta, diventando persino prenditori netti di dollari statunitensi nel mercato degli swap in valuta EUR/USD nel periodo precedente l'offerta rafforzata di fondi in dollari, mentre la posizione creditoria netta degli altri operatori segnalanti è diminuita in misura solo marginale. Dopo che essi hanno preso parte alle operazioni dell'Eurosistema in dollari, la posizione creditoria netta complessiva nel mercato degli swap in valuta EUR/USD ha iniziato a normalizzarsi e il 21 maggio ha raggiunto i 161 miliardi di dollari, ossia 79 miliardi in più rispetto al picco della crisi, il 17 marzo. Ciò suggerisce che le operazioni in dollari statunitensi siano state efficaci nel fornire sostegno al mercato e nel compensare l'impatto degli shock registrati nella prima metà di marzo, in quanto il mercato ha gradualmente ripreso a funzionare e le banche si sono rese più disponibili all'intermediazione. Le linee di swap tra banche centrali hanno pertanto contribuito ad attenuare le ripercussioni delle tensioni nei mercati dei finanziamenti in dollari statunitensi. Ciò ha sostenuto l'offerta di credito da parte delle banche a famiglie e imprese, sia all'interno che all'esterno dei confini nazionali.

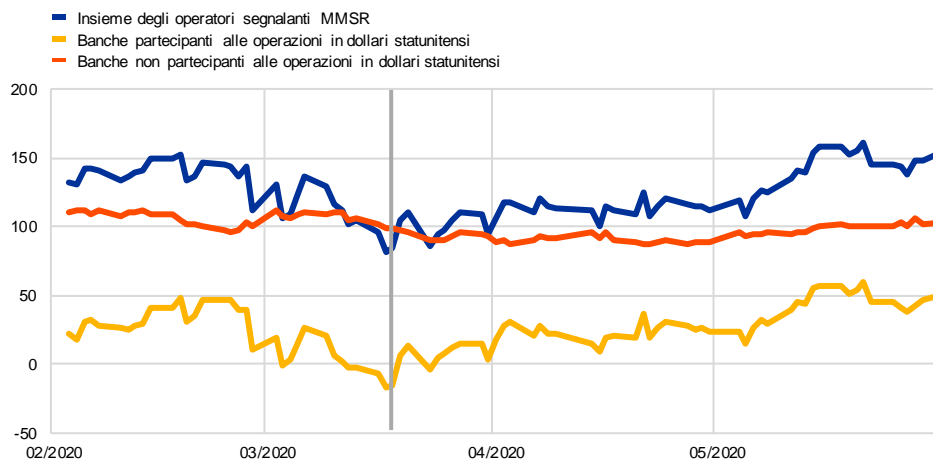
---

<sup>22</sup> L'analisi è stata condotta sulla base dei dati relativi alle operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi effettuate tra il 18 marzo e il 7 aprile 2020. Il gruppo dei soggetti segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR che vengono considerati come "partecipanti" è composto da quelle banche che hanno preso parte nello stesso periodo alle operazioni dell'Eurosistema in dollari statunitensi. I soggetti segnalanti che non hanno partecipato o la cui partecipazione sia stata trascurabile sono stati inseriti nel gruppo dei "non partecipanti".

## Grafico D

### Posizione creditoria netta in dollari statunitensi degli operatori segnalanti MMSR nel mercato degli swap in valuta EUR/USD

(miliardi di dollari statunitensi)



Fonti: BCE, MMSR.

Note: posizione netta del credito in dollari statunitensi rispetto all'euro. Le cifre sono espresse come controvalore in dollari statunitensi, moltiplicando la posizione creditoria netta in euro per il tasso di cambio a pronti tra euro e dollaro della giornata di riferimento. Un valore negativo indica una posizione debitoria netta in dollari statunitensi. La linea grigia rappresenta l'inizio delle operazioni rafforzate in dollari statunitensi, il 18 marzo. Le banche partecipanti sono quei soggetti segnalanti ai sensi del Regolamento MMSR che hanno preso parte alle operazioni in dollari statunitensi tra il 18 marzo e il 7 aprile 2020.

## 2 Il grande crollo degli scambi commerciali nel 2020 e il ruolo di amplificazione delle catene globali del valore

a cura di Simone Cigna e Lucia Quaglietti

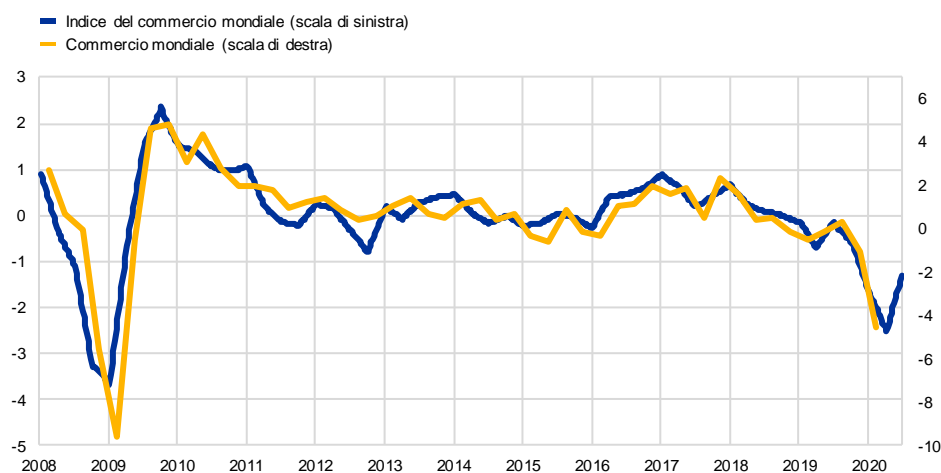
**Il presente riquadro valuta le conseguenze economiche della pandemia di coronavirus (COVID-19) e la loro trasmissione attraverso le catene globali del valore (CGV).** L'economia mondiale sta affrontando uno shock senza precedenti e, man mano che la pandemia fa sentire i suoi effetti, il commercio mondiale sarà particolarmente colpito. Il riquadro analizza il ruolo delle CGV nella pandemia al fine di quantificarne l'impatto sul commercio mondiale. Le evidenze raccolte indicano che le CGV potrebbero amplificare in maniera significativa il calo dell'interscambio mondiale.

**Il commercio mondiale ha subito una brusca flessione sulla scia della pandemia di COVID-19, flessione che ha interessato le catene del valore a livello mondiale.** I dati della contabilità nazionale concernenti le principali economie mostrano un netto calo sia delle esportazioni che delle importazioni nel primo trimestre del 2020 e un nuovo indice settimanale, basato su indicatori relativi al commercio prontamente disponibili, evidenzia una contrazione ancora maggiore nel secondo trimestre del 2020 (cfr. il grafico A), sebbene recentemente vi siano stati segnali di una ripresa. Secondo le [proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema](#) elaborate a giugno 2020, le importazioni mondiali in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbero diminuire a un ritmo senza precedenti pari a circa il 13 per cento nel 2020, prima di ritornare a tassi di crescita positivi dell'8,0 e del 4,3 per cento, rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Il calo è in parte dovuto alle perturbazioni che hanno interessato le CGV. Il COVID-19 ha colpito le catene del valore in Asia, in Europa e nelle Americhe, aumentando il rischio di un effetto domino con effetti di retroazione che potrebbero amplificare il crollo dell'interscambio mondiale. Il brusco calo delle esportazioni di beni intermedi dalla Cina verso la maggior parte delle destinazioni verificatosi nel primo trimestre del 2020 (cfr. il grafico B) sembra indicare che le CGV sono già state ampiamente colpite dalle misure di chiusura adottate in tale paese.

## Grafico A

### Indice settimanale del commercio

(scala di sinistra: deviazioni standard dalla media; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo precedente)



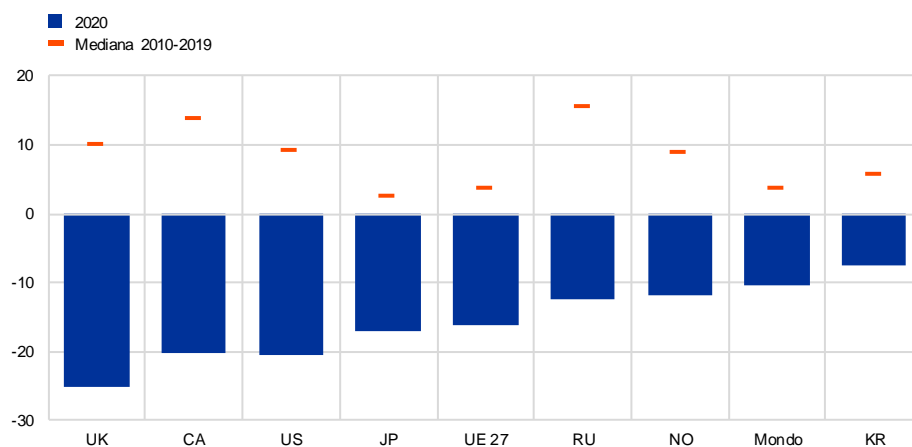
Fonti: Haver ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice è costruito in base a una regressione delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) su una componente principale costituita da un piccolo panel di indicatori settimanali relativo al commercio (compresi i relativi ritardi), alcuni indicatori mensili, una costante e sui ritardi della variabile dipendente. Gli indicatori inclusi nella componente principale settimanale sono stati scelti in funzione della loro correlazione con il commercio mondiale, la disponibilità e la tempestività.

## Grafico B

### Esportazioni di beni intermedi dalla Cina

(variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Trade data monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico rappresenta dati nominali raccolti da gennaio a marzo 2020 e relativi a Regno Unito (UK), Canada (CA), Stati Uniti (USA), Giappone (JP), ai 27 Stati membri dell'Unione europea (UE 27), Russia (RU), Norvegia (NO) e Corea del Sud (KR).

### Le interconnessioni all'interno delle catene di approvvigionamento svolgono un ruolo importante nella trasmissione degli shock tra paesi.

Sebbene l'espansione delle CGV abbia conosciuto una battuta d'arresto a partire dalla crisi finanziaria mondiale del 2008, il volume degli scambi di beni intermedi resta considerevole e rappresenta oltre il 40 per cento del commercio mondiale.

Ciò ha implicazioni significative ai fini del rapporto tra domanda, commercio e produzione. I modelli tradizionali sono costruiti sull'assunto che le importazioni di un paese dipendano dalla sua domanda interna. Tuttavia, in un mondo caratterizzato da complesse catene di approvvigionamento internazionali, anche i cambiamenti della

domanda nei paesi terzi costituiscono un fattore importante. In media, più del 20 per cento delle importazioni mondiali sono utilizzate come fattori di produzione nei processi produttivi nazionali e integrate in beni che vengono poi nuovamente esportati. Anche la complessa rete di interconnessioni nell'approvvigionamento costituisce un fattore importante nella trasmissione degli shock tra paesi. Attraverso la rete di produzione mondiale gli shock alla domanda in un determinato paese possono essere trasmessi a monte ai fornitori degli input, con un'amplificazione dello shock iniziale mediante l'"effetto frusta"<sup>23</sup>, mentre le perturbazioni della catena di approvvigionamento possono, a loro volta, essere trasmesse a valle.

### **L'effetto di propagazione e di amplificazione degli shock di domanda associati alla pandemia può essere misurato attraverso tavole input-output mondiali.**

Per esaminare il ruolo delle CGV nella pandemia sono state effettuate due valutazioni quantitative. Un primo esercizio, di tipo statico, consente una prima approssimazione del modo in cui gli shock di domanda associati alla diffusione della pandemia possano propagarsi attraverso le catene globali del valore, amplificando l'impatto sul commercio e sulla produzione all'estero. Dati ricavati da tavole input-output dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) relative alle 20 principali economie avanzate ed emergenti sono stati utilizzati per rilevare a livello settoriale i cali della produzione causati dalla pandemia tramite la struttura produttiva mondiale e per effettuare una valutazione quantitativa della propagazione degli shock di domanda nell'ambito delle CGV<sup>24</sup>. Gli effetti di propagazione sono stati quantificati separatamente per le importazioni e le esportazioni attraverso due canali: a) effetti "diretti" che si manifestano in relazione al commercio tradizionale, ad esempio per via di legami commerciali bilaterali; b) effetti "indiretti" derivanti da fluttuazioni della domanda nei paesi terzi e relativi a beni intermedi che attraversano almeno due frontiere<sup>25</sup>.

**Le interconnessioni insite nelle CGV potrebbero amplificare in modo significativo il calo del commercio mondiale.** Il grafico C presenta le stime degli effetti di amplificazione generati dalle interconnessioni nelle catene di

<sup>23</sup> Per "effetto frusta" si intende un fenomeno in virtù del quale uno shock induce una perturbazione della domanda di parti e componenti che aumenta quanto più a monte nella catena di approvvigionamento si colloca un'impresa. Le imprese sono spinte ad adeguare le proprie scorte lungo la catena di approvvigionamento per soddisfare i nuovi livelli previsti di domanda. In relazione alle evidenze empiriche di tale effetto, cfr. ad esempio Alessandria, G., Kaboski, J.P., e Midrigan, V., "[US Trade and Inventory Dynamics](#)", *American Economic Review*, vol. 101, n. 3, maggio 2011.

<sup>24</sup> Nel caso di diverse economie avanzate ed emergenti sono state rilevate perdite settoriali (stimate dagli esperti della BCE) suscettibili di verificarsi attraverso la struttura produttiva mondiale per effetto della pandemia. A tal fine, ci si è basati sui dati delle tavole input-output mondiali dell'OCSE. Poiché fra i vari settori esistono differenze in termini di grado di integrazione all'interno delle catene di produzione transfrontaliere, la risposta complessiva del commercio mondiale dipende dalla composizione settoriale delle perdite tra i vari paesi. Sono state calcolate le elasticità parziali che, per ciascun paese e settore, traducono gli shock alla domanda nazionale ed estera associati alla pandemia in variazioni proporzionali del prodotto e delle importazioni e delle esportazioni di beni intermedi e finali da verso tutti i paesi e i settori. Tenendo conto di tali elasticità, sono state poi calcolate separatamente le perdite legate alla pandemia in relazione a importazioni ed esportazioni. L'analisi si è concentrata sull'amplificazione degli shock alla domanda legati alla pandemia. Nel caso in cui vengano adottate misure di chiusura sia in settori nazionali sia esteri, vi è meno spazio per un'amplificazione delle perturbazioni dell'approvvigionamento attraverso le CGV. Per ulteriori informazioni sulla metodologia utilizzata, cfr. Bems, R., Johnson, R., e Yi, K.-M., "[Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession](#)", *IMF Economic Review*, edizione 58, n. 2, 2010.

<sup>25</sup> Ciò è coerente con la definizione delle CGV data da Borin, A., e Mancini, M., "[Follow the Value Added: Tracking Bilateral Relations in Global Value Chains](#)", novembre 2017.

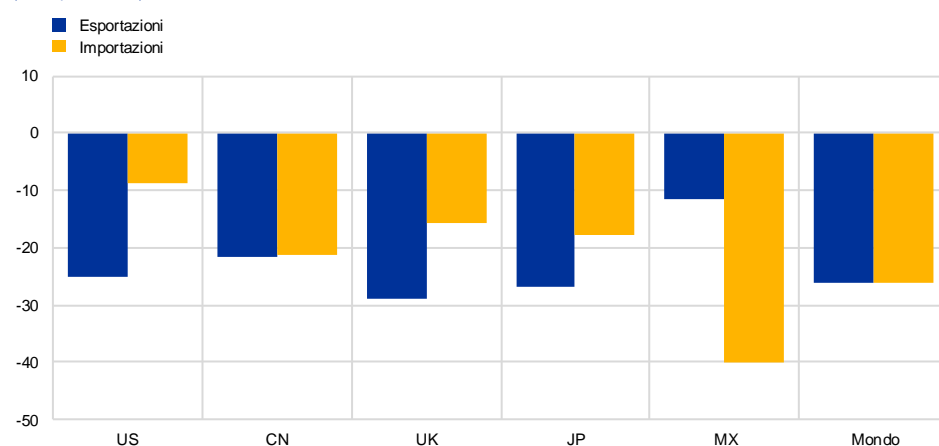
approvvigionamento in percentuale della flessione degli scambi dovuta al canale diretto. Nel caso degli Stati Uniti, ad esempio, tali interdipendenze possono accrescere il calo delle importazioni e delle esportazioni rispettivamente dell'8 e del 20 per cento. Per Cina, Giappone e Regno Unito, le ricadute potrebbero essere maggiori, in particolare per le importazioni. Quanto all'economia mondiale nel breve termine, le CGV potrebbero amplificare il calo delle importazioni e delle esportazioni attraverso collegamenti diretti (cioè gli scambi tradizionali) del 25 per cento circa. Essendo importanti snodi nella catena di approvvigionamento, la Corea del Sud, la Germania e la Cina rappresentano il 20 per cento del calo totale delle esportazioni mondiali stimato e riconducibile a legami indiretti. Tuttavia, man mano che l'economia mondiale conoscerà una ripresa nei prossimi trimestri, le interconnessioni all'interno delle CGV potrebbero dare impulso al commercio internazionale. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020 prevedono un recupero dell'interscambio mondiale più rapido rispetto all'attività globale.

**È probabile che gli effetti di propagazione delle CGV interesseranno anche l'attività e il loro impatto effettivo dipenderà dalla posizione relativa dei singoli paesi all'interno di tali catene.** Ad esempio, nei paesi che si collocano a valle nella catena del valore, come il Messico, le importazioni potrebbero subire una riduzione più marcata delle esportazioni (cfr. il grafico C), dando un impulso netto contenuto all'attività. Ciò riflette il fatto che la produzione del Messico dipende in modo particolare da fattori produttivi importati, che vengono poi riesportati come prodotti finiti. Per contro, nei paesi situati a monte nelle CGV, come il Regno Unito, è probabile che vi sia un impatto negativo sull'attività, dal momento che il calo delle esportazioni è superiore a quello delle importazioni.

### Grafico C

#### Potenziali riduzioni dovute agli effetti di propagazione legati alle CGV

(valori percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le ulteriori riduzioni che potrebbero essere causate, per ogni paese, dagli effetti di propagazione legati alle CGV. Tali effetti sono espressi in percentuale delle perdite che si stima possano verificarsi attraverso il commercio tradizionale (cioè importazioni ed esportazioni di: 1) beni finali; e 2) beni intermedi impiegati nella produzione per consumo interno). I dati illustrati nel grafico fanno riferimento a effetti di breve termine delle CGV che potrebbero interessare Stati Uniti, Cina (CN), Regno Unito (UK), Giappone (JP) e Messico (MX).

**Un secondo esercizio quantitativo mostra che le CGV erano già state compromesse nel primo trimestre del 2020.**

In particolare, l'analisi era mirata a stabilire se le esportazioni di paesi situati a monte nella catena del valore cinese fossero state colpite per effetto delle misure di chiusura legate al COVID-19 e degli shock di domanda verificatisi a febbraio 2020 in Cina. Le stime da noi elaborate si basano su un modello con dati panel mensile che copre 37 paesi e 22 settori industriali. Per ciascun settore e paese viene effettuata una regressione delle variazioni nelle esportazioni totali di beni intermedi su una variabile ottenuta moltiplicando una variabile dummy, alla quale viene attribuito un valore pari a 1 a febbraio 2020 (ossia una proxy dello shock legato al COVID-19 in Cina), per una misura della collocazione a monte rispetto alla Cina nella catena di approvvigionamento calcolata per ogni singola coppia di paese-settore<sup>26</sup>. L'analisi suggerisce che i paesi situati a monte rispetto alla Cina nella catena del valore sono stati i più colpiti e le loro esportazioni hanno registrato una diminuzione incrementale del 3,8 per cento in ogni fase, man mano che si risale la catena di approvvigionamento. Il limitato periodo di tempo nel quale è possibile osservare gli effetti postulati impone cautela nell'interpretazione dei risultati, che tuttavia confermano l'esistenza di effetti di amplificazione causati dalle CGV. Inoltre, una scomposizione dei risultati per regione indica che il calo della domanda in Cina ha finora colpito principalmente i suoi partner commerciali nella catena del valore asiatica.

**La diffusione del COVID-19 ha evidenziato l'interdipendenza dei paesi in termini di fornitura di fattori produttivi e beni finali.**

L'analisi contenuta in questo riquadro suggerisce che gli effetti di propagazione legati alle CGV potrebbero amplificare il calo del commercio mondiale, con un incremento del 25 per cento circa delle ricadute che potrebbero verificarsi per via delle interdipendenze bilaterali. Tale conclusione è corroborata dall'analisi econometrica, che sembra indicare come i fornitori situati a monte rispetto alla Cina, in particolare quelli nella catena del valore asiatica, possano essere stati maggiormente colpiti dalla diffusione della pandemia in tale paese. Le interruzioni legate al COVID-19 possono comportare conseguenze di più lungo periodo sulle catene di approvvigionamento globali, inducendo un riesame dei processi produttivi e sostanziali interventi di ricollocazione degli stessi.

---

<sup>26</sup> L'indice della collocazione a monte è calcolato misurando il numero di fasi di produzione intermedie per ciascuna esportazione settore-paese prima del suo impiego o consumo in Cina. In particolare, l'indice è costruito attribuendo un valore pari a 1 alla percentuale del prodotto di un determinato paese/settore venduta direttamente ai consumatori finali in Cina, un valore pari a 2 alla quota del prodotto venduta ai consumatori in Cina dopo essere stata impiegata come prodotto intermedio da un altro settore e così via. L'indice è elaborato utilizzando dati nominali forniti dalle tavole input-output dell'edizione del 2015 della banca dati dell'OCSE sullo scambio di valore aggiunto. È quindi probabile che i risultati siano sensibili a effetti di prezzo. Cfr. Ferrari, A., *Global Value Chains and the Business Cycle*, febbraio 2019.

## L'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE in risposta alla crisi legata al COVID-19

a cura di John Hutchinson e Simon Mee

**Da marzo 2020 la gravità delle implicazioni economiche e finanziarie derivanti dalla crisi legata al coronavirus (COVID-19) è diventata sempre più evidente.**

La BCE ha risposto con un incisivo pacchetto di misure, concepito per essere mirato e proporzionato all'entità senza precedenti della crisi, nonché temporaneo, poiché ci si attende che l'emergenza e le sue conseguenze si riassorbiranno nel tempo.

Tali misure hanno sostenuto le condizioni di liquidità e di finanziamento nell'economia dell'area dell'euro, evitando gli effetti di retroazione più negativi tra l'economia reale e i mercati finanziari e favorendo il clima di fiducia. Dovrebbero inoltre contribuire in misura significativa a garantire che l'inflazione nell'area si avvicini stabilmente a livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento.

### L'impatto delle misure di politica monetaria sulle condizioni finanziarie

**Il presente riquadro esamina l'impatto della risposta della BCE alla crisi, concentrandosi sugli acquisti di attività e sulle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III).** La risposta della BCE in materia di politica monetaria ha puntato ad affrontare tre questioni fondamentali: a) la stabilizzazione del mercato, che costituisce una condizione essenziale per evitare la frammentazione e tutelare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro; b) l'ampia offerta di liquidità di banca centrale per sostenere l'erogazione di credito all'economia reale; c) l'impegno a un orientamento complessivo della politica monetaria sufficientemente accomodante<sup>27</sup>.

**Con il delinearsi della gravità della crisi pandemica gli investitori hanno riequilibrato i propri portafogli, determinando una contrazione della liquidità su diversi mercati dei titoli e un aumento della domanda di attività sicure.**

Il brusco calo degli indici dei mercati azionario e obbligazionario, associato al rialzo dei costi del finanziamento sul mercato sostenuti dalle imprese, ha contribuito a un deciso irrigidimento delle condizioni finanziarie tra la metà di febbraio e la metà di marzo 2020. In tale contesto vi era il rischio molto concreto di spirali negative di liquidità e di un overshooting delle correzioni dei prezzi delle attività su molti mercati;

<sup>27</sup> Per approfondimenti, cfr. Lane, P.R.: a) "Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity", intervento all'*Institute for Monetary and Financial Stability Policy Webinar*, 19 maggio 2020; b) "The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery", intervento al *Financial Center Breakfast Webinar*, organizzato da Frankfurt Main Finance, 24 giugno 2020; c) "Expanding the pandemic emergency purchase programme", *Il blog della BCE*, Banca centrale europea, 5 giugno 2020; e d) "The monetary response to the pandemic emergency", *Il blog della BCE*, Banca centrale europea, 1° maggio 2020. Cfr. anche Schnabel, I.: a) "The ECB's monetary policy during the coronavirus crisis – necessary, suitable and proportionate", intervento al *Petersberger Sommerdialog*, 27 giugno 2020; e b) "The ECB's policy in the COVID-19 crisis – a medium-term perspective", intervento al seminario online organizzato dalla Florence School of Banking & Finance, 10 giugno 2020.

tale rischio avrebbe minacciato la stabilità finanziaria e impedito la trasmissione della politica monetaria.

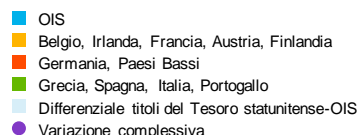
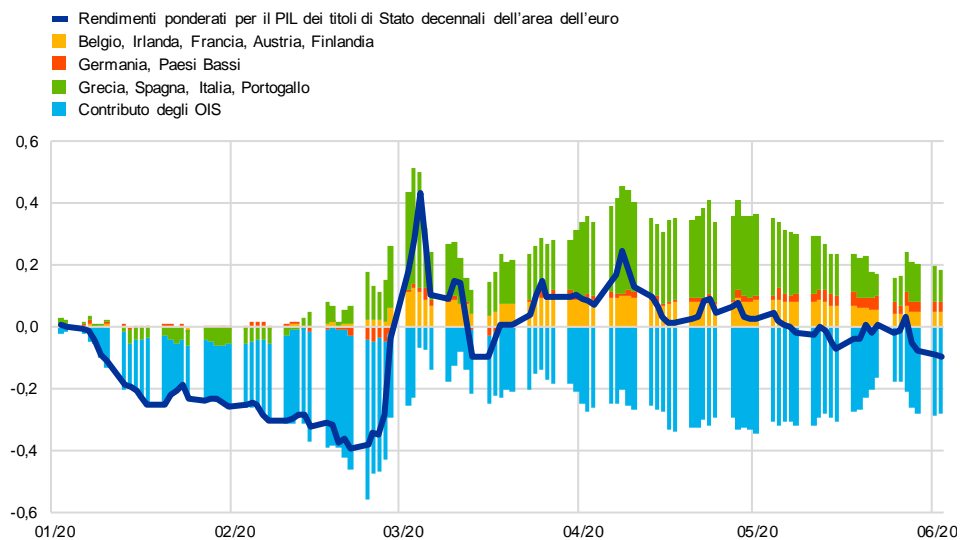
**In un'unione monetaria l'accresciuta percezione dei rischi può dar luogo a dinamiche di fuga verso attività sicure, che si concretizzano nella riallocazione degli investimenti sui mercati dei titoli di Stato.** Dato che i rendimenti sovrani costituiscono spesso il parametro di riferimento per la determinazione dei prezzi delle attività e dei tassi applicati ai prestiti, la volatilità dei differenziali sui titoli di Stato non legata ai fondamentali compromette la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro.

**A marzo l'annuncio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), con la sua intrinseca flessibilità, ha svolto un incisivo ruolo di stabilizzazione del mercato.** Le misure volte ad allentare i vincoli di bilancio del settore privato sono particolarmente efficaci in periodi di accresciuta tensione sui mercati. In linea con tale prospettiva, l'annuncio del PEPP ha interrotto l'irrigidimento delle condizioni finanziarie che si era osservato. Si è ripristinata la fondamentale trasmissione delle variazioni dei tassi sugli overnight index swap (OIS) alla curva dei rendimenti ponderati per il PIL dei titoli di Stato dell'area dell'euro, fino a marzo 2020 strettamente correlate e poi sempre più ostacolate dalla crisi legata al COVID-19 (cfr. il grafico A). Dopo l'annuncio del PEPP, di fatto, il calo della frammentazione e la connessa diminuzione dei rendimenti ponderati per il PIL dei titoli di Stato sono stati significativi.

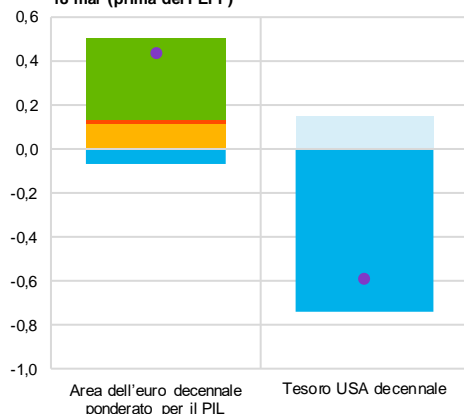
## Grafico A

### Determinanti dei rendimenti sovrani nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

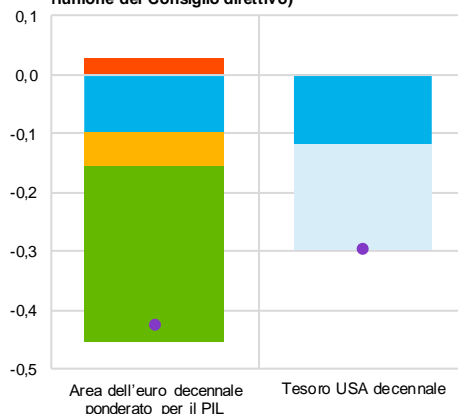
(punti percentuali)



Variazione: dal 15 gen (diffusione del COVID-19) al 18 mar (prima del PEPP)



Variazione: dal 18 mar (PEPP) al 5 giu (dopo la riunione del Consiglio direttivo)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: "Tesoro Usa decennale" sta per "rendimenti sui titoli decennali del Tesoro statunitense".

**Al contempo, un altro elemento centrale delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE in risposta alla crisi legata al COVID-19 è stato rappresentato dall'ampia offerta di liquidità di banca centrale, volta a contribuire al sostegno del flusso di credito a favore dell'economia reale.**

Ciò risulta particolarmente rilevante nell'area dell'euro, dove le banche svolgono un ruolo chiave nell'intermediazione finanziaria. L'erogazione di liquidità di banca centrale avviene mediante programmi mirati e non mirati. Con riferimento ai primi, la ricalibrazione delle OMRLT-III ad aprile 2020 ha introdotto un tasso di interesse molto più favorevole per tali operazioni nel periodo compreso tra giugno 2020 e giugno 2021, facendo seguito alla decisione, adottata nel mese precedente, di

incrementare l'ammontare massimo che le controparti possono ottenere in prestito nell'ambito del programma<sup>28</sup>. In accordo con tali variazioni, nell'indagine dello scorso aprile sul credito bancario nell'area dell'euro gli intermediari hanno indicato che le OMRLT-III stanno esercitando un impatto di allentamento netto sui termini e condizioni offerti ai debitori e un impatto netto positivo sui loro volumi di prestito, in particolare su quelli attesi nei sei mesi successivi. Le modifiche apportate ai termini delle OMRLT-III sono state seguite da un'ampia espansione dei finanziamenti di banca centrale erogati agli istituti di credito. Nella serie di OMRLT-III di giugno 2020 le banche hanno presentato offerte per un ammontare complessivo pari a 1.308 miliardi di euro, cifra che rappresenta l'importo massimo finora assegnato nell'ambito di una singola operazione di prestito. Per ciò che concerne i programmi non mirati, la BCE ha annunciato, lo scorso marzo, ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) per fornire un'immediata iniezione di liquidità a supporto del sistema finanziario dell'area dell'euro e, ad aprile, una serie di operazioni, non mirate, di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP). Queste ultime fungono da meccanismo di sostegno, contribuendo ad assicurare liquidità sufficiente e condizioni distese sul mercato monetario in risposta alla crisi<sup>29</sup>.

**Conseguiti la stabilizzazione del mercato e il mantenimento dell'erogazione di credito all'economia reale ed emerse tutte le ricadute della crisi pandemica sulle prospettive macroeconomiche di base, la ricalibrazione del PEPP a giugno 2020 è riuscita ad allentare ulteriormente l'orientamento generale della politica monetaria.** In linea con il duplice ruolo svolto dal PEPP di ravvivare le fasi iniziali della trasmissione della politica monetaria e allentarne l'orientamento generale, e in risposta alle revisioni al ribasso dell'inflazione sull'orizzonte di proiezione legate alla crisi, a giugno 2020 la ricalibrazione del PEPP ha ulteriormente allentato l'orientamento generale della politica monetaria al fine di renderlo commisurato alle prospettive di inflazione a medio termine. Estruendo, mediante i propri acquisti, il rischio di durata finanziaria sostenuto dagli investitori, la BCE rafforza l'impatto della sua politica dei tassi di interesse negativi e delle sue indicazioni prospettiche sui tassi comprimendo i segmenti a medio e a lungo termine della curva dei rendimenti<sup>30</sup>.

**Nel loro insieme, le decisioni adottate in relazione al PEPP a marzo e a giugno 2020, nonché l'espansione del programma di acquisto di attività (PAA), stabilita lo scorso marzo, dovrebbero aver ridotto di circa 45 punti base il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area**

<sup>28</sup> In particolare, il tasso di interesse sulle OMRLT-III tra giugno 2020 e giugno 2021 è inferiore di 50 punti base rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema nel corso dello stesso periodo. Le controparti i cui prestiti netti idonei raggiungono la soglia definita possono beneficiare, da giugno 2020 a 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 del medesimo periodo. L'importo massimo del finanziamento erogabile è pari al 50 per cento delle consistenze dei prestiti idonei.

<sup>29</sup> Le ORLTEP sono costituite da sette operazioni di rifinanziamento aventi inizio il 20 maggio 2020 e con scadenze scaglionate tra luglio e settembre 2021. Sono 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 ORLTEP.

<sup>30</sup> Per una trattazione più approfondita del rischio di durata, cfr. Lane, P.R., "The yield curve and monetary policy", intervento alla *Public Lecture for the Centre for Finance and the Department of Economics*, University College London, 25 novembre 2019.

**dell'euro**<sup>31</sup>. Tuttavia, tali previsioni sono probabilmente prudenti, in quanto si basano su stime delle elasticità dei rendimenti sovrani agli acquisti ricavate dal programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP). Le evidenze degli event study, che esaminano la reazione del mercato finanziario agli annunci del PEPP, suggeriscono un'elasticità maggiore di tale programma rispetto a quella del PSPP, indicando pertanto una possibile sottostima dell'impatto sui rendimenti. La maggiore elasticità potrebbe riflettere la flessibilità insita nella struttura del PEPP, che ne fa uno strumento efficace in un contesto di tensioni sui mercati in quanto consente la temporanea ripartizione degli acquisti su quei segmenti del mercato in cui sono più necessari<sup>32</sup>. In assenza del PEPP, pertanto, i rendimenti dei titoli di Stato avrebbero potuto raggiungere livelli ancora più elevati.

## L'impatto macroeconomico

**Contrastando l'irrigidimento delle condizioni finanziarie che interessava l'economia dell'area dell'euro a fronte della crisi legata al COVID-19, le misure di politica monetaria della BCE hanno fornito un sostegno determinante all'economia reale e, in ultima analisi, alla stabilità dei prezzi.** Tale sostegno agisce secondo due ampie direttrici: a) il rafforzamento delle prospettive di crescita e di inflazione a medio termine; b) l'eliminazione dei rischi di eventi estremi nello scenario di base.

**In termini di sostegno alle prospettive di crescita e di inflazione a medio termine, secondo le stime degli esperti della BCE, il PEPP, l'espansione del PAA e la recente ricalibrazione delle OMRLT-III, nel loro insieme, determineranno un incremento cumulato della crescita del PIL dell'area in termini reali pari a circa 1,3 punti percentuali nell'orizzonte di proiezione e forniranno un contributo cumulato pari a 0,8 punti percentuali al tasso di inflazione sui dodici mesi nel medesimo orizzonte (cfr. il grafico B).**

Se la politica monetaria agisce di norma con un ritardo di trasmissione, l'impatto positivo sulla fiducia di consumatori e imprese generato da un'azione rapida e decisa nel corso di una crisi non andrebbe al contempo trascurato; esso è in grado di

---

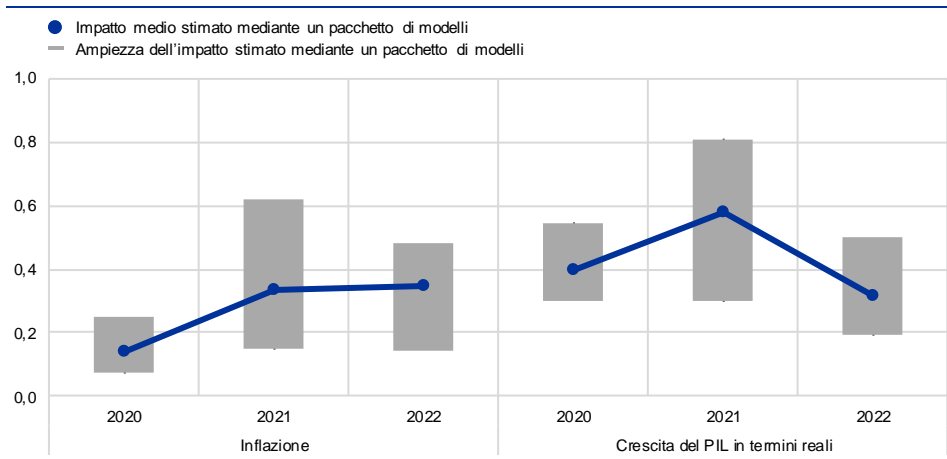
<sup>31</sup> La valutazione considera la dotazione complessiva del PEPP annunciata a marzo e pari a 750 miliardi di euro, l'incremento di 600 miliardi di euro annunciato a giugno e la dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro nell'ambito del PAA fino alla fine del 2020 annunciata a marzo.

<sup>32</sup> Il più ampio impatto esercitato dagli acquisti di attività nei periodi di tensione sui mercati è coerente con le indicazioni teoriche presentate in Vayanos, D. e Vila, J., "A preferred-habitat model of the term structure of interest rates", *NBER Working Paper*, n. 15487, 2009. Maggiori tensioni, nel contempo, possono determinare la segmentazione del mercato e impedire la ricomposizione dei portafogli, come nel caso dell'LSAP1 statunitense (cfr. Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., "The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, pagg. 215-265; Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A., "The Ins and Outs of LSAPs", mimeo, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013; e D'Amico, S. e King, T.B., "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n. 2, 2013, pagg. 425-448). In Altavilla, C., Carboni, G. e Motto, R., "[Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area](#)", *Working Paper Series*, n. 1864, BCE, 2015, gli autori valutano il PAA della BCE, che ha avuto luogo in un periodo di minore tensione sui mercati, riscontrando che i canali locali dell'offerta svolgono un ruolo molto più limitato rispetto a quelli della durata finanziaria e del rischio di credito.

accelerare e sostenere la trasmissione della politica monetaria alla crescita e all'inflazione.

### Grafico B

Impatto stimato delle decisioni adottate dalla BCE a partire da marzo 2020 (PEPP, estensione del PAA e ricalibrazione delle OMRLT) sulla tendenza centrale dell'inflazione e sull'attività economica



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: l'impatto stimato mediante un pacchetto di modelli si riferisce al valore medio ricavato da un insieme di modelli utilizzati dall'Eurosistema per la simulazione degli interventi di politica monetaria, un modello BVAR (cfr. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., 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, Francoforte sul Meno, dicembre 2019), il modello NAWM-II e il modello ECB-BASE.

**Tali stime non colgono appieno i vantaggi conseguiti nell'evitare gli effetti di retroazione tra l'economia reale e i mercati finanziari che possono concretizzarsi durante una crisi economica come quella causata dal COVID-19, in cui il principale contributo della politica monetaria è eliminare i rischi di eventi estremi nelle prospettive macroeconomiche di base.** Le evidenze econometriche indicano l'esistenza di consistenti non linearità nella reazione macroeconomica agli shock alle condizioni finanziarie. In altri termini, l'impatto di una determinata variazione delle condizioni finanziarie dipende dallo stato dell'economia. Ciò significa che, in condizioni di forte tensione sui mercati finanziari, l'esistenza di frizioni finanziarie e vincoli di bilancio comporta gravi non linearità che possono tradursi in effetti di contrazione molto più estesi, determinati dall'irrigidimento delle condizioni finanziarie. Data l'intensità dello shock indotto dalla crisi legata al COVID-19, ci si attenderebbe che un inasprimento delle condizioni finanziarie nell'attuale contesto abbia effetti ben più ampi di quelli colti dalle elasticità medie impiegate nel grafico B per quantificare l'impatto delle misure di politica monetaria. Queste ultime, volte a contrastare il deterioramento delle condizioni finanziarie, fornirebbero pertanto un contributo più vigoroso alla stabilità dei prezzi rispetto a quanto rilevato dalle elasticità standard ricavate dalle condizioni più normali alla base della suddetta quantificazione.

**Nel complesso, le misure della BCE hanno fornito una risposta efficace ed efficiente alla crisi legata al COVID-19 e, nelle condizioni attuali, sono proporzionate al perseguimento del suo mandato di stabilità dei prezzi.**

L'efficacia delle misure della BCE è chiaramente evidente nel miglioramento delle condizioni finanziarie per l'economia nel suo complesso e l'impiego di una

combinazione di acquisti di attività e OMRLT riflette il fatto che si tratta di strumenti efficienti nelle circostanze attuali. Tali misure sono inoltre commisurate ai gravi rischi per il mandato della BCE, in quanto ci si attende che la crisi legata al COVID-19 abbia un impatto netto notevolmente disinflazionistico sulle prospettive di inflazione a medio termine. Mentre la BCE segue costantemente gli effetti collaterali delle proprie politiche, le ragioni per l'allentamento monetario mediante il PEPP sono state più che evidenti, dato che in assenza di tali misure l'obiettivo di stabilità dei prezzi da essa perseguito sarebbe stato soggetto a ulteriori rischi al ribasso.

## Mercati azionari dell'area dell'euro ed evoluzione delle aspettative sulla ripresa economica

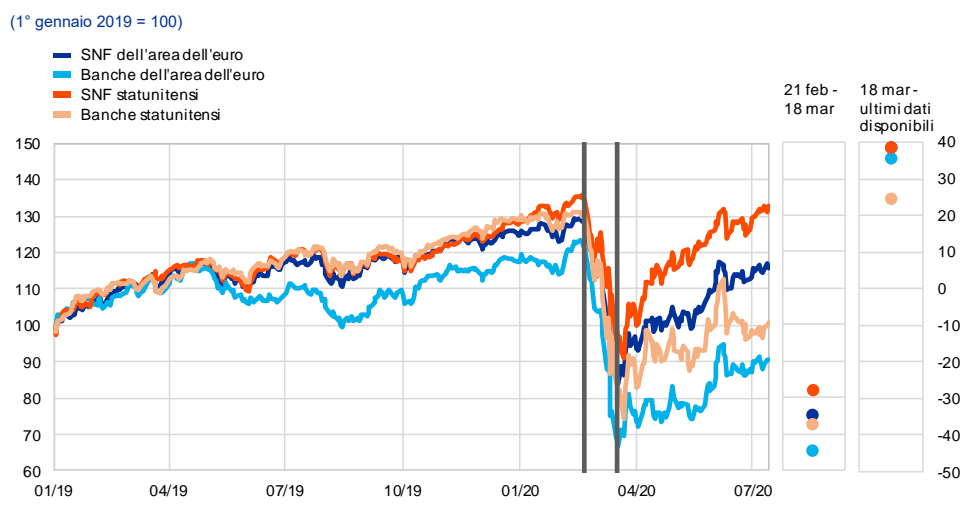
a cura di Miguel Ampudia, Daniel Kapp, Kristian Kristiansen e Cornelius Nicolay

### Recenti andamenti dei corsi azionari e delle aspettative di crescita degli utili

**A causa delle aspettative sulle ricadute economiche della diffusione mondiale del coronavirus (COVID-19) e alla considerevole incertezza a essa associata, i corsi azionari nell'area dell'euro sono scesi di oltre il 30 per cento da febbraio a metà marzo 2020 (cfr. il grafico A).** Al tempo stesso, le condizioni di liquidità sono notevolmente peggiorate, come si evince dal significativo ampliamento dei differenziali denaro-lettera: un andamento che non ha interessato solo i mercati azionari.

#### Grafico A

Corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice relativo all'area dell'euro fa riferimento all'indice Dow Jones Euro Stoxx mentre quello relativo agli Stati Uniti si riferisce all'indice S&P 500. Le linee verticali indicano (da sinistra a destra) il venerdì precedente all'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari dovute al coronavirus (21 febbraio 2020), e l'annuncio del PEPP (18 marzo 2020). L'ultima osservazione si riferisce al 14 luglio 2020.

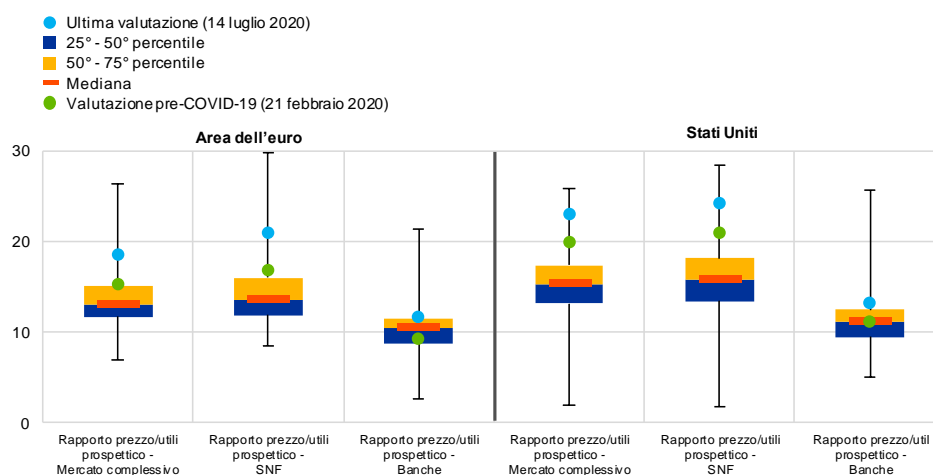
**Con l'annuncio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), i prezzi delle azioni nell'area dell'euro hanno registrato una tendenza al rialzo (cfr. il grafico A), i mercati hanno parzialmente recuperato i normali livelli di funzionamento, e i differenziali denaro-lettera hanno mostrato un netto calo.** I prezzi delle azioni, in particolare nel settore delle società non finanziarie (SNF) statunitensi, sono aumentati considerevolmente, sostenuti dalle misure introdotte in molti paesi dalle banche centrali e dai governi. La ripresa dei corsi azionari appare ancora più consistente se valutata rispetto alla distribuzione storica delle metriche di valutazione prospettica (cfr. il grafico B). Con l'evoluzione delle aspettative sugli utili a breve

termine e con la quasi completa normalizzazione dei premi per il rischio azionario, il rapporto prezzo/utili prospettici per le SNF rimane su livelli superiori a quelli precedenti la diffusione del COVID-19. Sebbene ciò valga anche per le banche dell'area dell'euro, le valutazioni a esse relative si sono attestate su valori più moderati. Tuttavia, alla luce della rapida evoluzione delle aspettative sugli utili, il valore informativo delle metriche prezzo/utili va considerato con cautela.

## Grafico B

### Metriche di valutazione delle azioni basate sugli utili

(distribuzioni a partire dal 1987)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

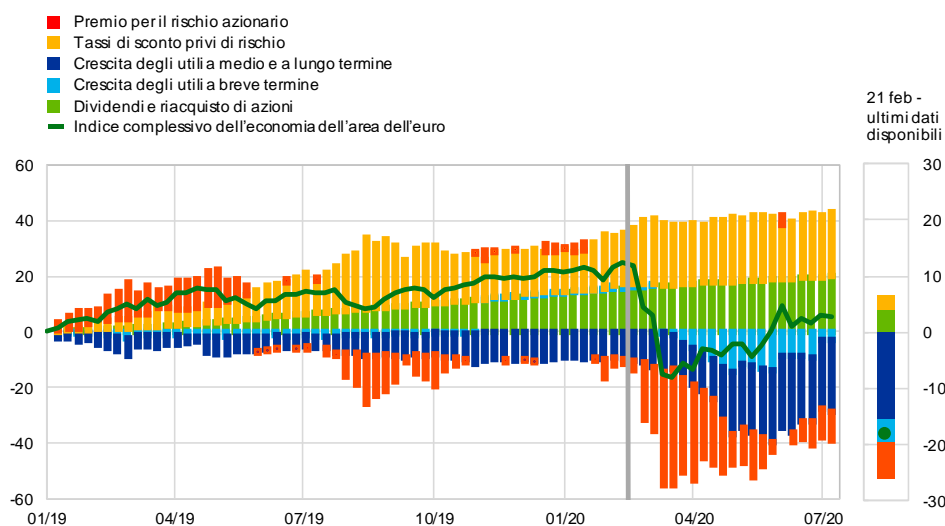
Note: il rapporto prezzo/utili prospettici per l'area dell'euro è stato registrato con frequenza mensile a partire dal 1987. L'ultima osservazione si riferisce al 14 luglio 2020.

**La principale motivazione alla base della risalita dei corsi azionari è la ripresa della propensione al rischio che, come si evince dalla scomposizione effettuata con un modello di sconto dei dividendi (Dividend Discount Model, DDM), sembra aver più che compensato il calo delle aspettative sugli utili (cfr. il grafico C).** Tra l'inizio di febbraio e la metà di marzo 2020 il premio per il rischio azionario (equity risk premium, ERP) nell'area dell'euro è salito dall'8 al 12 per cento, per poi scendere al di sotto del 9 per cento dopo l'annuncio del PEPP. Nonostante le incertezze relative alle misure dell'ERP, secondo un modello DDM le oscillazioni di tale parametro spiegano buona parte del calo iniziale dei corsi azionari nonché la maggior parte della ripresa successiva. Allo stesso tempo, le aspettative degli analisti sugli utili sono state riviste al ribasso. A seguito delle misure di chiusura (lockdown) attuate in tutti i paesi dell'area dell'euro, le aspettative a più breve termine sulla crescita degli utili sono divenute negative per la prima volta dal 2009 ma, in virtù delle attese relative all'affermazione della graduale ripresa economica, sembrano aver recentemente toccato il punto di minimo. Per contro, sino a metà aprile del 2020 le aspettative degli analisti a più lungo termine sugli utili hanno mostrato una inattesa stabilità, in linea con un quadro di forte e rapida ripresa (cfr. il grafico D). Più di recente, sono state corrette al ribasso di oltre 3 punti percentuali, rimanendo al di sotto dell'8 per cento in ragione d'anno. Nonostante questo calo, le aspettative sugli utili a più lungo termine si sono mantenute su livelli più elevati rispetto a quelli minimi raggiunti durante la crisi finanziaria mondiale.

## Grafico C

### Scomposizione dei corsi azionari nell'area dell'euro mediante un modello di sconto dei dividendi e aspettative di crescita degli utili sull'Euro Stoxx

(scala di sinistra: valori percentuali, variazione cumulata rispetto a gennaio 2019; scala di destra: valori percentuali, variazione cumulata dal 21 febbraio 2020)



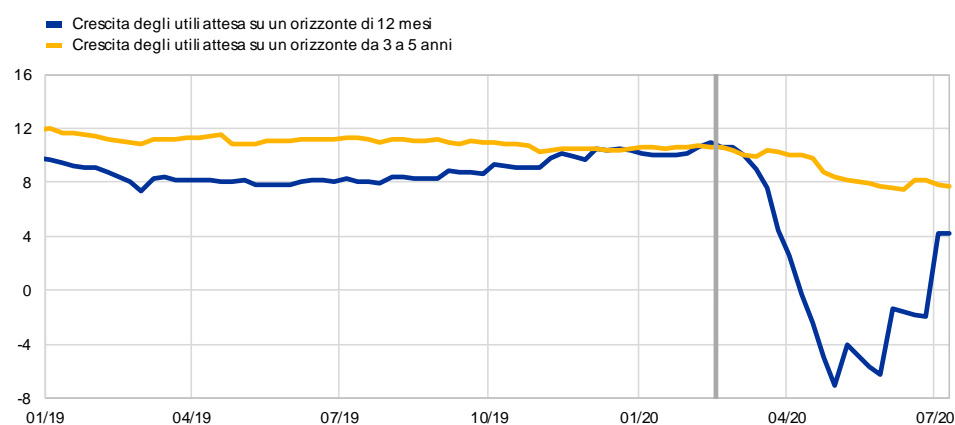
Fonti: Refinitiv, IBES, Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

Note: la scomposizione è basata su un modello di sconto dei dividendi (Dividend Discount Model, DDM). Il modello tiene in considerazione il riacquisto di azioni proprie, sconta i flussi di cassa futuri con i tassi di interesse alle relative scadenze e ipotizza cinque orizzonti attesi di crescita dei dividendi. 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. La linea verticale indica il venerdì prima dell'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari relative al coronavirus (21 febbraio 2020). L'ultima osservazione si riferisce al 10 luglio 2020.

## Grafico D

### Aspettative di crescita degli utili sull'Euro Stoxx

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv, IBES ed elaborazioni della BCE.

Note: la crescita complessiva degli utili attesa dai mercati è misurata sugli orizzonti di 12 mesi e da tre a cinque anni. La linea verticale indica il venerdì prima dell'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari relative al coronavirus (21 febbraio 2020). L'ultima osservazione si riferisce al 10 luglio 2020.

## Corsi azionari e revisioni delle prospettive macroeconomiche a breve e a più lungo termine

**Il graduale ribasso, osservato di recente, delle aspettative di lungo termine sui profitti, è stato controbilanciato da una ripresa delle prospettive di più breve termine sui profitti.** I prezzi delle azioni riflettono il valore attuale di tutti i futuri flussi

di dividendi, e il contributo dei dividendi nel breve termine dipende sensibilmente dal tasso di sconto dell'investitore (che include il premio per il rischio azionario).

Pertanto, l'iniziale stabilità delle aspettative a più lungo termine sugli utili (su orizzonti superiori a un anno), e la recente ripresa delle prospettive a breve termine (entro l'anno venturo) potrebbero parzialmente spiegare la robustezza della recente ripresa dei corsi azionari. I risultati di un'analisi di regressione che utilizza le previsioni di Consensus Economics in serie storica per valutare l'impatto delle variazioni delle aspettative di crescita del PIL sui prezzi delle azioni a diversi orizzonti temporali indicano che gli investitori, nel valutare le implicazioni di mercato degli andamenti macroeconomici, tendono ad attribuire il medesimo peso a previsioni di breve termine e di più lungo termine. Nel complesso, permane ancora il rischio di ulteriori significative diminuzioni dei prezzi delle azioni, soprattutto qualora si verificassero ulteriori correzioni al ribasso delle aspettative di lungo termine sulla crescita del PIL o rinnovato peggioramento delle prospettive a breve termine (potenzialmente conseguenti a un eventuale inasprimento della pandemia e a possibili interventi di risposta).

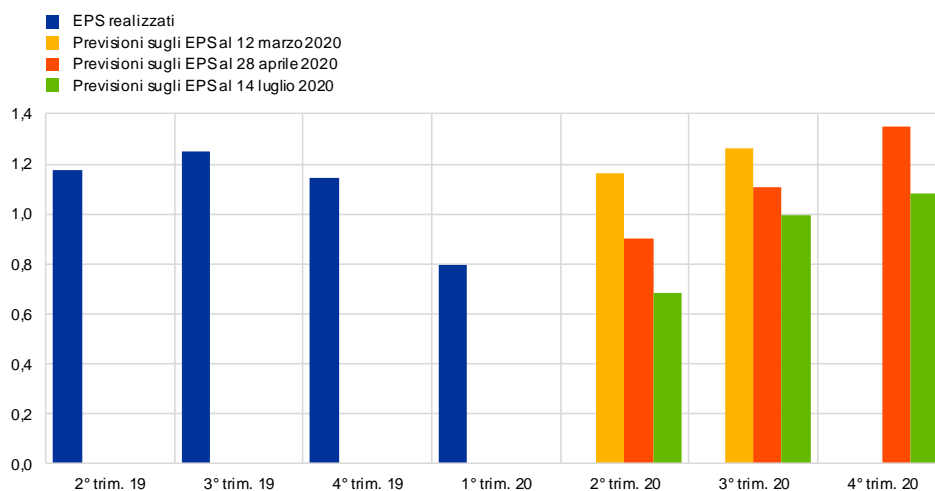
## Informazioni sul profilo della ripresa derivate dalle previsioni sulla redditività, dai dividendi e dalle opzioni

**Oltre alle aspettative a più lungo termine sulla crescita degli utili, anche le previsioni sugli utili per azione (earnings per share, EPS) continuano a essere revisionate al ribasso sugli orizzonti più lunghi (cfr. il grafico E).** A metà marzo del 2020 il profilo delle previsioni trimestrali sugli utili ricavate dalle indagini continuava a evidenziare una chiara ripresa "a forma di V", nonostante la debolezza della redditività realizzata nel primo trimestre dell'anno. Gli analisti prevedevano una rapida ripresa già a partire dal secondo trimestre dell'anno, su attese di un graduale allentamento delle misure di lockdown. Da allora, nonostante l'annuncio del PEPP, le aspettative a medio termine sugli utili hanno continuato a essere riviste al ribasso, anche se nello stesso periodo i corsi azionari nell'area dell'euro hanno registrato una ripresa.

## Grafico E

### Previsione degli utili per azione sull'Euro Stoxx

(euro per azione)



Fonti: Refinitiv, IBES ed elaborazioni della BCE.

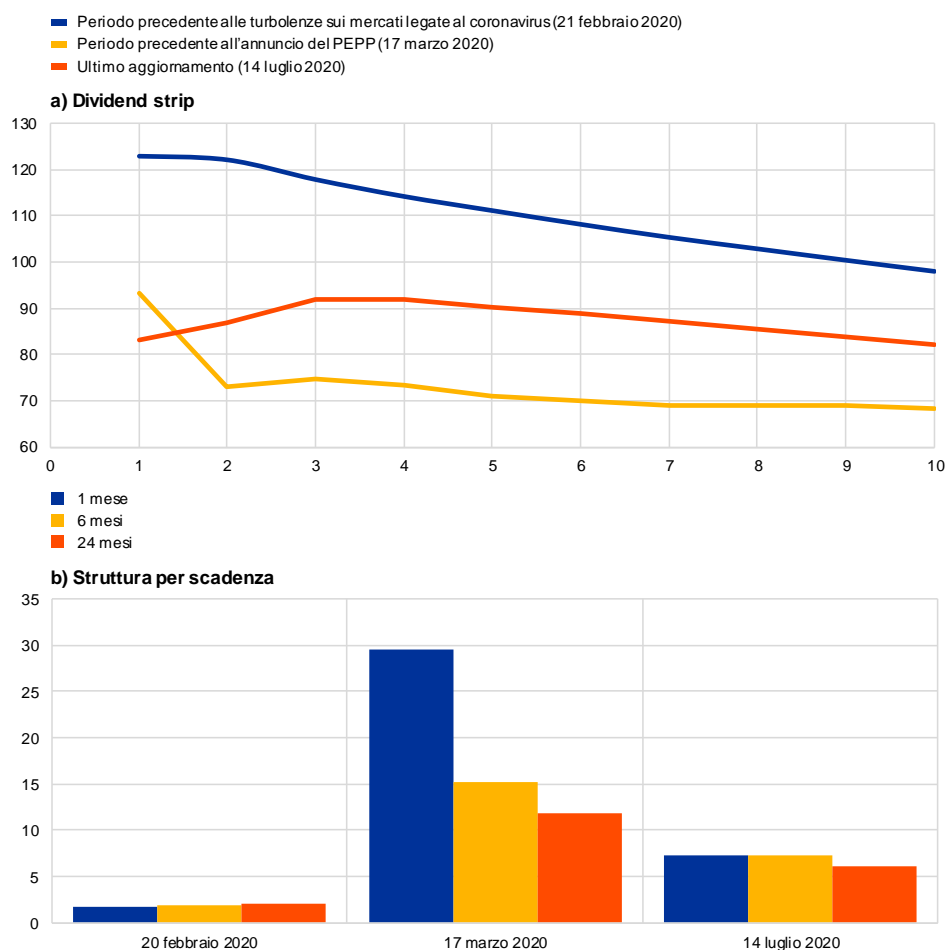
Note: EPS realizzati aggregati tramite ponderazione per la capitalizzazione di mercato delle singole imprese e previsioni sugli EPS (dati settimanali). Il 12 marzo è la data della riunione del Consiglio direttivo di marzo 2020. L'ultima osservazione si riferisce al 14 luglio 2020.

**La valutazione delle prospettive future appare ancor meno ottimistica se basata sui prezzi dei contratti future anziché sulle indagini (cfr. il pannello a del grafico F).** La struttura per scadenza dei flussi di dividendi futuri, detti “dividend strip”, rivela che i mercati prevedono che nel prossimo futuro i dividendi si manterranno su livelli ben inferiori a quelli antecedenti il COVID-19. Sebbene i prezzi dei contratti future sui dividendi con scadenze superiori ai due anni siano lievemente più elevati di quelli precedenti l’annuncio del PEPP, essi si mantengono ben al di sotto dei prezzi osservati prima della diffusione del COVID-19 a livello mondiale.

## Grafico F

Struttura per scadenza dei dividendi attesi sull'indice Euro Stoxx 50 e del premio per il rischio azionario calcolato a partire dai prezzi delle opzioni nell'area dell'euro

(pannello a): euro; pannello b): valori percentuali)



Fonti: Refinitiv, IBES ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello b) mostra la struttura per scadenza dell'ERP stimato secondo le indicazioni fornite in I. Martin, "What is the Expected Return on the Market?", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n. 1, 2017, pagg. 367-433. L'ultima osservazione si riferisce al 14 luglio 2020.

**Inoltre, i rischi di nuove correzioni dei corsi azionari nel prossimo futuro rimangono significativi, come evidenzia la struttura per scadenza del premio per il rischio azionario (cfr. il pannello b) del grafico F).** La stima dell'ERP a partire dai prezzi delle opzioni su orizzonti compresi tra 1 e 24 mesi evidenzia una struttura a termine positivamente inclinata in momenti di congiuntura economica e finanziaria favorevole – come osservato in lieve misura nel febbraio 2020 – e negativamente inclinata nei periodi di tensione finanziaria, per effetto dei rischi di ingenti perdite finanziarie nell'immediato futuro. Infatti, nel momento immediatamente precedente l'annuncio del PEPP, l'ERP sull'orizzonte di un mese è aumentato in modo repentino toccando il 30 per cento circa. Nonostante il significativo calo registrato da quel momento, l'ERP si mantiene ancora ben al di sopra dei livelli osservati a febbraio su tutti gli orizzonti, mostrando una inclinazione ancora negativa della struttura per scadenza.

**Anche altre misure basate sulle opzioni continuano a registrare livelli elevati dell'incertezza e delle masse di probabilità nella coda sinistra della distribuzione (left tail risk) dei rendimenti attesi (cfr. il grafico G).**

La distribuzione neutrale al rischio dei rendimenti attesi dagli investitori può essere ottenuta tramite i prezzi delle opzioni<sup>33</sup>. Poiché i contratti di opzioni con diverse scadenze vengono negoziati a un dato momento nel tempo, essi consentono di ricavare una struttura per scadenza della distribuzione neutrale al rischio dei rendimenti attesi dagli investitori. Tra febbraio e la fine di marzo 2020 si è osservata una sostanziale riduzione del rischio negativo (“left tail risk”) rispetto al rischio positivo (“right tail risk”), come implica la diminuzione del coefficiente di asimmetria (skewness) della densità neutrale al rischio ricavata dai prezzi delle opzioni sull'indice Euro Stoxx 50 (cfr. il pannello di sinistra del grafico G)<sup>34</sup>. Già all'inizio di febbraio, prima della diffusione dell'epidemia di COVID-19 in Europa, i mercati delle opzioni evidenziavano un forte sbilanciamento verso il rischio negativo a due/tre mesi, con una successiva riduzione. In seguito alla correzione dei mercati azionari, i rischi negativi e positivi, per i mesi a venire, sono divenuti più bilanciati. Ciò è dovuto al fatto che gli investitori hanno iniziato ad attribuire maggior valore all'ipotesi di un'ulteriore ripresa dei prezzi (accrescendo la probabilità della coda destra rispetto a quella della coda sinistra) ed è in linea con la riduzione dell'ERP registrata a partire dal culmine della pandemia. Tuttavia, in seguito al recente flusso di notizie negative per l'economia e ai timori di una rinnovata diffusione del virus, la distribuzione neutrale al rischio è rimasta fortemente asimmetrica verso sinistra in prospettiva storica (cfr. il pannello di destra del grafico G). Inoltre l'incertezza, come indica la varianza delle distribuzioni, rimane su livelli elevati.

---

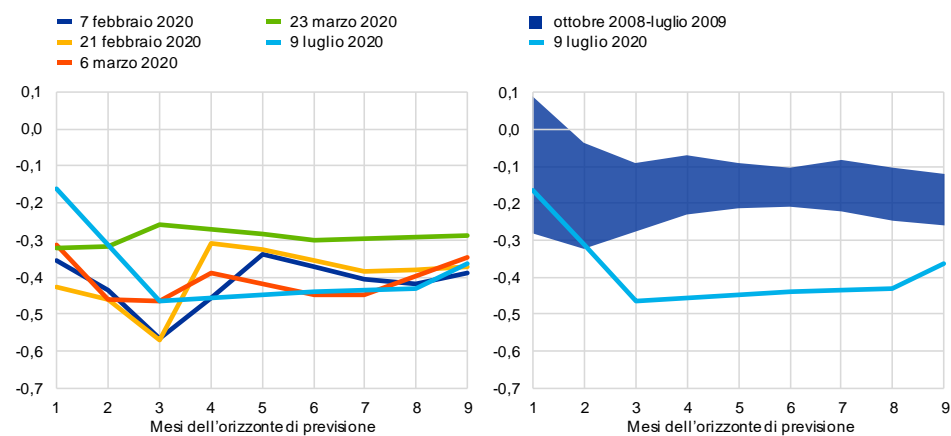
<sup>33</sup> È importante tenere presente che le misure neutrali al rischio incorporano l'atteggiamento degli investitori nei confronti di quest'ultimo. Le variazioni nella distribuzione neutrale al rischio possono essere determinate da cambiamenti dell'entità del rischio atteso o da modifiche dell'avversione al rischio da parte degli investitori (prezzo del rischio). Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro [Coronavirus \(COVID -19\): i timori del mercato impliciti nei prezzi delle opzioni](#), nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

<sup>34</sup> Il coefficiente di asimmetria di Pearson della densità neutrale al rischio ricavata dai prezzi delle opzioni sull'indice Euro Stoxx 50 valuta l'entità del rischio negativo (“left tail risk”) rispetto al rischio positivo (“right tail risk”). Questo indice è inferiore a zero se i rischi di coda negativi superano quelli positivi.

## Grafico G

### Coefficiente di asimmetria di Pearson della densità neutrale al rischio nell'indice Euro Stoxx 50

(coefficiente)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: le date nel pannello di sinistra sono state selezionate in modo da comprendere vari momenti relativi al periodo della pandemia. L'area in blu nel pannello di destra rappresenta l'intervallo dei valori del coefficiente di asimmetria di Pearson calcolati nel periodo compreso tra ottobre 2008 e gennaio 2009. L'ultima osservazione si riferisce al 9 luglio 2020.

## 5 Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro

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

**Il presente riquadro analizza gli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19).** Le misure di contenimento attuate a partire dalla metà di marzo hanno determinato un brusco calo del PIL in termini reali dell'area nel primo trimestre del 2020<sup>35</sup>. I dati ricavati dalle indagini presso imprese e consumatori indicano l'aggravarsi di tale contrazione nei mesi di aprile e maggio. L'occupazione e la disoccupazione, tuttavia, non sembrano aver risentito di conseguenze significative. Al riguardo, la reazione del mercato del lavoro dell'area dell'euro alla pandemia di COVID-19 appare in netto contrasto con quella osservata negli Stati Uniti, dove la disoccupazione è rapidamente aumentata. Il riquadro esamina la discrepanza tra gli indicatori delle indagini presso imprese e consumatori e i principali indicatori generali relativi al mercato del lavoro nell'area. Descrive, inoltre, i possibili effetti dei provvedimenti di chiusura (lockdown) sui dati statistici relativi alla disoccupazione, alla luce della definizione di quest'ultima concordata a livello internazionale, e affronta il tema del ridimensionamento delle ore lavorate e dell'ampio ricorso ai regimi di riduzione dell'orario di lavoro e ai licenziamenti temporanei, le principali politiche che dall'inizio della pandemia di COVID-19 hanno sostenuto il mercato del lavoro nell'area dell'euro.

**Le indagini mensili sull'occupazione percepita e attesa segnalano un netto deterioramento del mercato del lavoro nell'area dell'euro.** L'indicatore PMI relativo all'occupazione percepita è sceso dal livello di 51,4 registrato a febbraio 2020 al minimo storico di 33,4 ad aprile, risalendo a 43,1 nel mese di giugno per effetto dell'allentamento delle misure di contenimento in tale periodo (cfr. il grafico A). Il calo è stato particolarmente pronunciato nel settore dei servizi: a essere maggiormente colpiti sono stati quelli di alloggio e ristorazione e il settore trasporto e magazzinaggio. Anche nel caso del comparto manifatturiero la flessione ha interessato in maniera generalizzata i vari settori, esercitando l'impatto più rilevante su autoveicoli, fabbricazione di prodotti in metallo, macchinari e attrezzature. Tali consistenti diminuzioni evidenziate dalle indagini indicano, nel complesso, un forte calo dell'occupazione nel secondo trimestre del 2020<sup>36</sup>.

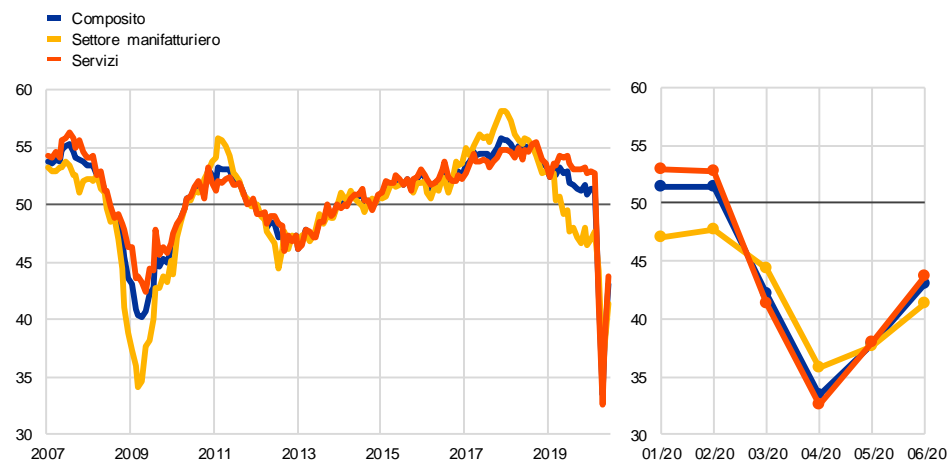
<sup>35</sup> Cfr. il riquadro *Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro* nel numero 3/2020 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

<sup>36</sup> Un messaggio analogo proviene dagli indicatori ad alta frequenza degli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro, come l'indicatore delle offerte di lavoro di *Indeed* e l'indicatore del tasso di assunzione di *LinkedIn*. Essi rivelano un calo consistente della domanda di lavoro e del numero di assunzioni nell'area dell'euro a partire dall'introduzione delle misure di contenimento e dei lockdown. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino. Oltre agli indicatori ad alta frequenza specificati, l'indicatore relativo alla forza lavoro quale fattore che limita la produzione, ricavato dall'indagine della Commissione europea presso le imprese e i consumatori, mostra una spiccata contrazione della domanda di lavoro in tutti i settori principali, sebbene a registrare la flessione più marcata sia quello dei servizi.

## Grafico A

### PMI relativo all'occupazione

(indice di diffusione)



Fonte: Markit.

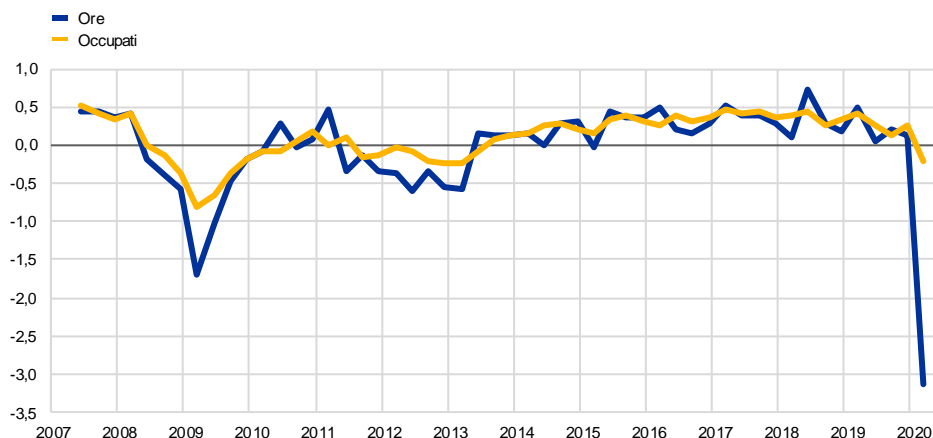
Note: un livello inferiore a 50 indica un calo dell'occupazione. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2020.

### Nel primo trimestre del 2020 il numero di ore lavorate ha segnato una flessione storica, che ha contribuito a contestualizzare la debole risposta dell'occupazione.

Sebbene nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro le misure di contenimento siano state introdotte solo a partire dalla metà marzo, nel primo trimestre del 2020 il totale delle ore lavorate registrate nelle contabilità nazionali è diminuito del 3,1 per cento sul periodo precedente, in linea con la riduzione del 3,6 per cento del PIL in termini reali osservata nello stesso trimestre. Il calo delle ore lavorate è stato pari a circa il doppio di quello osservato nel primo trimestre del 2009. Nei primi tre mesi del 2020 la flessione è stata principalmente determinata da un adeguamento del margine intensivo del lavoro, vale a dire del numero medio di ore lavorate per occupato. Le ore medie lavorate nel trimestre sono diminuite del 2,9 per cento sul periodo precedente, mentre il calo dell'occupazione, pari allo 0,2 per cento, è rimasto relativamente contenuto nel contesto economico in evoluzione (cfr. il grafico B). I contributi relativi delle ore medie lavorate (circa il 90 per cento) e dell'occupazione (circa il 10 per cento) alla riduzione del totale delle ore lavorate contrastano con quelli osservati nel primo trimestre del 2009, quando ai due margini era riconducibile circa il 50 per cento di tale riduzione.

## Grafico B Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2020.

### **Il moderato aumento del tasso di disoccupazione sino a fine maggio è in netto contrasto con gli indicatori dell'attività economica.**

L'incremento del tasso di disoccupazione fino alla fine di maggio è stato inferiore rispetto a quanto ci si sarebbe potuto attendere sulla base della sua relazione storica con il PIL (cfr. il grafico C). Negli Stati Uniti, tra gennaio e maggio 2020, il numero di dipendenti delle imprese non agricole è diminuito di 19,5 milioni di unità e il tasso di disoccupazione è aumentato di 9,8 punti percentuali<sup>37</sup>. Durante la crisi legata al COVID-19, per contro, le deboli reazioni di occupazione e disoccupazione nell'area dell'euro rispetto alle dinamiche del mercato del lavoro osservate negli Stati Uniti hanno costituito un fenomeno caratteristico del mercato dell'area<sup>38</sup>. La riclassificazione di alcuni individui da disoccupati a inattivi potrebbe influenzare i dati statistici sulla disoccupazione. Secondo la definizione di disoccupazione adottata dall'Organizzazione internazionale del lavoro, coloro che perdono il lavoro o sono già disoccupati dovrebbero essere classificati come esclusi dalle forze di lavoro se non cercano attivamente un impiego o non sono disponibili a intraprendere un'attività lavorativa in tempi rapidi. Tale fattore sarebbe alla base della modesta reazione, in termini di aumento della disoccupazione, conseguente alle misure per il contenimento del COVID-19<sup>39</sup>. Un'altra differenza fondamentale risiede nel fatto che

<sup>37</sup> Negli Stati Uniti le imprese non agricole contavano 152,4 milioni di lavoratori a febbraio 2020 e 132,9 milioni nel maggio successivo. Tra aprile e maggio si è registrata una lieve ripresa dell'occupazione, che dai 130,4 milioni di lavoratori di aprile 2020 ha segnato un aumento dei dipendenti delle imprese non agricole pari a 2,5 milioni di unità. Il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti ha seguito un andamento analogo a quello dell'occupazione, attestandosi al 3,5 per cento a febbraio 2020 e raggiungendo il 14,7 per cento ad aprile, per poi registrare una leggera ripresa al 13,3 per cento a maggio.

<sup>38</sup> Per un'analisi del mercato del lavoro statunitense, cfr., ad esempio, Petrosky-Nadeau, N. e Valletta, R. G., "Unemployment Paths in a Pandemic Economy", *IZA DP*, n. 13294, 2020.

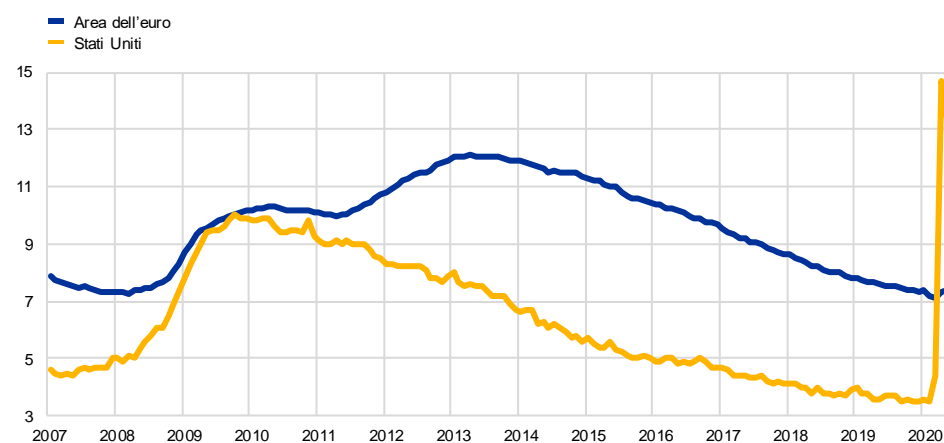
<sup>39</sup> La riclassificazione di alcuni individui da disoccupati a inattivi potrebbe esercitare pressioni al ribasso sul tasso di disoccupazione. A tale riguardo, i dati mensili sul numero di inattivi potrebbero aiutare a comprendere in che modo la transizione verso l'attività incida sul tasso di disoccupazione osservato. Questioni di misurazione potrebbero riguardare anche il caso degli Stati Uniti, come rilevato dal Bureau of Labor Statistics; cfr. US Bureau of Labor Statistics, "Frequently asked questions: The impact of the coronavirus (COVID-19) pandemic on The Employment Situation for May 2020", 5 giugno 2020.

negli Stati Uniti i lavoratori temporaneamente licenziati sono considerati disoccupati, mentre nell'area dell'euro gli individui interessati dall'applicazione di regimi di riduzione dell'orario di lavoro o da licenziamenti temporanei continuano a figurare, nella maggior parte dei casi, tra i dipendenti delle imprese e non sono quindi considerati disoccupati.

### Grafico C

#### Tasso di disoccupazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Eurostat e Bureau of Labor Statistics statunitense.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2020.

#### **Nell'area dell'euro il diffuso ricorso ai regimi di riduzione oraria è uno dei principali fattori alla base dell'immediata reazione complessivamente contenuta del mercato del lavoro alla crisi legata al COVID-19.**

I governi nazionali dei paesi dell'area hanno adottato ampie politiche a sostegno di tale mercato, volte a supportare i redditi degli occupati e a tutelare i posti di lavoro delle imprese durante la pandemia di COVID-19. Nei paesi dell'area dell'euro, in particolare, sono stati attuati regimi di riduzione oraria e licenziamenti temporanei, con l'effetto di riuscire a contenere la risoluzione dei contratti di lavoro, sostenere i redditi e aiutare efficacemente le imprese a diminuire i costi per il personale<sup>40</sup>. Data l'improvvisa contrazione delle vendite durante la crisi legata al COVID-19, tali regimi hanno svolto un ruolo rilevante nell'agevolare la riduzione del fabbisogno di liquidità delle imprese, consentendo loro, nel contempo, di riprendere l'attività in tempi più rapidi dopo i provvedimenti di chiusura, avendo mantenuto intatta la relazione tra lavoratore e posto di lavoro durante il lockdown. Il numero di lavoratori in regime di riduzione dell'orario di lavoro è senza precedenti nei vari paesi dell'area dell'euro<sup>41</sup>. Le stime preliminari del numero di lavoratori interessati, ricavate dalle richieste di adesione a tali regimi presentate dalle imprese, mostrano il coinvolgimento di una quota considerevole di occupati. Tale quota potrebbe essere pari a un massimo di 10,6 milioni di lavoratori in Germania (26 per cento del totale di

<sup>40</sup> Per ulteriori dettagli sulla maniera in cui i regimi di riduzione dell'orario di lavoro stanno influenzando il reddito delle famiglie, cfr. *Schemi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

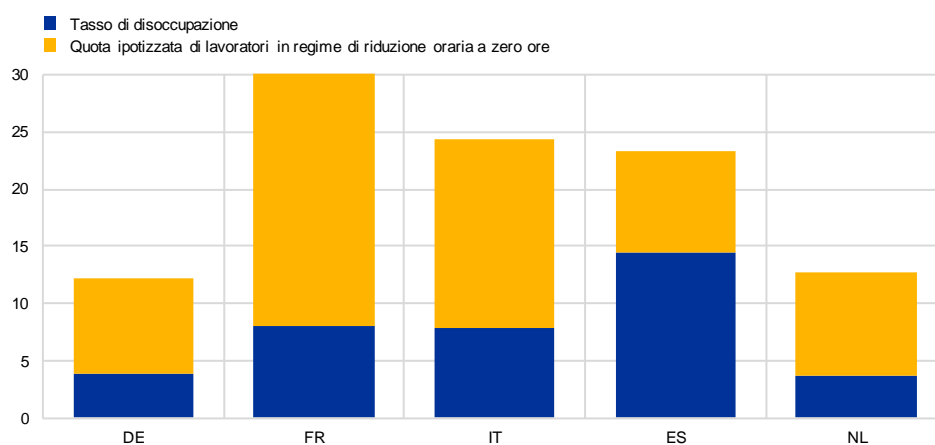
<sup>41</sup> A maggio 2020 il Consiglio dell'Unione europea ha adottato uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza ([SURE](#)).

dipendenti del paese), 12 milioni di lavoratori in Francia (47 per cento dei dipendenti), 8,1 milioni in Italia (42 per cento dei dipendenti), 3,9 milioni in Spagna (23 per cento dei dipendenti) e 1,7 milioni nei Paesi Bassi (21 per cento dei dipendenti)<sup>42</sup>. Se si fosse tenuto conto del numero dei lavoratori in regime di riduzione dell'orario di lavoro e temporaneamente licenziati, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro avrebbe di fatto raggiunto livelli molto più elevati di quelli attuali. Il grafico D fornisce un esempio illustrativo, aggiungendo al tasso di disoccupazione la metà dei lavoratori in regime di riduzione oraria nell'ipotesi che a maggio essi abbiano lavorato zero ore.

### Grafico D

Tasso di disoccupazione e lavoratori in regime di riduzione oraria nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro a maggio 2020

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonte: stime formulate dagli esperti della BCE sulla base delle informazioni fornite da IAB (per la Germania), DARES (per la Francia), INPS (per l'Italia), Dow Jones Factiva (per la Spagna) e UWV (per i Paesi Bassi).

Note: in base ai dati raccolti fino all'8 luglio 2020. A scopo illustrativo, il tasso di disoccupazione è aumentato del numero di lavoratori interessati dall'applicazione di regimi di riduzione dell'orario di lavoro e che hanno lavorato zero ore, i quali si ipotizza che siano la metà dei lavoratori in regime di riduzione oraria (sulla base del numero di domande presentate dalle imprese). Per elaborazioni analoghe, cfr. il riquadro *Schemi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile*, nel numero 4/2020 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

### Il successo dell'ampio ricorso ai regimi di riduzione oraria nel fornire sostegno al mercato del lavoro dell'area dell'euro dipenderà in larga misura dalle dinamiche e dalla durata della crisi.

Le politiche del mercato del lavoro, in particolare i regimi di riduzione oraria e i licenziamenti temporanei, stanno sostenendo l'occupazione e mitigando l'aumento del tasso di disoccupazione nell'area. Tali misure sono in grado di favorire una ripresa più rapida del mercato del lavoro, in quanto consentono alle imprese e ai lavoratori di riprendere l'attività senza il costoso e lungo processo di ricerca e incontro tra domanda e offerta, necessario una volta terminato il rapporto di impiego. Ciò risulta ancora più rilevante se si considera che la crisi ha maggiori probabilità di colpire i lavoratori poco qualificati, che generalmente presentano tassi di disoccupazione più elevati. È prevedibile,

<sup>42</sup> Tali dati costituiscono un limite superiore al numero di lavoratori effettivamente interessati da regimi di riduzione dell'orario di lavoro, poiché sono basati sul numero di domande iniziali presentate dalle imprese. Le domande sono poi soggette a tassi di utilizzo effettivo nel periodo in cui erano in vigore i provvedimenti di chiusura; tali tassi, in ultima analisi, dipendono dalle reali necessità delle imprese e dall'accettazione di tali richieste da parte delle autorità competenti. L'elevato numero di domande, inoltre, si è registrato per il periodo in cui i lockdown erano ancora in atto ed è possibile attendersi che sia notevolmente diminuito nel tempo con la graduale riduzione delle misure di contenimento.

tuttavia, che non tutti i lavoratori in regime di riduzione oraria o temporaneamente licenziati potranno ritornare ai precedenti impieghi<sup>43</sup>. Nel breve termine, pertanto, la disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbe segnare un ulteriore aumento.

---

<sup>43</sup> La pandemia di COVID-19 è uno shock esclusivamente esogeno e potrebbe comportare minori necessità di riallocazione rispetto a una crisi economica come la grande crisi finanziaria. Per valutazioni diverse circa le necessità di riallocazione dell'economia in seguito alla pandemia di COVID-19 negli Stati Uniti, cfr. Barrero, J. M., Bloom, N. e Steven, J., "[COVID-19 Is Also a Reallocation Shock](#)", *NBER Working Paper*, n. 27137, 2020 e Kudlyak, M. e Wolcott, E., *Pandemic Layoffs*, maggio 2020.

## 6 Andamenti dei dati ad alta frequenza nel mercato del lavoro dell'area dell'euro

a cura di Nicola Benatti, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva e Malgorzata Osiewicz<sup>44</sup>

**Il presente riquadro offre una panoramica dell'impatto della pandemia di coronavirus (COVID-19) sui mercati del lavoro dell'area dell'euro, esaminando gli indicatori ad alta frequenza.** La prima parte del riquadro analizza le

informazioni tratte dalle offerte di lavoro pubblicate quotidianamente su *Indeed* e dai tassi di assunzione giornalieri forniti da *LinkedIn* per i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro. Il numero di offerte di lavoro pubblicate su *Indeed* può essere indicativo delle variazioni nella domanda di lavoro. Il tasso di assunzione fornito da *LinkedIn* offre informazioni sia a livello aggregato sia settoriale sul numero di assunzioni nell'area dell'euro. La seconda parte del riquadro illustra il modo in cui il dato sulle assunzioni fornito da *LinkedIn* può essere utilizzato per stimare il tasso di avviamento al lavoro (job finding rate) per il periodo in corso e valutare il tasso di disoccupazione, fornendo in tal modo informazioni più tempestive sull'andamento del mercato del lavoro rispetto a quelle derivanti da fonti statistiche più tradizionali. Ciò premesso, le informazioni fornite da questi indicatori ad alta frequenza devono essere interpretate con cautela e utilizzate per integrare le statistiche ufficiali, dato che i campioni disponibili riguardano principalmente occupazioni impiegate e in alcuni settori.

**Il tasso di assunzione è diminuito in modo significativo dall'inizio della crisi causata dal COVID-19, raggiungendo il punto minimo a maggio 2020 (cfr. il grafico A).** All'inizio delle misure di chiusura (lockdown) l'aumento su base annua del tasso di assunzione era dell'8,9 per cento in Germania (22 marzo), del 13,4 in Francia (17 marzo), del 13,4 in Italia (21 febbraio), del 5,4 in Spagna (14 marzo) e del 4,0 nei Paesi Bassi (15 marzo). Il punto minimo del tasso di assunzione registrato a maggio 2020 può riflettere il fatto che in alcuni casi siano state assunte persone a seguito di offerte di lavoro passate o tramite il passaparola interno alle aziende (referral system), che può contribuire a ridurre l'incertezza delle imprese durante il processo di assunzione. La diminuzione di entrambi gli indicatori ad alta frequenza mostra quanto sia stato grave l'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro dell'area dell'euro, in un contesto di ricorso a regimi di riduzione dell'orario di lavoro<sup>45</sup>.

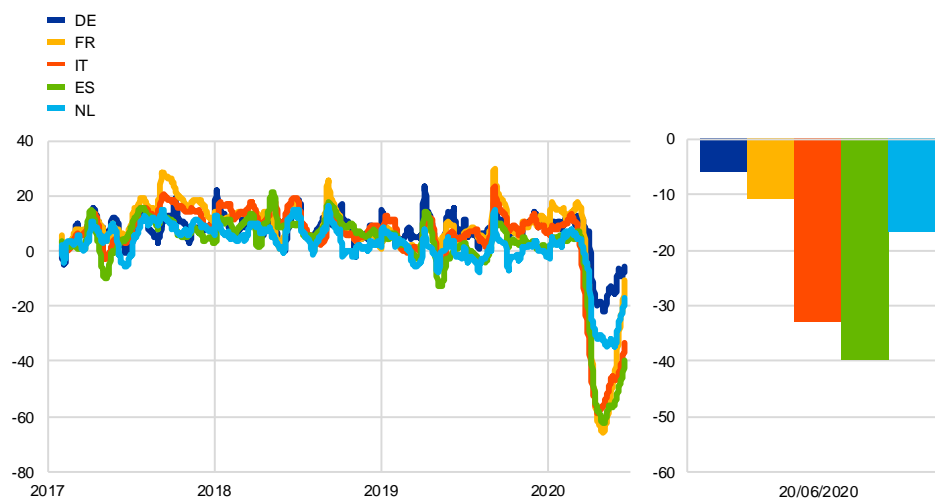
<sup>44</sup> Gli autori desiderano ringraziare Mariano Mamertino, Séin Ó Muineacháin e Mirek Pospisil per aver fornito i dati ad alta frequenza aggregati e settoriali prodotti da *LinkedIn*, utilizzati nel presente riquadro, che si basano su un progetto di ricerca comune. Si ringraziano inoltre Colm Bates (Banca centrale europea), Tara Sinclair e Adhi Rajaprabhakaran (*Indeed*) per i dati sulle offerte di lavoro.

<sup>45</sup> Cfr. il riquadro *Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di coronavirus (COVID-19) sul mercato del lavoro dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

## Grafico A

Indicatore ad alta frequenza dei tassi di assunzione nel mercato del lavoro dell'area dell'euro

(Tasso di assunzione fornito da LinkedIn; tassi di crescita su base annua, in percentuale)



Fonti: LinkedIn ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 20 giugno 2020. I tassi di assunzione giornalieri sono calcolati come la percentuale di utenti LinkedIn che hanno iniziato a lavorare in un determinato giorno del mese e hanno aggiunto un nuovo datore di lavoro al proprio profilo nel mese in questione, diviso per il numero totale di utenti LinkedIn del paese. Per apportare le correzioni relative agli andamenti stagionali e ai picchi dovuti a date particolari l'indicatore del tasso di assunzione fornito da LinkedIn viene trasformato tramite una media mobile a 30 giorni e viene presentato in termini del relativo tasso di crescita su base annua.

**I dati relativi alle offerte di lavoro sono diminuiti in modo significativo con l'insorgere della crisi causata dal COVID-19 (cfr. il grafico B) e continuano a evidenziare condizioni di debolezza della domanda di lavoro.** All'inizio dei

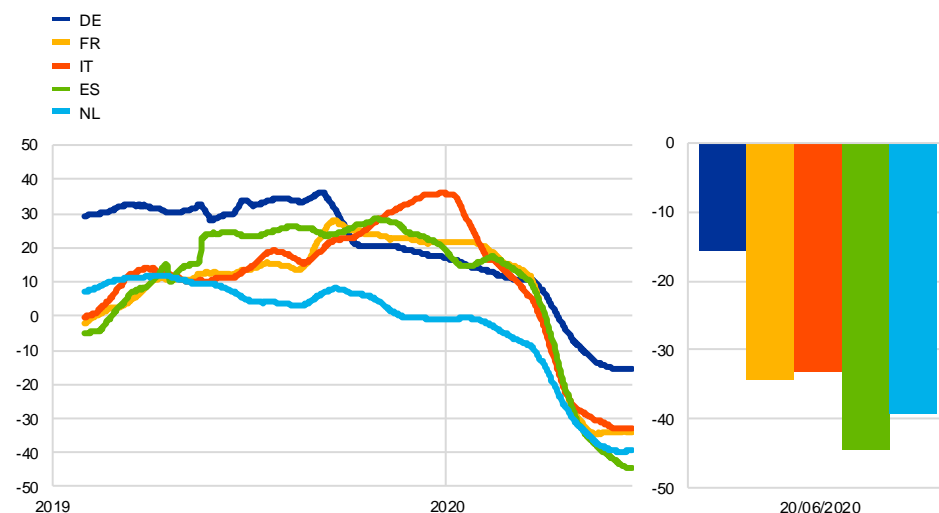
lockdown, l'aumento su base annua dell'indicatore relativo alle offerte di lavoro si collocava al 9,8 per cento in Germania (22 marzo), all'11,9 in Francia (17 marzo), al 14,2 in Italia (21 febbraio), all'11,0 in Spagna (14 marzo) e al -8,2 nei Paesi Bassi (15 marzo). Il 20 giugno, tuttavia, la diminuzione del tasso di crescita annuale delle offerte di lavoro è rimasto in territorio fortemente negativo, attestandosi al -15,6 per cento in Germania, al -34,3 in Francia, al -33,1 in Italia, al -44,4 in Spagna e al -39,3 nei Paesi Bassi. Benché ora il numero di assunzioni sia al minimo, le offerte di lavoro rimangono moderate, poiché i due indicatori non sono perfettamente allineati: alcuni collocamenti, infatti, possono avvenire con passaparola interni senza che venga pubblicata alcuna segnalazione di posto di lavoro vacante, oppure può esistere uno scarto temporale nel processo di ricerca e incontro fra domanda e offerta.

L'indicatore delle offerte di lavoro pubblicate su Indeed rispecchia l'andamento della domanda di lavoro e può essere considerato un indicatore di posti vacanti, mentre il tasso di assunzione fornito da LinkedIn è più strettamente collegato alle transizioni da un impiego a un altro e al tasso di avviamento al lavoro.

## Grafico B

### Indicatore ad alta frequenza delle offerte di lavoro nel mercato del lavoro dell'area dell'euro

(Tasso di offerte di lavoro pubblicate su *Indeed*; tassi di crescita su base annua, in percentuale)



Fonti: *Indeed* ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 20 giugno 2020. Per apportare le correzioni relative agli andamenti stagionali e ai picchi dovuti a date particolari l'indicatore delle offerte di lavoro pubblicate su *Indeed* viene trasformato tramite una media mobile a 30 giorni e presentato in termini del relativo tasso di crescita su base annua.

### I dati settoriali sui tassi di assunzione rivelano una diminuzione generalizzata in tutti i settori, nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico C).

Per scomporre la flessione registrata nel tasso di assunzione fornito da *LinkedIn*, allo scopo di individuare i settori che potrebbero essere stati maggiormente colpiti durante la crisi causata dal COVID-19, sono stati impiegati dati settoriali con frequenza mensile<sup>46</sup>. In particolare sono stati analizzati dodici settori: beni di consumo, servizi alle imprese, istruzione, attività di intrattenimento, attività finanziarie, servizi sanitari, attività manifatturiere, servizi di informazione e comunicazione, attività ricreative e viaggi, commercio al dettaglio e software e servizi IT, mentre i restanti settori dell'economia sono stati raggruppati in un settore residuale. Oltre il 70 per cento del numero totale di cambi di occupazione segnalati in *LinkedIn* per i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro rientra nei settori citati. A giugno 2020 la maggior parte dei settori dei cinque principali paesi dell'area dell'euro ha registrato un calo dei tassi di assunzione su base annua; la diminuzione più consistente è stata osservata nel tasso di assunzione aggregato di attività manifatturiere, servizi alle imprese, software e servizi IT e attività ricreative e viaggi<sup>47</sup>.

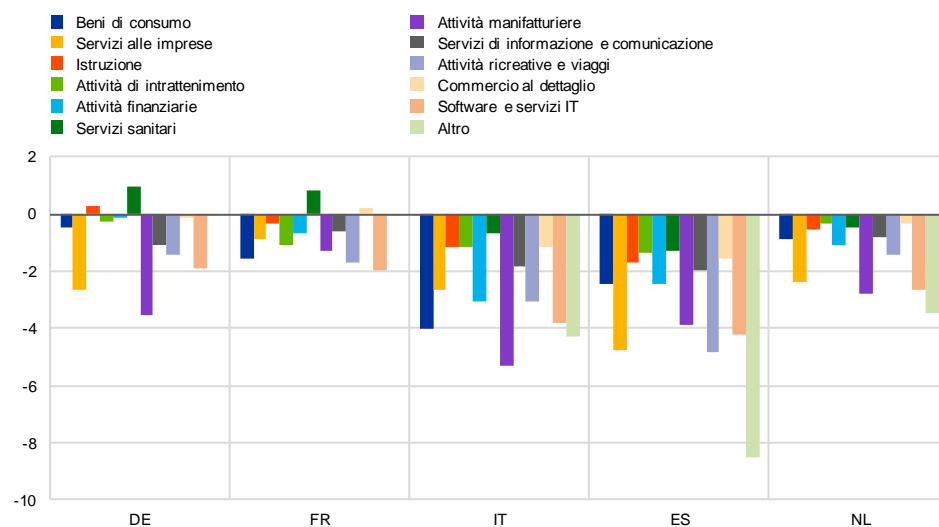
<sup>46</sup> Il presente riquadro fa riferimento alla classificazione dei settori industriali adottata anche dalla Banca mondiale. La classificazione dei settori industriali adottata da *LinkedIn* e la classificazione mondiale delle attività economiche (International Standard Industrial Classification of all Economic Activities, ISIC) si trovano [qui](#), mentre il Workforce report di *LinkedIn* per gli Stati Uniti è disponibile [qui](#).

<sup>47</sup> Le eccezioni alla generalizzata diminuzione dei tassi di assunzione registrata in tutti i settori a giugno 2020 riguardano i servizi sanitari, sia in Germania sia in Francia, l'istruzione in Germania e il commercio al dettaglio in Francia.

## Grafico C

### Scomposizione per settori della flessione del tasso di assunzione su base annua registrata a giugno 2020

(contributi al tasso di crescita del tasso di assunzione su base annua; valori percentuali)



Fonti: *LinkedIn* ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2020. Il tasso di assunzione a livello di settore è disponibile con frequenza mensile. I tassi di assunzione mensili specifici per settore sono calcolati come la percentuale di utenti *LinkedIn* che hanno iniziato a lavorare in un settore specifico in un determinato mese e hanno aggiunto un nuovo datore di lavoro al proprio profilo nel mese in questione, diviso per il numero totale di utenti *LinkedIn* nel paese di riferimento. Per apportare le correzioni relative agli andamenti stagionali e ai picchi dovuti a date particolari l'indicatore del tasso di assunzione per settore viene presentato in termini del relativo tasso di crescita su base annua.

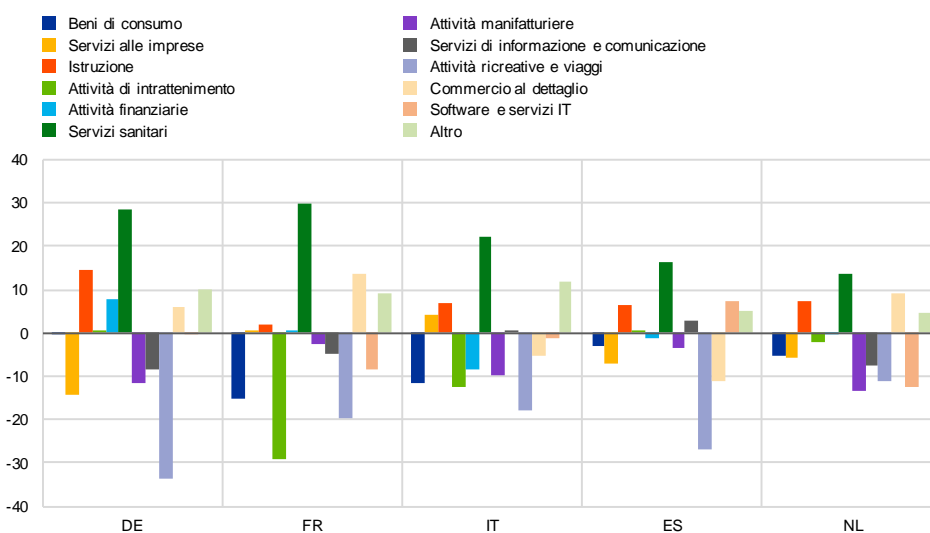
### L'intensità dell'impatto del COVID-19 è asimmetrica nei vari settori (cfr. il grafico D).

Sebbene la flessione del tasso di assunzione sia stata registrata in tutti i settori, alcuni di essi hanno risentito maggiormente degli effetti del COVID-19. I poli opposti dello spettro dell'asimmetrico impatto dello shock sui diversi settori sono rappresentati dalle attività ricreative e i viaggi e dai servizi sanitari. Da un lato, le attività ricreative e i viaggi sono stati particolarmente danneggiati dalla crisi e dai lockdown, tanto che a giugno 2020 il tasso di assunzione in questo settore ha registrato una diminuzione, sul periodo corrispondente, del 44,0 per cento in Germania, del 28,8 in Francia, del 77,9 in Italia, del 50,1 in Spagna e del 28,3 nei Paesi Bassi. Dall'altro, l'impatto del COVID-19 sembra aver avuto meno ripercussioni, in termini relativi, sui servizi sanitari se si considera l'aumento su base annua del numero relativo di cambi di occupazione in tale settore, in parte causato dalla crescente domanda di servizi di assistenza sanitaria per il contenimento della pandemia. A giugno 2020 il tasso di assunzione in questo settore è aumentato, sul periodo corrispondente, del 18,0 per cento in Germania e del 20,7 in Francia, ed è diminuito del 9,9 per cento in Italia, del 22,5 in Spagna e del 3,6 nei Paesi Bassi. In generale, i settori dei beni di consumo, delle attività manifatturiere e delle attività ricreative e i viaggi risultano più colpiti dalla crisi legata al COVID-19 rispetto al resto dell'economia, mentre altri settori come i servizi sanitari, le attività finanziarie e il settore relativo a software e servizi IT hanno risentito in misura inferiore dell'impatto del COVID-19.

## Grafico D

### Asimmetria settoriale della diminuzione del tasso di assunzione su base annua registrata a giugno 2020

(differenza fra il tasso di crescita su base annua del tasso di assunzione per ciascun settore e il tasso di crescita su base annua del tasso di assunzione per il totale dell'economia a giugno 2020; punti percentuali)



Fonti: *LinkedIn* ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2020. Il tasso di assunzione per settore è disponibile con frequenza mensile. I tassi di assunzione mensili specifici per settore sono calcolati come la percentuale di utenti *LinkedIn* che hanno iniziato a lavorare in un settore specifico in un determinato mese e hanno aggiunto un nuovo datore di lavoro al proprio profilo nel mese in questione, diviso per il numero totale di utenti *LinkedIn* nel paese di riferimento. Per apportare le correzioni relative agli andamenti stagionali e ai picchi dovuti a date particolari l'indicatore del tasso di assunzione per settore viene presentato in termini del relativo tasso di crescita su base annua. I settori con valori negativi evidenziano maggiori diminuzioni dei tassi di assunzione rispetto agli altri settori, mentre i settori con valori positivi registrano minori diminuzioni del tasso di assunzione rispetto ai restanti settori.

### Il tasso di assunzione può fornire un'indicazione piuttosto precisa del tasso aggregato di avviamento al lavoro all'interno del campione e può essere utilizzato per stimare il valore corrente di tale tasso durante la crisi.

Il tasso di assunzione fornito da *LinkedIn* comprende sia le transizioni fra due diversi impieghi sia quelle da disoccupazione a occupazione e può essere considerato come un indicatore del tasso aggregato di avviamento al lavoro<sup>48</sup>. Per misurare l'elasticità empirica fra il tasso di assunzione e il tasso di avviamento al lavoro si stima un modello panel di co-integrazione dei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro dal 2016 al 2019, ispirato a [Stock e Watson \(1993\)](#) e a [Pesaran e Smith \(1995\)](#).

A seconda delle ipotesi che sottendono l'elaborazione la stima dell'elasticità di lungo periodo restituisce valori compresi fra 0,39 e 0,63, ed è sempre statisticamente significativa<sup>49</sup>. Con il tasso di assunzione di *LinkedIn*, disponibile fino a giugno 2020, queste elasticità possono quindi essere utilizzate per delineare l'andamento implicito

<sup>48</sup> Nella parte restante dell'analisi viene utilizzato il tasso di assunzione invece dell'indicatore delle offerte di lavoro perché il primo è più vicino al concetto di tasso di avviamento al lavoro. Per ulteriori dettagli sul tasso di avviamento al lavoro e sulla relazione storica con alcuni concetti del mercato del lavoro, come la curva di Beveridge e le condizioni di tensione del mercato, cfr. l'articolo [Il mercato del lavoro dell'area euro dalla prospettiva della curva di Beveridge](#) nel numero 4/2019 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno). Il tasso di avviamento al lavoro è stimato utilizzando la metodologia descritta in [Shimer \(2007\)](#) e in [Elsby et al. \(2013\)](#) sulla base dei dati dell'LFS fino a dicembre 2019.

<sup>49</sup> Come esercizio di robustezza è stata stimata anche l'elasticità fra il tasso di assunzione e il tasso di avviamento al lavoro nei singoli paesi. Tali elasticità specifiche sono lievemente più eterogenee fra i diversi paesi: fra 0,12 e 0,17 per la Germania, fra 0,37 e 0,51 per la Francia, fra 0,26 e 0,52 per l'Italia, fra 0,73 e 0,85 per la Spagna e fra 0,71 e 0,80 per i Paesi Bassi.

del tasso aggregato di avviamento al lavoro nel 2020 durante la crisi legata al COVID-19 (cfr. il pannello a) del grafico E).

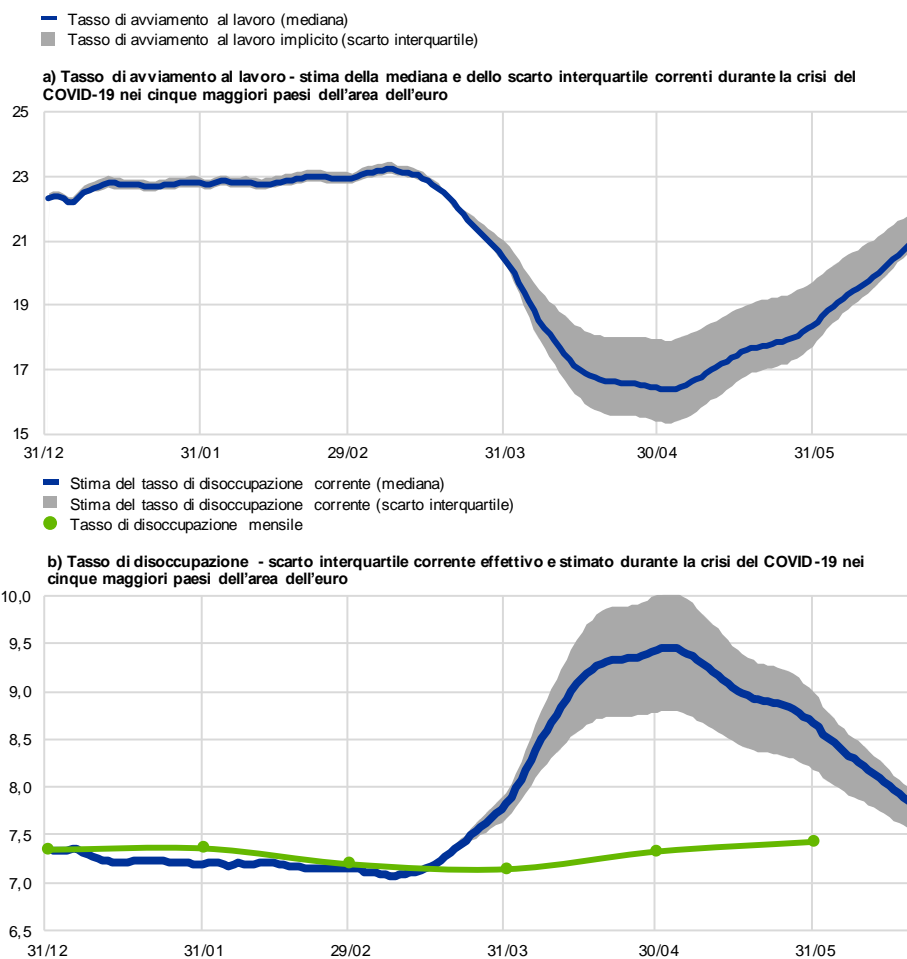
**È possibile stimare il valore corrente del tasso di disoccupazione nel contesto della crisi del COVID-19 prendendo a riferimento l'andamento implicito del tasso aggregato di avviamento al lavoro.** Utilizzando le stime dei tassi di ingresso,  $s_t$ , e uscita,  $f_t$ , dalla disoccupazione, è possibile ricavare un'approssimazione del tasso di disoccupazione in condizioni di equilibrio, a un determinato momento,  $u_t^*(f_t, s_t)$ <sup>50</sup>. Con due passaggi si può ottenere la stima del tasso di disoccupazione corrente. Nel primo si stima il valore del tasso di avviamento al lavoro per il periodo in corso,  $\hat{f}_t$ , sulla base della relazione stimata con il tasso di assunzione fornito da *LinkedIn*. Nel secondo si può ricavare la stima corrente delle variazioni del tasso di disoccupazione a partire dalle variazioni del valore di  $u_t^*(\hat{f}_t, s_t)$ . Al fine di aumentare la solidità dell'esercizio sono stati individuati diversi profili di  $u_t^*(f, s)$  a seconda dei coefficienti a lungo termine stimati per  $\hat{f}$  e in base alle ipotesi relative ai tassi di cessazione dei rapporti di lavoro.

---

<sup>50</sup> Analogamente a quanto esposto in [Shimer \(2005\)](#), l'approccio semplificato ai flussi occupazionali adottato in questa sede non tiene esplicitamente conto dei flussi in ingresso e in uscita della forza lavoro. Per la descrizione completa di questo modello del mercato del lavoro, cfr. [Pissarides \(2000\)](#) o il riquadro 3 dell'articolo [Il mercato del lavoro dell'area euro dalla prospettiva della curva di Beveridge](#) nel numero 4/2019 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

## Grafico E

### Cinque maggiori paesi dell'area dell'euro: tasso di avviamento al lavoro e tasso di disoccupazione impliciti



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

Note: l'ultima osservazione si riferisce al 20 giugno 2020. I tassi giornalieri sulle assunzioni sono calcolati come la percentuale di utenti LinkedIn che hanno iniziato a lavorare in un determinato giorno del mese e hanno aggiunto un nuovo datore di lavoro al proprio profilo nel mese in questione, diviso per il numero totale di utenti LinkedIn nel paese di riferimento. Il tasso di disoccupazione mensile è in linea con la definizione dell'Organizzazione internazionale del lavoro. La stima del valore corrente del tasso di disoccupazione si ricava con una semplice regola di aggiornamento ricorsivo fra più profili possibili del tasso di disoccupazione naturale, in funzione dei coefficienti a lungo termine stimati, della relazione fra il tasso di avviamento al lavoro e il tasso di assunzione e dell'insieme delle ipotesi formulate in merito ai tassi di cessazione dei rapporti di lavoro.

**Il tasso di disoccupazione dovrebbe raggiungere il suo valore massimo nel secondo trimestre del 2020, registrando un aumento di 2,3 punti percentuali rispetto a febbraio (cfr. il pannello b) del grafico E).** La stima del valore corrente

del tasso di disoccupazione basata sull'andamento implicito del tasso di avviamento al lavoro nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro evidenzia un picco del 9,5 per cento intorno all'inizio di maggio 2020, a causa della forte flessione nelle assunzioni registrata durante la crisi legata al COVID-19. La graduale normalizzazione del tasso di assunzione fa presagire più ingenti deflussi dallo stato di disoccupazione nei mesi di maggio e giugno 2020, con un tasso di disoccupazione che tuttavia si mantiene più elevato rispetto ai livelli precedenti la pandemia. Anche gli andamenti della stima del tasso di disoccupazione attuale si basano sull'ipotesi che il tasso di cessazione dei rapporti di lavoro sia aumentato solo moderatamente durante la crisi legata al

COVID-19<sup>51</sup>. I governi dell'area dell'euro hanno attuato una serie di politiche del mercato del lavoro che stanno limitando il numero di licenziamenti permanenti a seguito dell'impatto causato dal COVID-19. I regimi di riduzione dell'orario di lavoro potrebbero essere in grado di ridurre al minimo le potenziali inefficienze derivanti da uno shock avverso improvviso e temporaneo, contenendo gli effetti sull'economia della riallocazione di posti di lavoro<sup>52</sup>. Tuttavia, qualora non si verificasse il reintegro in tutti i casi di licenziamento temporaneo, l'aumento del tasso di cessazione dei rapporti di lavoro potrebbe causare un ulteriore peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione più elevato rispetto alla stima del valore corrente riportata nel grafico E. Infine, nel confronto fra quest'ultimo valore e il tasso di disoccupazione effettivo, è importante sottolineare anche che i numeri relativamente contenuti sulla disoccupazione sono in parte giustificati dal fatto che il COVID-19 e le relative misure di lockdown hanno impedito alle persone di cercare attivamente un'occupazione (ad esempio a causa delle scarse opportunità di lavoro) o di essere prontamente disponibili ad avviare un rapporto di lavoro (ad esempio perché obbligate a prendersi cura di bambini o anziani). Tali soggetti sono quindi considerati esclusi dalla forza lavoro e non sono annoverati fra i disoccupati secondo la definizione di disoccupazione fornita dall'Organizzazione internazionale del lavoro<sup>53</sup>.

**Nel complesso la metodologia e i dati ad alta frequenza impiegati nel presente riquadro consentono una valutazione tempestiva del mercato del lavoro dell'area dell'euro.** Il ricorso ai flussi di disoccupazione in ingresso e in uscita può contribuire a migliorare la nostra comprensione dell'adeguamento del mercato del lavoro durante l'attuale crisi legata al COVID-19. In passato le analisi basate sui flussi di lavoro risentivano della mancanza di dati tempestivi. Il presente riquadro fornisce un'analisi iniziale e preliminare di come combinare fonti di dati tempestive, ma sperimentali, con statistiche ufficiali. Questi dati forniscono anche segnali tempestivi sulle attuali condizioni del mercato del lavoro: i tassi di assunzione forniti da *LinkedIn* mostrano una ripresa delle assunzioni da parte delle imprese mentre il numero delle offerte di lavoro pubblicate su *Indeed* continua a segnalare una debolezza della domanda di lavoro. Nelle attuali circostanze senza precedenti, tali dati ad alta frequenza forniscono preziose informazioni sull'andamento del percorso verso la ripresa economica, mettendo in luce le asimmetrie fra i diversi settori dell'economia attraverso una comprensione più approfondita dei comovimenti negli andamenti delle assunzioni nei principali settori dell'attività economica.

---

<sup>51</sup> Il presente riquadro si concentra principalmente sulla creazione di posti di lavoro, presumendo che i tassi di cessazione dei rapporti di lavoro seguano un andamento simile a quello osservato durante la crisi finanziaria mondiale. Per il tasso di cessazione dei rapporti di lavoro nel riquadro si ipotizzano tre scenari: a) nessuna variazione rispetto al quarto trimestre del 2019; b) un aumento del tasso di cessazione dei rapporti di lavoro analogo a quello osservato nel trimestre medio della crisi finanziaria mondiale; c) un aumento del tasso di cessazione dei rapporti di lavoro pari alla metà di quello osservato nel trimestre medio della crisi finanziaria mondiale.

<sup>52</sup> Nel complesso, le politiche del mercato del lavoro sono volte anche a bloccare i licenziamenti e a sostenere il lavoro autonomo. Per quanto riguarda gli effetti della riduzione dell'orario di lavoro e dei licenziamenti temporanei sui redditi da lavoro e sul reddito disponibile, cfr. il riquadro *Schemi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

<sup>53</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. la nota metodologica di Eurostat relativa alla [raccolta di dati per le statistiche sull'occupazione nell'UE nel contesto della crisi del COVID-19](#).

## Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro

a cura di leva Rubene

**I prezzi dei beni alimentari possono costituire una determinante importante per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dell'area dell'euro, poiché tali beni rappresentano quasi il 20 per cento del paniere dello IAPC e la componente alimentare dell'inflazione è estremamente volatile.** Nel secondo trimestre del 2020 il contributo della componente alimentare all'inflazione misurata sullo IAPC è stato maggiore di circa due terzi di un punto percentuale rispetto al contributo della componente dei servizi o dei prodotti industriali non energetici. Poiché i prodotti alimentari sono anche un importante esempio di beni frequentemente acquistati, in genere gli andamenti dei loro prezzi sono considerati rilevanti per la percezione dell'inflazione da parte dei consumatori. In tale contesto, il presente riquadro passa in rassegna gli andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro in un ambiente colpito dalla pandemia di coronavirus (COVID-19).

**L'impennata dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro ad aprile 2020 è stata notevole anche se si tiene in considerazione la pregressa volatilità di tali prezzi.** L'aumento su base mensile dei prezzi complessivi dei beni alimentari ha raggiunto una percentuale eccezionale pari all'1,1 per cento ad aprile, un tasso quasi mai osservato dal 1999 (se si escludono i pochi significativi aumenti temporanei dovuti alle variazioni delle imposte indirette)<sup>54</sup>. L'unico altro aumento di portata analoga è stato registrato a gennaio 2002, quando è avvenuta la sostituzione del contante in euro. Poiché i prezzi dei beni alimentari sono fortemente stagionali, in particolare per i beni alimentari freschi, è opportuno confrontare le variazioni di un dato mese con lo stesso mese negli altri anni. Dal confronto fra la variazione su base mensile di aprile 2020 con quella dei tre anni precedenti emerge che essa è stata eccezionale, in particolare per i prodotti alimentari freschi (cfr. il grafico A)<sup>55</sup>. La scomposizione più dettagliata per categoria merceologica mostra che, all'interno della componente alimentare non trasformata, questo eccezionale aumento è stato osservato principalmente nei prezzi dei prodotti ortofrutticoli e, in misura leggermente inferiore, anche nei prezzi della frutta fresca e del pesce. Sebbene sia stato meno marcato, nel complesso, per i prezzi dei beni alimentari trasformati, l'aumento è stato nettamente più elevato per alcuni prodotti come il pane, la pasta e

<sup>54</sup> In alcuni paesi lo IAPC per i beni alimentari ad aprile, inoltre, è stato compilato in modo meno affidabile del solito, in quanto si è dovuta desumere un'elevata quota di prezzi mancanti. Ad esempio, nello IAPC francese per i beni alimentari ad aprile sono state imputate (ossia sostituite) variazioni di prezzi, tra le altre cose facendo riferimento a dati rilevati con lo scanner, per piccoli negozi, mercati **all'aperto** e negozi i cui prezzi non erano disponibili online. Più in generale, per l'imputazione dei prezzi che non potevano essere raccolti, sono stati utilizzati i prezzi online se disponibili e la sostituzione dei prodotti è stata più frequente del solito.

<sup>55</sup> A gennaio 2019, il passaggio ad una classificazione dello IAPC più granulare (ECOICOP-5) ha inciso sulla separazione tra beni alimentari trasformati e freschi a partire da gennaio 2017. Di conseguenza, la quota relativa dei beni alimentari trasformati all'interno dei beni alimentari totali è passata dal 60 per cento circa al 75 per cento, il che rende poco opportuno confrontare le variazioni mensili con gli anni precedenti al 2017. Per maggiori informazioni cfr. il riquadro [Le nuove caratteristiche dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo: gruppi analitici, dati ricavati dai codici a barre e web-scraping](#), nel numero 2/2019 di questo Bollettino.

altri prodotti a base di farina, nonché per la carne<sup>56</sup>. Le variazioni di prezzo su base mensile di maggio e potenzialmente anche di giugno indicano una parziale inversione degli aumenti di prezzo dei beni alimentari osservati ad aprile per i prodotti ortofrutticoli, il pesce fresco e il pane, la pasta e altri prodotti a base di farina. L'aumento di prezzo della carne trattata si è ridotto, mentre i prezzi della frutta fresca hanno continuato a crescere abbastanza rapidamente. I dati preliminari per il mese di giugno indicano un ulteriore allentamento delle pressioni sui prezzi dei beni alimentari, sebbene non sia ancora disponibile una scomposizione dettagliata. Di conseguenza, l'inflazione sui dodici mesi per i beni alimentari freschi è scesa al 5,9 per cento a giugno, dal picco del 7,6 per cento di aprile. Il tasso d'inflazione per i beni alimentari trasformati, escluso il tabacco, è stato dell'1,8 per cento a maggio (invariato da aprile), mentre i dati preliminari di giugno per il totale dei prodotti alimentari trasformati sono leggermente diminuiti, attestandosi al 2,3 per cento, rispetto al 2,4 per cento di maggio (una scomposizione più dettagliata non è ancora disponibile).

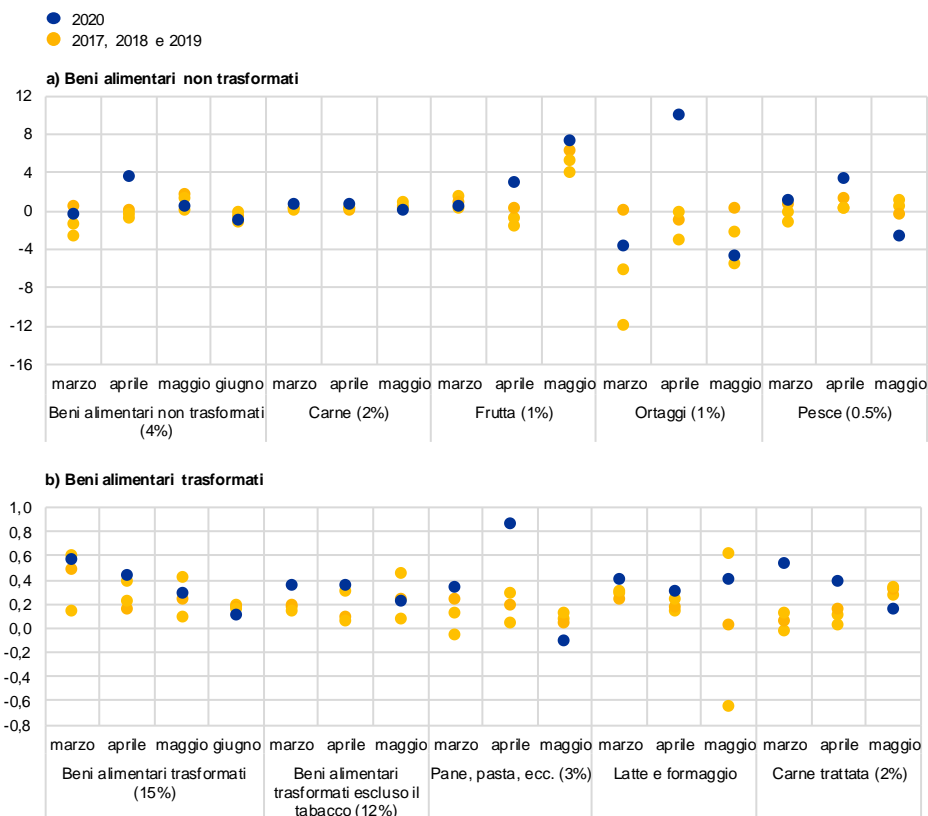
---

<sup>56</sup> Dalla metà del 2019 gli aumenti di prezzo per i prodotti a base di carne (sia trasformati che non trasformati) sono stati lievemente superiori rispetto agli anni precedenti, in parte a causa della forte domanda proveniente dalla Cina, la cui fornitura di carne di maiale è diminuita a causa della febbre suina africana. Di conseguenza l'UE, il più grande esportatore mondiale di prodotti a base di carni suine, ha visto tali esportazioni aumentare.

## Grafico A

### Andamenti mensili dei prezzi al consumo dei beni alimentari nell'area dell'euro durante il lockdown dovuto al COVID-19

(variazione percentuale su base mensile; dati non destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli aumenti storici su base mensile sono indicati solo a partire dal 2017 a causa dell'interruzione nelle serie derivante dal passaggio all'ECOICOP-5. I pesi delle componenti dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono indicati tra parentesi. Quando questo riquadro è stato ultimato non era disponibile per il mese di giugno una scomposizione dettagliata delle variazioni di prezzo dei beni alimentari non trasformati e trasformati.

### Forti variazioni su base mensile dei prezzi dei beni alimentari possono avere cause molto diverse.

Di solito, tali cambiamenti sono dovuti alla stagionalità dell'offerta (in particolare per i beni alimentari non trasformati) e alla sensibilità dei prezzi dei beni alimentari (trasformati e non trasformati), al livello di igiene locale e internazionale (malattie degli animali) o agli shock legati al clima. Anche le variazioni delle imposte indirette a volte possono avere effetti significativi. Tuttavia l'impennata di aprile 2020 è stata straordinaria e probabilmente ha rispecchiato le spinte al rialzo legate alle circostanze specifiche della pandemia di COVID-19. Tali circostanze includono il fatto che, durante il periodo di lockdown, le famiglie hanno preparato più pasti a casa, reindirizzando in tal modo la domanda di beni alimentari da ristoranti e servizi di catering verso il consumo domestico. L'accumulo di scorte in previsione delle restrizioni dovute al lockdown può essere stata un'altra ragione per cui la domanda di beni alimentari da parte delle famiglie è stata più significativa del solito, sebbene tale argomentazione valga solo per i beni alimentari trasformati che possono essere immagazzinati. La domanda più significativa del solito è l'impatto

dell'accumulo di scorte sono resi evidenti dall'impennata dei volumi di vendita al dettaglio dei beni alimentari registrata a marzo, quando il tasso di variazione sui dodici mesi dell'area dell'euro ha registrato un incremento storico pari al 9,1 per cento, precedente al brusco aumento dei prezzi di aprile. Nello stesso mese il tasso di crescita sui dodici mesi dei volumi della vendita al dettaglio è sceso al 2,0 per cento, per poi aumentare nuovamente al 4,9 per cento a maggio.

**Gli andamenti di aprile 2020 con ogni probabilità hanno rispecchiato un forte aumento della domanda nonché gli effetti dal lato dell'offerta riconducibili alle misure di lockdown e di contenimento.** Ad esempio l'impennata dei prezzi, in particolare per i prodotti ortofrutticoli, ha probabilmente rispecchiato difficoltà di approvvigionamento dovute a ritardi nella raccolta e nel trasporto. Tali ritardi potrebbero aver aumentato la relativa offerta di prodotti locali (spesso più costosi). Più in generale, i produttori e i venditori al dettaglio hanno dovuto far fronte ad aumenti dei costi dovuti alle misure igieniche obbligatorie e al riconfezionamento di volumi all'ingrosso di prodotti solitamente venduti alle imprese in imballaggi più piccoli per le famiglie. Il riconfezionamento richiede tempo e, di conseguenza, può anche aver aggravato la temporanea carenza di offerta. È anche possibile che i consumatori abbiano espresso una preferenza maggiore per i prodotti alimentari freschi imballati (probabilmente più costosi dei prodotti non imballati) a causa del timore di contrarre il virus attraverso un contatto diretto con i prodotti<sup>57</sup>. Inoltre, in particolare per i beni alimentari trasformati, in una serie di casi gli aumenti dei prezzi registrati nello IAPC possono anche essere riconducibili alla cancellazione delle attività promozionali piuttosto che a veri e propri aumenti di prezzo.

**I potenziali impatti dal lato dell'offerta possono essere valutati esaminando le strutture dei costi e degli input della produzione alimentare.** La produzione alimentare nell'area dell'euro è caratterizzata da forti legami di approvvigionamento all'interno del settore. Secondo la tavola input-output dell'area dell'euro, il fattore principale della produzione manifatturiera del settore alimentare sono i beni alimentari interni trasformati e freschi (circa il 40 per cento di tutti gli input). Ad esempio, i beni alimentari sono necessari per nutrire gli animali e la farina è necessaria per la produzione del pane. I beni alimentari importati da paesi non appartenenti all'area dell'euro rappresentano solo una piccola parte del totale dei costi di produzione del settore alimentare (circa il 5 per cento)<sup>58</sup>. Nel contempo, circa il 10 per cento dei beni alimentari trasformati, delle bevande e dei prodotti del tabacco consumati dalle famiglie è importato direttamente da paesi non appartenenti all'area dell'euro e la quota corrispondente per i beni alimentari freschi (compresi i prodotti ittici) è più alta, intorno al 20 per cento<sup>59</sup>. In generale ciò suggerisce che l'interruzione delle catene di approvvigionamento all'interno dell'area dell'euro, comprese le reti di distribuzione, che si è osservata durante la pandemia di

<sup>57</sup> Mentre la regola generale in sede di compilazione dello IAPC è mantenere fissi canale di diffusione e tipologie di beni, le difficoltà di raccolta legate ai lockdown dovuti al COVID-19 hanno comportato una struttura meno stabile di punti vendita e di beni, in seguito alle imputazioni necessarie nei casi in cui alcuni prezzi non hanno potuto essere rilevati.

<sup>58</sup> Tali stime si basano sulla tavola input-output dell'area dell'euro per il 2018 fornita da Eurostat.

<sup>59</sup> In base alle tavole input-output, "importazioni di beni alimentari freschi e pesce" comprendono i beni agricoli e di caccia e i relativi servizi, nonché il pesce, gli altri prodotti della pesca, i prodotti dell'acquacoltura e i servizi di sostegno alla pesca. Tale classificazione dei beni non è pienamente coerente con la componente dello IAPC relativa ai beni alimentari non trasformati.

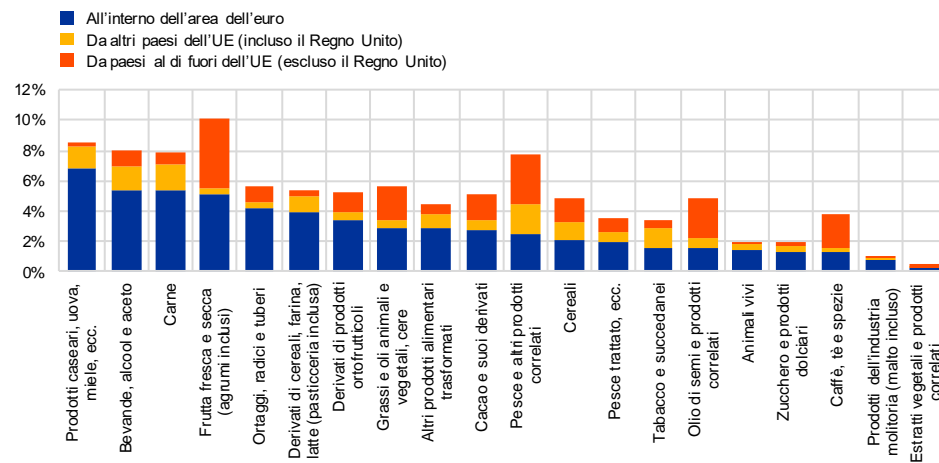
COVID-19 può aver avuto importanti implicazioni per l'approvvigionamento alimentare e, di conseguenza, per i prezzi.

**Le catene di approvvigionamento all'interno dell'area dell'euro sono molto importanti. Se in generale quelle che coinvolgono gli altri paesi dell'UE e i paesi non appartenenti all'UE sono meno fondamentali, esse possono comunque essere rilevanti per prodotti specifici.** I dati settoriali di dettaglio sulle importazioni dell'area dell'euro non forniscono la scomposizione delle importazioni alimentari utilizzate per la produzione interna e delle importazioni alimentari consegnate direttamente ai negozi per il consumo delle famiglie. Tuttavia i dati sulle importazioni totali di beni alimentari possono fornire alcune informazioni su quali di questi beni siano potenzialmente più sensibili alle interruzioni della catena di approvvigionamento. I dati Eurostat sugli scambi per il 2019 indicano che circa il 40 per cento delle importazioni di beni alimentari dall'esterno dell'area dell'euro proveniva da altri paesi dell'UE (tra cui il Regno Unito). Tuttavia, vi è anche un notevole volume di scambi di beni alimentari all'interno dell'area dell'euro. Per molti gruppi di prodotti, quali quelli caseari, le bevande, la carne e i prodotti ortofrutticoli, le importazioni dai paesi dell'area dell'euro superano di gran lunga le importazioni sia dal resto dell'UE che da paesi non appartenenti all'UE (cfr. il grafico B). Gli aumenti particolarmente consistenti dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli nel mese di aprile potrebbero quindi rispecchiare le strozzature di produzione e spedizione dal sud verso il nord dell'Europa. A maggio gli aumenti di prezzo per i prodotti ortofrutticoli si sono in certa misura normalizzati, lasciando pensare che le strozzature nel sud dell'Europa possano essersi allentate. Tale allentamento avrebbe dovuto anche ridurre le pressioni sui prezzi della frutta fresca, ma questi hanno continuato a crescere a un ritmo leggermente più elevato a maggio 2020 rispetto allo stesso mese degli anni precedenti. Date le consistenti importazioni di frutta fresca, non solo dall'area dell'euro ma anche da paesi al di fuori dell'UE, tali aumenti di prezzo più consistenti a maggio potrebbero in parte riflettere le interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali nei paesi al di fuori dell'UE a seguito della pandemia di COVID-19.

## Grafico B

### Composizione e direzione delle importazioni alimentari dell'area dell'euro nel 2019

(percentuali delle importazioni totali di beni alimentari dell'area dell'euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Nel complesso, gli aumenti dei prezzi dei beni alimentari ad aprile sono stati insolitamente sostenuti e hanno rispecchiato una combinazione senza precedenti di influenze dal lato della domanda e dell'offerta.** Tuttavia, lo IAPC

per i beni alimentari a maggio e a giugno ha mostrato segni di normalizzazione nelle variazioni di prezzo, in quanto il lockdown si è attenuato e le attività sono riprese. Potrebbero sussistere ancora alcune spinte al rialzo nel breve periodo a causa di potenziali carenze di lavoratori stagionali o di maggiori costi legati all'igiene per le imprese. Nel medio periodo, tuttavia, se l'aumento della disoccupazione si dimostrerà duraturo, vi potrebbero essere alcune pressioni al ribasso, in particolare per i beni alimentari trasformati, a causa dei limitati redditi delle famiglie.

## 8 Determinanti della domanda di prestiti da parte delle imprese nell'area dell'euro: cosa è cambiato durante la pandemia di COVID-19?

a cura di Matteo Falagiarda, Petra Köhler-Ulbrich ed Eduardo Maqui

### **La pandemia di coronavirus (COVID-19) sta avendo molteplici ripercussioni sui piani aziendali e sulle esigenze di finanziamento delle imprese.**

In considerazione dell'importanza che i prestiti bancari rivestono per le imprese dell'area dell'euro<sup>60</sup>, l'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) costituisce una fonte ricca e unica di dati "soft" non solo sulle condizioni di concessione dei prestiti, ma anche sulle esigenze di finanziamento delle imprese<sup>61</sup>. Tali informazioni, associate a dati economici e finanziari puramente quantitativi, contribuiscono a spiegare la configurazione dei piani aziendali e delle esigenze di finanziamento delle imprese, nonché le relative determinanti<sup>62</sup>. Il presente riquadro analizza innanzitutto la relazione a lungo termine tra gli indicatori contenuti nell'indagine sul credito e l'effettivo andamento degli investimenti delle imprese. Esamina poi la recente impennata della domanda di prestiti da parte delle imprese, i fattori determinanti di questo fenomeno e il nesso esistente con l'impiego che le imprese fanno dei finanziamenti, con particolare riferimento agli investimenti fissi, nel contesto della pandemia di COVID-19. In conclusione, il riquadro fornisce ulteriori dettagli sull'argomento da una prospettiva settoriale.

**Poiché esiste una forte correlazione tra la domanda di prestiti a lungo termine e il fabbisogno di finanziamenti per investimenti fissi da parte delle imprese, i dati della BLS relativi a tali variabili forniscono informazioni utili e tempestive sull'effettivo andamento degli investimenti fissi delle imprese.** Le evidenze empiriche mostrano che le indicazioni qualitative fornite dalle banche sulla domanda di prestiti da parte delle imprese in genere hanno un buon grado di correlazione con l'andamento effettivo delle variabili economiche (cfr. il grafico A). In particolare, esiste una stretta relazione tra la scadenza del prestito<sup>63</sup>, le determinanti della domanda e la finalità di impiego del prestito stesso. Ad esempio, la domanda di prestiti a breve termine ricavata dalla BLS e le relative esigenze di finanziamento per il capitale circolante hanno un buon grado di correlazione con l'andamento effettivo delle scorte. Analogamente, la domanda di prestiti a lungo termine e il relativo fabbisogno di finanziamenti per gli investimenti fissi si muovono insieme all'effettivo

<sup>60</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Una valutazione del credito bancario concesso alle imprese nell'area dell'euro dal 2014* nel numero 1/2020 di questo Bollettino.

<sup>61</sup> Cfr. il sito Internet della BCE per l'*indagine sul credito bancario nell'area dell'euro*. Per maggiori dettagli sulla BLS, cfr. Köhler-Ulbrich, Petra, Hempell, Hannah S. e Scopel, Silvia, "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, n. 179, BCE, settembre 2016, e l'articolo *Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

<sup>62</sup> Gli indicatori alternativi basati sulle indagini che si riferiscono direttamente alle esigenze di investimento delle imprese forniscono informazioni complementari dettagliate, ma tendono a non essere disponibili altrettanto tempestivamente. Cfr. il riquadro *Le indagini sulle prospettive delle imprese come indicatori degli investimenti reali nell'area dell'euro* nel numero 1/2020 di questo Bollettino.

<sup>63</sup> Nella BLS sono utilizzate solo due scadenze diverse, vale a dire "a breve termine" e "a lungo termine". I prestiti a breve termine sono prestiti con una scadenza originaria fino a un anno, mentre i prestiti a lungo termine sono prestiti con scadenza originaria superiore a un anno.

andamento degli investimenti fissi lordi<sup>64</sup>. Più precisamente, un aumento di 1 punto percentuale netto del fabbisogno di finanziamenti per gli investimenti fissi in genere corrisponde a un aumento di circa 0,3 punti percentuali del tasso di crescita sui dodici mesi di tali investimenti. Una valutazione più formale evidenzia il valore informativo dell'indicatore della BLS nella stima degli investimenti fissi per il periodo in corso. In particolare, i modelli di previsione dei dati effettivi degli investimenti fissi che tengono conto anche dell'indicatore della domanda di prestiti incluso nella BLS sono notevolmente più accurati dei modelli semplici che si basano solo sui valori passati degli investimenti fissi<sup>65</sup>.

---

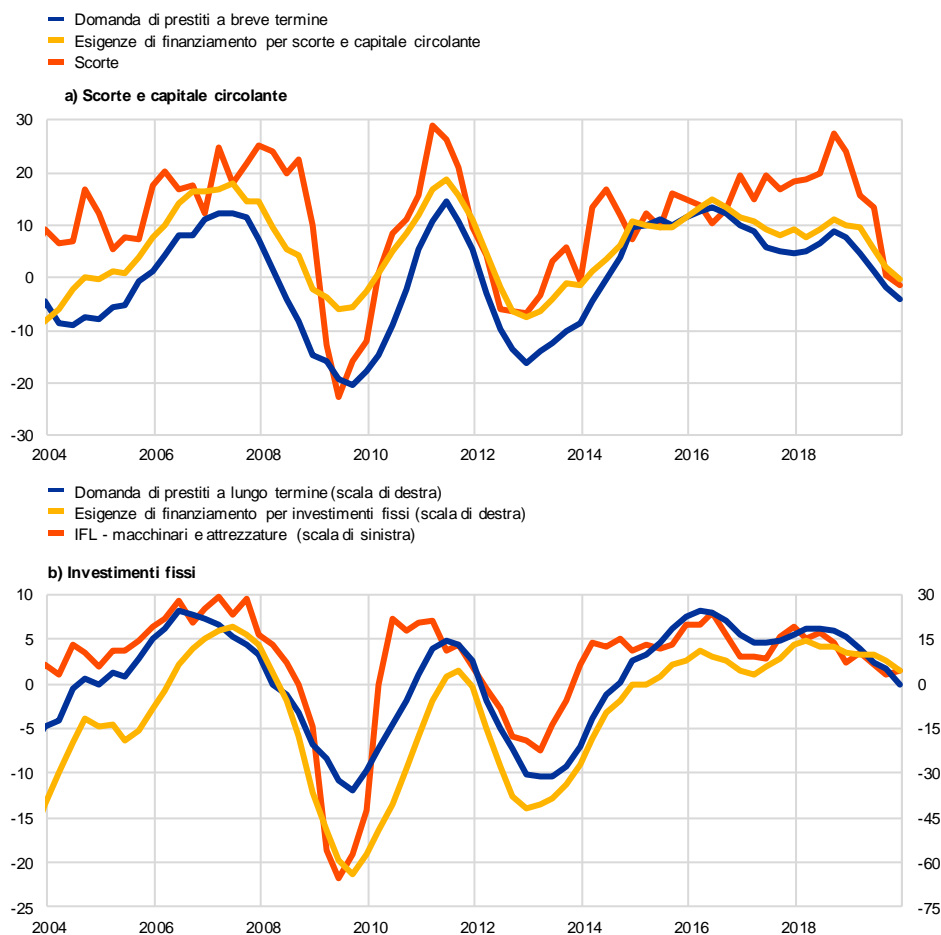
<sup>64</sup> Date le strette relazioni contemporanee tra gli investimenti fissi e le indicazioni delle banche sulla domanda di prestiti da parte delle imprese, entrambi gli indicatori mostrano buone proprietà anticipatrici (circa tre quarti) della crescita dei prestiti. Per maggiori dettagli sulle proprietà cicliche dei prestiti bancari, cfr. Darracq Pariès, Matthieu, Drahonsky, Anna-Camilla, Falagiarda, Matteo e Musso, Alberto, "Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes", *Occasional Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE.

<sup>65</sup> La maggiore accuratezza della stima del valore corrente degli investimenti fissi è confermata da un guadagno della radice dell'errore quadratico medio del 19,85 per cento. I test standard di analisi della varianza (analysis of variance, ANOVA) indicano che il miglioramento della capacità predittiva del campione in un modello che utilizza anche l'indicatore della BLS è altamente significativo dal punto di vista statistico.

## Grafico A

### Relazione a lungo termine tra le esigenze di finanziamento e la domanda di prestiti da parte delle imprese

(pannello a): media mobile su quattro trimestri delle percentuali nette di banche che segnalano un aumento, miliardi di euro;  
pannello b): media mobile su quattro trimestri delle percentuali nette di banche che segnalano un aumento, variazioni percentuali annue)



Fonti: BCE (BLS) ed Eurostat.

Note: per "scorte" si intendono le variazioni delle scorte e le acquisizioni al netto degli oggetti di valore (Eurostat). IFL sta per investimenti fissi lordi (Eurostat). La domanda di prestiti a breve termine e prestiti a lungo termine, il fabbisogno di finanziamento per le scorte e per il capitale circolante e il fabbisogno di finanziamento per gli investimenti fissi sono percentuali nette delle banche che indicano un aumento o un impatto positivo sulla domanda di prestiti da parte delle imprese, sulla base della BLS. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2019, cioè prima dell'insorgere della pandemia di COVID-19.

### La stretta relazione tra scadenza e finalità dei prestiti è rimasta valida durante la pandemia di COVID-19 per le scadenze a breve termine.

La natura senza precedenti della pandemia ha determinato un forte aumento della crescita dei prestiti alle imprese tra marzo e maggio 2020 (cfr. il grafico 12 in questo numero del Bollettino). La domanda di prestiti delle imprese è stata alimentata dalla minore capacità di queste ultime di finanziare le proprie uscite tramite flussi di cassa, a causa del forte calo delle entrate durante la pandemia. Questa situazione è sfociata in un intenso fabbisogno di liquidità per finanziare il capitale circolante (cfr. il pannello a) del grafico B)<sup>66</sup>. Inoltre, in un contesto caratterizzato da incertezza elevata, le imprese hanno fatto ricorso ai prestiti per accumulare riserve di liquidità a

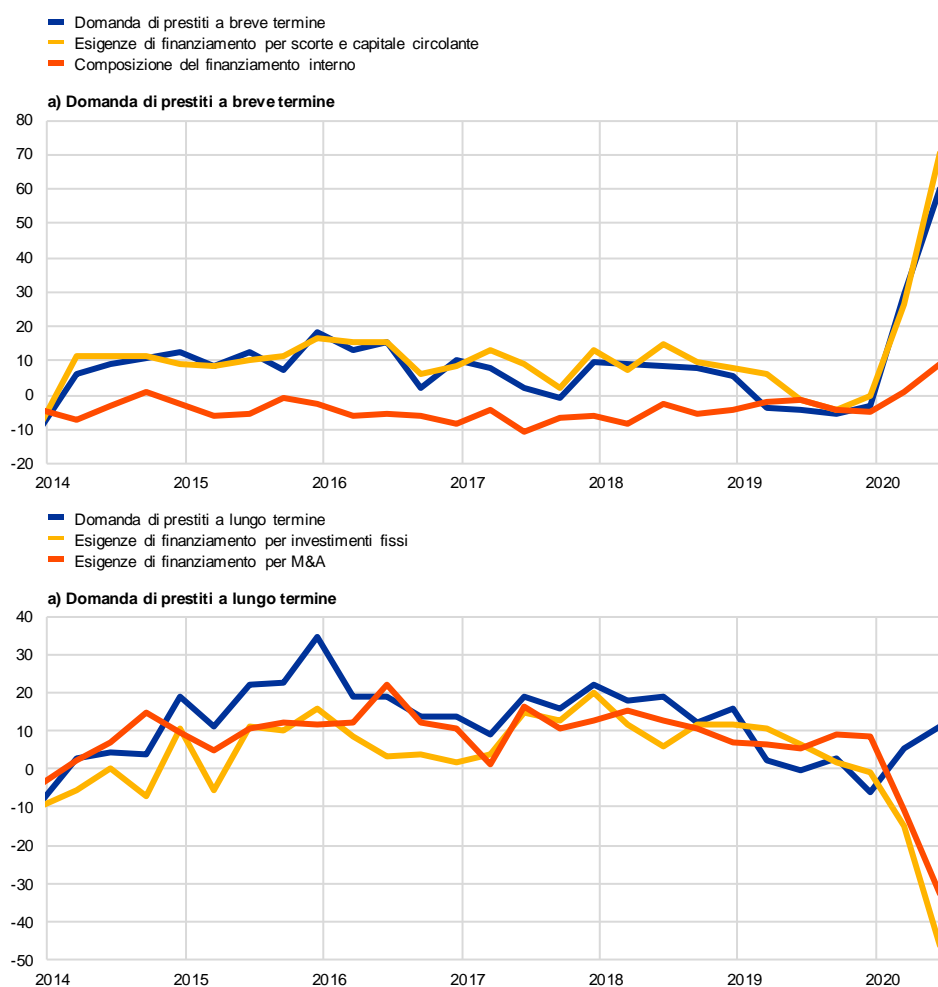
<sup>66</sup> Cfr. *The euro area bank lending survey – First quarter of 2020*.

fini precauzionali. Tali marcate esigenze di liquidità sono state per lo più associate alla domanda di prestiti a breve termine.

## Grafico B

### Andamenti recenti delle esigenze di finanziamento e della domanda di prestiti da parte delle imprese

(percentuali nette di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e relative componenti)



Fonte: BCE (BLS).

Note: "M&A" sta per "fusioni e acquisizioni". L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2020.

**Per contro, la domanda di prestiti a più lungo termine da parte delle imprese si è discostata dall'andamento degli investimenti fissi, rispecchiando le ingenti misure di sostegno di politica monetaria e di bilancio attuate in risposta alla crisi causata dal COVID-19.** Durante la pandemia, la stretta relazione tra scadenza e finalità dei prestiti ha cessato di essere valida nel segmento a lungo termine della gamma delle scadenze. Nel primo semestre dell'anno, la domanda di prestiti a più lungo termine è aumentata, a fronte di una netta flessione del fabbisogno di finanziamenti delle imprese per gli investimenti fissi (cfr. il pannello b) del grafico B). Nel primo trimestre del 2020 il forte calo del fabbisogno di finanziamenti per gli investimenti fissi è stato accompagnato da una netta riduzione degli investimenti

delle imprese, che dovrebbe acuirsi ulteriormente nel secondo trimestre dell'anno<sup>67</sup>. Ciò riflette una riduzione o un rinvio della spesa in conto capitale da parte delle imprese, a causa della necessità di compensare le perdite di gettito dovute al contesto di elevata incertezza. Allo stesso tempo, l'aumento della domanda di prestiti a più lungo termine da parte delle imprese è stato sostenuto dal perdurare di condizioni dell'offerta di credito favorevoli per i prestiti alle imprese<sup>68</sup> e da tassi sui prestiti bancari storicamente bassi (cfr. anche il grafico 13 in questo numero del Bollettino). Ciò riflette l'attuazione di ingenti misure di sostegno di politica monetaria e di bilancio, in particolare le garanzie statali sui prestiti bancari, che tipicamente rappresentano un incentivo per i prestiti a più lungo termine. Anche la percezione di una maggiore durata della pandemia e il conseguente elevato grado di incertezza hanno contribuito all'aumento della domanda di prestiti a lungo termine da parte delle imprese.

**Da un confronto tra aziende di diverse dimensioni emerge che le variazioni nelle determinanti della domanda di prestiti sono state più evidenti presso le piccole e medie imprese (PMI), che hanno beneficiato in misura significativa delle misure di politica monetaria attuate durante la pandemia a sostegno del credito bancario.** Nel secondo trimestre del 2020, la domanda di prestiti è aumentata maggiormente per le PMI che per le grandi imprese, rispecchiando la maggiore dipendenza delle prime dalle banche nel finanziarsi e nel soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità di emergenza (cfr. il pannello a) del grafico C). Al tempo stesso, tale elevata domanda di prestiti è stata soddisfatta dalle banche con tassi sui prestiti molto bassi. In particolare, a livello dell'area dell'euro, negli ultimi mesi la differenza tra i tassi di interesse applicati ai prestiti di importo molto modesto (che sono una proxy dei prestiti alle PMI) e quelli applicati ai prestiti di importo elevato si è ridotta (cfr. il pannello b) del grafico C). Ciò suggerisce che le PMI abbiano beneficiato in misura significativa delle recenti misure di politica monetaria a sostegno delle banche, come le operazioni OMRLT-III<sup>69</sup>, per esempio, nonché delle garanzie statali sui prestiti, destinate generalmente a questo gruppo specifico di imprese.

---

<sup>67</sup> Per stimare l'andamento corrente degli investimenti fissi rimane pertanto valida l'utilità delle indicazioni qualitative fornite dalle banche sulle esigenze di finanziamento delle imprese con questa finalità.

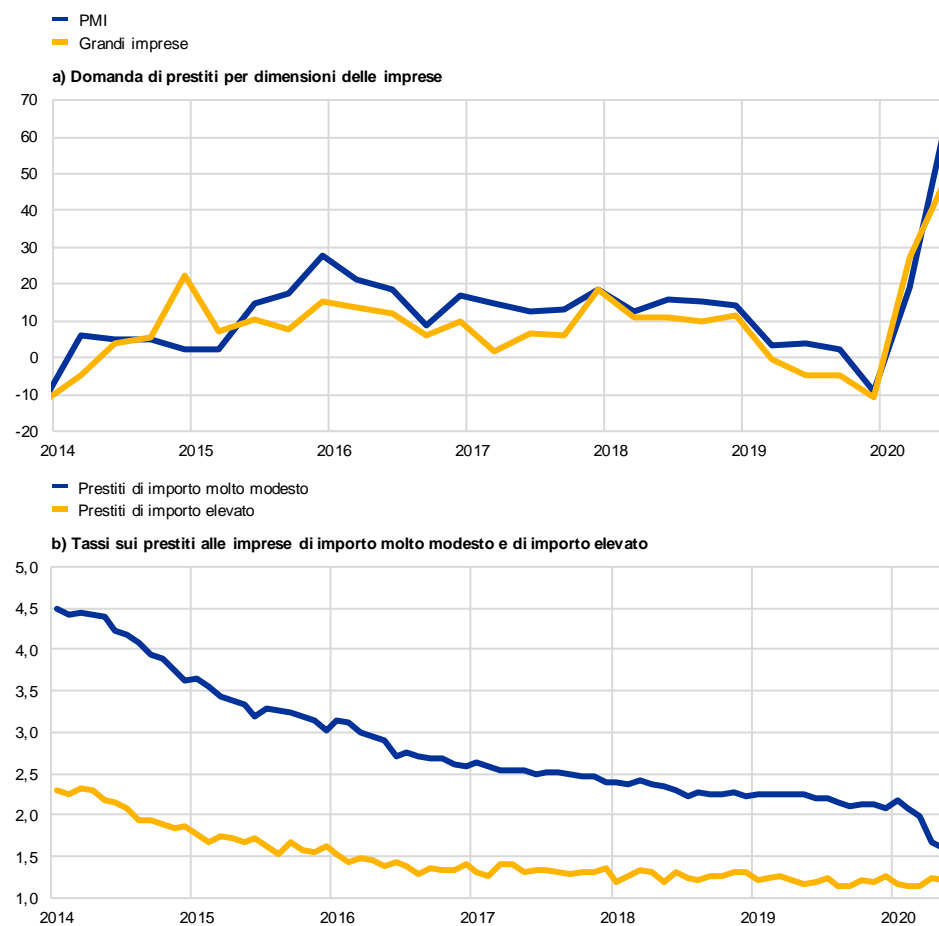
<sup>68</sup> Cfr. [The euro area bank lending survey – First quarter of 2020](#).

<sup>69</sup> Per un'analisi più approfondita dell'efficacia delle misure adottate dalla BCE, cfr. il riquadro *L'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalle BCE in risposta alla crisi legata al COVID 19* in questo numero del Bollettino.

## Grafico C

### Andamenti recenti della domanda di prestiti e dei tassi sui prestiti per dimensioni

(pannello a): percentuali nette di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti; pannello b): percentuali in ragione d'anno



Fonti: BCE (BLS) e BCE (statistiche sui tassi di interesse applicati dalle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM)).

Note: nel pannello a), che si basa sulla BLS, l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2020. Nel pannello b) per "prestiti di importo molto modesto" si intendono i prestiti fino a 250 mila euro. Per "prestiti di importo elevato" si intendono i prestiti oltre 1 milione di euro. L'ultima osservazione si riferisce a maggio 2020.

**Un confronto delle esigenze di finanziamento nei vari settori mostra che in quelli più colpiti dalla crisi la domanda di prestiti bancari è aumentata considerevolmente, mentre il valore aggiunto è diminuito.** Nel primo trimestre del 2020 la pandemia di COVID-19 ha causato una maggiore perdita di valore aggiunto nelle attività relative a commercio, trasporti, alloggio e ristorazione rispetto al settore manifatturiero, costruzioni e altri comparti (cfr. il pannello a) del grafico D). Si prevede che nel secondo trimestre del 2020 i rigorosi lockdown, la debolezza della domanda, le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e la forte incertezza abbiano anche ridotto in misura significativa la produzione in ampi segmenti del settore manifatturiero, come dimostrato da un significativo calo della fiducia delle imprese in tale settore (cfr. il pannello b) del grafico D)<sup>70</sup>. Anche altri indicatori, quali il grado di utilizzo della capacità produttiva e la produzione nel

<sup>70</sup> Per ulteriori dettagli sulle perdite attese nei diversi settori, cfr. il riquadro [Scenari alternativi per l'impatto della pandemia di COVID-19 sull'attività economica nell'area dell'euro](#) nel numero 3/2000 di questo Bollettino.

settore dei beni di investimento, indicano un forte calo degli investimenti nell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020<sup>71</sup>. Data la rilevanza del settore manifatturiero nel complesso degli investimenti delle imprese, la flessione del valore aggiunto lordo in questo comparto è stata probabilmente un fattore determinante del calo degli investimenti delle imprese durante la pandemia. Gli andamenti delle attività relative ai vari settori sono sostanzialmente in linea con le ultime evidenze fornite dalla BLS, secondo cui, nel primo semestre dell'anno, la domanda di prestiti è aumentata considerevolmente nel settore manifatturiero<sup>72</sup>, nei servizi (escluse le attività finanziarie e immobiliari) e nel settore del commercio all'ingrosso e al dettaglio (cfr. il pannello c) del grafico D). Questi dati evidenziano l'intenso fabbisogno di liquidità in tali settori. Per contro, la domanda di prestiti è aumentata in misura inferiore nel settore delle costruzioni, e più in particolare nelle attività immobiliari, che finora hanno visto le imprese colpite in misura minore dalla crisi, probabilmente per via della minore intensità di lavoro e dei minori costi fissi, che hanno determinato un minore fabbisogno di liquidità durante il lockdown.

---

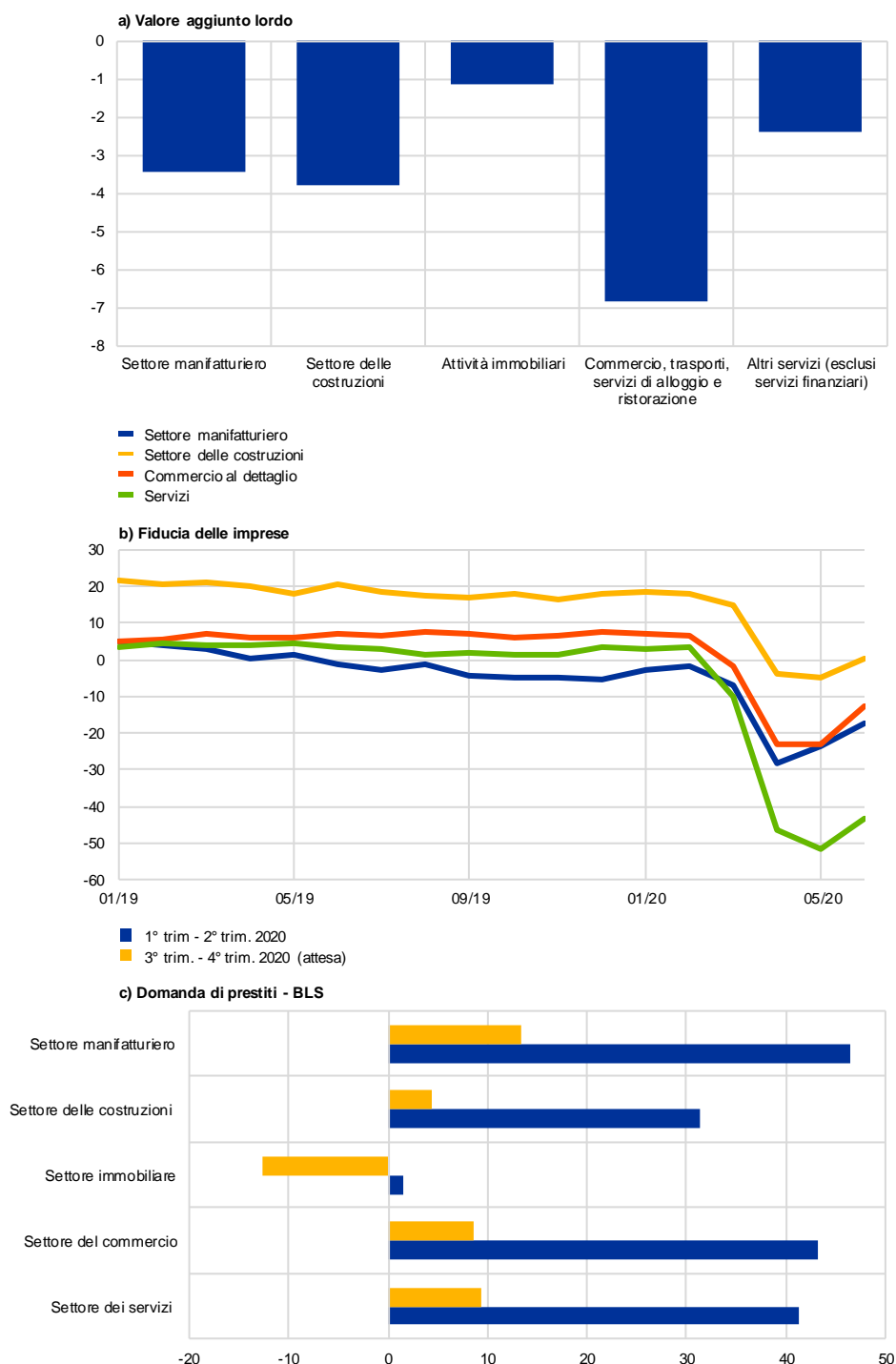
<sup>71</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2020](#).

<sup>72</sup> Nel caso del settore manifatturiero la domanda di prestiti è stata anche determinata dalle esigenze di investimento per adeguamenti normativi nel settore automobilistico.

## Grafico D

### Valore aggiunto lordo, fiducia delle imprese e domanda di prestiti per settore

(pannello a): variazioni percentuali 1° trim 2020 rispetto al 4° trimestre 2019; pannello b): saldi percentuali, deviazione dalla media di lungo termine; pannello c): percentuali nette di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti)



Fonti: BCE (BLS), Eurostat e Commissione europea.

Note: nel pannello b) "media di lungo termine" si riferisce al periodo a partire dal 1999. Il pannello c) mostra le percentuali nette di banche che nell'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) dell'area dell'euro di luglio 2020 hanno segnalato un aumento della domanda di prestiti. "Settore delle costruzioni" si riferisce alle costruzioni escluse quelle immobiliari; "Settore immobiliare" si riferisce a costruzioni e attività immobiliari; "Settore del commercio" si riferisce al commercio all'ingrosso e al dettaglio; "Settore dei servizi" si riferisce ai servizi escluse le attività finanziarie e immobiliari.

**Dati i notevoli rischi che gravano sul finanziamento bancario delle imprese, è fondamentale che le misure di sostegno di politica monetaria e di bilancio proseguano, per garantire una rapida e solida ripresa degli investimenti delle imprese e dell'attività economica.** Mantenendo le condizioni favorevoli del credito bancario, le consistenti misure di sostegno di politica monetaria e di bilancio attuate finora hanno rappresentato una forma di protezione contro il rischio di un circolo vizioso tra l'economia reale e il settore finanziario. Di fatto, gli ultimi dati dell'indagine disponibili per giugno indicano un miglioramento delle aspettative di produzione e della fiducia delle imprese rispetto al livello minimo registrato ad aprile per il settore manifatturiero, il che suggerisce che nella seconda metà del 2020 sia possibile un certo grado di ripresa dell'attività di investimento. Tuttavia, l'attesa conclusione nei prossimi mesi dei programmi di garanzia statale per i prestiti alle imprese in alcuni paesi dell'area dell'euro potrebbe comportare nuovi timori sul merito di credito dei prenditori. In tale contesto, sarà fondamentale che nel prossimo futuro si mantengano delle circostanze favorevoli dal punto di vista della politica monetaria per preservare condizioni di finanziamento propizie e facilitare il flusso del credito a favore del settore delle imprese. Ciò migliorerebbe anche la fiducia necessaria alle imprese per dedicarsi a progetti di investimento a lungo termine, da cui dipende una ripresa sostenuta dell'attività economica.

# Articoli

## 1 Il consumo di beni durevoli nell'area dell'euro

a cura di André Casalis e Georgi Krustev

### 1 Introduzione

**L'andamento degli acquisti di beni durevoli da parte delle famiglie ha implicazioni rilevanti per il ciclo economico, rendendone necessario un attento esame dal punto di vista della politica monetaria.** In primo luogo, a causa della loro marcata prociclicità, i beni durevoli possono contribuire a identificare, ed eventualmente anticipare, lo stato del ciclo economico nell'area dell'euro, integrando così i segnali ricavati da altre componenti procicliche della domanda, come gli investimenti<sup>73</sup>. In secondo luogo, la spesa per beni durevoli può contribuire a una migliore comprensione dell'eterogeneità esistente tra paesi in termini di consumo e abitudini di risparmio, così come delle sue determinanti. In terzo luogo, dato che gli acquisti di beni durevoli possono essere finanziati mediante ricorso al credito, il comportamento a essi legato fornisce indicazioni importanti sullo stato delle condizioni di finanziamento nell'economia.

**La spesa per beni durevoli è una componente essenziale delle dinamiche dei consumi, pur costituendo una quota modesta della spesa aggregata delle famiglie.** Nei due anni antecedenti la pandemia di coronavirus (COVID-19) che ha colpito le economie europee e mondiali, nell'area dell'euro la crescita annua dei consumi ha subito un rallentamento rispetto ai robusti tassi di espansione osservati nel periodo 2015-2017, in parte a causa di un calo della spesa per beni durevoli (cfr. il grafico 1). A questi ultimi, in particolare, che avevano sostenuto in misura rilevante le fasi iniziali dell'ultima espansione, è riconducibile circa un terzo della riduzione della dinamica espansiva dei consumi registrata nel biennio 2018-2019, della cui quota totale, tuttavia, rappresentavano meno del 10 per cento<sup>74</sup>.

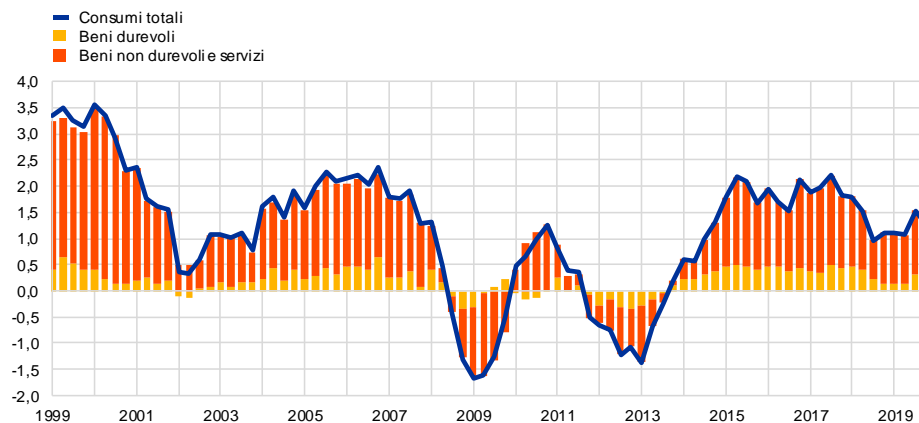
<sup>73</sup> Il consumo di beni durevoli, insieme agli investimenti in edilizia residenziale, è generalmente considerato un forte indicatore anticipatore dei cicli economici. Cfr. Mian, A. e Sufi, A., "Household Leverage and the Recession of 2007–09", *IMF Economic Review*, vol. 58, n. 1, 2010, pagg. 74-117.

<sup>74</sup> Nell'area dell'euro la crescita media annua dei consumi è scesa dall'1,9 per cento del periodo 2015-2017 all'1,3 per cento nel biennio 2018-2019. La riduzione del contributo fornito dalla spesa per beni durevoli alla crescita dei consumi totali tra i due periodi è stata pari a 0,2 punti percentuali o a circa un terzo del rallentamento complessivo.

## Grafico 1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in termini reali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la categoria "beni non durevoli e servizi" include anche i beni semidurevoli. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

### I beni di consumo durevoli presentano caratteristiche specifiche che li distinguono dalle altre voci di spesa per consumi.

In primo luogo, un bene durevole fornisce benefici per più periodi e (come il capitale) è soggetto ad ammortamento. Ciò consente ai consumatori di rinviare gli acquisti nei periodi di difficoltà economica, mentre continuano a trarre vantaggio dal flusso di servizi offerto dalle consistenze accumulate, e di adeguarsi al livello desiderato di beni durevoli dopo la ripresa dell'economia<sup>75</sup>. In secondo luogo, l'acquisto di beni durevoli può spesso essere finanziato mediante ricorso al credito ed essi sono talvolta stanziabili in garanzia: nel confronto con i beni non durevoli, ciò determina una loro maggiore esposizione alle condizioni del credito e ai tassi sui prestiti<sup>76</sup>. Infine, le variazioni delle consistenze di beni durevoli possono essere soggette a costi di adeguamento. I cicli di spesa per beni durevoli, di conseguenza, potrebbero divenire lenti e prolungati, in quanto la presenza di tali costi determina "fasi di inerzia", nelle quali il consumatore ritiene ottimale non correggere le piccole differenze tra le consistenze di beni durevoli effettive e quelle desiderate<sup>77</sup>. Il riquadro 1 fornisce ulteriori dettagli sulle caratteristiche statistiche dei dati relativi al consumo di beni durevoli nell'area dell'euro.

<sup>75</sup> L'adeguamento è reso in parte necessario dall'ammortamento.

<sup>76</sup> Secondo alcuni studi basati su dati statunitensi, la reazione della spesa per beni durevoli agli shock monetari è più ampia di quella evidenziata dalla spesa per beni non durevoli, sebbene entrambe presentino sempre lo stesso segno; tale fenomeno è generalmente denominato comovimento. Cfr., ad esempio, Monacelli, T., "New Keynesian models, durable goods, and collateral constraints", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n. 2, 2009, pagg. 242-254 e Cantelmo, A. e Melina, G., "Monetary policy and the relative price of durable goods", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 86, n. C, 2018, pagg. 1-48.

<sup>77</sup> Cfr. Caballero, R.J., "Durable Goods: An Explanation for Their Slow Adjustment", *Journal of Political Economy*, vol. 101, n. 2, 1993, pagg. 351-384.

## Riquadro 1

### Dati relativi al consumo di beni durevoli nell'area dell'euro: definizione, portata e disponibilità

---

a cura di Stanimira Kosekova

I beni di consumo durevoli sono definiti nel Sistema europeo dei conti (SEC 2010) come beni durevoli utilizzati ripetutamente dalle famiglie a fini di consumo finale per periodi di tempo superiori a un anno. Nei conti nazionali sono parte della spesa per consumi finali delle famiglie<sup>78</sup>.

La classificazione dei consumi individuali per funzione (classification of individual consumption by purpose, Coicop) è utilizzata per inserire i beni di consumo e i servizi all'interno di sottogruppi di prodotti, i quali a fini analitici sono ulteriormente aggregati in quattro gruppi principali che mostrano la scomposizione dei consumi per durata: beni durevoli, beni semidurevoli, beni non durevoli e servizi. La differenza tra beni non durevoli e beni durevoli è basata sulla possibilità che gli stessi siano utilizzati una sola volta o ripetutamente in un periodo di tempo superiore a un anno. I beni semidurevoli differiscono dai beni durevoli in quanto la loro vita utile attesa, comunque superiore a un anno, è spesso molto più breve e il prezzo d'acquisto inferiore. Capi di abbigliamento e scarpe sono esempi di beni semidurevoli. I servizi rappresentano oltre la metà della spesa delle famiglie per consumi finali. È opportuno precisare, tuttavia, che nei conti nazionali l'acquisto di immobili residenziali e terreni non è registrato come bene di consumo durevole ma come investimento e, pertanto, non è incluso nei dati esaminati nel presente riquadro. Al contrario, i servizi abitativi consumati (e prodotti) dalle famiglie che vivono in alloggi di loro proprietà (ossia "abitazioni occupate dai proprietari") si riflettono nei consumi delle famiglie mediante canoni di locazione figurativi. Nei conti nazionali questi ultimi contribuiscono in misura significativa all'elevata quota di affitti (31,7 per cento) in corrispondenza della voce relativa alla spesa sostenuta dai consumatori nell'ambito dei servizi.

I beni di consumo durevoli comprendono mobili ed elettrodomestici (incluse le attrezzature da cucina), mezzi privati di trasporto (ossia veicoli), beni per la ricreazione e lo svago (inclusi computer e apparecchiature di comunicazione), altri beni quali gioielli, orologi, attrezzature e apparecchi terapeutici. Nell'area dell'euro la spesa delle famiglie in beni di consumo durevoli rappresenta circa il 9 per cento dei loro consumi finali (sulla base del "concetto interno", cfr. di seguito). In termini di quota di consumo relativa, i principali beni di consumo durevoli all'interno del gruppo sono i mezzi privati di trasporto (circa 42,8 per cento), seguiti da mobili ed elettrodomestici (28,3 per cento) e da beni per la ricreazione e lo svago (17,4 per cento) (cfr. il grafico A).

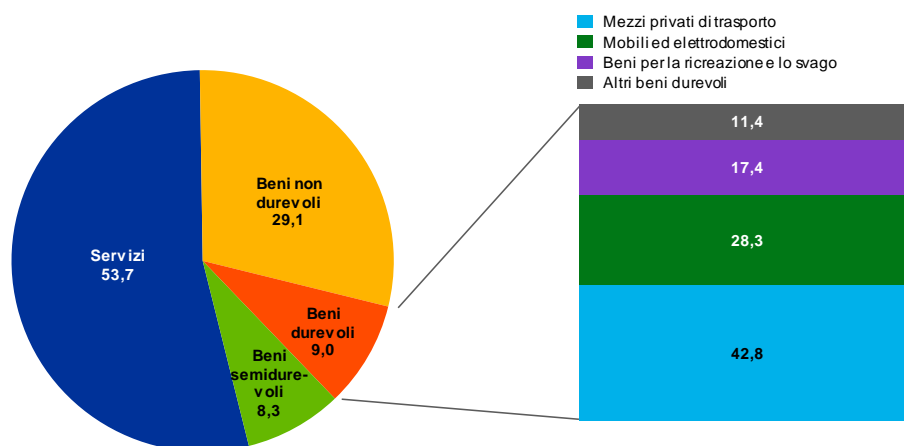
---

<sup>78</sup> I beni di consumo durevoli detenuti dalle famiglie in qualità di consumatori finali includono i tipici beni aventi caratteristiche di attività, ad esempio quelli ricompresi nei gruppi di attività definiti nel SEC 2010 come "mezzi di trasporto" (AN.1131) e "altri impianti e macchinari" (AN.1139), acquistati dalle famiglie per il consumo finale. In tali casi non sono contabilizzati come attività, al contrario di quanto avviene per il settore diverso dalle famiglie.

## Grafico A

### Consumi finali delle famiglie nell'area dell'euro per beni di consumo e servizi e per categorie di beni di consumo durevoli nel 2018

(percentuale dei consumi finali delle famiglie; percentuale dei consumi finali delle famiglie in beni durevoli)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati relativi ai beni di consumo durevoli in Grecia si riferiscono al 2017.

Per la presentazione dei dati sui consumi delle famiglie nei conti nazionali si applica il concetto statistico di residenza. Mentre i consumi finali complessivi delle famiglie ricompresi nel PIL dal lato della spesa riflettono il “concetto nazionale” (ossia le spese dei residenti di un paese, siano esse sostenute all’interno del paese o all’estero), la distinzione tra consumi di beni durevoli e non durevoli riflette il cosiddetto “concetto interno” dei consumi finali delle famiglie (ossia la spesa per consumi sul territorio nazionale, indipendentemente dalla residenza del consumatore). La nozione alla base del secondo approccio è la medesima utilizzata nell’ambito delle statistiche sui prezzi al consumo, che, inoltre, utilizza la stessa scomposizione della spesa per consumi della classificazione Coicop. La combinazione delle due fonti, in aggiunta, consente il calcolo della spesa per beni durevoli in termini deflazionati (volume).

Il criterio di registrazione adottato da Eurostat in relazione ai dati delle contabilità nazionali per durata è diverso per i dati trimestrali e i dati annuali. I dati trimestrali relativi ai beni di consumo sono disaggregati in beni durevoli e altri, mentre le statistiche annuali forniscono la scomposizione per durata dei quattro gruppi principali precedentemente elencati. Alcuni paesi dell’area dell’euro riportano la scomposizione annuale per durata anche con cadenza trimestrale. I dati relativi al consumo di beni durevoli sono disponibili a partire dal 1995 per la maggior parte dei paesi dell’area dell’euro<sup>79</sup>.

**Nel contesto delineato il presente articolo adotta una prospettiva di più lungo termine per esaminare i fatti stilizzati relativi alla spesa per beni durevoli nell’area dell’euro e alla sua rilevanza per le oscillazioni del ciclo economico.**

La sezione 2 descrive le caratteristiche e il comportamento del consumo di beni durevoli nel ciclo economico. La sezione 3 illustra il ruolo svolto dalle condizioni di

<sup>79</sup> I dati trimestrali relativi a Malta sono disponibili solo a partire dal primo trimestre del 2000 a causa di deroghe nazionali. Per Finlandia e Francia la disponibilità dei dati è antecedente al 1995.

finanziamento, con particolare riguardo agli acquisti di autovetture. La sezione 4 espone le tendenze di lungo periodo dei prezzi relativi e delle quote dei beni durevoli nell'ambito dei consumi. Nella sezione 5 l'analisi è integrata dalle indicazioni ricavate da un modello empirico (VAR strutturale), che scompone la crescita dei consumi in contributi agli shock strutturali, distinguendo gli shock della domanda aggregata e dell'offerta aggregata da quelli specifici per i beni di consumo durevoli, tenendo conto delle condizioni monetarie.

## 2 Comportamento e caratteristiche del consumo di beni durevoli

### 2.1 Comportamento ciclico dei beni durevoli

**La spesa per beni durevoli è tendenzialmente volatile e prociclica, riflettendo le caratteristiche specifiche di tale tipologia di beni.** Come mostrato nel grafico 2, la dinamica del consumo di beni durevoli sul periodo corrispondente presenta ampie oscillazioni: nelle fasi di espansione economica la sua crescita in genere supera il PIL (e il consumo di beni non durevoli), riducendosi in misura più marcata nei periodi di recessione. La prociclicità della spesa per beni durevoli è stata particolarmente pronunciata in Italia e in Spagna durante la crisi europea del debito sovrano. In Germania il comportamento anticiclico durante il periodo di crisi è stato influenzato dalla componente delle autovetture, che ha beneficiato di sussidi, nella forma di incentivi alla rottamazione dei veicoli, di entità superiore che negli altri paesi dell'area dell'euro e dimostratisi alquanto efficaci<sup>80</sup>. Il settore tedesco delle famiglie, inoltre, ha evidenziato maggiore capacità di tenuta rispetto a quello degli altri principali paesi dell'area dell'euro.

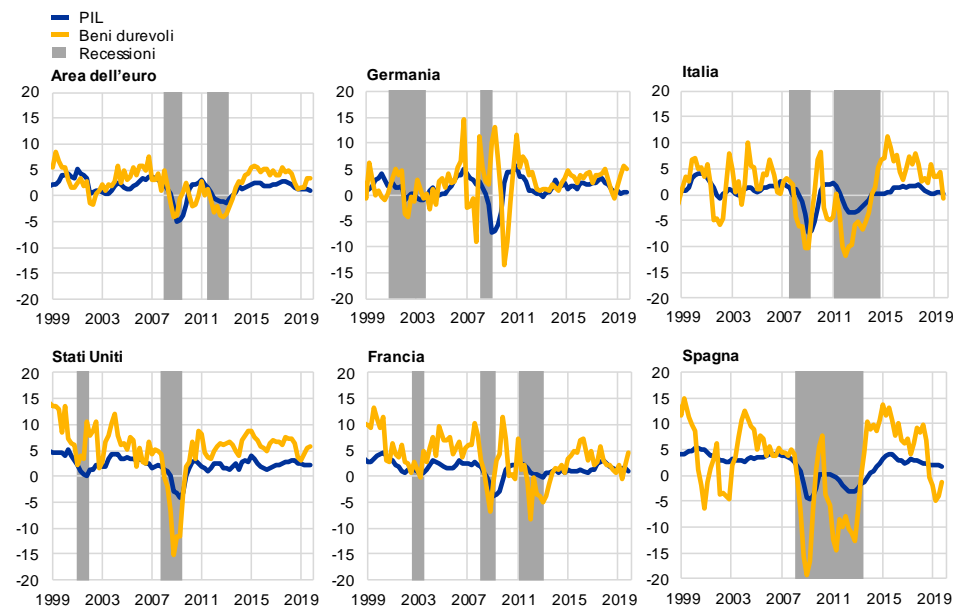
---

<sup>80</sup> Cfr. Grigolon, L., Leheyda, N. e Verboven, F., "Scrapping subsidies during the financial crisis — Evidence from Europe", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 44, 2016, pagg. 41-59. A differenza dell'intero campione della tavola 1, in Germania la correlazione tra beni durevoli e PIL è positiva, anziché negativa, per un sottocampione fino al quarto trimestre del 2007, periodo che esclude la crisi finanziaria e l'andamento anticiclico della componente delle automobili determinato dai programmi di incentivi alla rottamazione dei veicoli.

## Grafico 2

### Ciclicità del consumo di beni durevoli

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente in termini reali)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis statunitense, CEPR, NBER, ECRI ed elaborazioni della BCE.

Note: la datazione delle recessioni si basa sulle definizioni dell'NBER (per gli Stati Uniti), del CEPR (per l'area dell'euro) e dell'ECRI (per Germania, Francia, Italia e Spagna). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

**Storicamente la spesa per beni durevoli, data la volatilità e la prociclicità di questi ultimi, spiega una quota relativamente ampia della varianza del PIL, pur essendo di entità modesta, soprattutto se confrontata al consumo di beni non durevoli.** La tavola 1 mostra la quota dei consumi e quella delle loro componenti in termini di PIL, nonché la corrispondente quota della varianza del PIL riconducibile a ciascuna. I consumi privati totali sono pari a due terzi del PIL negli Stati Uniti e a poco più della metà nell'area dell'euro. Il loro contributo complessivo alla varianza del PIL, tuttavia, è generalmente inferiore dato il comportamento regolare dei servizi, che costituiscono la componente più ampia della spesa per consumi in beni non durevoli. Per contro, in Francia, Italia e Spagna, così come negli Stati Uniti, i beni durevoli contribuiscono ad una quota maggiore della varianza della crescita del PIL in rapporto alla loro entità. Sotto tale profilo, la spesa per beni durevoli presenta analogie con gli investimenti, ai quali, nonostante la loro minore entità nell'ambito della domanda aggregata, è riconducibile una quota sproporzionatamente elevata delle oscillazioni del prodotto.

## Tavola 1

### Proprietà cicliche dei consumi e delle relative componenti

(quote percentuali e percentuale della varianza collegata)

	Stati Uniti		Area dell'euro		Germania		Francia		Italia		Spagna	
	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2	%Y	%σ2
<b>Consumi</b>	67,2	54,9	55,3	33,0	52,2	10,0	53,1	34,5	60,6	43,5	60,5	67,0
<b>Beni durevoli</b>	7,9	13,2	5,3	4,8	6,1	-0,8	4,8	5,3	5,3	7,8	4,8	9,1
<b>Beni non durevoli</b>	59,3	38,7	50,0	27,6	46,1	11,1	48,3	27,2	55,3	34,4	55,8	56,7
<b>Investimenti</b>	21,1	50,5	21,3	40,4	20,6	33,9	21,8	47,5	19,5	39,2	23,1	56,7

Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis statunitense ed elaborazioni della BCE.

Note: quota del PIL (%Y) e percentuale della varianza del PIL (%σ2) collegata ai consumi e alle loro componenti nel periodo compreso tra il primo trimestre del 1997 e il quarto trimestre del 2019. La quota del PIL è espressa in termini nominali, mentre la percentuale della varianza collegata è espressa in termini reali. Tra i beni non durevoli sono ricompresi anche i beni semidurevoli e servizi. Per una migliore comparabilità tra Stati Uniti e area dell'euro (e paesi dell'area dell'euro), gli investimenti si riferiscono agli investimenti fissi lordi (al netto delle scorte) e includono gli investimenti sia privati che pubblici.

## 2.2 Analisi dei punti di svolta

**L'analisi dei punti di svolta è incentrata sull'individuazione dei periodi durante i quali un'economia passa da un regime a un altro, ad esempio da una fase di espansione a una fase di contrazione e viceversa.** Nella presente sezione sono

illustrati i risultati relativi all'area dell'euro basati su due approcci diversi alla definizione di recessione. Un approccio muove dalla metodologia di datazione ufficiale dei cicli economici adottata dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR)<sup>81</sup>. L'altro è una versione modificata per i dati trimestrali da Harding e Pagan (2002) dell'algoritmo di datazione originale di Bry e Boschan (1971) (di seguito "algoritmo MBBQ")<sup>82</sup>. Tale algoritmo è un metodo automatizzato a più fasi per individuare i punti di svolta sulla base di ipotesi circa l'entità relativa dei livelli massimi e minimi e della durata minima delle diverse fasi del ciclo economico.

**Nell'area dell'euro i periodi di recessione, secondo la datazione ufficiale del CEPR, tendono a coincidere con la contrazione del PIL e della maggior parte delle componenti della spesa, incluso il consumo di beni durevoli.** Il grafico 3 mostra le recessioni individuate dal CEPR nell'area dell'euro (barre verticali grigie delimitate da linee nere) unitamente alle flessioni del PIL e delle componenti della spesa determinate sulla base dell'algoritmo MBBQ (barre colorate). Il fatto che i periodi di recessione tendano a coincidere con l'individuazione del contemporaneo rallentamento della maggior parte delle componenti di spesa del PIL è in linea con la tesi secondo cui una recessione è un fenomeno generalizzato che interessa l'intera economia. Al tempo stesso, il calo della spesa per beni durevoli nei periodi di contrazione economica generale segnala che gli acquisti di tali beni sono altamente

<sup>81</sup> Secondo l'approccio del CEPR si definisce recessione "un calo significativo del livello dell'attività economica, diffuso nell'intera economia dell'area dell'euro, solitamente visibile in due o più trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL, dell'occupazione e di altre misure dell'attività economica aggregata per l'area dell'euro nel suo complesso".

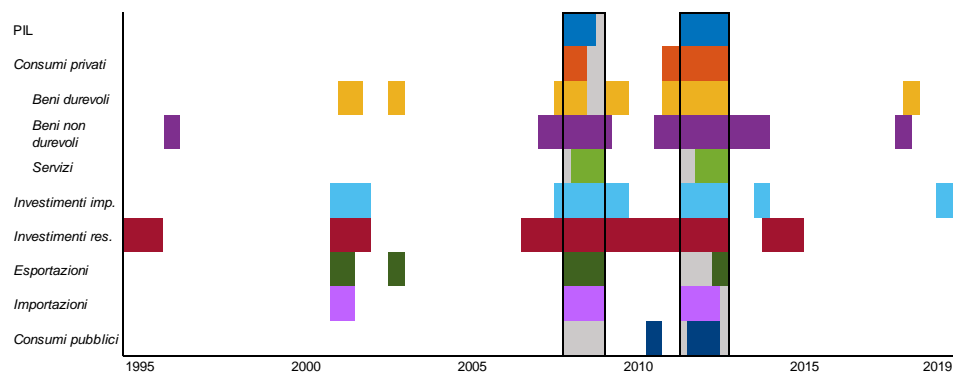
<sup>82</sup> Cfr. Harding, D. e Pagan, A., "Dissecting the cycle: a methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n. 2, 2002, pagg. 365-381 e Bry, G. e Boschan, C., "Programmed Selection of Cyclical Turning Points" in Bry, G. e Boschan, C. (a cura di), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, NBER, 1971, pagg. 7-63.

sincronizzati con gli andamenti dell'attività e contengono, pertanto, informazioni rilevanti sulla fase del ciclo economico.

### Grafico 3

#### Punti di svolta per le componenti di spesa del PIL nell'area dell'euro

(recessioni nelle barre grigie secondo la datazione del CEPR; punti di svolta individuati dall'algorithm MBBQ)



Fonti: Eurostat, CEPR ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree grigie indicano le recessioni individuate dal CEPR. Le aree colorate indicano i punti di svolta per il PIL e le componenti di spesa individuati dall'algorithm di Bry-Boschan modificato per i dati trimestrali (Modified Bry-Boschan Quarterly, MBBQ). Le serie disaggregate per le componenti di consumo dell'area dell'euro sono costruite come un'aggregazione di tipo bottom-up dei dati nazionali per l'area dell'euro a 19 nel caso dei beni durevoli e per un sottoinsieme di 12 paesi (Germania, Estonia, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi e Finlandia) per i beni non durevoli e i servizi dal primo trimestre del 1995 a oggi, con l'eccezione di Italia, Paesi Bassi e Austria (dati disponibili a partire dal primo trimestre del 1996) e Malta dal primo trimestre del 2000. Le abbreviazioni sull'asse verticale si riferiscono agli investimenti delle imprese (imp.) e a quelli in edilizia residenziale (res.). I consumi di beni non durevoli includono anche i beni semidurevoli e gli investimenti delle imprese includono gli investimenti pubblici. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

**Al di là delle fasi di contrazione che coincidono con le recessioni ufficiali, storicamente i punti di svolta negli acquisti di beni durevoli si sono osservati anche al di fuori delle recessioni, ma in periodi tipicamente caratterizzati da debolezza economica.** Tale circostanza, ad esempio, si è verificata all'inizio degli anni 2000, quando l'attività economica nell'area dell'euro ha evidenziato una notevole perdita di slancio<sup>83</sup>. Nell'identificare tali "fasi di debolezza" (soft patches) nell'economia, la spesa per beni durevoli presenta alcune analogie con il comportamento degli investimenti, altra componente della domanda che tende ad essere altamente volatile e fortemente prociclica<sup>84</sup>. L'esistenza di segnali recessivi "falsi" provenienti dalle componenti più volatili del PIL, nel contempo, mette in guardia dai rischi di un eccessivo affidamento su un unico indicatore, poiché esso potrebbe incorporare la debolezza specifica di un settore, piuttosto che dell'intera economia.

**È inoltre interessante osservare che le flessioni individuate nel consumo di beni durevoli hanno avuto la tendenza ad anticipare l'inizio ufficiale delle due recessioni dell'area dell'euro datate dal CEPR.** Se il limitato numero di episodi di recessione nell'area dell'euro induce a non trarre conclusioni definitive, l'aspetto anticipatore proprio della spesa per beni durevoli è evidente anche nel più lungo campione relativo agli Stati Uniti, che si estende su un periodo di oltre sessant'anni e dà conto, pertanto, di un maggior numero di recessioni (cfr. il grafico 4). Come per

<sup>83</sup> Si noti che i primi due trimestri del 2003 nell'area dell'euro sono stati definiti dal CEPR una "pausa prolungata nella crescita dell'attività economica, anziché una vera e propria recessione".

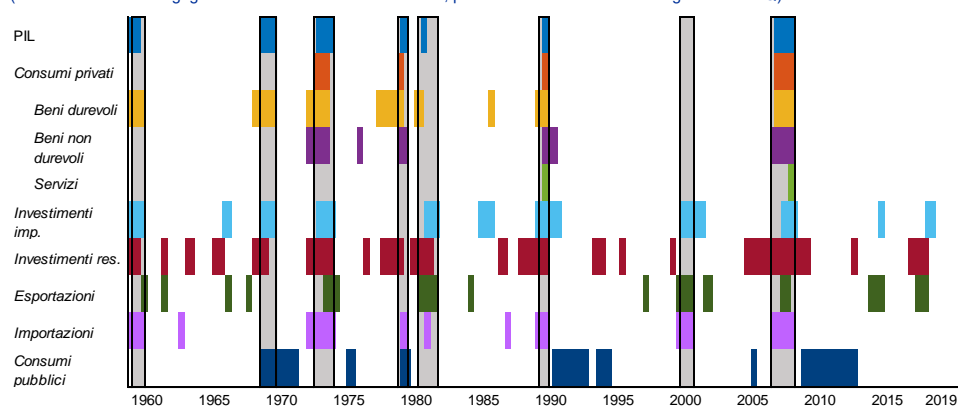
<sup>84</sup> Sulla distinzione tra recessioni e fasi di debolezza nell'economia dell'area dell'euro, cfr. Duma, M. Forsells, M. e Kennedy, N., *Definizioni e caratteristiche delle fasi di debolezza nell'area dell'euro*, nel numero 4/2019 di questo Bollettino.

l'area dell'euro, anche le evidenze concernenti gli Stati Uniti sembrano suggerire che il segnale fornito dai beni durevoli sulla variazione della fase del ciclo economico tende a essere meno impreciso di quello basato sulle componenti di investimento. Al tempo stesso, appare più coerente nell'indicare i passaggi tra i regimi economici rispetto ad altre voci di consumo quali i servizi, che durante le recessioni ufficiali spesso non manifestano punti di svolta

#### Grafico 4

#### Punti di svolta per le componenti di spesa del PIL negli Stati Uniti

(recessioni nelle barre grigie secondo la datazione dell'NBER; punti di svolta individuati dall'algorithmo MBBQ)



Fonti: Bureau of Economic Analysis statunitense, NBER ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree grigie indicano le recessioni individuate dall'NBER. Le aree colorate indicano i punti di svolta per il PIL e le componenti di spesa individuati dall'algorithmo di Bry-Boschan modificato per i dati trimestrali (Modified Bry-Boschan Quarterly, MBBQ). Le abbreviazioni sull'asse verticale si riferiscono agli investimenti delle imprese (imp.) e a quelli in edilizia residenziale (res.). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

### 3 Consumi di beni durevoli, credito e condizioni di finanziamento

**La disponibilità di credito è importante per la capacità delle famiglie di limitare le fluttuazioni dei consumi nel corso del ciclo economico.** Le condizioni di finanziamento sono particolarmente rilevanti per l'acquisto di prodotti di importo elevato, come i beni durevoli, che, in virtù del loro più lungo ciclo di vita e del valore unitario più elevato, sono più spesso acquistati mediante ricorso al credito e risultano talvolta idonei a essere stanziati a garanzia di quest'ultimo<sup>85</sup>. Il riquadro 2 fornisce ulteriori dettagli sull'utilizzo del credito per l'acquisto di beni durevoli nell'area dell'euro.

<sup>85</sup> Nonostante l'importanza del credito al consumo per il finanziamento dell'acquisto di beni durevoli (cfr. il riquadro 2), i mutui associati all'acquisto di abitazioni continuano a rappresentare una quota predominante del debito delle famiglie.

## Riquadro 2

### Utilizzo del credito per l'acquisto di beni durevoli nell'area dell'euro

---

a cura di Matteo Falagiarda e Mika Tujala

Un'ampia quota degli acquisti di beni durevoli nell'area dell'euro è finanziata con prestiti<sup>86</sup>. Tale caratteristica rende i beni durevoli più esposti alle condizioni del credito e alla politica monetaria rispetto ai beni non durevoli. Nell'insieme dell'area dell'euro l'importanza del credito al consumo per l'acquisto di beni durevoli è nettamente diminuita in seguito alla crisi finanziaria mondiale, ma è risalita a partire dal 2015 (cfr. il pannello a) del grafico A). Se nel periodo antecedente la crisi circa il 60 per cento degli acquisti di beni durevoli era finanziato mediante ricorso al credito, tale quota è scesa a circa il 40 per cento nel periodo 2008-2014, prima di salire a quasi il 50 per cento nel periodo più recente. A livello di singolo paese è possibile rintracciare una tendenza analoga in Germania e in Spagna, dove prima della crisi gran parte dei beni durevoli acquistati dalle famiglie era finanziata da prestiti. La flessione registrata in Germania dopo il 2007 può essere attribuita alla contrazione della quota di autovetture sul totale degli acquisti di beni durevoli e, nel biennio 2009-2010, al programma di rottamazione dei veicoli, che ha ridotto la quantità di credito necessaria all'acquisto di un'automobile. Il calo della quota di beni durevoli finanziati mediante ricorso al credito in Spagna può essere ricondotto alla forte riduzione dell'indebitamento del settore delle famiglie e agli elevati tassi di disoccupazione osservati dopo la crisi finanziaria mondiale. In Francia e in Italia il credito sta attualmente sostenendo l'acquisto di beni durevoli in misura maggiore rispetto al passato, sebbene in Italia permanga su livelli relativamente moderati per effetto della minore quota di autovetture sul totale degli acquisti di beni durevoli in rapporto agli altri paesi.

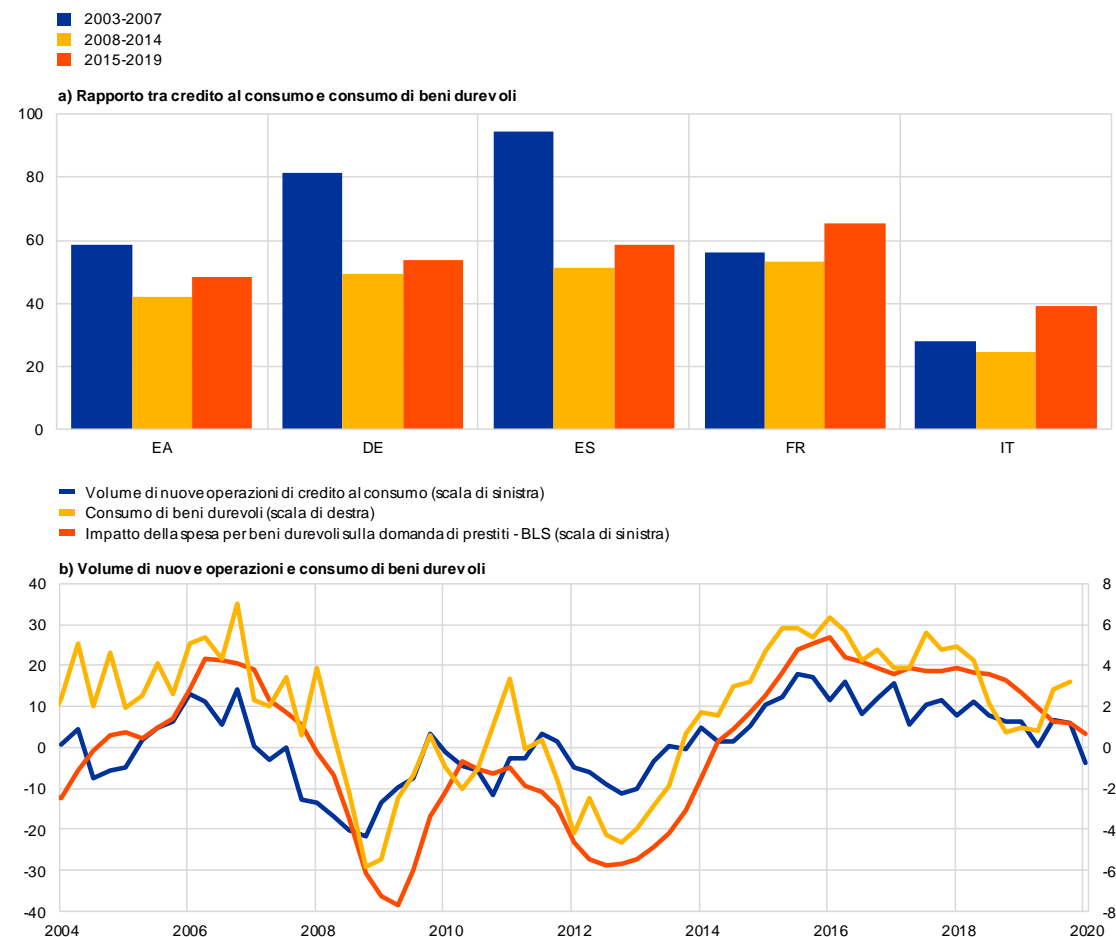
---

<sup>86</sup> Il credito al consumo si riferisce a prestiti concessi principalmente per uso personale volti all'acquisto di beni e servizi. È opportuno osservare che i prestiti revolving, gli scoperti di conto e i debiti da carta di credito rientrano nel credito al consumo in caso di consistenze in essere nelle statistiche di bilancio delle IFM, mentre nel caso di volumi di nuove operazioni sono esclusi dalle statistiche sui tassi di interesse delle IFM. Per maggiori dettagli sulle definizioni statistiche, cfr. [Manual on MFI balance sheet statistics](#) e [Manual on MFI interest rate statistics](#).

## Grafico A

### Andamento del credito al consumo nell'area dell'euro

(pannello a): valori percentuali; pannello b) variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili di quattro trimestri delle percentuali nette



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: pannello a) – rapporto tra volume di nuove operazioni di credito al consumo e spesa per consumo di beni durevoli; pannello b) – tasso di crescita sul periodo corrispondente del volume di nuove operazioni di credito al consumo e spesa per consumo di beni durevoli in termini nominali; medie mobili di quattro trimestri delle percentuali nette per l'indicatore dell'indagine condotta dalla BCE sul credito bancario nell'area dell'euro (bank lending survey, BLS). Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2020, esclusa l'osservazione per il consumo di beni durevoli, che si riferisce al quarto trimestre del 2019.

Il credito al consumo ha sostenuto la domanda di beni durevoli da parte delle famiglie durante l'ultima ripresa. Gli andamenti dei volumi delle nuove operazioni di credito al consumo hanno in genere seguito molto da vicino le variazioni della spesa per consumi di beni durevoli (cfr. il pannello b) del grafico A). La correlazione tra consumo di beni durevoli e volumi di nuove operazioni di credito al consumo tra il primo trimestre del 2004 e il quarto trimestre del 2019 è pari a circa 0,75. Tale stretto legame è altresì confermato dall'indagine della BCE sul credito bancario nell'area dell'euro, secondo cui la spesa per beni durevoli fornisce un contributo rilevante alla domanda di credito al consumo. Questa solida relazione è anche determinata dal fatto che i beni durevoli, in particolare le automobili, possono essere posti a garanzia dei crediti corrispondenti. A partire dal 2014, la crescente domanda di beni durevoli e di credito al consumo per finanziarne l'acquisto è stata sostenuta da una rinnovata fiducia delle famiglie seguita alla ripresa economica generalizzata e al miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, nonché dai livelli storicamente minimi dei tassi bancari sui prestiti (cfr. il pannello a) del grafico B). Tali andamenti sono stati favoriti dalle misure accomodanti di politica monetaria adottate dalla BCE. Il miglioramento dell'ambiente macroeconomico ha notevolmente ridotto il rischio di credito dei

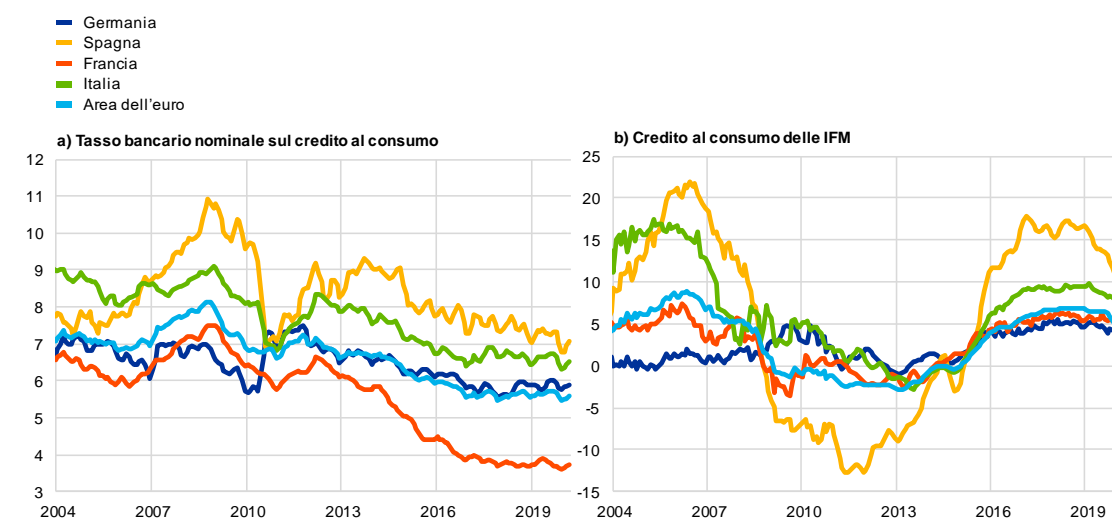
debitori, consentendo così alle banche di allentare le condizioni di offerta del credito<sup>87</sup>.

Dalla metà del 2018, le dinamiche del credito al consumo hanno iniziato a segnare una graduale decelerazione, in linea con il rallentamento dell'attività economica e del consumo di beni durevoli. Essa è stata accompagnata da crescenti pressioni verso l'inasprimento dei criteri applicati dalle banche alla concessione del credito, principalmente per effetto del loro atteggiamento più severo nei confronti del rischio di credito, così come dell'aumento delle garanzie richieste e dei tassi di rifiuto. Tali pressioni si sono intensificate all'inizio del 2020, rispecchiando l'impatto della pandemia di coronavirus<sup>88</sup>.

## Grafico B

### Andamento dei tassi applicati e dei volumi di credito al consumo in alcuni paesi dell'area dell'euro

(panello a): valori percentuali in ragione d'anno, medie mobili di tre mesi; pannello b): variazioni percentuali su periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: pannello a) – le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2020; pannello b) – i dati antecedenti il 2011 non sono corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni. Per l'area dell'euro e per la Spagna i dati trimestrali sono interpolati a una frequenza mensile utilizzando una funzione cubica spline. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2020.

A partire dal 2014 il rafforzamento del credito al consumo nell'area dell'euro è stato generalizzato, sebbene i relativi tassi di crescita nei singoli paesi abbiano evidenziato notevoli differenze (cfr. il pannello b) del grafico B). Dalla metà del 2015 il credito al consumo ha svolto un ruolo chiave nel sostenere la ripresa dei prestiti totali alle famiglie da parte delle IFM in Spagna e, in misura minore, in Italia. In Spagna il credito al consumo ha registrato tassi di incremento a due cifre su base annua, rappresentando l'unica componente dei prestiti al settore privato ad aver segnato un tasso annuo di crescita positivo tra il 2015 e il 2017. Tali vigorose dinamiche, tuttavia, dovrebbero essere considerate nel contesto della marcata e protratta flessione del credito bancario verificatasi nell'area dell'euro durante la crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano e delle successive forti pressioni della domanda repressa. In Italia metà della crescita annua dei prestiti totali delle IFM alle famiglie nel periodo tra il 2016 e il 2019 è riconducibile al credito al consumo. Per contro, in Germania e in Francia i tassi di crescita sui dodici mesi del credito al consumo sono rimasti relativamente moderati. Se si considera il periodo più recente, la crescita del credito al consumo ha subito un rallentamento in tutti i principali paesi dell'area dell'euro, in linea con l'indebolimento del

<sup>87</sup> Cfr. *Andamenti recenti del credito al consumo nell'area dell'euro* nel numero 7/2017 di questo Bollettino.

<sup>88</sup> Cfr. *The euro area bank lending survey – First quarter of 2020*, BCE, aprile 2020.

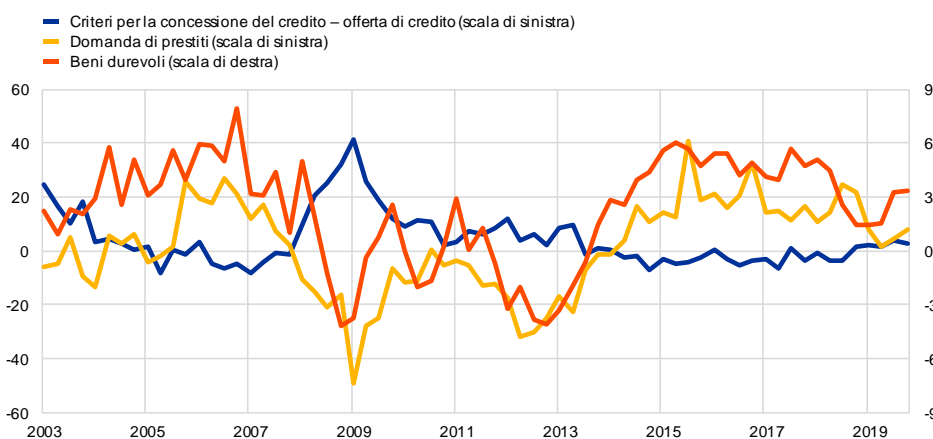
contesto economico. Tale decelerazione è stata particolarmente pronunciata in Spagna, dato il graduale riassorbimento delle forti pressioni della domanda repressa in seguito alla crisi. All'inizio del 2020, in conseguenza dei provvedimenti di chiusura introdotti dopo la diffusione dell'epidemia di coronavirus, si è osservato un brusco calo delle dinamiche del credito al consumo in tutti i principali paesi dell'area dell'euro.

**I beni durevoli, pertanto, sono strettamente correlati alla domanda di credito al consumo e possono fornire importanti indicazioni sullo stato delle condizioni di finanziamento dell'economia.** Come mostrato nel grafico 5, le fasi di crescita sostenuta del consumo di beni durevoli, come durante il periodo di espansione precedente la crisi finanziaria mondiale o quello più recente negli anni tra il 2013 e il 2019, tendono a coincidere con l'aumento della domanda di prestiti al consumo generalmente utilizzati dalle famiglie per finanziare gli acquisti di beni durevoli. Analogamente, lo stretto comovimento tra beni durevoli e domanda di credito si è osservato durante la doppia recessione nell'area dell'euro. Nel corso della crisi finanziaria mondiale del 2008-2009, inoltre, l'inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti da parte delle banche ha limitato la disponibilità di credito dal lato dell'offerta, coincidendo con una significativa contrazione degli acquisti di beni durevoli.

### Grafico 5

Offerta e domanda di credito al consumo e consumo di beni durevoli nell'area dell'euro

(scala di sinistra: percentuali nette; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine della BCE sul credito bancario nell'area dell'euro (bank lending survey, BLS), Eurostat ed elaborazioni della BCE. Note: l'offerta e la domanda di prestiti si basano su quesiti rivolti alle banche circa le modalità in cui i criteri per la concessione del credito da esse adottati e la domanda di prestiti sono cambiati nei tre mesi precedenti. La serie sul consumo di beni durevoli nell'area dell'euro è espressa in termini reali. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

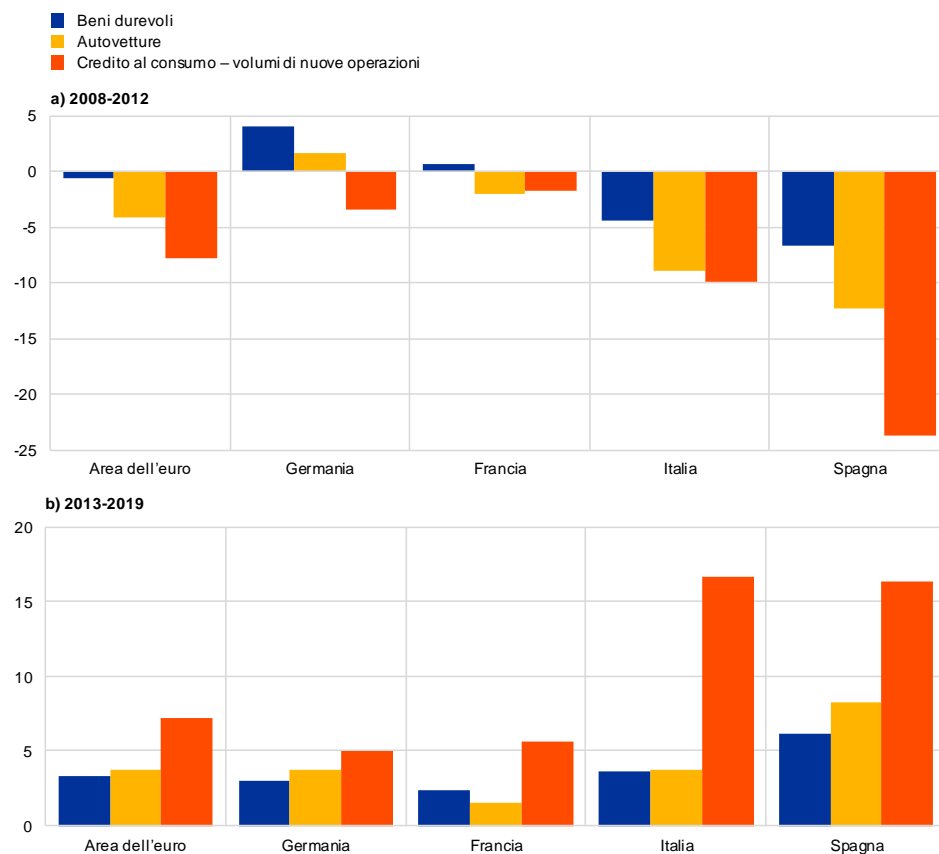
**Profili divergenti di spesa per beni durevoli nei vari paesi possono anche rispecchiare, pertanto, condizioni di finanziamento eterogenee.** Il grafico 6 mostra il consumo di beni durevoli, la spesa per autovetture e il credito al consumo in due fasi del ciclo economico, per l'insieme dell'area dell'euro e per le quattro maggiori economie. Il primo periodo, tra il 2008 e il 2012, è stato dominato dalla doppia recessione e seguito da una fase di ripresa sostenuta. Mentre nell'insieme dell'area dell'euro la spesa per beni durevoli ha ristagnato e il credito ha segnato una

contrazione durante il primo periodo, tali andamenti, nella forma di una brusca flessione, sono stati particolarmente evidenti in Italia e in Spagna, paesi colpiti in misura significativa dalle crisi finanziaria e del debito sovrano dell'area. Nel secondo periodo iniziato nel 2013, per contro, con il miglioramento della disponibilità di credito e il calo, sostenuto dalle misure di politica monetaria, della dispersione delle condizioni di finanziamento determinata dalla crisi in tutte le economie dell'area dell'euro, sia la dinamica del credito che la spesa per beni durevoli, incluso l'acquisto di veicoli, hanno registrato una ripresa, crescendo a ritmi superiori alla media in Italia e in Spagna. Nella seconda fase, in particolare, la ripresa del credito è stata trainata dall'ingente erogazione di nuovi prestiti al consumo a medio e lungo termine, tipologie di finanziamento prevalentemente utilizzate dalle famiglie per effettuare acquisti di importo elevato<sup>89</sup>.

### Grafico 6

#### Credito al consumo, consumo di beni durevoli e spesa per autovetture

(variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: tasso medio di crescita del consumo di beni durevoli, spesa per autovetture e credito al consumo nei periodi 2008-2012 e 2013-2019. Il credito al consumo è la variazione sul periodo corrispondente del flusso di nuove operazioni di prestito concesso a fini di consumo (esclusi i prestiti revolving, gli scoperti di conto corrente e i debiti da carte di credito di tipo "a saldo" e "revolving"). Il credito al consumo è espresso in termini nominali, mentre il consumo di beni durevoli e la spesa per autovetture sono espressi in termini reali. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2019 per il consumo di beni durevoli e il credito al consumo e al 2018 per la spesa per autovetture. Il tasso di crescita della spesa per autovetture nel 2019 è incrementato sulla base delle immatricolazioni di nuovi autoveicoli.

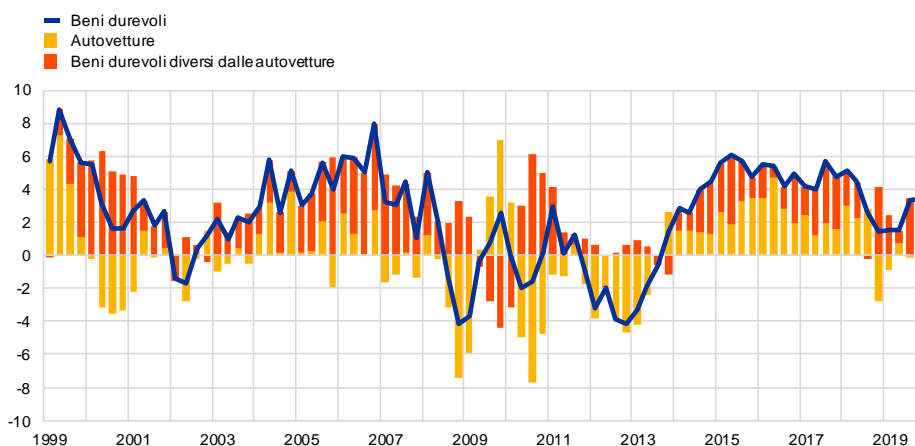
<sup>89</sup> Cfr. *Andamenti recenti del credito al consumo nell'area dell'euro* nel numero 7/2017 di questo Bollettino.

In particolare, gli acquisti di autovetture spiccano in quanto voce principale del consumo di beni durevoli – pari a circa il 40 per cento del totale dell’area dell’euro – che è fortemente influenzata dalle condizioni di finanziamento (cfr. il grafico 7). Ciò che, di solito, rende un veicolo adatto al finanziamento, oltre al fatto di poter essere utilizzato più facilmente come garanzia, è il suo valore unitario elevato in proporzione al reddito, la sua durata nel tempo relativamente lunga e il suo tasso di svalutazione relativamente basso<sup>90</sup>. Dati gli elevati costi del miglioramento e dell’adeguamento delle consistenze di beni che costituiscono grosse voci di spesa, come ad esempio le autovetture, l’intenzione delle famiglie di effettuare acquisti rilevanti è fortemente correlata alle aspettative di reddito e alla loro situazione finanziaria. Di conseguenza, l’andamento degli acquisti di autovetture rispecchia le condizioni di finanziamento aggregate e il vigore del ciclo economico.

### Grafico 7

#### Consumo di beni durevoli nell’area dell’euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in termini reali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2019.

**Le spese per l’acquisto di autovetture possono anche essere una fonte idiosincrica delle fluttuazioni del consumo di beni durevoli.** Ciò è dovuto alla rilevanza sistemica dell’industria automobilistica per l’intera economia – che in alcuni casi determina l’attuazione di misure di sostegno anticicliche (ad esempio contributi per la rottamazione dei veicoli) – nonché alle modifiche normative e ai progressi tecnologici. Ad esempio, la ripresa degli acquisti di automobili nel 2009, nel mezzo della crisi finanziaria, è stata sostenuta dall’attuazione diffusa di programmi di sovvenzioni per la rottamazione degli autoveicoli in tutta l’area dell’euro, con contributi da 1.000 euro per veicolo in Francia fino a 2.500 euro in Germania<sup>91</sup>. La ripresa dei consumi di beni durevoli durante la recessione, trainata dal settore

<sup>90</sup> Sebbene le autovetture possano perdere valore più rapidamente rispetto ad alcuni beni durevoli, come ad esempio l’arredamento, esse si svalutano molto più lentamente di altri beni, come i computer. Cfr. Stacchetti, E. e Stolyarov, D., “Obsolescence of Durable Goods and Optimal Purchase Timing”, *Review of Economic Dynamics*, vol. 18, n. 4, 2015, pagg. 752-773.

<sup>91</sup> Cfr. Grigolon, L., Leheyda, N. e Verboven, F., “Scrapping subsidies during the financial crisis – Evidence from Europe”, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 44, 2016, pagg. 41-59.

automobilistico, si è rivelata di breve durata, dato che le sovvenzioni hanno anticipato in gran parte la domanda futura.

**Nel corso dell'ultima espansione economica, la spesa per autovetture ha dato un forte impulso alla robusta crescita del consumo di beni durevoli grazie a condizioni di finanziamento favorevoli e all'allentamento dei criteri di concessione del credito da parte delle banche per i prestiti al consumo a partire dal 2014.** Durante questo periodo, è probabile che le condizioni di finanziamento favorevoli abbiano sostenuto la spesa per i beni durevoli in maniera più incisiva, poiché questi ultimi tendono a reagire in misura più forte agli shock monetari durante le fasi espansive che nel corso delle recessioni, come evidenziato costantemente in letteratura<sup>92</sup>. Con l'ausilio di microdati, il riquadro 3 esamina l'eterogeneità tra le famiglie rispetto all'acquisto di autovetture e l'utilizzo di prestiti per tali acquisti durante la ripresa economica. Negli ultimi due anni (2018-2019), la spesa per l'acquisto di autovetture ha subito un rallentamento in un contesto di marcata volatilità, in parte legato all'evoluzione della normativa in materia di ambiente e alle prospettive incerte riguardo al futuro dei motori a combustione diesel e alla rapidità di diffusione delle auto elettriche.

### Riquadro 3

#### Eterogeneità tra le famiglie negli acquisti di veicoli

---

a cura di Fabian Nemeček, Francisco Rodrigues e Jiri Slacalek

I veicoli, quali automobili, furgoni e motocicli, sono una importante componente dei beni durevoli, in quanto costituiscono circa il 40 per cento del consumo di beni durevoli a livello aggregato e spiegano una gran parte della sua variazione ciclica. Negli ultimi anni, in aggregato, gli acquisti di veicoli (in seguito "autovetture", per semplicità) hanno registrato una vivace dinamica. Tuttavia, i dati aggregati potrebbero celare una notevole eterogeneità tra la popolazione. Se, ad esempio, solo le famiglie più abbienti fossero responsabili dell'aumento aggregato degli acquisti di autovetture, questo sarebbe un segno di fragilità della crescita del consumo di beni durevoli. Inoltre, per l'acquisto di un'autovettura spesso si rende necessario richiedere un prestito. Anche la distribuzione dei prestiti per l'acquisto di autovetture può fornire informazioni utili sulle condizioni macroeconomiche e finanziarie.

Il presente riquadro analizza l'eterogeneità tra le famiglie dell'area dell'euro negli acquisti di autovetture e nei prestiti per tali acquisti durante la fase di ripresa successiva alla crisi del debito sovrano europeo. Viene utilizzata l'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie dell'Eurosistema (Household Finance and Consumption Survey, HFCS), che è una fonte unica di dati transnazionali e comparabili sui bilanci, sui redditi e sugli indicatori di consumo delle famiglie, oltre a fornire informazioni sulla spesa da esse sostenuta per l'acquisto di veicoli e per i relativi prestiti. L'indagine HFCS ha cadenza triennale, per cui il presente riquadro si riferisce alle due edizioni condotte nel

---

<sup>92</sup> Cfr., ad esempio, Berger, D. e Vavra, J., "Consumption Dynamics during recessions", *Econometrica*, vol. 83, n. 1, 2015, pagg. 101-154.

2014 e nel 2017. Le informazioni sugli acquisti di autovetture sono disponibili con riferimento all'anno precedente alle interviste, vale a dire rispettivamente il 2013 e il 2016<sup>93</sup>.

Una caratteristica generale che emerge dai microdati è che le famiglie con livelli di reddito più elevati tendono ad acquistare autovetture più costose e a sostituirle con maggiore frequenza. Il grafico A illustra in che modo la percentuale di famiglie che hanno acquistato un veicolo nuovo o usato nell'anno precedente l'indagine (pannello a) del grafico A) e il valore mediano pagato (pannello b) del grafico A) sono distribuiti tra i quintili del reddito lordo delle famiglie. L'importo pagato per l'acquisto, come riportato nel pannello b), si riferisce ad acquisti di autovetture sia nuove che usate, al netto di qualsiasi altra somma ricevuta per la permuta o la vendita di un modello più vecchio<sup>94</sup>. Nelle due edizioni dell'indagine entrambe le misure aumentano chiaramente in misura proporzionale al reddito: le famiglie con redditi più elevati tendono ad acquistare autovetture più spesso e a spendere di più.

---

<sup>93</sup> Nella prima edizione dell'indagine HFCS non sono state raccolte informazioni sugli acquisti di autovetture. La descrizione dei principali risultati dell'indagine è disponibile in Household Finance and Consumption Network: "[The Household Finance and Consumption Survey: Results from the second wave](#)", *Statistics Paper Series*, n. 18, BCE, 2016; e Household Finance and Consumption Network, "[The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2017 wave](#)", *Statistics Paper Series*, n. 36, BCE, 2020.

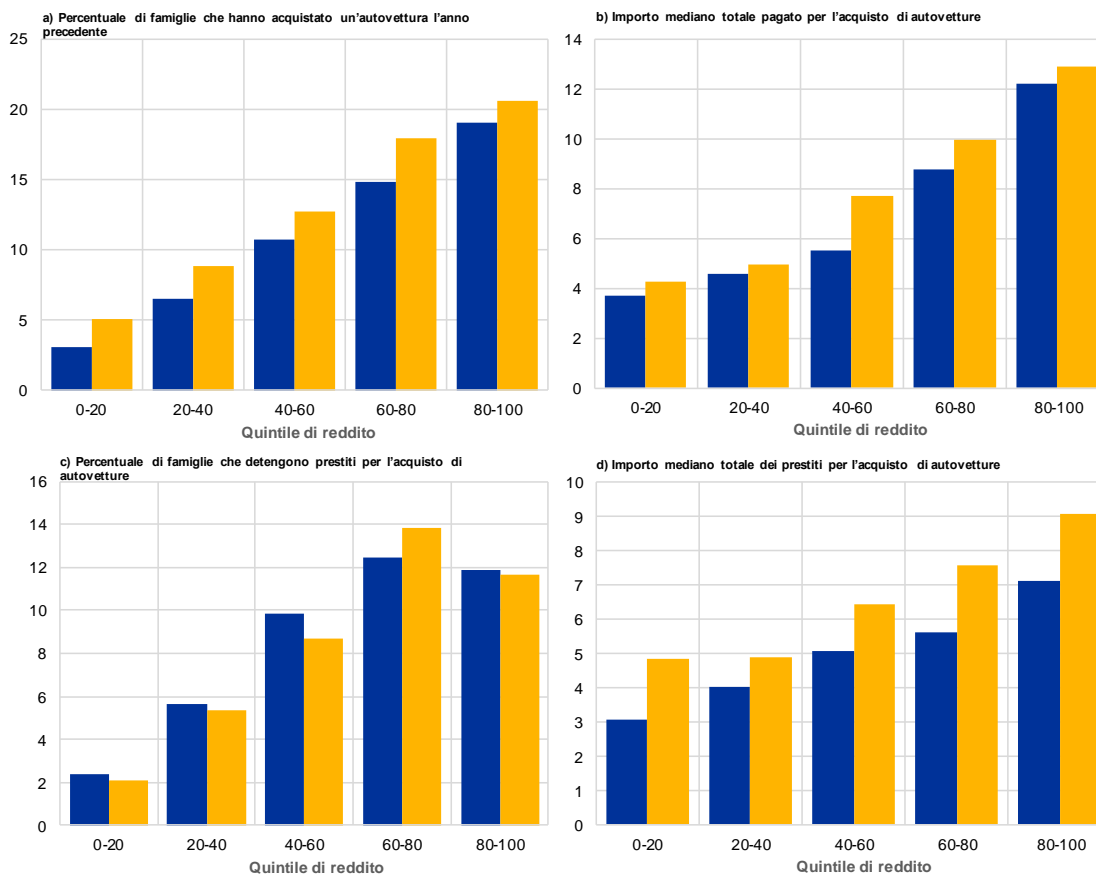
<sup>94</sup> I dati dell'indagine HFCS non sono direttamente confrontabili con la maggior parte delle altre fonti di dati, poiché queste ultime non riportano dati separati per il settore delle famiglie o si basano solo sull'acquisto di veicoli nuovi. I dati HFCS invece si riferiscono anche agli acquisti e alle vendite di auto usate effettuati dalle famiglie. I dati sugli importi in euro spesi per l'acquisto di autovetture raccolti nell'ambito dell'HFCS sono comparabili con quelli riportati nelle indagini sui bilanci delle famiglie (Household Budget Surveys).

## Grafico A

### Acquisti di autovetture e prestiti per il loro acquisto nell'area dell'euro

(valori percentuali e migliaia di euro)

■ Edizione 2014  
■ Edizione 2017



Fonti: indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (HFCS) del 2014 e del 2017.

Note: gli acquisti di autovetture si riferiscono all'importo totale netto pagato per i veicoli acquistati dalle famiglie nel corso dei 12 mesi precedenti, al netto di qualsiasi altra somma ricevuta per la permuta o la vendita di un modello più vecchio. I prestiti per il finanziamento degli acquisti di autovetture si riferiscono al saldo in essere totale di tutti i prestiti attualmente detenuti che sono stati utilizzati per l'acquisto di autovetture. I dati comprendono i seguenti paesi dell'area dell'euro: Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Grecia, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia. Non sono disponibili informazioni sui prestiti per l'acquisto di autovetture di Spagna e Finlandia.

Riflettendo una ripresa economica generalizzata, i dati mostrano che gli acquisti di veicoli tra il 2014 e il 2017 sono aumentati in tutta la distribuzione del reddito. Sia la percentuale di famiglie che hanno acquistato un'autovettura che il valore mediano dell'autovettura stessa sono aumentati per tutti i gruppi di reddito. Più specificamente, la percentuale di famiglie che hanno acquistato un'autovettura è aumentata di 1,5-3,1 punti percentuali e il valore mediano dell'autovettura è salito tra i 400 e i 2.100 euro. Aumenti analoghi sono stati registrati per altri parametri sociodemografici quali l'età, l'istruzione e la situazione lavorativa.

L'aumento degli acquisti di autovetture è stato cospicuo in tutta la distribuzione del reddito, anche nei segmenti inferiori e intermedi. Mentre nel quintile di reddito più basso la percentuale di famiglie che ha acquistato un'autovettura è aumentata di circa il 60 per cento, nel quintile intermedio essa è aumentata di circa il 20 per cento e nel quintile superiore dell'8 per cento. Ciò potrebbe riflettere il fatto che i beni durevoli, comprese le autovetture, sono particolarmente prociclici. Nelle fasi di recessione, le famiglie tendono a rinviare l'acquisto di beni durevoli e privilegiano la spesa per beni

di prima necessità<sup>95</sup>. Tale comportamento è particolarmente accentuato nel caso delle famiglie più povere, che sono maggiormente soggette al rischio di disoccupazione e dispongono di minori attività liquide per regolare le proprie spese.

Una minore incertezza favorisce gli acquisti di autovetture. Un bene durevole fornisce alle famiglie un flusso di servizi per tutta la sua durata. Acquistare un bene durevole rappresenta quindi la decisione di allocare i risparmi presenti e futuri nel consumo attuale e futuro e, di conseguenza, le famiglie che hanno minori certezze rispetto al loro reddito futuro saranno meno incentivate a decidere in tal senso. La diminuzione dell'incertezza, il calo della disoccupazione e le prospettive più ottimistiche sugli andamenti economici futuri hanno probabilmente contribuito ad aumentare il numero degli acquisti di autovetture, in particolare nei segmenti inferiori della distribuzione del reddito (cfr. il pannello a) del grafico A).

Anche l'entità dei prestiti concessi per l'acquisto di autovetture aumenta nella distribuzione del reddito. Inoltre, tali prestiti tendono ad aumentare congiuntamente al reddito (cfr. il pannello d) del grafico A). Tuttavia, la percentuale di famiglie che detengono prestiti per l'acquisto di veicoli sale fino al quarto quintile di reddito prima di diminuire leggermente nel quinto quintile (cfr. il pannello c) del grafico A).

Sebbene tra il 2014 e il 2017 la percentuale di famiglie che detenevano prestiti per l'acquisto di autovetture sia rimasta sostanzialmente stabile, il saldo di tali prestiti è aumentato in tutta la distribuzione del reddito. La percentuale di famiglie che detenevano i citati prestiti è leggermente diminuita per la maggior parte dei quintili di reddito (cfr. il pannello c) del grafico A); la differenza tra i due anni di rilevamento non ha superato 1,5 punti percentuali. Nel contempo, il valore mediano dei prestiti per l'acquisto di autovetture (cfr. il pannello d) del grafico A) è aumentato di un importo compreso tra 900 e 2.000 euro per tutta la distribuzione del reddito. In termini percentuali l'aumento più consistente si è registrato tra le famiglie nel quintile inferiore. Tale incremento del valore mediano dei prestiti detenuti dalle famiglie a basso reddito potrebbe rispecchiare sia le loro aspettative più ottimistiche circa l'economia, sia limiti creditizi meno vincolanti.

Gli acquisti di autovetture sono aumentati in misura maggiore per le famiglie con scarse risorse liquide nette. Ciò indica che il risparmio a fini precauzionali potrebbe essere stato un fattore importante nel frenare la spesa per beni durevoli nel corso della Grande recessione. Come nel caso dei rischi connessi al reddito, il consumo di beni durevoli è influenzato anche dalla misura in cui le famiglie sono assicurate contro gli shock in termini di attività liquide nette. In linea con i modelli economici, le famiglie con bassi livelli di riserve di attività liquide tendono a rinviare gli acquisti di beni durevoli durante i periodi di recessione e ad acquistare autovetture durante la ripresa, quando le proprie prospettive economiche sono più ottimistiche. Elaborazioni ulteriori mostrano che le famiglie con poche attività liquide nette in relazione al reddito – in particolare quelle esposte a rischi, come ad esempio le famiglie con redditi più bassi – hanno incrementato in misura maggiore gli acquisti di autovetture.

Guardando al futuro prossimo, gli acquisti di autovetture diminuiranno a causa della pandemia di coronavirus. Nel breve periodo, molte famiglie rimanderanno la spesa per tali acquisti perché l'offerta è stata fortemente ridotta a causa delle misure di contenimento e degli shock avversi al reddito, nonché di una crescente incertezza economica e finanziaria. Nel medio periodo, la futura

---

<sup>95</sup> Cfr. ad esempio, Carroll, C.D. e Dunn, W.E., "Unemployment Expectations, Jumping (S,s) Triggers, and Household Balance Sheets", in Benjamin S. Bernanke e Julio Rotemberg (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge: MIT Press, 1997, pagg. 165–229.

ripresa dei consumi di beni durevoli potrebbe essere sostenuta dalla domanda repressa posposta e da un possibile cambiamento delle scelte delle famiglie, che potrebbero preferire l'automobile ai mezzi di trasporto pubblici. Tuttavia, l'effetto potrebbe essere mitigato dal fatto che lo shock pandemico colpirà in misura sproporzionata le famiglie più giovani, che rappresentano una quota considerevole degli acquirenti di autovetture, e che probabilmente saranno particolarmente esposte a un calo del reddito e a un aumento dell'incertezza.

---

## 4 Prezzi relativi e consumi relativi dei beni durevoli

**Nel lungo periodo il prezzo relativo dei beni durevoli mostra una tendenza calante sostenuta.** Il prezzo relativo, misurato come il rapporto tra il deflatore dei consumi dei beni durevoli e quello dei consumi non durevoli (quest'ultima categoria comprende i beni semidurevoli e i servizi) è sceso di quasi il 40 per cento nell'area dell'euro a partire dal 1999 (cfr. il grafico 8). L'aumento dell'accessibilità dei beni durevoli ha beneficiato delle tendenze della globalizzazione ed è stato osservato anche in altre economie avanzate, quali ad esempio gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone. Dalla metà degli anni novanta, la globalizzazione ha sempre più consentito alle aziende di importare beni di consumo a basso costo da nuove zone dei mercati emergenti e di delocalizzare gli impianti produttivi in tali destinazioni<sup>96</sup>. Inoltre, il rapido progresso tecnologico ha portato a una costante diminuzione dei prezzi di beni durevoli quali quelli elettronici, creando al tempo stesso difficoltà per l'adeguamento qualitativo della misurazione statistica delle variazioni dei prezzi. Il riquadro 4 illustra l'importanza dei beni durevoli per l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro.

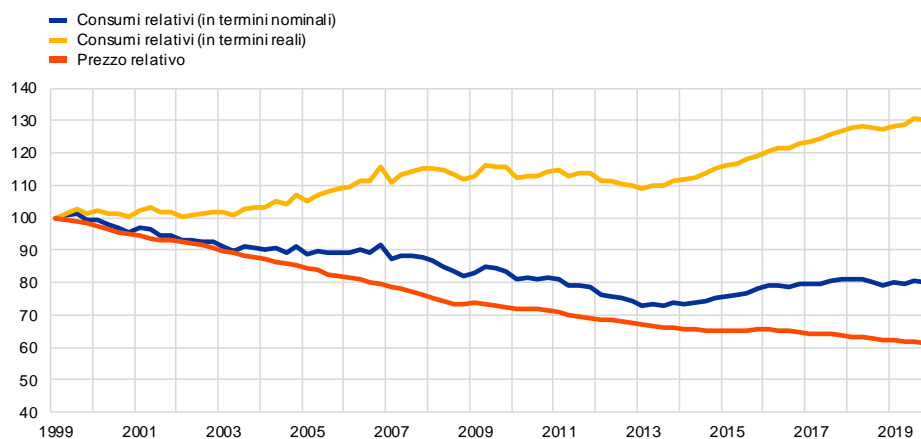
---

<sup>96</sup> Cfr. Kim, M. e Reinsdorf, M.B., "The Impact of Globalization on Prices: A Test of Hedonic Price Indexes for Imports", in Houseman, S.N. e Mandel, M. (a cura di), *Measuring Globalization: Better Trade Statistics for Better Policy*, vol. 1, Kalamazoo: Upjohn Institute Press, 2015.

## Grafico 8

### Consumi relativi e prezzi relativi dei beni durevoli nell'area dell'euro

(indice dei prezzi relativi e dei consumi relativi in termini reali e nominali, 1° trim. 1999 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei consumi relativi è calcolato come il rapporto tra i beni durevoli e non durevoli, in termini sia reali che nominali. L'indice dei prezzi relativi è il rapporto tra i deflatori dei beni durevoli e dei beni non durevoli. Le serie sono indicizzate al primo trimestre del 1999 (1° trim. 1999 = 100). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2019.

## Riquadro 4

### Impatto dei prezzi dei beni durevoli sull'inflazione misurata sullo IAPC

a cura di Luigi Ferrara

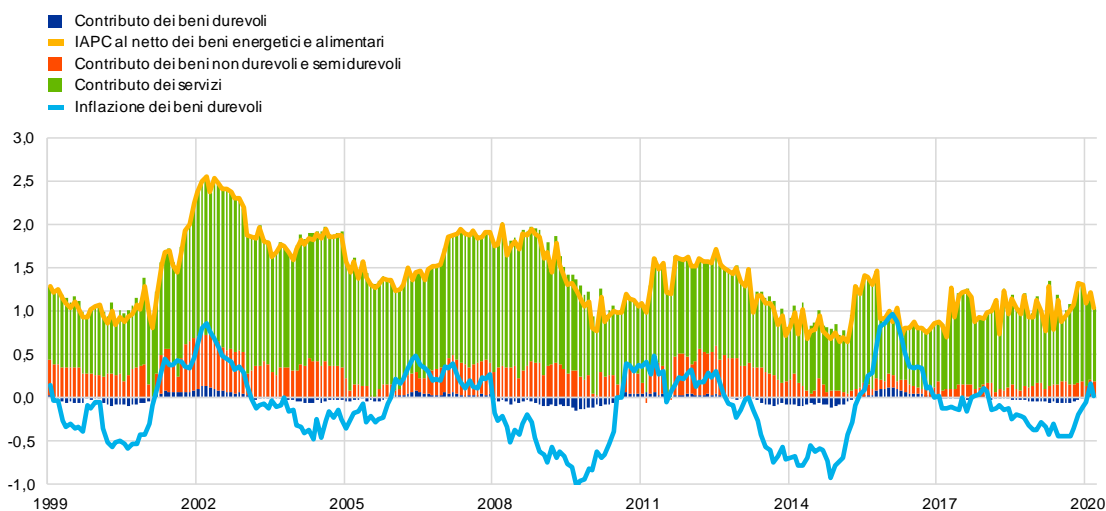
Negli ultimi vent'anni i prezzi dei beni durevoli non hanno sostenuto l'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro. Il loro contributo all'inflazione complessiva e a quella di fondo è stato, in media, pari a zero (cfr. il grafico A). Ciò riflette un tasso di inflazione lievemente negativo – in media di -0,1 per cento dal 1999 – e il peso relativamente ridotto dei beni durevoli nel paniere dello IAPC. Dal 1999 il peso dei beni durevoli è stato, in media, del 34 per cento per i prodotti industriali non energetici e del 14 per cento nello IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare<sup>97</sup>.

<sup>97</sup> La copertura dello IAPC è stata ampliata nel 2000 al fine di includere diversi servizi sociali, con il risultato che tutti i confronti delle ponderazioni prima del 2001, da un lato, e a partire dal 2001 in poi, dall'altro, sono influenzati da questa discontinuità strutturale.

## Grafico A

### Inflazione dei beni durevoli, inflazione IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e relative componenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e punti percentuali, dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2020.

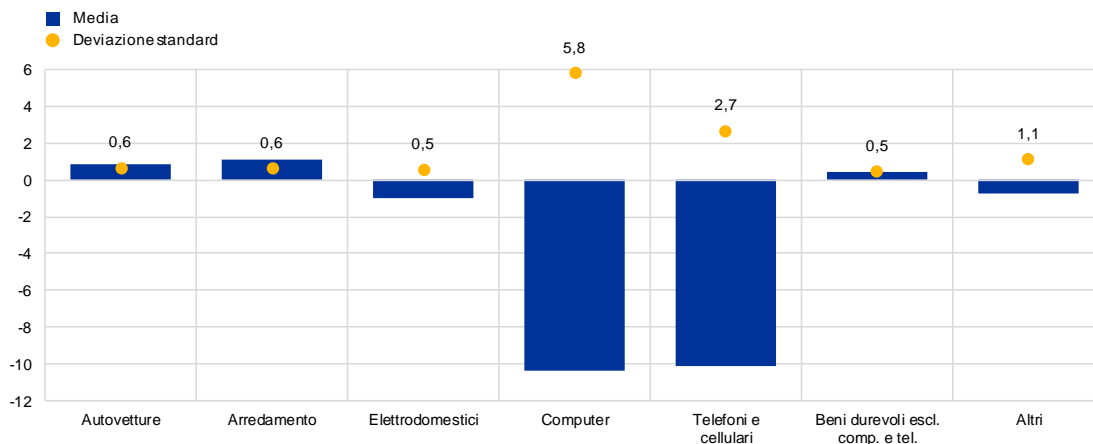
L'inflazione dei beni durevoli è rimasta sostanzialmente invariata, ma ha anche evidenziato un considerevole livello di ciclicità. Un'analisi granulare indica che alcune voci specifiche hanno contribuito a entrambe le caratteristiche. Il grafico B scompone l'andamento dei prezzi dei beni durevoli in sei voci principali: autovetture, arredamento, elettrodomestici, computer, telefoni e altri. I prezzi dei computer sono diminuiti in media del 10 per cento e non registrano un tasso di variazione positivo annuo dal 1999. Inoltre, la volatilità dei tassi di variazione annui negativi è stata considerevole, come documentato da una deviazione standard di quasi 6 punti percentuali. Lo stesso vale per i prezzi relativi ai telefoni<sup>98</sup>. Anche gli elettrodomestici hanno registrato, in media, un tasso di inflazione negativo, sebbene minore e molto meno volatile. Per contro, le autovetture e l'arredamento hanno evidenziato in media tassi di inflazione positivi con volatilità molto più basse rispetto a computer e telefoni. Poiché rappresentano più della metà del peso dei beni durevoli, essi determinano la tendenza e la volatilità dell'aggregato IAPC relativo ai beni durevoli. Se i computer e i telefoni fossero esclusi dai beni durevoli, il tasso medio di inflazione di questi ultimi nei due decenni passati sarebbe stato lievemente positivo.

<sup>98</sup> Tali prezzi sono disponibili solo da dicembre 2017 in vista della transizione dello IAPC alla scomposizione Coicop 5 nel 2019.

## Grafico B

### Principali beni durevoli: tasso di inflazione medio e deviazione standard 1999-2020

(variazioni percentuali medie sul periodo corrispondente e punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le voci "Autovetture", "Arredamento", "Elettrodomestici", "Computer" e "Telefoni e cellulari" rappresentano complessivamente l'80 per cento di tutti i beni durevoli; le prime tre voci coprono rispettivamente circa il 40, il 20 e il 10 per cento del totale. Il tasso d'inflazione relativo alla voce "Telefoni e cellulari" è disponibile solo da dicembre 2017. Il tasso di inflazione della voce "Beni durevoli esclusi computer e telefoni" esclude questi ultimi solo da dicembre 2017 e comprende quindi i cambiamenti dovuti alla transizione alla scomposizione Coicop 5.

I differenti andamenti dell'inflazione nelle varie categorie di beni durevoli indicano che a determinarli possono essere fattori idiosincratici. Ad esempio, è probabile che l'elevato grado di progresso tecnologico compiuto a partire dalla fine degli anni novanta sia stato particolarmente significativo per i computer. Nelle statistiche relative allo IAPC, tale progresso è considerato un miglioramento della qualità dei prodotti e, pertanto, non riflette una pura e semplice variazione dei prezzi. L'acquisto di un nuovo computer, più potente rispetto a quello da sostituire, comporta pertanto un calo del prezzo riportato nelle statistiche sullo IAPC. Adeguamenti analoghi dovuti a un miglioramento della qualità, anche se non nella stessa misura, si applicano anche ai prezzi delle autovetture<sup>99</sup>. Tale fattore ha contribuito a un relativo contenimento del tasso medio di inflazione dei beni durevoli negli ultimi due decenni.

A causa di fattori idiosincratici, può risultare più difficile evidenziare il rapporto tra l'inflazione dei beni durevoli e i fattori convenzionali di domanda e di costo. Ad esempio, nell'ottica della domanda, l'inflazione dei beni durevoli tende a muoversi congiuntamente con la crescita dei consumi privati. Dalla prospettiva dei fattori di costo, l'inflazione dei beni durevoli presenta una correlazione negativa con la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, che deriva da una forte associazione positiva con la crescita della produttività piuttosto che con gli andamenti salariali. Sebbene questi indicatori aggregati siano solo indicatori indiretti grezzi della domanda settoriale e delle condizioni di costo per i beni durevoli, essi sono coerenti con un quadro in base al quale i prezzi dei beni durevoli fissati dalle imprese tendono a riflettere i cambiamenti nel ciclo e gli utili variano in funzione della domanda e degli shock di costo. L'andamento dell'approvvigionamento e della produzione a livello mondiale è rilevante anche per l'inflazione dei beni durevoli. Per i prodotti industriali non energetici nel loro complesso, il contenuto diretto e indiretto delle importazioni è

<sup>99</sup> La metodologia IAPC richiede che le variazioni effettive dei prezzi siano corrette per effetto dei miglioramenti della qualità. Si tratta di un procedimento difficile, in particolare per i prodotti che, dal punto di vista qualitativo, cambiano rapidamente e spesso in maniera considerevole nel corso del tempo. Al fine di ottenere risultati comparabili, gli indici armonizzati dei prezzi al consumo (IAPC) per i paesi dell'area dell'euro sono costruiti in modo da presentare risultati armonizzati, anche se gli strumenti statistici e i metodi utilizzati per produrre tali risultati possono variare.

aumentato dal 20 per cento del 2000 a poco più del 25 per cento nel 2014<sup>100</sup>. È probabile che per i beni durevoli le percentuali siano simili.

---

**Nel tempo, il calo dei prezzi relativi ha coinciso con un aumento dei consumi reali di beni durevoli rispetto ad altri prodotti.** Come risulta dal grafico 8, l'andamento favorevole dei prezzi ha contribuito all'aumento della percentuale di beni durevoli nei consumi totali in termini reali, nonostante una modesta riduzione della corrispondente quota nominale. Inoltre, il pannello a) del grafico 9 mostra la natura comune di questo fenomeno osservato nel lungo periodo, non solo per l'intera area dell'euro, ma anche per le sue quattro maggiori economie. Alle frequenze corrispondenti al ciclo economico, tuttavia, i consumi relativi di beni durevoli possono reagire a condizioni economiche specifiche per paese, essendo influenzati dalla domanda repressa e dagli effetti di recupero. Il pannello b) evidenzia che, sebbene i prezzi relativi continuino a diminuire durante le fasi di debolezza del ciclo economico, talvolta i consumatori non riescono a trarre vantaggio dalle condizioni di prezzo favorevoli. Ad esempio, in Italia e in Spagna nel periodo 2008-2012, altri fattori quali il calo del reddito disponibile e l'aumento della disoccupazione hanno ostacolato più fortemente i consumi. Il rinvio degli acquisti di importo elevato a metà della prolungata fase di recessione ha comportato l'obsolescenza delle consistenze di beni durevoli, generando una domanda repressa<sup>101</sup>. Di conseguenza, la successiva espansione, come mostrato nel pannello c), può essere stata associata ad effetti di recupero nel momento in cui sono migliorate le condizioni economiche.

---

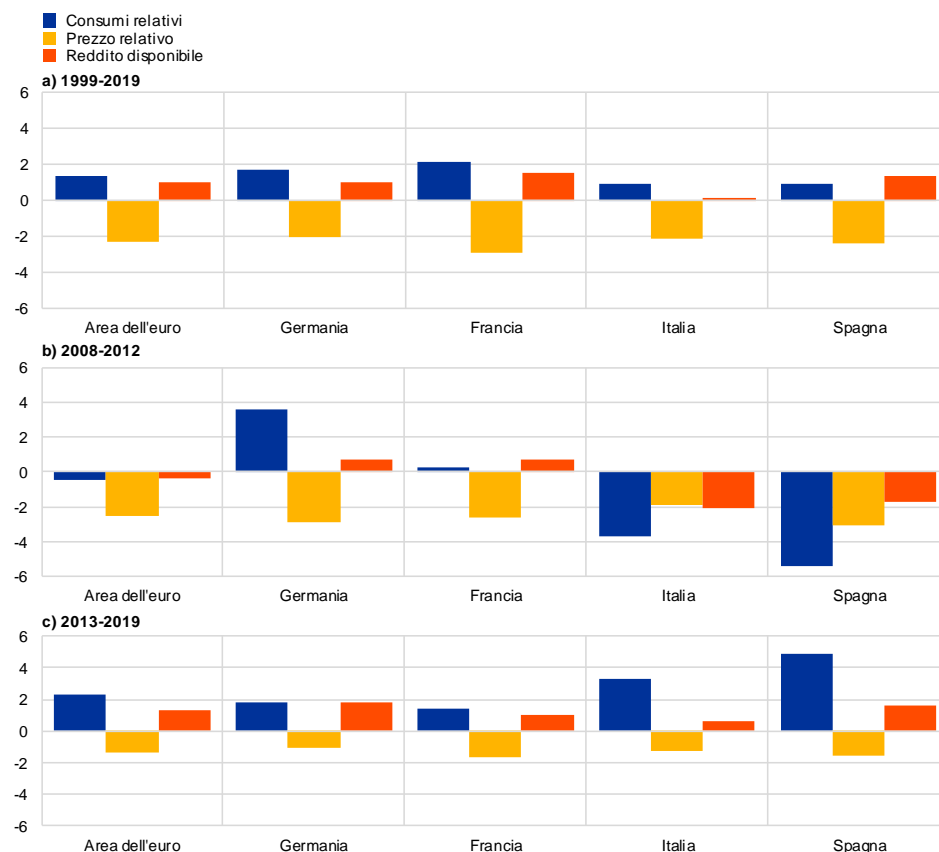
<sup>100</sup> Cfr. Schaefer, S. nel riquadro 1 di Ortega, E. e Osbat, C. (a cura di), "Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 241, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2020.

<sup>101</sup> Cfr. Dossche, M. e Saiz, L., *Il consumo di beni durevoli nell'attuale fase di espansione economica*, nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

## Grafico 9

### Dinamiche di consumi relativi, prezzi relativi e reddito disponibile in termini reali

(tassi medi di crescita sul periodo corrispondente in valore percentuale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i consumi relativi sono il rapporto tra il volume di spesa per beni durevoli e il volume di spesa per beni non durevoli; il prezzo relativo è il rapporto tra i deflatori dei beni durevoli e i deflatori dei beni non durevoli. Il reddito disponibile è espresso in termini reali e, a causa della disponibilità dei dati, è calcolato come la media del periodo 2000-2019 nel pannello a).

## 5 Una scomposizione strutturale dei consumi che tiene conto degli shock specifici dei beni durevoli

**Lo scopo della presente sezione è valutare empiricamente i fattori trainanti dei consumi totali, esaminando anche il ruolo svolto dai fattori specifici relativi ai beni durevoli.** Nella letteratura empirica, sono pochi gli studi che distinguono i consumi di beni durevoli da quelli di beni non durevoli e che indagano sulle loro interconnessioni, in particolare per l'area dell'euro. La scarsità di analisi in questo settore è dovuta al fatto che i dati aggregati sulla spesa per beni durevoli nell'area dell'euro non sono ancora stati pubblicati ufficialmente e quelli relativi ai singoli paesi sono stati resi disponibili solo di recente. Inoltre, le caratteristiche specifiche dei beni durevoli discusse in precedenza – ovvero la capacità di durata, la perdita di valore e la sensibilità alle condizioni del credito – rendono più difficile incorporarle in un modello di consumo accanto alle voci di spesa non durevoli.

**L'analisi empirica si basa su un modello autoregressivo vettoriale (VAR) che comprende i beni durevoli, in cui gli shock strutturali sono identificati sulla base della teoria economica**<sup>102</sup>. L'idea di fondo è che sia possibile elaborare più accuratamente un modello relativo ai consumi complessivi se si trattano separatamente la spesa per beni durevoli e quella per i non durevoli, in considerazione del loro adeguamento asincrono, nonché della possibilità di ricadute di shock specifici dei beni durevoli sui consumi di non durevoli in presenza di vincoli di liquidità<sup>103</sup>. Il modello utilizza cinque variabili, ossia i volumi e i prezzi dei consumi durevoli e non durevoli e il tasso di interesse nominale sul credito al consumo. Al fine di interpretare l'evoluzione dei consumi in termini di determinanti fondamentali, sono stati individuati cinque fattori strutturali: la domanda e l'offerta di beni durevoli, la domanda e l'offerta aggregate (approssimate dai beni non durevoli) e le condizioni monetarie generali, che includono sia la politica monetaria che il contesto creditizio. L'identificazione si basa su una combinazione di restrizioni sul valore e sul segno dei parametri basate su un modello teorico. Il modello VAR presenta parametri variabili nel tempo ed è stimato con tecniche bayesiane.

**La metodologia consente di scomporre i consumi in contributi derivanti da shock strutturali.** Il grafico 10 presenta una scomposizione storica dei consumi complessivi e della crescita dei consumi di beni durevoli nell'area dell'euro. Per quanto riguarda i consumi complessivi, i risultati riportati nel pannello a) indicano che, in un contesto caratterizzato da shock negativi dell'offerta aggregata tra il 2008 e il 2013, le principali determinanti cicliche dei consumi sia nella crisi finanziaria che nella crisi del debito sovrano sono stati i fattori dal lato della domanda, poiché il loro contributo ha innescato entrambe le fasi di contrazione in tutti gli episodi delle crisi, nonché la breve fase di ripresa intermedia. Gli effetti negativi dovuti ai fattori della domanda sono stati accentuati da condizioni monetarie sfavorevoli durante la crisi finanziaria<sup>104</sup>. Il modello assegna un forte ruolo positivo agli shock dal lato dell'offerta aggregata nei primi anni della ripresa, iniziata nel 2014. Tali shock, insieme ad altri fattori, hanno riflesso un impatto positivo dei prezzi molto bassi dell'energia in quanto hanno coinciso con un calo imprevisto dei prezzi del petrolio, che ha dato un notevole impulso al potere d'acquisto delle famiglie dell'area dell'euro e ha quindi sostenuto la spesa per consumi<sup>105</sup>. Il rallentamento della crescita dei consumi a partire dal 2018 può essere riconducibile a una combinazione di shock dal lato della domanda e dell'offerta, probabilmente cogliendo, in quest'ultimo caso, gli effetti negativi dell'aumento dei prezzi dei beni energetici dal 2017 sul potere d'acquisto dei consumatori.

<sup>102</sup> L'approccio è basato su Casalis, A. e Krustev, G., "Cyclical drivers of euro area consumption: what can we learn from durable goods?", *Working Paper Series*, n. 2386, BCE, aprile 2020.

<sup>103</sup> Cfr. Chah, E., Ramey, V. e Starr, R., "Liquidity Constraints and Intertemporal Optimisation: Theory and Evidence from Durable Goods", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, n. 1, 1995, pagg. 272-287.

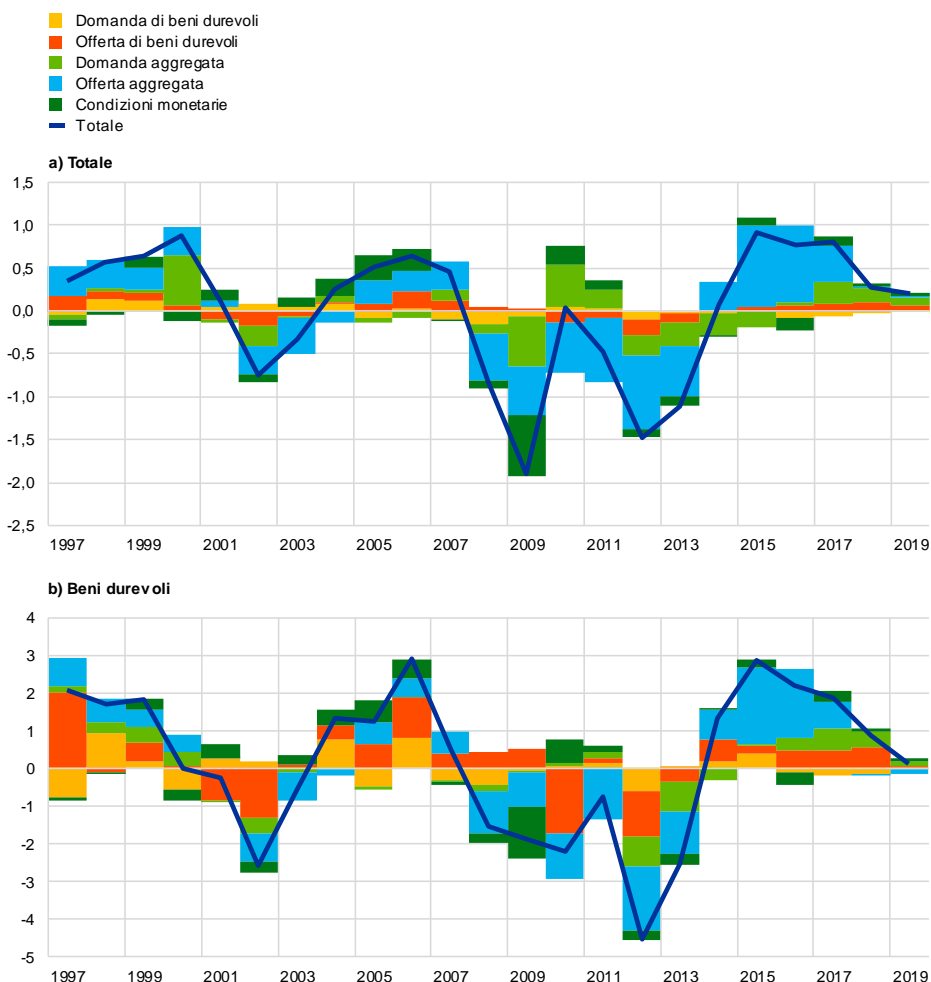
<sup>104</sup> Come osservato in precedenza, in questo caso le condizioni monetarie comprendono sia la politica monetaria che il più ampio contesto del credito. È interessante notare come l'individuazione di un contributo negativo dato dalle condizioni monetarie nel 2009 avvalorò le evidenze di un irrigidimento dell'offerta di credito, come mostra il grafico 5.

<sup>105</sup> Cfr. Dossche, M., Forsells, M., Rossi L. e Stoevsky, G., *Consumi privati e relative determinanti nell'espansione economica attuale*, nel numero 5/2018 di questo Bollettino.

## Grafico 10

### Scomposizione storica dei consumi privati nell'area dell'euro basata su modelli

(contributi in punti percentuali dei fattori strutturali al tasso medio annuo di crescita dei consumi privati depurato dal trend, in valore percentuale)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la scomposizione del tasso medio annuo di crescita dei consumi privati si basa su un modello di consumo VAR bayesiano a parametri variabili (TVP-BVAR) che include i beni durevoli. L'approccio si fonda su Casalis, A. e Krustev, G., "Cyclical drivers of euro area consumption – what can we learn from durable goods?", *Working Paper Series*, n. 2386, BCE, aprile 2020. La scomposizione dei consumi privati in shock strutturali (domanda di beni durevoli, offerta di beni durevoli, domanda aggregata, offerta aggregata e condizioni monetarie/credizie generali) è basata su uno schema di identificazione che utilizza una combinazione di restrizioni sul valore e il segno dei parametri.

**I risultati del modello confermano che i fattori specifici dei beni durevoli esercitano un influsso prociclico.** In particolare, nel corso degli ultimi anni del campione fino al 2019, gli shock dal lato dell'offerta specifici dei beni durevoli hanno continuato a fornire un sostegno positivo, seppur modesto, ai consumi. Per contro, a partire dal 2016 circa, il contributo negativo dei fattori della domanda specifici dei beni durevoli potrebbe dar conto dell'attenuazione degli effetti di recupero derivanti dall'accumulo della domanda repressa di beni durevoli durante la crisi.

**Gli shock macroeconomici aggregati contribuiscono notevolmente a determinare i consumi di beni durevoli e gli andamenti economici generali.**

Come previsto, gli shock specifici dei beni durevoli esercitano un effetto più ampio nel determinare la spesa per beni durevoli (cfr. il pannello b) del grafico 10) rispetto

ai consumi complessivi (cfr. il pannello a) del grafico 10). Allo stesso tempo, gli shock aggregati – come ad esempio gli shock per la domanda e l’offerta aggregata e le condizioni monetarie – sono importanti per i beni durevoli almeno quanto gli shock settoriali. Ciò conferma l’evidenza che i beni durevoli sono fortemente influenzati dall’intero ciclo economico e sono quindi un indicatore utile per monitorare le condizioni cicliche dell’economia.

## 6 Osservazioni conclusive

**Attraverso l’analisi delle tendenze di più lungo periodo, il presente articolo ha esaminato il ruolo svolto dai beni durevoli in quanto determinante congiunturale dei consumi dell’area dell’euro.**

Sulla base dei risultati empirici, rispetto alla vivace dinamica dei consumi durante la fase iniziale dell’ultima ripresa economica, si può certamente interpretare il rallentamento del periodo 2018-2019 come una normalizzazione dovuta alla scomparsa di alcuni fattori positivi ma transitori, che avevano agito negli anni precedenti.

**Guardando al futuro, con la profonda recessione innescata dalla diffusione del coronavirus, è assai probabile che si verifichi una forte contrazione della spesa per beni durevoli nel 2020, a causa della chiusura di molti esercizi commerciali durante il lockdown e del fatto che le famiglie hanno rimandato gli acquisti di beni di importo considerevole.**

Nell’attuale contesto di elevata incertezza, l’esperienza passata evidenzia quanto sia importante per le analisi economiche poter disporre di dati relativi alla spesa per beni durevoli e induce a invitare i responsabili delle politiche a monitorare attentamente l’andamento dei beni durevoli, in quanto ciò può contribuire a tracciare lo stato di salute dell’intera economia e a fornire indicazioni utili per favorirne la ripresa. Se la crisi pandemica si rivelerà transitoria e si riusciranno a contenere gli effetti di amplificazione a livello finanziario, come ci si attende, il rinvio degli acquisti di beni durevoli nel breve termine potrebbe generare una domanda repressa e produrre effetti di recupero successivamente, una volta normalizzate le condizioni economiche. In uno scenario meno favorevole, la ripresa dei consumi di beni durevoli potrebbe essere più modesta in quanto le famiglie si riadeguerebbero a un più basso stock di beni durevoli desiderato, alla luce di aspettative di reddito inferiori nel lungo periodo.

## 2 Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche

a cura di Katalin Bodnár e Carolin Nerlich

### 1 Introduzione

**Gli andamenti dell'offerta di lavoro sono una determinante significativa per il prodotto potenziale e sono pertanto rilevanti anche per la politica monetaria.**

Gli andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro sono fortemente influenzati, tra le altre cose, dall'invecchiamento della popolazione<sup>106</sup>. In tale contesto, è fondamentale avere una buona comprensione del modo in cui i cambiamenti demografici nelle diverse coorti di popolazione in età lavorativa, unitamente a fattori strutturali quali le modifiche apportate alle politiche, incideranno sul mercato del lavoro. In prospettiva, tale comprensione sarà importante nella valutazione delle prospettive della crescita potenziale, anche se l'incertezza è notevolmente aumentata, di recente, a causa della pandemia di coronavirus (COVID-19).

**Con l'invecchiamento della generazione del “baby boom”, la quota di popolazione in età lavorativa appartenente alle fasce più anziane, vale a dire tra i 55 e i 74 anni, è aumentata gradualmente.** Ciò suggerirebbe un calo del tasso di partecipazione generale alle forze di lavoro, dato che il tasso di partecipazione di tali lavoratori più anziani è di solito notevolmente inferiore rispetto ad altre fasce in età lavorativa<sup>107</sup>. Tuttavia, non è questo che si è osservato nel corso degli ultimi vent'anni. Al contrario, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha registrato un aumento dell'offerta di lavoro dall'inizio degli anni 2000, ampiamente spiegato dagli andamenti del tasso di partecipazione alle forze di lavoro. Inoltre, il più netto aumento di tale tasso è stato osservato per i lavoratori più anziani, a seguito di un epocale calo prima del volgere del secolo<sup>108</sup>.

**Ciò solleva un interrogativo, ossia quale sia stata la determinante dell'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro da parte dei lavoratori più anziani.** La decisione che riguarda il momento in cui lasciare il mercato del lavoro e andare in pensione è una scelta individuale complessa. Tra i fattori che la influenzano vi sono: la specifica situazione del mercato del lavoro, l'assetto del sistema previdenziale nazionale, lo stato di salute individuale e le preferenze personali. Anche la situazione della ricchezza netta dei lavoratori in età più avanzata e, in questo contesto, il ruolo crescente delle pensioni integrative probabilmente influenza, almeno indirettamente, le decisioni di tale categoria di lavoratori in merito al pensionamento, non da ultimo perché una maggiore ricchezza netta potrebbe

<sup>106</sup> Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche*, nel numero 2/2018 di questo Bollettino e l'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione*, nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

<sup>107</sup> Nel 2019 il tasso di partecipazione alle forze di lavoro nella fascia di età compresa tra i 15 e i 54 anni si attestava a circa il 76 per cento, contro il 40 per cento circa per le persone di età compresa tra 55 e 74 anni.

<sup>108</sup> Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro*, nel numero 6/2017 di questo Bollettino.

contribuire a compensare parzialmente la possibile contrazione dei trattamenti pensionistici. Molti di questi fattori sono migliorati nel tempo; in effetti migliori condizioni di salute, aumento dell'aspettativa di vita, livelli di istruzione più elevati (soprattutto per le donne) e aumento della ricchezza netta riflettono tendenze di lungo periodo già avviate ben prima dell'inizio del ventunesimo secolo.

Di conseguenza tali fattori, pur avendo probabilmente contribuito alla crescita della partecipazione, non possono essere usati per spiegare pienamente la netta ripresa del tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani a partire dal 2000. Di fatto questa forte ripresa può essere stata sostenuta dai più recenti cambiamenti nelle politiche, quali le riforme delle pensioni, che hanno incentivato i lavoratori in età più avanzata a rimanere nel mercato del lavoro più a lungo posticipando il pensionamento. In tale contesto, il presente articolo si concentrerà principalmente sul ruolo delle riforme pensionistiche.

**Nell'ultimo ventennio la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha adottato importanti riforme pensionistiche al fine di ridurre i rischi per la sostenibilità dei conti pubblici sul lungo periodo.** Le riforme delle pensioni sono essenziali alla luce delle sfide poste dall'invecchiamento della popolazione alla sostenibilità finanziaria dei sistemi previdenziali pubblici, che nell'area dell'euro sono prevalentemente regimi a ripartizione. Al tempo stesso, le somme corrisposte devono garantire prestazioni pensionistiche socialmente adeguate. Le riforme pensionistiche introdotte hanno mirato principalmente a ridurre la generosità dei regimi pensionistici e a limitare i criteri di idoneità, in particolare per il prepensionamento: è probabile che ciò incoraggi i lavoratori in età più avanzata a restare nel mercato del lavoro più a lungo. In alcuni casi tali riforme sono state integrate da riforme del mercato del lavoro mirate ai lavoratori più anziani, come l'incentivazione della ricerca di un lavoro o il sostegno al mantenimento nel posto di lavoro dei lavoratori in età più avanzata.

**Tuttavia lo shock legato alla pandemia di COVID-19, se prolungato, può mettere in discussione la continuità dell'aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro da parte dei lavoratori in età più avanzata.** Le esperienze tratte da alcuni shock precedenti indicano che i lavoratori più anziani, in particolare quelli con livelli di istruzione inferiori, possono essere particolarmente esposti a shock macroeconomici negativi prolungati<sup>109</sup>. Quando la domanda di lavoro diminuisce in modo significativo e i lavoratori vengono licenziati, questi ultimi potrebbero essere scoraggiati dal cercare un nuovo impiego e ritirarsi dal mercato del lavoro. Per i lavoratori in età più avanzata, tale ritiro può rivelarsi non revocabile quando le condizioni economiche migliorano nuovamente, pertanto il loro tasso di partecipazione alle forze di lavoro può essere influenzato in modo permanente. Nell'attuale shock macroeconomico derivante dalla pandemia di COVID-19, alcuni fattori possono amplificare tale effetto. In primo luogo, lo shock sanitario diretto legato all'aumento dei tassi di mortalità in età avanzata può rendere i lavoratori più anziani meno propensi a prolungare il loro impiego. In secondo luogo, i settori in cui le persone di età più avanzata potrebbero avere carriere più lunghe, ad esempio il settore dei servizi, sono fortemente esposti allo shock. Tuttavia, i regimi di riduzione

<sup>109</sup> Cfr. "All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis", in *OECD Employment Outlook 2013*, OECD Publishing, pagg. 19-63.

dell'orario di lavoro attuati in tutta l'area dell'euro stanno contribuendo a mantenere i rapporti di lavoro e quindi probabilmente attenueranno i possibili effetti di sfiducia successivi<sup>110</sup>. Inoltre, la crisi attuale può incidere negativamente sul reddito disponibile e, attraverso fondi pensione e altri investimenti personali, sulla ricchezza netta del lavoratore. Ciò potrebbe incentivare i lavoratori in età più avanzata a prolungare la propria carriera e controbilanciare alcune delle conseguenze negative sopra descritte.

**L'attuale shock potrebbe essere diverso dalla crisi finanziaria.** In effetti dopo il 2008, a differenza di quanto avvenuto durante i precedenti shock, l'aumento tendenziale del tasso di partecipazione alle forze di lavoro è proseguito per i lavoratori in età più avanzata<sup>111</sup>, mentre oggi la situazione dei lavoratori più anziani nel mercato del lavoro, la loro disponibilità a lavorare e quindi il loro tasso di partecipazione alle forze di lavoro potrebbero essere maggiormente a rischio. Ciò può essere dovuto alle specificità dello shock sanitario, alle differenze negli andamenti settoriali, nonché alle differenze in termini di volontà dei governi di realizzare ulteriori riforme pensionistiche. Dato che negli ultimi tempi i lavoratori in età più avanzata hanno fornito il maggiore contributo al recente aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro, l'impatto dello shock macroeconomico sulla situazione del mercato del lavoro in cui operano può avere un effetto considerevole sul tasso complessivo di partecipazione alle forze di lavoro.

**Il presente articolo è strutturato come segue.** La sezione 2 presenta un'ampia panoramica degli andamenti del tasso di partecipazione alle forze di lavoro in tutti i paesi dell'area dell'euro nell'ultimo ventennio. La sezione 3 esamina gli indicatori riguardanti il momento in cui i lavoratori di età più avanzata vanno in pensione nell'area dell'euro. La sezione 4 analizza diversi fattori che possono determinare il tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani dal punto di vista concettuale, comprese le riforme delle pensioni. Il riquadro 1 integra l'analisi esaminando il ruolo delle riforme del mercato del lavoro per i lavoratori più anziani, mentre il riquadro 2 considera la composizione della ricchezza netta delle coorti costituite da persone di età più avanzata. La sezione 5 presenta una panoramica delle riforme pensionistiche adottate e attuate dai paesi dell'area dell'euro dall'inizio degli anni 2000 ed esamina il loro possibile impatto sul tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani. Infine, la sezione 6 conclude con una prospettiva ipotetica circa l'andamento dei tassi di partecipazione nei paesi dell'area dell'euro, esaminando in che modo ciò possa incidere sulla futura offerta di lavoro e sulla crescita potenziale, anche alla luce dello shock legato alla pandemia di COVID-19.

---

<sup>110</sup> Cfr. il riquadro *Una valutazione preliminare dell'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

<sup>111</sup> Cfr. "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, n. 159, BCE, 2015.

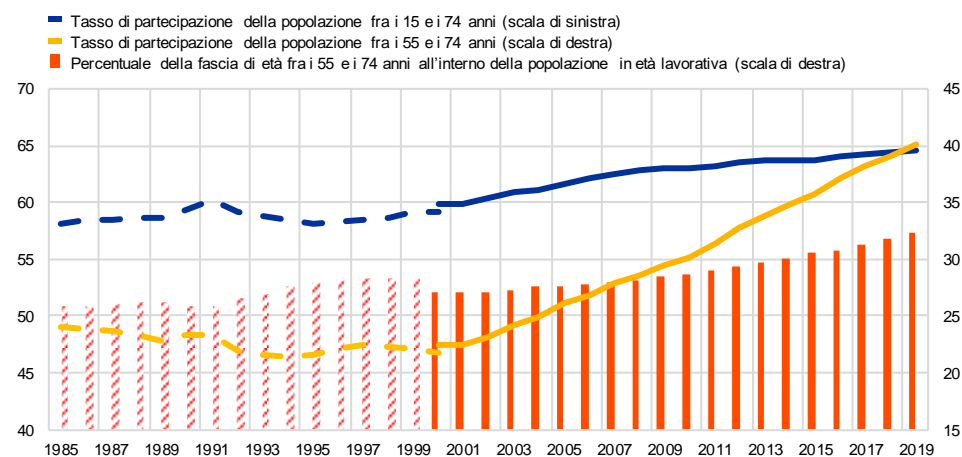
## 2 Variazione dei tassi di partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro

**Negli ultimi vent'anni i tassi di partecipazione alle forze di lavoro sono aumentati in tutti i paesi dell'area dell'euro.** All'interno dell'area, il tasso complessivo di partecipazione da parte della popolazione in età lavorativa (definita come la popolazione di età compresa tra i 15 e i 74 anni) è aumentato di quasi 5 punti percentuali negli ultimi venti anni, raggiungendo il 64,5 per cento nel 2019. Ciò fa seguito a un periodo in cui il tasso di partecipazione alle forze di lavoro era complessivamente piatto (cfr. il grafico 1)<sup>112</sup>. Al contrario, il tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata si configura a forma di U poiché è diminuito fino al 2000, prima di aumentare notevolmente tra il 2001 e il 2019.

### Grafico 1

Andamenti della partecipazione alle forze di lavoro e quota di popolazione di lavoratori in età più avanzata nell'area dell'euro

(tasso di partecipazione alle forze di lavoro: popolazione attiva di età compresa fra i 55 e i 74 anni in percentuale della popolazione con un'età compresa fra i 55 e i 74 anni; quota di popolazione: popolazione di età compresa fra i 55 e i 74 anni in percentuale della popolazione con un'età compresa fra i 15 e i 74 anni)



Fonte: Eurostat.

Note: i dati Eurostat relativi all'intera area dell'euro sono disponibili a partire dal 2000. Le serie storiche più lunghe per i paesi dell'area dell'euro sono disponibili, a partire dal 1983, per Germania, Francia e Italia. L'aggregazione dei dati per questi tre paesi è stata usata per il periodo compreso tra il 1983 e il 1999. Ciò è indicato dalle righe e dalle colonne tratteggiate.

**A partire dal 2000 il tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori in età più avanzata ha mostrato l'aumento più consistente rispetto alle altre fasce d'età nell'area dell'euro.** Il tasso di partecipazione è in aumento per quasi tutte le fasce di età. Per contro, pur essendo aumentato solo in misura modesta per le persone di età inferiore a 55 anni e persino leggermente diminuito per la fascia di età tra i 15 e i 24 anni, nell'area dell'euro il tasso di partecipazione è aumentato di circa 15 punti percentuali per gli appartenenti alla fascia di età tra i 55 e i 74 anni. Per le persone di età compresa tra 55 e 64 anni l'aumento è stato di ben oltre 20 punti percentuali. Nel 2019 la maggior parte delle uscite dal mercato del lavoro è avvenuta nella fascia di età tra i 65 e i 69 anni, mentre nel 2000 la popolazione che abbandonava il mercato del lavoro si collocava nella fascia di età compresa tra i 60 e i 64 anni. Due decenni fa il 20 per cento della popolazione maschile è uscito dal

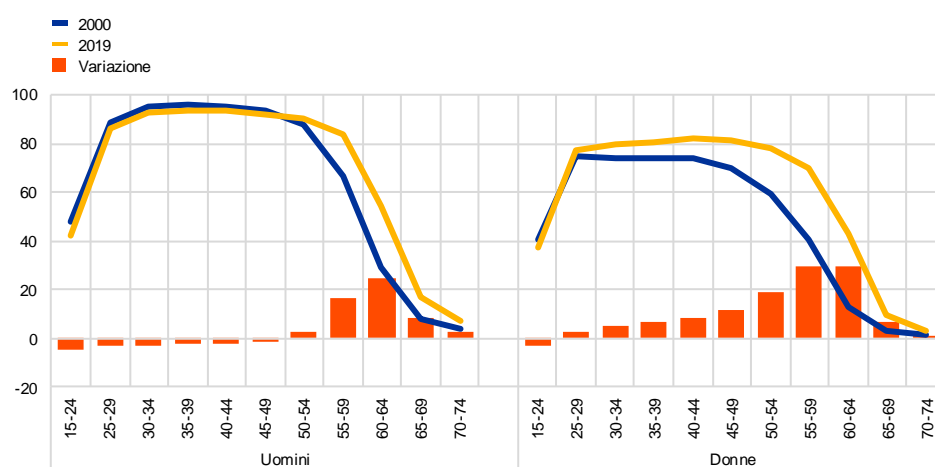
<sup>112</sup> Fonte: statistiche OCSE.

mercato del lavoro tra i 55 e i 59 anni, mentre il 38 per cento tra i 60 e i 64 anni. A partire dal 2019 tali cifre si collocano rispettivamente al 7 e al 30 per cento. Un andamento analogo è riscontrabile nella popolazione femminile: i tassi di partecipazione delle donne di età compresa tra i 55 e i 59 anni oggi sono tanto elevati quanto lo era, vent'anni fa, il tasso di partecipazione di quelle di età compresa tra i 45 e i 49 anni (cfr. il grafico 2). Tali dati indicano importanti cambiamenti intervenuti nella fascia di età più avanzata della popolazione in età lavorativa.

## Grafico 2

### Tasso di partecipazione alle forze di lavoro per genere e per gruppi di età nell'area dell'euro

(percentuale della rispettiva popolazione e variazioni in punti percentuali)



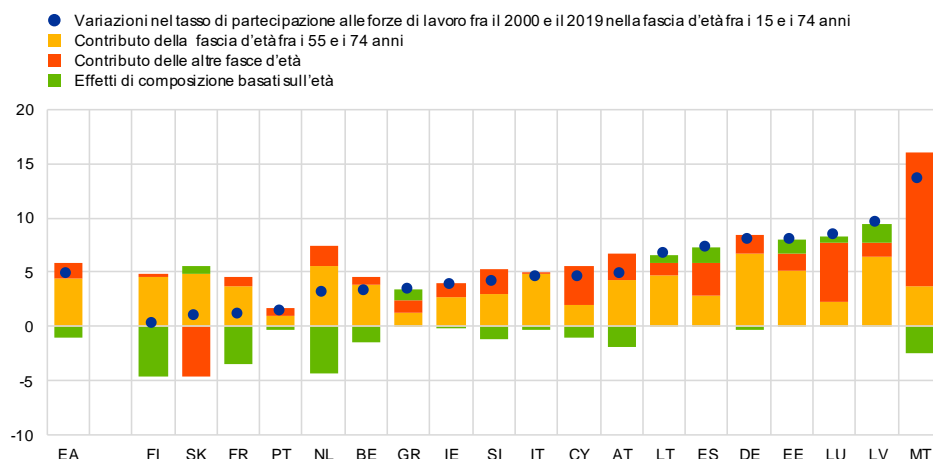
Fonte: Eurostat.

**Il contributo positivo dell'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori in età più avanzata ha superato di gran lunga l'impatto negativo dovuto all'invecchiamento della popolazione.** La quota di popolazione appartenente alla fascia di età compresa tra i 55 e i 74 anni è aumentata considerevolmente, passando da circa il 27 per cento all'inizio degli anni '80 del Novecento al 32 per cento nel 2019 (cfr. il grafico 1). Tale aumento è principalmente dovuto al raggiungimento di questa fascia d'età da parte della generazione del "baby boom". Considerato il tasso di partecipazione generalmente inferiore dei lavoratori più anziani rispetto a quelli in piena età lavorativa (cfr. il grafico 2), questo esercita un effetto di composizione negativo sul tasso di partecipazione generale. Tuttavia, ciò è più che compensato dall'aumento del tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata, con un conseguente impatto netto generale positivo. La fascia di età con i maggiori aumenti del tasso di partecipazione alle forze di lavoro, ovvero le persone di età compresa tra i 55 e i 64 anni, rappresenta 3,8 punti percentuali della variazione complessiva di 4,7 punti percentuali osservabile per l'intera popolazione in età lavorativa (cfr. il grafico 3).

### Grafico 3

Variazione del tasso di partecipazione complessivo tra il 2000 e il 2019 e relativa scomposizione per l'area dell'euro e i singoli paesi al suo interno

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

Note: i grafici si riferiscono all'intera popolazione in età lavorativa. L'effetto di composizione è calcolato come la differenza tra il tasso effettivo di partecipazione alle forze di lavoro della fascia di età compresa tra i 15 e i 74 anni nel 2019 e la media ponderata dei tassi di partecipazione, utilizzando come ponderazioni le quote di popolazione del 2000. I dati sono disponibili per fasce di età costituite da gruppi di cinque anni (ad esempio 25-29, 30-34, 35-39, ecc.). Tali gruppi di cinque anni sono utilizzati in questa sede e soltanto la composizione per età è presa in considerazione per i calcoli. Gli effetti di composizione sono maggiormente negativi nei paesi con aumenti più significativi della quota di popolazione delle fasce di età con bassi tassi di partecipazione e una differenza maggiore nel tasso di partecipazione alle forze di lavoro nelle diverse fasce di età. Oltre agli andamenti nelle fasce di età più avanzata, anche la quota del peso demografico delle coorti più giovani in età lavorativa ha un impatto su questa scomposizione.

**Tale andamento in base al quale i lavoratori più anziani rappresentano le determinanti principali dell'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro, è evidente in tutti i paesi dell'area dell'euro.** Il tasso complessivo di

partecipazione alle forze di lavoro è aumentato in tutti i paesi dell'area dell'euro negli ultimi vent'anni, anche se a livelli diversi. In gran parte dei paesi, una quota considerevole dell'aumento complessivo è riconducibile alla prolungata attività dei lavoratori appartenenti alla fascia di età compresa tra i 55 e i 74 anni. Il contributo del resto della popolazione in età lavorativa si mantiene più diversificato tra i paesi dell'area dell'euro. Ad esempio, è fortemente negativo in Slovacchia e fortemente positivo a Malta. L'effetto di composizione basato sull'età tende ad essere negativo in più della metà dei paesi dell'area dell'euro, soprattutto a causa dell'invecchiamento della generazione del "baby boom" (cfr. il grafico 3).

**L'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro da parte dei lavoratori in età più avanzata è maggiormente pronunciato per le donne.**

Nell'area dell'euro, il recente aumento del tasso di partecipazione femminile nella fascia di età compresa tra i 55 e i 74 anni (19 punti percentuali) ha superato quello maschile (15 punti percentuali). Tuttavia le donne in questa fascia d'età continuano a partecipare al mercato del lavoro meno degli uomini (cfr. il grafico 2) e questo vale per tutti i paesi dell'area dell'euro. Tra il 2000 e il 2019 la differenza tra l'aumento del tasso di partecipazione maschile e quello femminile è stata particolarmente pronunciata in Lettonia, Estonia, Irlanda, Slovacchia, Cipro e Spagna.

**L'aumento del tasso di partecipazione è in gran parte indipendente dai livelli di istruzione.** Mentre i tassi di partecipazione sono in genere più elevati per i lavoratori

con livelli di istruzione superiori rispetto ai lavoratori meno qualificati, il forte aumento dei tassi di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata è stato osservato per tutti i livelli di istruzione. Allo stesso tempo, la percentuale di popolazione con un livello di istruzione inferiore è in calo (nella fascia di età compresa tra i 55 e i 64 anni, dal 51,9 per cento nel 2000 al 33,5 per cento nel 2018, per l'area dell'euro), il che significa che l'effetto di composizione in base al livello di istruzione contribuisce positivamente alla variazione del tasso di partecipazione. Da un'analisi "shift and share" emerge che questo effetto di composizione è moderato per i lavoratori più anziani (che determinano circa un quinto della variazione per la fascia di età dai 55 ai 64 anni), mentre gran parte dell'aumento del tasso di partecipazione osservato nell'ultimo ventennio si sarebbe verificato anche con livelli di istruzione invariati.

**L'aumento del tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata è stato una determinante significativa della crescita dell'offerta di lavoro.** Gli andamenti recenti dell'offerta di lavoro sono stati dominati dai lavoratori in età più avanzata: tra il 2000 e il 2019, il 98 per cento dell'aumento dell'offerta complessiva di lavoro proveniva da persone di età compresa tra i 55 e i 74 anni. Ciò riflette principalmente il crescente tasso di partecipazione (che spiega circa i due terzi della crescente offerta di lavoro da parte dei lavoratori più anziani) e, in misura minore, l'aumento della popolazione in questa fascia d'età<sup>113</sup>.

**Negli ultimi venti anni la crescente forza lavoro dei lavoratori in età più avanzata è stata affiancata da un forte aumento dell'occupazione di questi ultimi, mentre la disoccupazione si è mantenuta moderata.** L'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori più anziani si è trasformato quasi interamente in una maggiore quota di occupazione (aumentando rispettivamente di circa 15 e 19 punti percentuali per gli uomini e le donne), mentre il numero di disoccupati è variato ben poco. La categoria dei lavoratori più anziani è generalmente caratterizzata da un tasso di disoccupazione più basso rispetto alle fasce più giovani, in parte per via del frequente passaggio all'inattività in caso di perdita del posto di lavoro<sup>114</sup>. Tuttavia, la moderata variazione del tasso di disoccupazione dei lavoratori più anziani in seguito al forte aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro è notevole e, a sua volta, riflette il fatto che la fascia di età compresa tra i 55 e i 74 anni ha fornito un contributo fondamentale alla crescita dell'occupazione nel periodo in esame. Ciò non sembra essersi

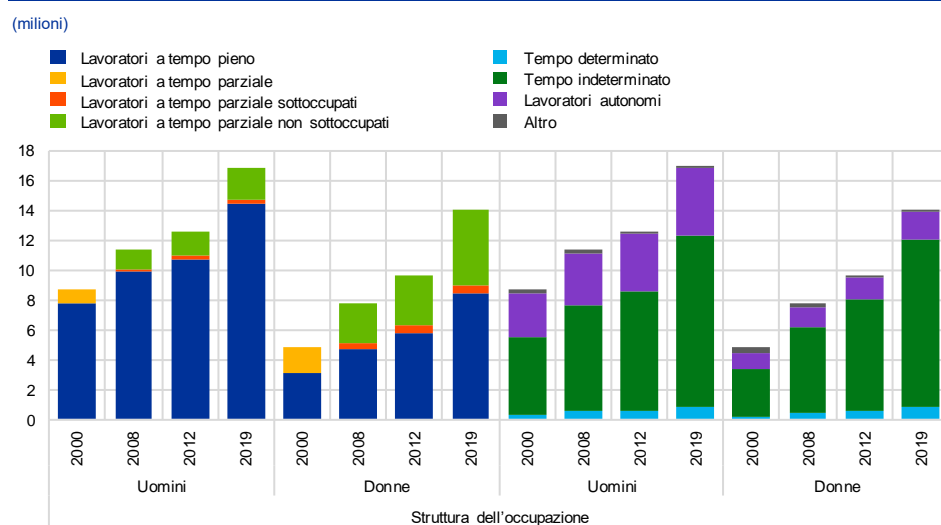
<sup>113</sup> La forza lavoro costituita da lavoratori in età più avanzata è aumentata anche negli Stati Uniti, a causa degli andamenti demografici, mentre il tasso di partecipazione della fascia di età più anziana è rimasto relativamente stabile, in seguito a un aumento durato fino al 2008. Anche in Giappone la forza lavoro delle persone di età superiore ai 55 anni è in aumento. Ciò riflette sia l'aumento della popolazione in questa fascia di età sia l'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro. Nel 2019 il tasso di partecipazione alle forze di lavoro nella fascia di età compresa tra i 55 e i 64 anni è stato del 65 per cento negli Stati Uniti e del 78 per cento in Giappone, rispetto al 63,6 per cento dell'area dell'euro. Fonti: Eurostat, Haver, Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

<sup>114</sup> A causa di questa differenza, la quota crescente di popolazione costituita dai lavoratori più anziani ha esercitato un effetto di composizione negativo sul tasso di disoccupazione. Senza questo effetto di composizione negativo tra il 2000 e il 2019, il tasso di disoccupazione della fascia di età compresa tra i 15 e i 74 anni sarebbe stato superiore di 0,6 punti percentuali nel 2019 (utilizzando la composizione della forza lavoro e i tassi di disoccupazione per fasce di età di cinque anni e per genere). Il calcolo prende come dato il tasso di disoccupazione specifico per età. Tuttavia, a causa dell'endogeneità tra domanda e offerta di lavoro, i tassi di disoccupazione specifici per fascia di età varierebbero in base ai diversi canali dell'offerta di lavoro. Senza l'invecchiamento della generazione del "baby boom", la domanda di lavoro avrebbe probabilmente avuto un andamento diverso durante questo periodo. Per i tassi di disoccupazione specifici per fascia di età, cfr. *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione* op. cit.

accompagnato, in questa fascia di età, a un aumento di contratti potenzialmente precari, come quelli a tempo determinato e quelli per lavoratori a tempo parziale sottoccupati o per lavoratori autonomi. In effetti gran parte dell'aumento dell'occupazione per i lavoratori più anziani è riconducibile a impieghi a tempo pieno e indeterminato (cfr. il grafico 4). Anche il lavoro a tempo parziale è lievemente aumentato, soprattutto per le donne, per lo più in linea con le preferenze dei lavoratori in età più avanzata.

#### Grafico 4

Numero di persone occupate di età compresa tra 55 e 74 anni per tipologia di contratto



Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

Note: all'interno dell'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea, è possibile distinguere tra lavoratori a tempo parziale che desiderano lavorare più ore e lavoratori che non desiderano farlo. Il primo gruppo è definito "sottoccupati" e il secondo "non sottoccupati". La scomposizione dei lavoratori a tempo parziale in sottoccupati e non sottoccupati non è disponibile per il periodo precedente al 2008. La scomposizione dell'occupazione può avvenire tra lavoratori a tempo pieno e a tempo parziale oppure tra lavoratori a tempo indeterminato e a tempo determinato, ma non combinando le due modalità.

### 3 Quando vanno in pensione i lavoratori in età più avanzata?

#### Quando vanno effettivamente in pensione i lavoratori più anziani nell'area dell'euro?

Le tempistiche con cui i lavoratori più anziani escono dal mercato del lavoro non sono necessariamente allineate con il loro andare in pensione. Sebbene i dati comparativi sull'età media effettiva di pensionamento non siano accessibili al pubblico per tutti i paesi, diversi indicatori potrebbero fungere da proxy. Uno di questi è denominato "età effettiva di pensionamento", che corrisponde all'età alla quale le persone escono dal mercato del lavoro. È definita dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) come l'età media dell'uscita dalla forza lavoro misurata su un periodo di cinque anni per i lavoratori di età inizialmente pari o superiore a 40 anni. L'età pensionabile effettiva può risultare ben diversa

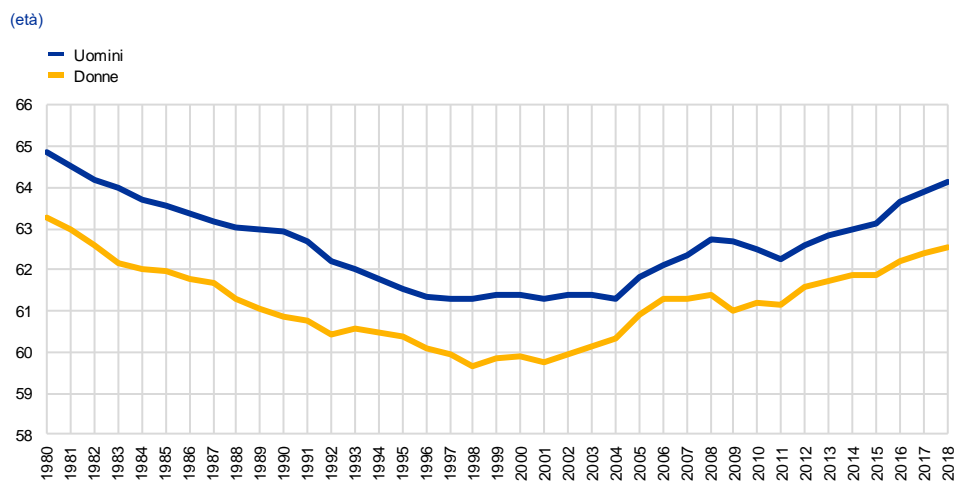
dall'età pensionabile prevista per legge, che definisce l'età alla quale le persone raggiungono le condizioni necessarie per beneficiare di una pensione completa<sup>115</sup>.

**L'età pensionabile effettiva è cambiata notevolmente nel corso del tempo e tra i diversi paesi, sostanzialmente in linea con le dinamiche del tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani, come indicato nel grafico 1.**

L'età media effettiva di pensionamento nell'area dell'euro è andata costantemente diminuendo verso la fine del secolo scorso fino a raggiungere un livello di 61 anni per gli uomini e meno di 60 anni per le donne (cfr. il grafico 5). A partire dal 2000 l'età pensionabile effettiva ha iniziato a salire, anche se tale ripresa si è brevemente interrotta durante la crisi finanziaria. Nel 2018 l'età pensionabile effettiva per gli uomini era superiore a 64 anni e per le donne raggiungeva quasi 63 anni, il che corrisponde a un aumento di 3 anni a partire dal 2000<sup>116</sup>. Nonostante il diffuso miglioramento dell'età pensionabile effettiva a partire dal 2000, le variazioni e gli attuali livelli variano da paese a paese (cfr. il grafico 6). L'età pensionabile effettiva più elevata si registra attualmente in Estonia, Lettonia, Paesi Bassi (solo per gli uomini) e Portogallo. Tali paesi hanno inoltre registrato i maggiori aumenti dell'età pensionabile effettiva a partire dal 2000. In alcuni paesi, tuttavia, l'età pensionabile effettiva è diminuita, in parte a causa del (ritardato) impatto della crisi finanziaria, nonché in previsione di modifiche sostanziali ai regimi di prepensionamento, come illustrato nella sezione 5.

**Grafico 5**

**Età effettiva di pensionamento per uomini e donne nell'area dell'euro**



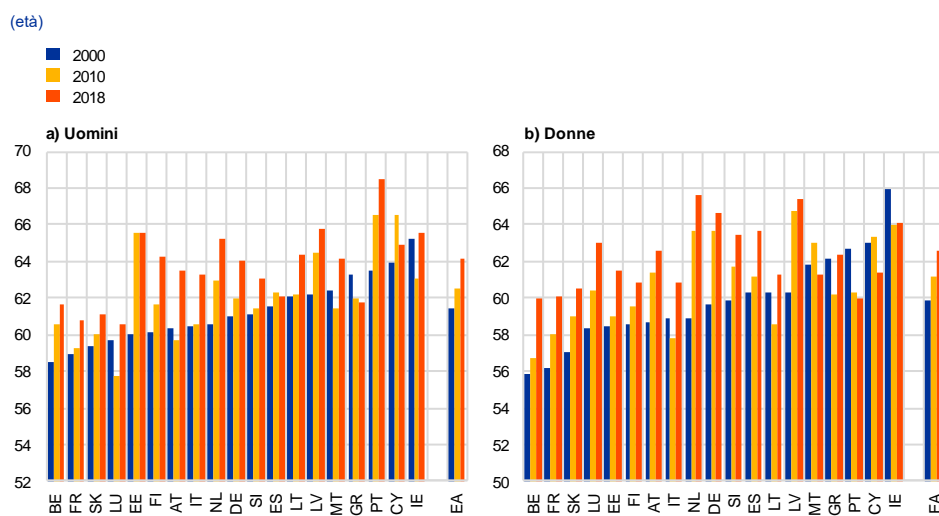
Fonte: OCSE

<sup>115</sup> Come indicatore l'età pensionabile effettiva presenta alcuni inconvenienti: si tratta di un indicatore ritardato, basato su un periodo di cinque anni. Poiché è in parte determinato da andamenti ciclici, la sua utilità è limitata per i paesi particolarmente colpiti dalla crisi finanziaria, come la Grecia e la Spagna. Peraltro l'indicatore non consente fare distinzioni tra un'uscita dal mercato del lavoro dovuta a pensionamento o ad altri motivi (come una pensione di invalidità o assistenza a familiari). Inoltre non tiene conto degli accordi di lavoro a tempo parziale per i lavoratori in età più avanzata.

<sup>116</sup> Tale situazione è diversa rispetto a Stati Uniti e Giappone, dove l'età pensionabile effettiva di uomini e donne è notevolmente più elevata (nel primo caso è di quasi 68 e 66,5 anni, rispettivamente, e nel secondo caso di quasi 71 e 69 anni rispettivamente).

## Grafico 6

### Età effettiva di pensionamento nei diversi paesi



Fonte: OCSE

### Andamenti analoghi sono stati osservati per la durata delle carriere lavorative, in particolare tra le donne.

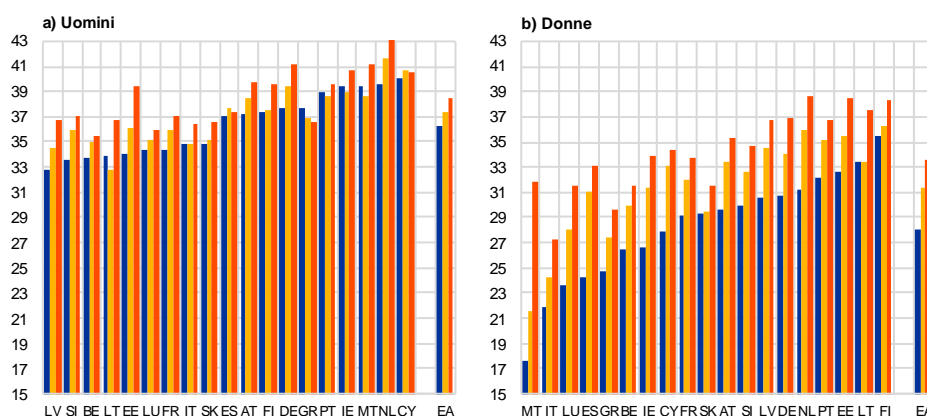
La durata delle carriere è un altro indicatore dell'età pensionabile effettiva. A partire dal 2000 la durata della vita lavorativa è aumentata di 2 anni per gli uomini e di quasi 6 per le donne, attestandosi rispettivamente a quasi 39 anni e 33 anni e mezzo nel 2019 (cfr. il grafico 7). Ciò va inquadrato nel contesto dell'aumento dei livelli di istruzione, in particolare per le donne. Le donne lavorano più a lungo in Estonia, Lituania, Paesi Bassi e Finlandia, mentre i miglioramenti più sostanziali, dal 2000 in poi, sono stati conseguiti in Spagna, Lussemburgo e Malta. Nel complesso, l'aumento della durata delle carriere sembra coincidere sostanzialmente con la forte crescita del tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata.

## Grafico 7

### Durata della vita lavorativa

(anni)

■ 2000  
■ 2010  
■ 2019



Fonte: Eurostat

## 4 Le ragioni della prolungata permanenza dei lavoratori più anziani nel mercato del lavoro

**Dal punto di vista concettuale, molte sono le possibili ragioni che spingono i lavoratori più anziani a rinviare il pensionamento e rimanere nel mercato del lavoro per un periodo di tempo più lungo.** Andare in pensione è una decisione individuale complessa, influenzata da molti fattori, tra cui le caratteristiche dei mercati del lavoro pertinenti, l'organizzazione dei sistemi previdenziali nazionali, la ricchezza netta delle persone, il loro stato di salute e le loro preferenze individuali. Poiché sono intervenuti notevoli cambiamenti per la maggior parte di questi fattori negli ultimi vent'anni, è probabile che sia variato il loro impatto sul netto aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro dei lavoratori in età più avanzata.

**L'invecchiamento in buono stato di salute potrebbe favorire l'allungamento della vita lavorativa.** L'invecchiamento in buona salute non comporta soltanto un aumento dell'aspettativa di vita, ma anche migliori condizioni di salute per le coorti di popolazione in età più avanzata; entrambi questi fattori riflettono tendenze di lungo periodo. A partire dal 2000, nell'area dell'euro, l'aspettativa di vita all'età di 65 anni è aumentata in media di 2 anni e mezzo, raggiungendo quasi 21 anni nel 2018, con un miglioramento maggiore per gli uomini rispetto alle donne<sup>117</sup>. In molti paesi è aumentata anche la quantità di anni per cui ci si aspetta di continuare a godere di buona salute anche in età avanzata. Diversi fattori potrebbero avere un impatto positivo sulla salute delle persone, che rappresenta un importante prerequisito affinché i lavoratori in età più avanzata possano rimanere più a lungo nella forza lavoro. L'invecchiamento in buona salute potrebbe essere influenzato positivamente

<sup>117</sup> I dati si basano sulle statistiche Eurostat e sono calcolati come media ponderata dei paesi dell'area dell'euro, utilizzando come ponderazione il totale della popolazione.

da livelli di istruzione più elevati, dato che l'aspettativa di vita risulta maggiore per le persone con un livello di istruzione superiore<sup>118</sup>.

**I cambiamenti strutturali dei mercati del lavoro, le politiche che li regolano e la domanda di lavoro ciclica hanno contribuito a migliorare la situazione del mercato del lavoro per i lavoratori in età più avanzata.** Se da un lato la domanda di lavoro ha probabilmente contribuito al miglioramento osservato prima della crisi finanziaria e durante la ripresa dell'area dell'euro, tra l'inizio del 2013 e la fine del 2019, dall'altro l'aumento del tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani non sembra essere stato fortemente distorto dagli andamenti ciclici. Allo stesso tempo i cambiamenti strutturali dei mercati del lavoro, come la quota crescente di posti di lavoro nel settore dei servizi, hanno probabilmente sostenuto carriere di più lunga durata a causa di una maggiore domanda complessiva di lavoro e dell'offerta di condizioni di lavoro fisicamente meno impegnative rispetto alla manifattura e alle costruzioni. Inoltre, diverse riforme del mercato del lavoro, sintetizzate nel riquadro 1, hanno avuto un impatto su tale mercato per i lavoratori più anziani.

## Riquadro 1

### Le riforme del mercato del lavoro e il loro impatto sui lavoratori più anziani

---

a cura di Katalin Bodnár

Oltre alle riforme pensionistiche, anche le riforme del mercato del lavoro possono influenzare la domanda e l'offerta di lavoro per i lavoratori più anziani. Alcune di queste riforme sono specificamente mirate ai lavoratori in età più avanzata; altre riguardano tutti i lavoratori, ma possono avere un impatto maggiore su coloro, come i lavoratori più anziani, che sono meno saldamente legati al mercato del lavoro in termini di tasso di partecipazione alla forza lavoro. Il presente riquadro fornisce una rassegna delle riforme del mercato del lavoro che hanno probabilmente avuto un'incidenza sul mercato occupazionale dei lavoratori in età più avanzata nell'area dell'euro negli ultimi due decenni.

La presenza dei lavoratori più anziani nel mercato del lavoro è caratterizzata da un'importante dualità. Da un lato, fra di essi la percentuale di coloro che occupano posizioni a tempo indeterminato è superiore a quella dei lavoratori più giovani, per cui sono maggiormente tutelati una volta occupati. Dall'altro, possono trovarsi in una posizione svantaggiata rispetto ai lavoratori più giovani al momento della ricerca di un impiego, a causa, tra l'altro, di discriminazioni basate sull'età. Quest'ultimo aspetto può anche riflettere un livello medio di istruzione inferiore nel caso dei lavoratori più anziani rispetto a quelli più giovani<sup>119</sup>. In quest'ottica, garantire l'occupabilità dei lavoratori più anziani è un importante obiettivo delle politiche per il mercato del lavoro.

---

<sup>118</sup> Cfr., ad esempio, Blundell, R. et al., "Chapter 8 – Retirement Incentives and Labour Supply" in Piggott, J. e Woodland, A. (a cura di), *Handbook of the Economics of Population Aging*, vol. 1B, Elsevier, 2016, pagg. 457-566., e Murin, F., Mackenbach, J., Jasilionis, D. e d'Ercole, M. M. (2017), "Inequalities in longevity by education in OECD countries: Insights from new OECD estimates", *OECD Statistics Working Papers*, n. 2017/2, OECD Publishing, 2017.

<sup>119</sup> Vi sono anche evidenze di una maggiore flessibilità salariale dei lavoratori più anziani rispetto a quelli più giovani, probabilmente perché il costo della perdita del lavoro è più elevato per i lavoratori in età più avanzata. Per maggiori dettagli, cfr. Du Caju, P., Fuss, C. e Wintr, L., "Sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition", *Journal for Labour Market Research*, vol. 45, n. 1, 2012, pagg. 7-22.

## Riforme che incidono sui percorsi alternativi alla pensione

È probabile che le condizioni cui vengono erogati gli strumenti alternativi al prepensionamento, come ad esempio le indennità di disoccupazione o le prestazioni di invalidità, incidano sull'offerta di lavoro da parte dei lavoratori più anziani. Negli anni '80 diversi paesi europei hanno introdotto condizioni specifiche per le indennità di disoccupazione destinate ai lavoratori più anziani, ad esempio prevedendo un arco di tempo più lungo nel quale beneficiare dell'indennità di disoccupazione o eliminando l'obbligo della ricerca di un impiego, da parte dei beneficiari, durante il periodo di erogazione del sussidio. Tali cambiamenti hanno contribuito all'incremento della disoccupazione di lunga durata fra i lavoratori più anziani (o, nei casi in cui i non occupati non cercavano un lavoro, un aumento dell'"inattività" come definita nelle statistiche sul mercato del lavoro dell'Organizzazione internazionale del lavoro)<sup>120</sup>. Alla fine degli anni '90 e fino all'inizio degli anni 2000, questi regimi sono stati inaspriti in diversi paesi<sup>121</sup>. In termini di riduzione della disoccupazione di lunga durata tra i lavoratori in età più avanzata, la Germania si distingue in modo particolare: il tasso di disoccupazione di lunga durata nella fascia di età compresa tra i 55 e i 64 anni è sceso da quasi il 9 per cento nel 2006 all'1 per cento nel 2019. Questo calo è stato successivo alla riforma Hartz, che comprendeva un'ampia serie di interventi, tra cui una stretta sulle indennità di disoccupazione per i lavoratori più anziani, ma anche altre misure a sostegno del mantenimento e della ricerca di un lavoro. Anche la Finlandia sembra aver avuto successo nel ridurre il tasso di disoccupazione di lunga durata dei lavoratori in età più avanzata, a seguito dell'inasprimento dei criteri di erogazione delle indennità di disoccupazione per i lavoratori più anziani nel 1997<sup>122</sup>.

I sistemi di previdenza sociale forniscono un'assicurazione contro il rischio di riportare disabilità e un sostegno alle persone che vedono insorgere limitazioni alla propria capacità lavorativa. Tuttavia, essi possono offrire strumenti alternativi al pensionamento, anche a coloro la cui capacità lavorativa non risulta del tutto compromessa. Tra il 2000 e il 2018 in circa la metà dei paesi dell'area dell'euro è stato inasprito il sistema delle pensioni di invalidità (cfr. il grafico A)<sup>123</sup> attraverso un irrigidimento dei criteri di idoneità previsti al fine di beneficiare di una pensione di invalidità o una riduzione degli importi erogati. Come mostrato nel pannello c) del grafico A, il numero dei beneficiari delle prestazioni di invalidità (di tutte le età) è diminuito nei paesi che hanno inasprito i regimi che le disciplinano. Tuttavia, nella fascia di età compresa tra i 55 e i 74 anni, la percentuale degli inattivi per malattia o disabilità non è diminuita (cfr. il pannello b) del grafico A), il che suggerisce che l'inasprimento dei regimi delle prestazioni di invalidità potrebbe aver interessato generazioni diverse da quelle corrispondenti alla fascia di età degli ultracinquantacinquenni.

<sup>120</sup> In base alla classificazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro, le persone disoccupate sono definite come tutte le persone in età lavorativa che non hanno un'occupazione, sono impegnate a cercarne una in un determinato periodo di tempo recente e sono disponibili ad accettare un impiego qualora si presenti un'opportunità di lavoro. Coloro che non cercano un lavoro sono considerati inattivi anche se ricevono sussidi di disoccupazione.

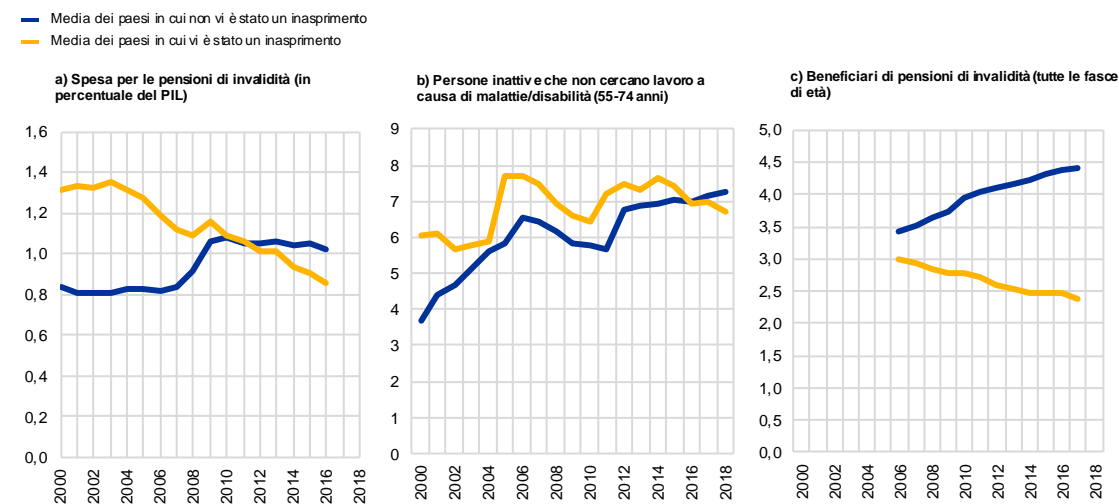
<sup>121</sup> Cfr. Wise, David A., (a cura di) *"Social Security Programs and Retirement around the World: Historical Trends in Mortality and Health, Employment, and Disability Insurance Participation and Reforms"*, University of Chicago Press, Chicago, 2012, Geyer, J. e Welteke, C. "Closing Routes to Retirement: How Do People Respond?", *Discussion Paper Series*, DP n. 10681, IZA Institute of Labor Economics, marzo 2017 e Steiner, V., "The labor market for older workers in Germany, *Journal for Labour Market Research*, vol 50, n. 1, pagg. 1-14, 2017.

<sup>122</sup> Kyyrä, Tomi e Wilke, Ralf A., "Reduction in the Long-Term Unemployment of the Elderly: A Success Story from Finland" *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, n. 1, marzo 2007, pagg. 154-182.

<sup>123</sup> Fonte: Eurostat.

## Grafico A

Beneficiari delle pensioni di invalidità di età compresa tra i 55 e i 74 anni, inattivi per malattia/disabilità, a seguito dell'inasprimento dei regimi vigenti in materia



Fonte: Eurostat, elaborazioni proprie.

Note: ai fini del raggruppamento dei paesi, si è tenuto conto della variazione nelle pensioni di invalidità in percentuale del PIL tra il 2000 e il 2016.

Se, al contrario, ai fini del calcolo della variazione, sono utilizzate le medie degli anni 2012-2016 e 2000-2004, la classificazione resta invariata. I paesi in cui è stato introdotto un inasprimento dei regimi delle prestazioni di invalidità sono: Germania, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi bassi, Austria, Portogallo, Slovenia e Finlandia.

### Politiche di sostegno diretto all'occupazione dei lavoratori più anziani

Le misure che, da un lato, incidono sul mantenimento dell'occupazione e, dall'altro, promuovono l'occupabilità e la produttività dei lavoratori più anziani, sono importanti anche per accrescere il tasso di partecipazione alla forza lavoro. Tali riforme possono prevedere integrazioni salariali per i lavoratori più anziani, più solide forme di tutela dell'occupazione e una maggiore flessibilità dell'orario di lavoro, cui si associano interventi di informazione mirati ai datori di lavoro (come campagne di sensibilizzazione sui benefici offerti dalla diversificazione per età della forza lavoro e di lotta alla discriminazione nei confronti dei lavoratori in età più avanzata)<sup>124</sup>. Ad esempio, dal 2003 la Germania eroga integrazioni salariali sotto forma di indennità legate all'attività lavorativa e di sussidi temporanei ai lavoratori più anziani. In Lussemburgo, una riforma del 2014 ha permesso ai lavoratori ultracinquantenni di passare a un'occupazione a tempo parziale e ai datori di lavoro di chiedere sovvenzioni nel caso in cui un altro lavoratore venga assunto per compensare le ore di lavoro mancanti.

### Impatto delle riforme generali del mercato del lavoro sui lavoratori più anziani

Complessivamente le recenti riforme realizzate nei paesi dell'area dell'euro hanno introdotto normative meno rigorose in materia di tutela dell'occupazione e una maggiore flessibilità salariale nel mercato del lavoro. Una regolamentazione più severa a tutela dell'occupazione tende a sostenere il tasso di impiego dei lavoratori in età più avanzata<sup>125</sup>. Sebbene la generalizzata riduzione delle forme di tutela dell'occupazione possa essere stata sfavorevole per i lavoratori più

<sup>124</sup> Cfr. "Working Better with Age", *Ageing and Employment Policies Series*, OECD Publishing, Parigi, 2019.

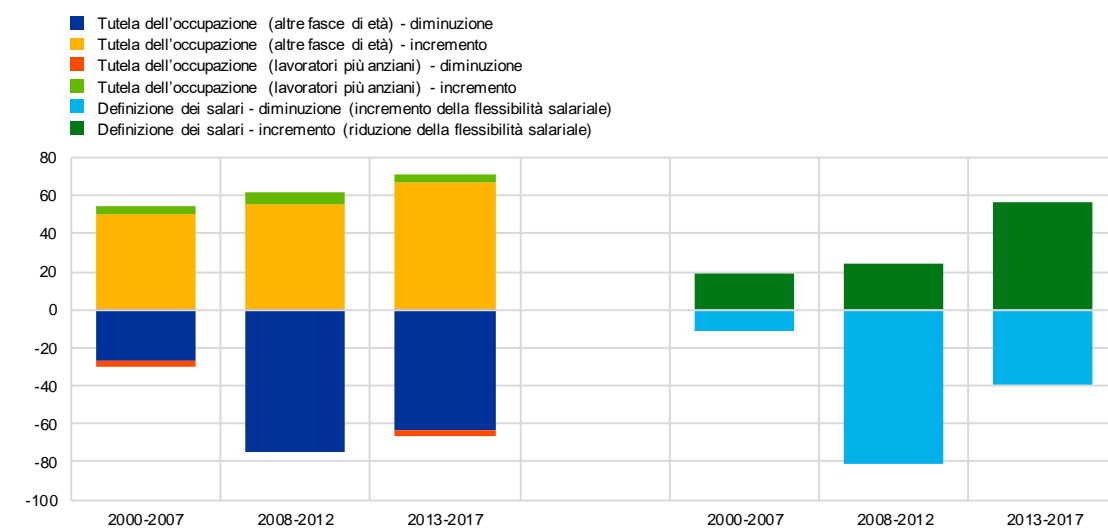
<sup>125</sup> Gal, P. e Theising, A., "The macroeconomic impact of structural policies on labour market outcomes in OECD countries: A reassessment", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1271, OECD Publishing, Parigi, 2015.

anziani, le informazioni ricavate dalla banca dati relativa alle riforme del mercato del lavoro (Labour Market Reform, LABREF) suggeriscono che le modifiche apportate alla legislazione in materia di tutela dell'occupazione possono aver agevolato in misura minore la flessibilità di cui beneficiano i lavoratori più anziani rispetto a quella a favore di altre categorie di lavoratori (cfr. il pannello di sinistra del grafico B). Il ruolo svolto dalla flessibilità salariale può essere meno evidente. La rigidità salariale influisce sulla misura in cui l'occupazione reagisce agli shock macroeconomici. La maggior parte delle recenti riforme del mercato del lavoro, volte ad accrescere la flessibilità salariale complessiva nei paesi dell'area dell'euro, ha interessato principalmente i lavoratori già presenti nel mercato e ha quindi implicitamente avuto un impatto potenzialmente maggiore sui lavoratori in età più avanzata rispetto a quelli più giovani (cfr. il pannello di destra del grafico B). Ciò può aver contribuito a incrementare le assunzioni di lavoratori più anziani o a far sì che questi ultimi mantenessero la propria occupazione. Tuttavia, l'esatta incidenza dell'aumento della flessibilità salariale nel contesto dell'occupazione dei lavoratori in età più avanzata resta poco chiaro.

### Grafico B

Riforme del mercato del lavoro che incidono sul livello di tutela dell'occupazione e sulla definizione dei salari nei paesi dell'area dell'euro

(numero di interventi di riforma annui)



Fonte: Commissione europea, banca dati LABREF.

È anche possibile che le riforme delle diverse fattispecie di occupazione atipica possano avere un impatto maggiore sul mercato del lavoro per i lavoratori più anziani rispetto ad altre categorie. Ad esempio, in Germania la riforma Hartz ha introdotto tipologie di occupazione “marginali” accompagnate da appositi sussidi (“mini-job” e “midi-job”), accrescendo in tal modo l’incentivo a lavorare per i soggetti in prepensionamento<sup>126</sup>. Inoltre, è possibile che le riforme del mercato del lavoro mirate ai lavoratori autonomi (ad esempio in Italia) possano interessare i lavoratori più anziani in misura maggiore rispetto a quelli più giovani, dal momento che la percentuale di lavoro autonomo sull’occupazione totale aumenta con l’età.

Nel complesso, le diverse riforme del mercato del lavoro, sia quelle riguardanti in particolare i lavoratori più anziani, sia quelle più generali, hanno avuto ricadute sul mercato del lavoro di tale

<sup>126</sup> Cfr. Steiner, V., “The labor market for older workers in Germany”, op. cit.

categoria di lavoratori. Con l'invecchiamento della popolazione in età lavorativa, le riforme a sostegno dell'offerta e della domanda di lavoro, dell'occupabilità e della produttività di questi lavoratori continueranno ad occupare una posizione di primo piano nell'agenda di riforma dei paesi dell'area dell'euro.

---

### **Le caratteristiche dei sistemi pensionistici sono determinanti importanti del comportamento in materia di pensionamento dei lavoratori in età più avanzata.**

I sistemi pensionistici coprono una serie di circostanze, dalle pensioni di vecchiaia alle pensioni di invalidità, e possono essere concepiti in modi diversi: dalle pensioni pubbliche alle pensioni integrative e dai sistemi a ripartizione ai sistemi finanziati interamente a capitalizzazione privata. Per quanto riguarda le pensioni di vecchiaia, compresi i programmi di prepensionamento, i parametri di idoneità legati all'età per le pensioni costituiscono un fattore decisivo per determinare il tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata. L'età di pensionamento legale e quella di prepensionamento possono essere utilizzate o come limite, oltre il quale non è possibile restare al lavoro<sup>127</sup>, o quanto meno come indicatore di quando andare in pensione. Inoltre gli incentivi a restare nel mercato del lavoro per un periodo più lungo vengono considerati negativamente correlati alla generosità delle pensioni liquidate. Qualora i diritti pensionistici maturati vengano ridotti, ad esempio aumentando la penale applicata in caso di prepensionamento, è probabile che i lavoratori siano incoraggiati a prolungare la propria vita lavorativa. Tale situazione va considerata anche alla luce del contesto di posizioni di sufficiente ricchezza netta media delle famiglie in età di pensionamento (cfr. il riquadro 2). In aggiunta, un'evoluzione verso aggiustamenti attuariali più equi in caso di pensionamento ritardato, ad esempio sotto forma di bonus, dovrebbe avere un impatto positivo sulla durata della vita lavorativa. Inoltre i programmi pensionistici più flessibili che consentono di combinare lavoro e pensionamento dovrebbero influenzare positivamente la decisione di rinviare il pensionamento. Nel caso di un accesso più limitato a programmi che offrono percorsi alternativi in uscita dal mercato del lavoro, quali le pensioni di invalidità (cfr. il riquadro 1), ciò potrebbe anche incoraggiare i lavoratori in età più avanzata a posticipare la pensione.

## **Riquadro 2**

### **Ricchezza netta delle famiglie dell'area dell'euro nell'età del pensionamento**

---

a cura di Marta Rodríguez-Vives

Il presente riquadro esamina il concetto di ricchezza netta delle famiglie nell'area dell'euro, con un'attenzione particolare alla ricchezza pensionistica nell'età del pensionamento. Le decisioni individuali concernenti la pensione sono in parte basate sulle aspettative riguardo al livello di benessere nel periodo successivo al collocamento a riposo. L'accumulo di ricchezza<sup>128</sup> è un fattore

---

<sup>127</sup> Cfr. Blanchet, D., Bozio, A., Rabaté, S. e Roger, M. "Workers' employment rates and pension reforms in France: the role of implicit labor taxation", *NBER Working Paper Series*, Working Paper 25733, NBER, aprile 2019.

<sup>128</sup> Le famiglie accumulano ricchezza attraverso l'accantonamento del reddito e i trasferimenti privati (donazioni e lasciti).

importante per far fronte a eventuali riduzioni del reddito da lavoro e pensionistico in una fase successiva della vita (ad esempio a seguito di future riforme delle pensioni).

Per ricchezza “netta” delle famiglie si intende il valore della ricchezza (attività totali ripartite tra attività finanziarie e non finanziarie) detenuta dalle famiglie al netto del valore delle passività in essere legate a debiti. Nel complesso, la disponibilità media della ricchezza netta delle famiglie è aumentata, in particolare a livello dell’area dell’euro, da circa il 550 per cento del reddito disponibile lordo (RDL) annuo nel 2002 a circa il 710 per cento nel 2019<sup>129</sup>. L’eterogeneità dell’evoluzione di tale ricchezza tra i vari paesi riflette le differenti posizioni di partenza, preferenze sociali e politiche in materia di tassazione e risparmio<sup>130</sup>. Secondo la contabilità di settore, la ricchezza delle famiglie alla fine del 2019 era in larga misura costituita dal patrimonio immobiliare residenziale (pari a circa il 460 per cento del RDL), dalla ricchezza finanziaria (350 per cento) e, con segno opposto, da passività legate a debiti (100 per cento). Le principali attività finanziarie detenute dalle famiglie sono attività liquide (moneta e depositi), *pensioni volontarie e assicurazioni sulla vita*, seguite da titoli di debito e partecipazioni azionarie.

Le prestazioni pensionistiche contribuiscono ad accrescere la ricchezza finanziaria, ma le modalità secondo le quali vengono registrate meritano particolare attenzione in quanto i diritti pensionistici futuri sono difficili da quantificare in termini statistici, anche se rappresentano una fonte importante di ricchezza finanziaria. Il grafico A fornisce un’indicazione della potenziale ricchezza pensionistica massima delle famiglie. Essa comprende tutte le prestazioni pensionistiche incluse nella ricchezza finanziaria quale definita sopra (contabilità nazionale standard) e i diritti pensionistici potenziali delle famiglie nei confronti dei governi (non inclusi nella contabilità nazionale standard)<sup>131</sup>. Tale concetto ampliato di ricchezza pensionistica delle famiglie si traduce in stime più elevate di tale ricchezza, che raggiungono importi da tre a sei volte superiori all’RDL annuale delle famiglie nella maggior parte dei paesi dell’area dell’euro. Si tratta di un concetto che dà conto della considerevole ricchezza pensionistica aggiuntiva esistente nei paesi i cui regimi pensionistici sono prevalentemente organizzati sotto forma di pensioni di previdenza sociale, come Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia o Finlandia. Esso assume particolare rilevanza nei paesi in cui vi è una predominanza di regimi a ripartizione e prestazione definita, come il Portogallo o Malta, che sono gestiti da amministrazioni pubbliche ma non inclusi nella contabilità nazionale standard. Per contro, i sistemi pensionistici aziendali a capitalizzazione (gestiti da soggetti pubblici o privati), che sono molto diffusi, ad esempio, nei Paesi Bassi, già rientrano nella contabilità nazionale standard. I versamenti pensionistici volontari tendono a essere importanti nei paesi in cui lo Stato incoraggia tali regimi di risparmio, come Francia, Malta, Italia, Irlanda, Germania o Belgio.

<sup>129</sup> L’aumento della ricchezza netta nell’area dell’euro è principalmente attribuibile all’incremento delle valutazioni delle proprietà immobiliari delle famiglie, dovuto alla robusta dinamica del mercato residenziale negli ultimi anni. Per maggiori dettagli, cfr. l’articolo *Ricchezza e consumi delle famiglie nell’area dell’euro* nel numero 1/2020 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

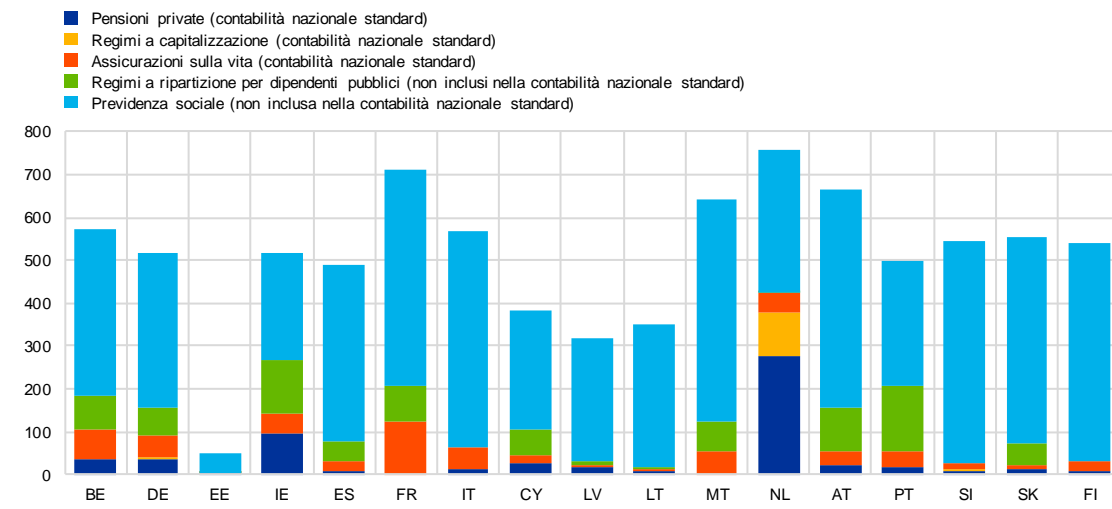
<sup>130</sup> Gli incentivi finanziari utilizzati nei vari paesi per incoraggiare il risparmio privato in previsione del pensionamento sono di due tipi: fiscali e non fiscali. Per ulteriori informazioni, cfr. il rapporto *Financial incentives for funded private pension plans*, OCSE, novembre 2019.

<sup>131</sup> Eurostat pubblica una nuova raccolta esaustiva e armonizzata di dati supplementari sulle prestazioni pensionistiche nel settore della previdenza sociale, corrispondente alla tavola 29 del programma di trasmissione dei dati del Sistema europeo dei conti 2010. L’anno di riferimento è il 2015, ma si prevede che, nel complesso, i dati resteranno stabili nel tempo. Per maggiori dettagli, cfr. l’articolo *La spesa sociale: i paesi dell’area dell’euro a confronto*, nel numero 5/2019 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno). A livello di area dell’euro, il coefficiente di ricchezza “netto” ricalcolato, che comprende il concetto ampliato di ricchezza pensionistica, corrisponderebbe a circa il 1000 per cento dell’RDL, pari a 290 punti percentuali in più rispetto al valore più recente rilevato a fine 2019.

## Grafico A

### Ricchezza pensionistica delle famiglie (definizione ampliata) nei paesi dell'area dell'euro

(percentuale del reddito disponibile lordo delle famiglie; dati del 2015)



Fonti: BCE ed Eurostat. I dati sui diritti pensionistici maturati finora in Grecia e Lussemburgo non sono ancora stati pubblicati.

Note: le elaborazioni relative alla ricchezza finanziaria delle famiglie (inclusa nella contabilità nazionale standard) tengono conto di tutti i regimi pensionistici aziendali, a capitalizzazione o a ripartizione, oltre che delle assicurazioni volontarie sulla vita (nel grafico queste componenti sono rappresentate dai colori giallo, verde e rosso). Esse comprendono sia i regimi gestiti da privati (come fondi pensione e compagnie di assicurazione), sia i sistemi a ripartizione gestiti da amministrazioni pubbliche in qualità di datori di lavoro. Le prestazioni pensionistiche potenziali non rientranti nella contabilità nazionale standard, ma incluse nella definizione ampliata di ricchezza pensionistica delle famiglie rappresentata nel grafico, comprendono i regimi pensionistici di previdenza sociale (blu scuro) e i regimi a ripartizione e prestazione definita per i dipendenti delle amministrazioni pubbliche (blu chiaro).

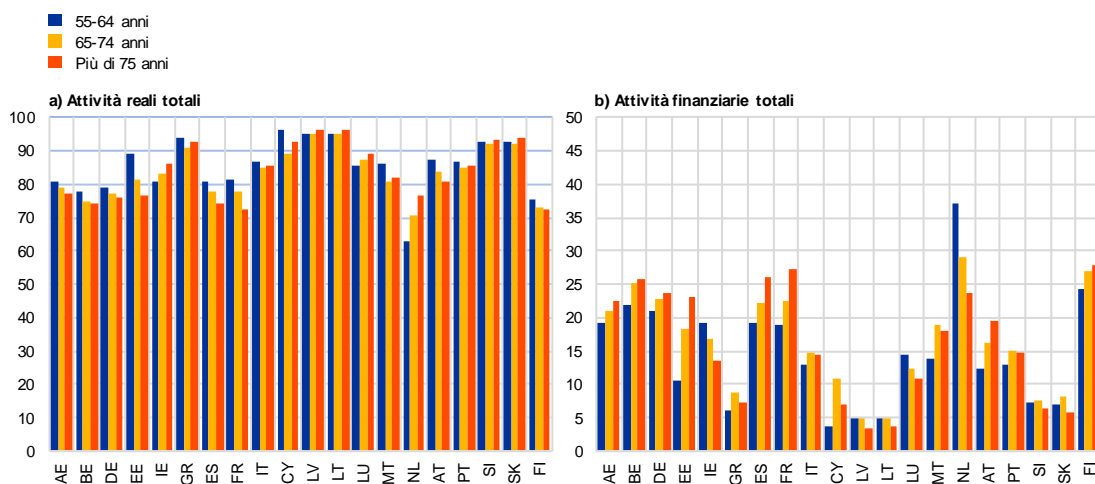
Secondo dati ricavati dalle indagini la composizione della ricchezza netta delle famiglie varia notevolmente in funzione dell'età di queste ultime<sup>132</sup>. Per quanto riguarda la ricchezza legata al patrimonio di immobili residenziali, il pannello di sinistra del grafico B mostra che le famiglie tendono a disinvestire all'età di 75 anni e più. Per contro, il pannello di destra, rappresentante la ricchezza finanziaria, evidenzia la tendenza opposta, con i nuclei familiari più anziani che continuano ad accumulare attività finanziarie fino a un'età molto avanzata. Le principali eccezioni sono costituite dall'Irlanda e dai Paesi Bassi, dove gli investimenti delle famiglie in attività reali crescono con l'avanzare degli anni.

<sup>132</sup> Si tratta dei dati ottenuti dalla terza edizione dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS, marzo 2020) condotta dall'Eurosistema. I risultati di questa terza edizione, il cui anno di riferimento è il 2017, sono stabili rispetto alla seconda edizione relativa al 2014.

## Grafico B

Attività totali delle famiglie per paese: scomposizione in attività reali (a sinistra) e attività finanziarie (a destra)

(percentuale delle famiglie per fascia di età; dati del 2017).



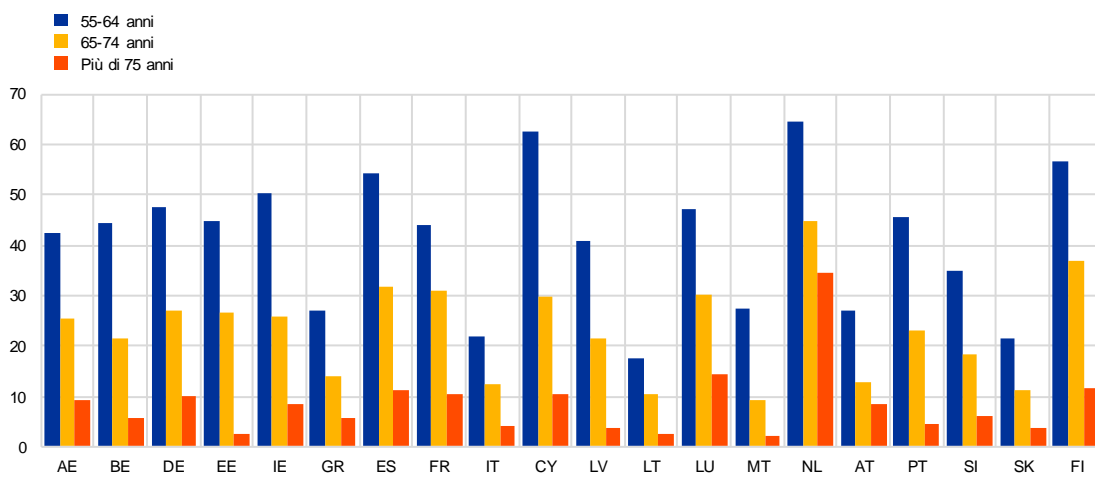
Fonti: HFCS (2020) ed elaborazioni a cura degli autori. Le attività totali (pari al 100 per cento) sono date dalla somma delle attività reali totali (pannello di sinistra) e delle attività finanziarie totali (pannello di destra).

Infine, per quanto riguarda la dimensione debitoria del concetto di ricchezza netta, il grafico C, riportato di seguito, mostra i tassi di partecipazione delle famiglie al debito complessivo. Esiste una forte correlazione negativa tra l'età e la percentuale di famiglie indebitate, poiché man mano che si avvanza negli anni si tende chiaramente a ridurre i debiti ipotecari. Anche la dinamica della mediana del rapporto tra debito e attività nell'area dell'euro mostra che tale rapporto diminuisce per le famiglie in età di pensionamento (dall'8,5 per cento di quelle di età compresa tra 65 e 74 anni al 5,6 per cento di quelle di età pari o superiore ai 75 anni).

## Grafico C

Passività di debito totali delle famiglie per paese

(percentuale delle famiglie per fascia di età; dati del 2017).



Fonti: HFCS (2020) ed elaborazioni a cura degli autori.

**In questo contesto, si prevede che le riforme delle pensioni svolgano un ruolo fondamentale nelle variazioni del tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata.** Se da un lato le migliori condizioni sanitarie, l'aumento dei livelli di istruzione e condizioni del mercato del lavoro più favorevoli dovrebbero sostenere un maggiore tasso di partecipazione al mercato del lavoro da parte dei lavoratori più anziani, tali fattori comuni di tendenza di lungo periodo non sono in grado di spiegare da soli il recente aumento del tasso di partecipazione e la sua ampia variabilità tra i diversi paesi. Ciò sposta l'attenzione sul modo in cui le riforme pensionistiche potrebbero aver influito sul tasso di partecipazione da parte di individui di età più avanzata.

## 5 Recenti riforme pensionistiche nei paesi dell'area dell'euro e relativo impatto sul mercato del lavoro

**Sebbene tutti i paesi dell'area dell'euro abbiano introdotto misure di riforma in ambito pensionistico nel corso degli ultimi due decenni, esistono variazioni tra i diversi paesi in termini di intensità e frequenza.** Le riforme delle pensioni hanno riguardato, in particolare, l'innalzamento dell'età pensionabile prevista per legge, programmi pensionistici più flessibili che consentano di combinare lavoro e pensionamento, incentivi economici per il prolungamento della vita lavorativa oltre il limite consentito per legge, regimi di (pre)pensionamento meno generosi e con criteri di idoneità più stringenti, che prevedano, ad esempio, l'aumento degli anni di contribuzione necessari<sup>133</sup>. Le riforme dei regimi pensionistici introdotte nell'ultimo decennio sono state particolarmente significative nei paesi soggetti a programmi di adeguamento, come Grecia, Spagna, Cipro e Portogallo.

**Le riforme pensionistiche sono rilevanti non soltanto per la sostenibilità dei conti pubblici, ma anche per l'offerta di lavoro.** L'invecchiamento della popolazione sta generando pressioni al rialzo sui livelli, già per lo più elevati, della spesa pubblica collegata all'età avanzata della popolazione, che comprende anche la spesa per le pensioni di vecchiaia<sup>134</sup>. Le riforme pensionistiche adottate di recente hanno contribuito a rafforzare la solidità dei sistemi previdenziali pubblici dei diversi paesi, alla luce dell'invecchiamento della popolazione e con l'obiettivo di contenere i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche<sup>135</sup>. Inoltre, le riforme in ambito pensionistico sono considerate un importante fattore alla base del prolungamento della vita lavorativa.

**L'età di pensionamento prevista dalla legge è stata innalzata in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro.** Dal 2000, nei paesi dell'area dell'euro, i limiti di età per la

<sup>133</sup> Cfr. Carone, G. et al., "Pension Reforms in the EU since the Early 2000's: Achievements and Challenges Ahead", *European Commission Discussion Papers*, n. 42, 2016.

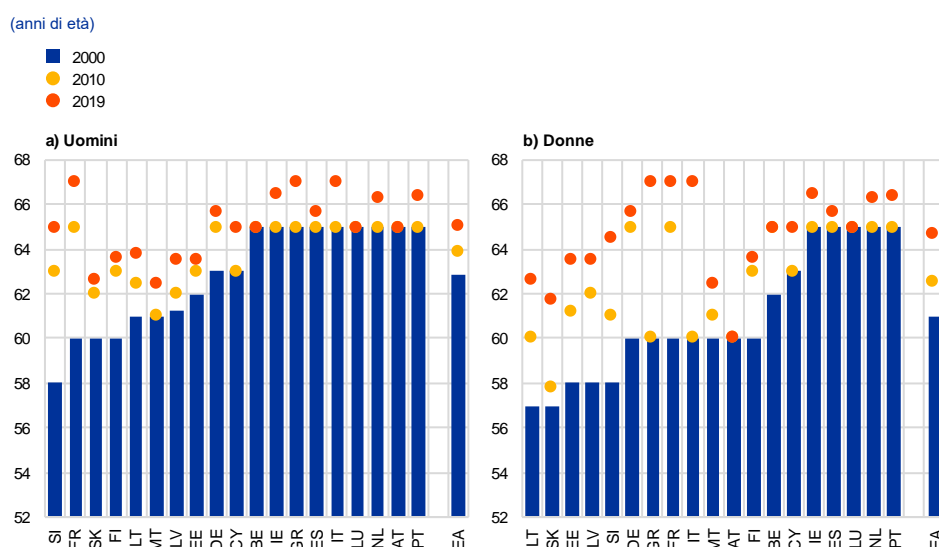
<sup>134</sup> Cfr. *L'impatto economico dell'invecchiamento della popolazione*, op. cit.

<sup>135</sup> Secondo le proiezioni contenute nelle successive edizioni del rapporto sull'invecchiamento della popolazione della Commissione europea, il livello della spesa pubblica per le pensioni dovrebbe scendere nel 2050, con una percentuale di riduzione che, dal 13,3 per cento del PIL nel rapporto del 2001, è scesa all'11,7 per cento del PIL nel rapporto del 2018. Queste cifre sono tuttavia da interpretare con cautela, dal momento che l'orizzonte della proiezione e la composizione dei paesi non sono pienamente comparabili tra le diverse edizioni del rapporto ed è variato, nel tempo, anche il livello di partenza.

ricezione della pensione piena sono aumentati, in media, di oltre due anni per gli uomini e di quasi quattro anni per le donne (cfr. il grafico 8). Aumenti superiori a cinque anni si sono osservati in due paesi – Francia e Slovenia – per uomini e donne, e in sei paesi – precisamente, Germania, Estonia, Italia, Grecia, Lettonia e Lituania – solo per le donne. I più significativi incrementi dell'età idonea per le donne riflette la tendenza comune, in Europa, a equiparare le età di pensionamento tra uomini e donne. I parametri di idoneità legati all'età sono rimasti invariati, negli ultimi due decenni, solo in un numero ridotto di paesi, ovvero Belgio (solo per gli uomini), Lussemburgo e Austria. La maggior parte dei paesi ha anche limitato l'accesso alle pensioni di vecchiaia vincolandolo a un più elevato numero di anni di contribuzione: un fattore di particolare rilievo per la sostenibilità dei regimi a prestazione prevalentemente definita. La tendenza all'innalzamento dell'età pensionabile prevista dalla legge dovrebbe proseguire, poiché diversi paesi hanno deciso di collegare in automatico l'età di pensionamento alle variazioni delle aspettative di vita.

### Grafico 8

#### Età pensionabile prevista dalla legge



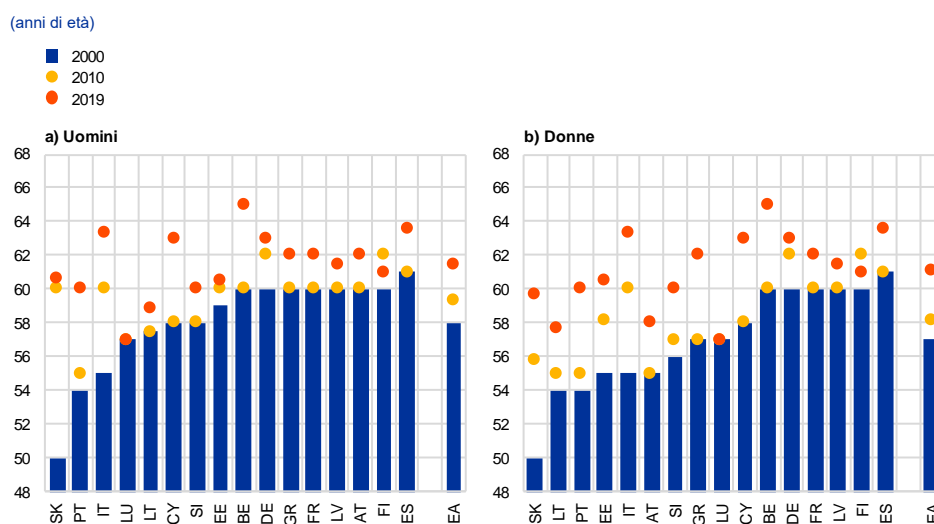
Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli autori.

**Ai più stringenti criteri di idoneità alla pensione stabiliti dalla legge si sono spesso accompagnate restrizioni sul prepensionamento.** In tutti i paesi dell'area dell'euro, eccetto Irlanda e Paesi Bassi, esistono regimi di prepensionamento<sup>136</sup>. In alcuni paesi sono persino previsti diversi regimi di prepensionamento paralleli per specifici gruppi di lavoratori. La maggior parte di questi regimi comporta deduzioni che assicurano una maggiore equità attuariale. A partire dal 2000, il limite di età per il prepensionamento è stato innalzato, in media, di 3 anni e 1/2 per gli uomini e di oltre 4 anni per le donne, fino all'età di circa 61 anni sia per gli uomini che per le

<sup>136</sup> I regimi di prepensionamento sono programmi specifici che consentono di percepire la pensione prima del raggiungimento dell'età pensionabile prevista dalla legge; sono per lo più soggetti a una lunga vita lavorativa e implicano un adeguamento dei diritti pensionistici. In aggiunta a specifici regimi di prepensionamento, l'uscita anticipata dal mercato del lavoro è stata incoraggiata anche attraverso la sottoscrizione di piani assicurativi contro la disoccupazione, la malattia o la disabilità da parte dei lavoratori più anziani. La maggior parte di questi programmi è stata introdotta negli anni '70 del Novecento in risposta ai crescenti livelli di disoccupazione (cfr. Carone, G. et al., op. cit.).

donne, nel 2019 (cfr. il grafico 9). Alcuni paesi, soprattutto quelli che hanno istituito un collegamento automatico tra l'età pensionabile e le variazioni delle aspettative di vita, hanno esteso tale strumento ai propri regimi di prepensionamento. Inoltre, sei paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia e Austria) consentono la ricezione della pensione piena, senza deduzioni, prima del raggiungimento dell'età pensionabile stabilita dalla legge. Tuttavia l'idoneità è generalmente subordinata al soddisfacimento di condizioni specifiche, ad esempio una lunga vita lavorativa. Dal 2000 in poi, tali requisiti sono stati innalzati in maniera significativa e attualmente prevedono almeno 40 anni circa di contributi versati. Con l'introduzione del requisito di una lunga vita lavorativa, tali regimi di prepensionamento sono stati implicitamente mirati, in prevalenza, ai lavoratori la cui carriera professionale ha avuto un avvio precoce e con livelli di istruzione più bassi.

**Grafico 9**  
Età di prepensionamento



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli autori.

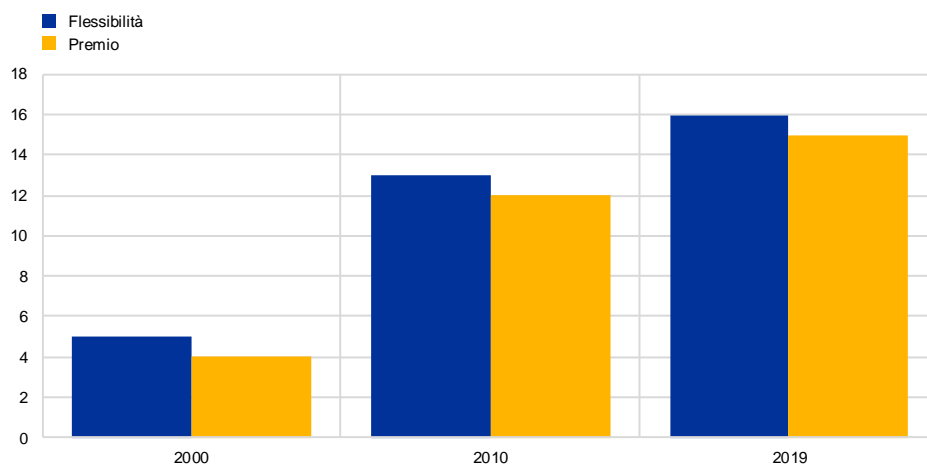
Note: in Irlanda e nei Paesi Bassi non esistono regimi di prepensionamento. Nessun dato disponibile per Malta. Sebbene alcuni paesi prevedano diversi regimi di prepensionamento, il grafico ne riporta soltanto uno.

**La maggior parte dei paesi ha incorporato nei propri regimi pensionistici alcuni incentivi (economici) finalizzati a prolungare la vita lavorativa dei lavoratori più anziani.** Per incentivare questi lavoratori a prolungare la loro presenza nel mercato del lavoro, talvolta anche oltre l'età pensionabile prevista dalla legge, negli ultimi due decenni molti paesi hanno calibrato i propri sistemi pensionistici in modo da ricompensare maggiormente il posticipo dell'età pensionabile o da consentire ai pensionati di continuare a lavorare (cfr. il grafico 10). Nel concreto, tuttavia, l'assetto di queste misure è molto variabile a seconda del paese. Gli incentivi economici vengono corrisposti principalmente in forma di premio previdenziale per il pensionamento posticipato e attraverso sgravi contributivi legati all'età per i lavoratori più anziani. In alcuni paesi questi ultimi lavoratori possono percepire la pensione continuando a lavorare fino a un certo limite di età, mentre in altri paesi tale limite superiore non è fissato. Nel contesto di generale innalzamento dell'età pensionabile, tali misure hanno anche inciso in maniera sempre più significativa sul tasso di partecipazione delle coorti di età oltre i 65 anni.

## Grafico 10

### Politiche di incentivazione per il prolungamento della vita lavorativa

(numero di paesi)



Fonti: fonti nazionali ed elaborazioni degli autori.

Note: il grafico mostra il numero di paesi con politiche di incentivazione in atto nel 2000, 2010 e 2019. L'istogramma della "flessibilità" racchiude il numero di paesi dell'area dell'euro che dispongono di politiche che consentono di combinare lavoro e pensionamento, mentre "premio" fa riferimento ai paesi che corrispondono un premio previdenziale per il pensionamento posticipato.

### **Ridimensionando la generosità delle prestazioni pensionistiche, i lavoratori più anziani potrebbero essere incoraggiati ad andare in pensione più tardi.**

Molti paesi dell'area dell'euro hanno ridimensionato la generosità dei propri sistemi previdenziali pubblici, principalmente allo scopo di migliorare la sostenibilità economica dei regimi pensionistici. I lavoratori più anziani potrebbero ritardare il pensionamento per compensare i tagli alle pensioni, con un possibile effetto positivo sul tasso di partecipazione. Nell'area dell'euro i diritti pensionistici sono stati ridotti con vari strumenti, ad esempio abbassando il tasso di rendimento con cui le retribuzioni pensionabili vengono convertite in diritti pensionistici, calcolando il salario di riferimento per il pagamento della pensione sulla base dell'intera vita lavorativa piuttosto che su un sottoinsieme di anni migliori che generalmente implicano salari più elevati e rafforzando l'indicizzazione delle pensioni agli andamenti dell'inflazione, piuttosto che a quelli dei salari<sup>137</sup>. Inoltre, diversi paesi hanno innalzato il carico fiscale delle pensioni e reso economicamente meno appetibile il prepensionamento accrescendo la penalizzazione del pensionamento anticipato.

**Ci si può attendere che tutte queste riforme delle pensioni incoraggino i lavoratori più anziani a posticipare le loro decisioni in merito al pensionamento.** L'impatto delle riforme è rilevabile nel carico fiscale implicito quando si estende la vita lavorativa di un anno: tale carico riflette le variazioni del valore attuale del flusso di prestazioni pensionistiche futuro di un lavoratore standard in confronto agli ulteriori guadagni percepiti se si allunga di un anno la vita

<sup>137</sup> Per una panoramica, cfr., ad esempio, Carone, G. et al., op. cit.

lavorativa<sup>138</sup>. Un elevato valore positivo del carico fiscale implicito nel prolungamento della vita lavorativa rivela incentivi al pensionamento anticipato, mentre un valore negativo può essere considerato una sorta di sussidio per lavorare più a lungo: ciò avviene poiché i guadagni aggiuntivi derivanti dal prolungamento di un anno della vita lavorativa superano la riduzione del valore attuale delle prestazioni pensionistiche. Il valore del carico fiscale implicito dipende dai parametri sottostanti i rispettivi regimi pensionistici e pertanto varia in base al paese, alla fascia d'età e al tempo. Ad esempio, nel caso dei regimi di prepensionamento, il carico fiscale implicito tende ad aumentare nell'anno precedente il raggiungimento della più bassa soglia di età idonea al prepensionamento, mentre si appiattisce in seguito. Le riforme pensionistiche che intaccano la generosità del sistema pensionistico e posticipano l'età pensionabile generano plausibilmente un minore carico fiscale implicito. I pochi studi disponibili sui paesi dell'area dell'euro suggeriscono un calo complessivo del carico fiscale implicito sia per gli uomini che per le donne. Di fatto, uno studio recente dimostra che il carico fiscale implicito per i lavoratori di 62 anni di età si è più che dimezzato per un gruppo di paesi dell'area dell'euro, passando da oltre il 45 per cento, in media, nel 2000 al 20 per cento circa nel 2015, nonostante le ampie differenze tra i diversi paesi<sup>139</sup>.

---

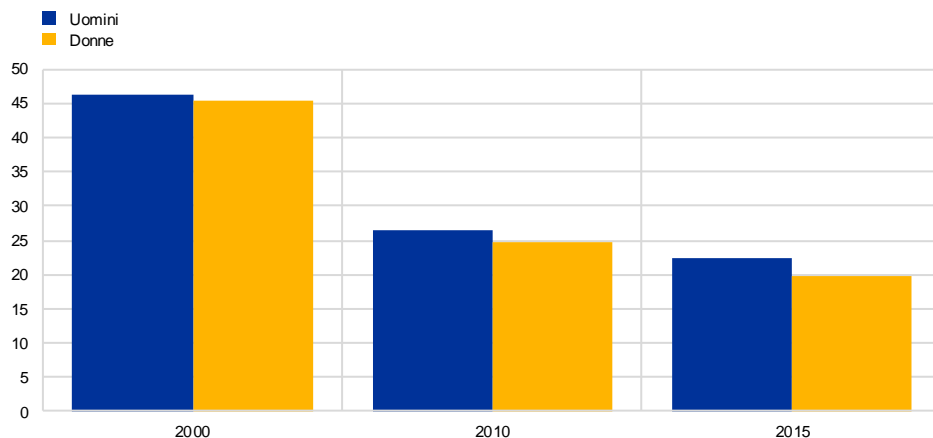
<sup>138</sup> Il calcolo del carico fiscale implicito nel prolungamento della vita lavorativa richiede informazioni dettagliate e specifiche per paese. Ciò spiega il motivo per cui il concetto di carico fiscale implicito viene utilizzato solo in un ridotto numero di studi comparativi tra diversi paesi. Cfr., ad esempio, Duval, R., "The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers* n. 370, nonché OCSE, *Economic Policy Reforms – going for growth*, varie edizioni. Più di recente, è stata condotta un'analisi comparativa tra 12 economie avanzate. Cfr. Börsch-Supan, A. e Coile, C. (a cura di), *Social Security Programs and Retirement around the World: Reforms and Retirement Incentives*, NBER Book Series – International Social Security, University of Chicago Press, Chicago, 2020.

<sup>139</sup> Cfr. Börsch-Supan, A. e Coile, C. op. cit. Questo studio contiene analisi specifiche per paese e comprende sei paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi). Rispetto al gruppo di paesi dell'area dell'euro, il livello del carico fiscale implicito nel 2015 è considerevolmente più elevato in Giappone (45 per cento circa) — sebbene si sia dimezzato rispetto al 2000 — e molto più basso negli Stati Uniti (dove si colloca a un livello stabile del 10 per cento circa). L'analisi include diversi tipi di soggetti destinatari per i quali le prestazioni sociali sono calcolate per ciascun anno dal 1980 al 2015 per ogni possibile età di pensionamento (tra i 55 e i 69 anni) e per ciascun percorso verso la pensione (come la pensione pubblica di vecchiaia, il prepensionamento, le pensioni di disabilità e così via) disponibile per gli individui con caratteristiche standard.

## Grafico 11

### Carico fiscale implicito nel prolungamento della vita lavorativa

(punti percentuali)



Fonti: Börsch-Supan e Coile (2020), elaborazioni degli autori.

Note: i dati riportati rappresentano il carico fiscale implicito nel prolungamento della vita lavorativa per un lavoratore medio all'età di 62 anni, così come calcolato in Börsch-Supan e Coile (2020). Si tratta della media non ponderata dei sei paesi dell'area dell'euro per cui sono disponibili dati, che comprendono Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi.

**Il carico fiscale implicito nel prolungamento della vita lavorativa sembra correlato negativamente con il tasso di partecipazione per i lavoratori più anziani, come confermato anche in letteratura.** Un calo del carico fiscale implicito determinato da riforme in ambito pensionistico può essere visto come un'indicazione del fatto che i lavoratori più anziani posticipano il proprio pensionamento. L'effetto positivo delle riforme delle pensioni sugli incentivi a restare più a lungo nel mercato del lavoro è stato ampiamente confermato da numerosi studi. Tali studi producono evidenze della reazione dei lavoratori alle variazioni degli incentivi economici (come le deduzioni per il prepensionamento, ma anche gli effetti di reddito e ricchezza per l'intera vita degli individui) e a quelle dell'età pensionabile prevista dalla legge<sup>140</sup>. Ricerche recenti hanno inoltre mostrato una correlazione negativa statisticamente significativa tra il carico fiscale implicito e il tasso di occupazione in numerosi paesi avanzati, tra cui sei dell'area dell'euro<sup>141</sup>. Si è riscontrato che le riforme in ambito pensionistico, in particolare quelle che limitano l'accesso ai regimi di prepensionamento, hanno svolto un ruolo importante nell'accrescere il tasso di occupazione della popolazione più anziana. Di fatto, i risultati ottenuti tramite regressioni panel di tipo "pooled" evidenziano un aumento del tasso di occupazione tra i lavoratori più anziani (a un'età media di prepensionamento di 62 anni) di 6,7 punti percentuali per gli uomini e 4,6 punti percentuali per le donne in caso di diminuzione del carico fiscale implicito (dal 100 per cento a zero). All'età pensionabile prevista dalla legge, si stima che l'impatto positivo sul tasso di

<sup>140</sup> Cfr., ad esempio, Blundell et al., op. cit.

<sup>141</sup> Cfr. Börsch-Supan, A. e Coile, C. op. cit.

occupazione si attesti a 1,8 punti percentuali. Questi riscontri sono ampiamente in linea con altri studi<sup>142</sup>.

**Allo stesso tempo, mettere a fuoco l'impatto delle riforme delle pensioni sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro nei diversi paesi è tutt'altro che banale.** In primo luogo, i regimi pensionistici e la quantità e la portata delle riforme in tale ambito variano notevolmente da un paese all'altro, mentre le caratteristiche specifiche di tali riforme sono rilevanti per determinarne il concreto impatto sull'offerta di lavoro. In secondo luogo, esistono variazioni considerevoli riguardo alla data di introduzione delle riforme in ambito pensionistico e al periodo intercorrente tra il loro annuncio e l'effettiva attuazione. In particolare, si è constatato che lunghi ritardi nell'attuazione producono effetti macroeconomici, perlomeno nella misura in cui i lavoratori tentano di anticipare il pensionamento per poter continuare a beneficiare del vecchio regime<sup>143</sup>. In terzo luogo, il ritmo di attuazione delle riforme è variato da paese a paese. In alcuni, ad esempio in Germania, certi elementi della riforma del sistema pensionistico sono stati attuati in modo molto graduale, mentre in altri, come in Italia, l'innalzamento dell'età pensionabile prevista per legge è stato introdotto piuttosto repentinamente. Questo fattore influisce sui tempi di variazione del tasso di partecipazione per i lavoratori più anziani.

**Inoltre, l'inversione delle riforme in ambito pensionistico potrebbe incidere negativamente sull'offerta di lavoro.** Più di recente, diversi paesi stanno valutando la possibilità di invertire le riforme delle pensioni adottate in precedenza, in considerazione dell'aumento della pressione politica. In alcuni paesi si è già deciso di procedere in tal senso. Tuttavia, come dimostrano ricerche recenti, l'annullamento delle precedenti riforme pensionistiche rappresenterebbe non soltanto una sfida per la sostenibilità dei conti pubblici, ma anche una fonte di notevoli costi in termini macroeconomici, anche per l'offerta di lavoro<sup>144</sup>. Pertanto, se questa tendenza all'inversione delle riforme dovesse proseguire, potrebbe plausibilmente verificarsi un calo del tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani.

---

<sup>142</sup> Cfr., ad esempio, Geppert, C., Guillemette, Y., Morgavi, H. e Turner, D., "Labour supply of older people in advanced economies: the impact of changes to statutory retirement ages", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1554, OECD Publishing, Parigi, 2019; Grigoli, F., Koczan, Z. e Topalova, P., "A Cohort-Based Analysis of Labor Force Participation for Advanced Economies", *Cohort-Based Analysis of Labor Force Participation for Advanced Economies*, Stati Uniti, FMI, 2018; nonché De Philippis, M., "The dynamics of the Italian labour force participation rate: determinants and implications for the employment and unemployment rate", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 396, Banca d'Italia, 2017.

<sup>143</sup> Cfr., ad esempio, Bi, H., Hunt, K. e Zubairy, S. "Implementation delays in pension retrenchment reforms", *Economic Review*, vol. 104, n. 2, Federal Reserve Bank of Kansas City, secondo trimestre del 2019, pagg. 53-70.

<sup>144</sup> Per un'analisi dei costi dell'inversione delle riforme in termini macroeconomici e di bilancio, cfr. Baksa, D., Munkacsi, Z. e Nerlich, C., "A framework for assessing the costs of pension reform reversals", *Working Paper Series*, n. 2396, BCE, aprile 2020. Uno studio sull'impatto dell'inversione delle riforme pensionistiche avvenuta nel 2014 in Germania, che consente ai lavoratori con una carriera lavorativa particolarmente lunga (45 anni) il prepensionamento a 63 anni con la corresponsione della pensione piena, mette in evidenza come la probabilità di pensionamento anticipato sia di fatto più elevata di 10 punti percentuali per coloro che hanno diritto al prepensionamento rispetto a chi è soggetto a una penale. Per ulteriori informazioni, cfr. Krolage, C. e Dolls, M., "The effects of early retirement incentives on retirement decisions", *ifo Working Papers*, n. 291, ifo Institute, Monaco di Baviera, 2019, pagg. 1-31.

## 6 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo sostiene l'ipotesi secondo cui diversi fattori avrebbero concorso al considerevole aumento del tasso di partecipazione al mercato del lavoro dei lavoratori in età più avanzata negli ultimi due decenni.** Il tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani è aumentato in modo particolare tra le donne, pur partendo da un livello inferiore rispetto agli uomini. Diversi fattori possono incidere sul tasso di partecipazione dei lavoratori più anziani. Decidere il momento in cui andare in pensione è una scelta complessa, influenzata da molti fattori, tra cui la situazione del mercato del lavoro, l'assetto dei sistemi previdenziali, lo stato di salute di un individuo, la sua ricchezza netta e le relative evoluzioni attese, le preferenze individuali. Sebbene molti di questi fattori siano cambiati notevolmente nel corso del tempo, per la maggior parte di essi si individuano tendenze di lungo periodo; è il caso, ad esempio, del miglioramento delle condizioni di salute, dell'aumento dell'aspettativa di vita e dei più elevati livelli di istruzione, che pertanto non possono aver determinato il forte aumento del tasso di partecipazione dal 2000 in poi. A loro volta, le riforme in ambito pensionistico sembrano aver svolto un ruolo decisivo nell'aumento del tasso di partecipazione. Tali riforme comprendono aumenti dell'età pensionabile prevista per legge, programmi pensionistici più flessibili che consentono di combinare lavoro e pensionamento, incentivi economici per il prolungamento della vita lavorativa oltre il limite consentito per legge, regimi di (pre)pensionamento meno generosi e con criteri di idoneità più stringenti, che prevedono, ad esempio, un aumento degli anni di contribuzione necessari.

**In prospettiva, vari fattori concorreranno a determinare il tasso di partecipazione al mercato del lavoro dei lavoratori in età più avanzata negli anni futuri, con un impatto complessivo non facilmente prevedibile.** In primo luogo, le ultime proiezioni demografiche indicano che la quota relativa della coorte dei lavoratori più anziani si ridurrà leggermente, una volta che la generazione del baby boom sarà andata in pensione. Ciò produrrebbe un aumento del tasso di partecipazione complessivo di per sé, a parità di tutte le altre condizioni. Inoltre, per contenere ulteriormente i rischi per la sostenibilità dei conti pubblici connessi all'invecchiamento della popolazione, sarebbe necessario che i governi introducessero ulteriori riforme delle pensioni con un potenziale impatto positivo sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro da parte dei lavoratori più anziani. Tuttavia, se la recente tendenza all'inversione delle riforme apportate ai sistemi pensionistici dovesse proseguire, è plausibile ipotizzare un impatto negativo sul tasso di partecipazione alle forze di lavoro da parte dei lavoratori più anziani. Infine, nel più breve termine tutti questi effetti saranno verosimilmente dominati dall'impatto della pandemia di COVID-19 e dalle gravi implicazioni macroeconomiche che ne derivano, anche sul mercato del lavoro. L'esperienza derivante da forti shock macroeconomici del passato indica che probabilmente il tasso di partecipazione alle forze di lavoro da parte dei lavoratori in età più avanzata verrà influenzato negativamente, a meno che non vengano messi in atto interventi attenuanti sul piano delle politiche.

### 3 La distribuzione della liquidità e il regolamento dei pagamenti in Target2

a cura di Ioana Duca-Radu e Livia Polo Friz<sup>145</sup>

#### 1 Introduzione

**Target2, il sistema di pagamento di cui l'Eurosistema è proprietario e gestore, svolge un ruolo fondamentale nell'area dell'euro, fornendo sostegno all'attuazione della politica monetaria e al funzionamento dei mercati finanziari e dell'attività economica.** Banche centrali e banche commerciali utilizzano Target2 per le operazioni di politica monetaria, i pagamenti interbancari e per conto della clientela<sup>146</sup>. Il sistema esegue pagamenti denominati in euro in moneta di banca centrale, su base lorda, in tempo reale e con definitività immediata. Garantisce il libero flusso di moneta di banca centrale in tutta l'area dell'euro, fornendo sostegno all'attività economica e alla stabilità finanziaria e promuovendo l'integrazione finanziaria nell'UE<sup>147</sup>. Target2, inoltre, ha una portata mondiale per il tramite delle banche corrispondenti<sup>148</sup>, a ulteriore supporto delle operazioni delle banche e delle imprese dell'UE. La liquidità di banca centrale, cioè i fondi detenuti dalle banche presso la banca centrale, comprese le riserve obbligatorie minime, è detenuta sui conti di Target2 e può essere impiegata per i pagamenti effettuati nel corso della giornata.

**La liquidità svolge un ruolo centrale nei sistemi di regolamento lordo in tempo reale (Real-Time Gross Settlement, RTGS) perché senza di essa non è possibile regolare alcun pagamento**<sup>149</sup>. I sistemi RTGS richiedono una considerevole quantità di liquidità poiché i pagamenti sono regolati uno a uno, perciò normalmente presentano caratteristiche che consentono ai partecipanti di risparmiare liquidità; Target2 offre una serie di queste caratteristiche per fornire supporto ai partecipanti nella gestione infragiornaliera della propria liquidità<sup>150</sup>.

<sup>145</sup> Gli autori del presente articolo sono membri/supplenti di uno dei gruppi di utenti con accesso ai dati di Target2 in conformità dell'articolo 1, paragrafo 2, della Decisione BCE/2010/9, del 29 luglio 2010, relativa all'accesso a taluni dati di Target2 e all'utilizzo dei medesimi. La BCE, il Comitato per le infrastrutture di mercato e il Comitato per le infrastrutture di mercato e i pagamenti hanno verificato che l'articolo rispetti le norme volte a garantire la riservatezza dei dati sulle singole operazioni imposte dal Comitato per i sistemi di pagamento e di regolamento ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 4, della suddetta decisione della BCE. Le opinioni espresse nell'articolo sono riferibili esclusivamente agli autori e non riflettono necessariamente quelle dell'Eurosistema. Gli autori ringraziano Carlos Luis Navarro Ramirez per l'assistenza fornita nell'attività di ricerca.

<sup>146</sup> Ad esempio, se una compagnia aerea nei Paesi Bassi acquisisce un velivolo da una società in Francia, il trasferimento del pagamento può essere effettuato in Target2 tramite le rispettive banche. Anche altri sistemi di pagamento e di regolamento titoli, ad esempio Euro1, un sistema di pagamento paneuropeo all'ingrosso, e Step2, un sistema di pagamento paneuropeo al dettaglio, regolano le posizioni nette dei loro partecipanti in Target2.

<sup>147</sup> Nel 2019 Target2 ha regolato in media 1.700 miliardi di euro su base giornaliera, corrispondenti a 344.120 operazioni (cfr. *TARGET Annual Report 2019*, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2020).

<sup>148</sup> Una banca corrispondente è una banca che fornisce servizi per conto di un'altra.

<sup>149</sup> Quando viene inviato un messaggio di pagamento al sistema, se il partecipante ha liquidità sufficiente sul conto, il pagamento è regolato immediatamente: non appena eseguito l'addebito sul conto dell'ordinante, il pagamento diventa irrevocabile. Se la liquidità sul conto dell'ordinante non è sufficiente per regolare il pagamento, questo viene messo in lista d'attesa.

<sup>150</sup> Ad esempio gli algoritmi di compensazione, che abbinano e compensano i pagamenti in entrata o in lista d'attesa.

Inoltre i partecipanti possono utilizzare la linea di credito infragiornaliero (intraday credit line, ICL), che l'Eurosistema mette a loro disposizione quando la liquidità che hanno sui conti non è sufficiente per regolare i pagamenti<sup>151</sup>. Essi possono anche gestire attivamente i propri flussi di pagamento, ad esempio sincronizzando i pagamenti in entrata e in uscita, realizzando così un impiego più efficiente della liquidità disponibile nel sistema. Nei periodi in cui si riscontrano livelli generalmente più elevati di liquidità, è meno impegnativo per i partecipanti a Target2 gestire la propria liquidità infragiornaliera e si ricorre in misura minore a meccanismi di risparmio di liquidità<sup>152</sup>.

**La disponibilità di liquidità e la sua distribuzione hanno un impatto sul processo di regolamento.** Target2 è gestito come un'unica piattaforma tecnica ma collega sistemi componenti giuridicamente distinti, ciascuno dei quali è gestito da una banca centrale nazionale. Il presente articolo è incentrato sulla distribuzione della liquidità tra i vari componenti di Target2 e mira a comprenderne le ripercussioni per il regolamento dei pagamenti nelle varie giurisdizioni. In particolare, esamina in che modo la distribuzione della liquidità tra i vari paesi incida sul ricorso al credito infragiornaliero e sul momento del regolamento. Tali aspetti sono rilevanti per i gestori di un sistema di pagamento<sup>153</sup>: un'ampia linea di credito infragiornaliero aumenta la capacità di pagamento<sup>154</sup> del rispettivo partecipante, rendendo più fluido il regolamento. Tuttavia, se un partecipante non può rimborsare il credito alla fine della giornata, quest'ultimo si trasforma automaticamente in un credito overnight al tasso di rifinanziamento marginale della BCE. Prima vengono regolati i pagamenti, minore è il rischio operativo<sup>155</sup>. In caso di malfunzionamento operativo durante la giornata, maggiore è il numero di pagamenti regolati fino a quel momento, minore sarà la pressione sul sistema alla ripresa dell'attività.

Il resto dell'articolo è strutturato come segue: la sezione 2 fornisce una panoramica della distribuzione della liquidità in Target2; la sezione 3 descrive le implicazioni della

---

<sup>151</sup> L'ICL è offerta, senza interessi, a fronte di garanzie idonee che i partecipanti stanziano presso le proprie banche centrali nazionali. Alla fine della giornata, se il partecipante non riesce a coprire la sua posizione negativa, il credito infragiornaliero diventa un credito overnight e viene applicato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale.

<sup>152</sup> Ad esempio, a metà del 2014 veniva regolata in Target2 una media giornaliera di pagamenti pari a 2.000 miliardi di euro, a fronte di un livello di liquidità complessivo di 200,7 miliardi. A metà del 2019 venivano regolati ogni giorno pagamenti per circa 1.800 miliardi di euro, ma i livelli di liquidità ammontavano a 1.790,5 miliardi, a seguito delle misure di politica monetaria previste dal programma di acquisto di attività; ciò significa che si regolavano meno pagamenti a fronte di una liquidità più elevata. La differenza sta nel grado di efficienza con cui viene impiegata la liquidità: un indicatore che mostra l'efficienza di impiego della liquidità in Target2 a metà del 2014 si collocava a 5,0 mentre a metà del 2019 a 3,3. Esso viene calcolato come rapporto tra il totale dei pagamenti regolati e il livello stimato di liquidità impiegata, come indicato da Benos, E., Garratt, R. e Zimmerman, P., in "Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers", *Working paper Series*, n. 451, Bank of England, giugno 2012.

<sup>153</sup> I proprietari e i gestori dei sistemi di pagamento possono essere sia una banca centrale sia soggetti privati. In quanto proprietario e gestore di Target2, l'Eurosistema offre il servizio di regolamento in moneta di banca centrale, consentendo alle istituzioni finanziarie il reciproco trasferimento dei fondi detenuti in conti presso le rispettive banche centrali. Per una banca centrale avere un ruolo operativo rappresenta una possibilità di garantire che il sistema rispetti le norme fissate in materia di sicurezza e di efficienza.

<sup>154</sup> La capacità di pagamento di un partecipante a Target2 all'inizio della giornata lavorativa è definita come la somma del saldo di apertura relativo al suo conto e dell'ammontare dell'ICL fissata.

<sup>155</sup> Cfr., per esempio, McAndrews, J. e Kroeger, A., "The Payment System Benefits of High Reserve Balances", *Staff Reports*, n. 779, Federal Reserve Bank of New York, giugno 2016.

distribuzione della liquidità per il regolamento dei pagamenti in Target2; la sezione 4 presenta le conclusioni e discute la rilevanza dei risultati.

## 2 Una panoramica della distribuzione della liquidità in Target2

**La liquidità in Target2 può essere misurata come la somma della liquidità detenuta dai partecipanti sui propri conti all'inizio di ogni giornata<sup>156</sup>.**

La liquidità in Target2 è aumentata di circa otto volte tra la metà del 2008 e la fine del 2019 (cfr. il grafico 1). Nel 2011-2012, durante la crisi del debito sovrano, è aumentata in seguito alle misure adottate dall'Eurosistema per soddisfare la domanda di liquidità delle banche, raggiungendo 592,7 miliardi di euro ad agosto 2012, contro i 219,8 miliardi di giugno 2008. L'avvio, a marzo 2015, del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP) ha comportato un nuovo aumento dei livelli di liquidità. Ad agosto 2018 è stato raggiunto un picco di 1.847,2 miliardi di euro. Tali andamenti sono in linea con l'evoluzione della liquidità in eccesso, ossia i fondi detenuti dagli enti creditizi su conti presso la banca centrale eccedenti le riserve obbligatorie minime<sup>157</sup>. Con l'aumento dei livelli di liquidità in Target2 a seguito dell'avvio del PSPP, la volatilità della liquidità detenuta a livello nazionale è diminuita. Dalla fine del 2016 le quote per paese si sono sostanzialmente stabilizzate, ad eccezione dei Paesi Bassi, la cui quota si è ridotta<sup>158</sup>.

---

<sup>156</sup> I saldi di inizio giornata vengono corretti tenendo conto dell'utilizzo fatto durante la notte delle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti dell'Eurosistema (operazioni di rifinanziamento marginale e depositi overnight). Ulteriori correzioni vengono applicate per dar conto di specificità nazionali. In particolare, alcune banche centrali utilizzano infrastrutture locali (i cosiddetti sistemi proprietary home account), su cui a fine giornata viene spostata la liquidità dei propri partecipanti. Ciò avviene, ad esempio, per il calcolo delle riserve minime che gli enti creditizi sono tenuti a detenere presso la propria banca centrale, in quanto il modulo per la gestione delle riserve (Reserve Management Module) in Target2 è opzionale.

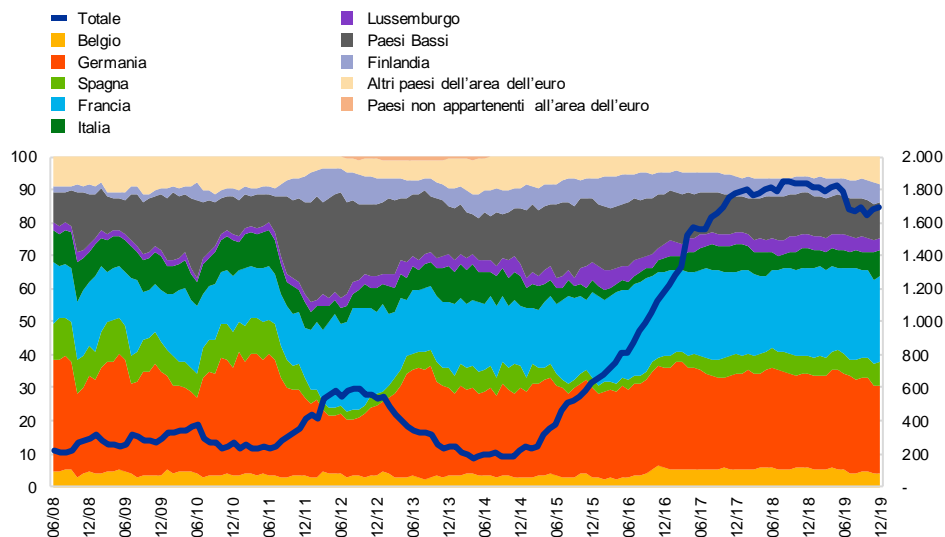
<sup>157</sup> Cfr. Baldo, L., Hallinger, B., Helmus, C., Herrala, N., Martins, D., Mohing, F., Petroulakis, F., Resinek, M., Vergote, O., Usciati, B. e Wang, Y., "The distribution of excess liquidity in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 200, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2017.

<sup>158</sup> Gli andamenti osservati nell'ultima parte del 2019 possono essere ricondotti al fatto che alcuni enti creditizi con sede nel Regno Unito hanno trasferito il proprio punto di accesso a Target2 in Francia e in Germania dai Paesi Bassi in vista della Brexit.

## Grafico 1

### Liquidità totale in Target2 e liquidità per paese

(scala di sinistra: percentuali della liquidità totale; scala di destra: liquidità totale, miliardi di euro)



Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: le rilevazioni dei dati rappresentano le medie mensili dei dati giornalieri. I dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e dicembre 2019.

#### La maggior parte della liquidità in Target2 è detenuta da otto giurisdizioni.

Germania, Francia, Paesi Bassi, Italia, Spagna, Finlandia, Belgio e Lussemburgo rappresentano in media il 92,5 per cento della liquidità totale detenuta in Target2 (cfr. il grafico 1), sostanzialmente in linea con la distribuzione della liquidità in eccesso. Tra giugno 2008 e dicembre 2019 la quota di liquidità detenuta dalla Germania era pari in media al 28,2 per cento, contro il 21,9 della Francia e il 16,3 dei Paesi Bassi. L'Italia ha detenuto in media il 7,1 per cento, la Spagna il 6,2, la Finlandia il 5,4, il Belgio il 4,0 e il Lussemburgo il 3,3. Nello stesso periodo, la correlazione tra la liquidità disponibile a livello nazionale e il valore dei pagamenti in Target2 era pari a 0,92. Ciò suggerisce che le giurisdizioni con livelli di liquidità più elevati sono anche quelle con maggiore attività di pagamento in Target2. Nel 2019 Germania, Francia e Paesi Bassi hanno dato il contributo più rilevante al traffico Target2, in linea con la loro quota di liquidità, pari a circa il 68,0 per cento del valore regolato<sup>159</sup>. Seguono Lussemburgo, Belgio, Spagna e Italia, con quote comprese tra 4,0 e 9,0 per cento. La concentrazione dell'attività di pagamento in alcuni paesi è la conseguenza di una serie di fattori, tra cui la dimensione del sistema bancario nazionale, la presenza di infrastrutture dei mercati finanziari, l'ubicazione della sede centrale dei gruppi bancari e il ruolo svolto dalle istituzioni con sede nel paese in questione nel fornire l'accesso a Target2 a banche non appartenenti all'area dell'euro.

<sup>159</sup> Cfr. TARGET Annual Report 2019, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2020

### La liquidità in Target2 è concentrata in un sottoinsieme di enti.

La concentrazione della liquidità è misurata utilizzando il coefficiente di Gini<sup>160</sup>, che può assumere valori tra zero (uguaglianza perfetta) e uno (massima disuguaglianza). Nel tempo il coefficiente di Gini ha oscillato tra 0,86 e 0,92 (cfr. la tavola 1), il che indica che la maggior parte della liquidità in Target2 è detenuta da pochi partecipanti. Ciò è sostanzialmente in linea con il coefficiente di Gini calcolato per le riserve obbligatorie minime, che è stato in media 0,87 tra il settimo periodo di mantenimento delle riserve del 2012 e l'ottavo periodo di mantenimento del 2019<sup>161</sup>. Pertanto, la concentrazione della liquidità in Target2 riflette in larga misura la concentrazione delle riserve minime delle banche e, in ultima istanza, la composizione del mercato, considerando che le riserve obbligatorie minime sono calcolate sulla base dei bilanci delle banche. Il coefficiente di Gini per la concentrazione della liquidità è aumentato prima durante la crisi del debito sovrano nel 2011-2012, in linea con il fenomeno della frammentazione del mercato osservato in quel periodo<sup>162</sup>, poi anche a seguito dell'avvio del PSPP. Ciò suggerisce che l'ulteriore liquidità immessa nel sistema sia confluita sui conti di partecipanti che già avevano più liquidità rispetto ad altri. D'altro canto, l'introduzione del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso, il 30 ottobre 2019, ha portato a una diminuzione della concentrazione della liquidità detenuta. L'impatto dell'introduzione del sistema a due livelli sulla distribuzione della liquidità in Target2 è discusso in maggior dettaglio nel seguente riquadro 1.

**La concentrazione della liquidità varia tra i paesi dell'area dell'euro.** I dati medi per quattro periodi tra giugno 2008 e dicembre 2019 mostrano che la concentrazione ha registrato valori tra 0,47 e 0,93 in tutte le giurisdizioni (cfr. la tavola 1). I livelli di concentrazione minori sono stati registrati prima della crisi del debito sovrano, mentre i maggiori sono stati osservati più di recente. Ciò si è mostrato valido per tutte le giurisdizioni, con pochissime eccezioni. Dall'avvio del PSPP, Germania, Spagna, Francia e Paesi Bassi hanno registrato i valori di concentrazione medi più elevati, mentre Slovenia, Irlanda e Malta hanno registrato i valori più bassi. Non vi è alcun impatto evidente del PSPP sulla concentrazione della liquidità a livello nazionale.

<sup>160</sup> Il coefficiente di Gini è stato adottato nella letteratura relativa ai sistemi di pagamento per misurare la disuguaglianza da diverse prospettive. Un'altra misura di concentrazione ampiamente utilizzata è l'indice Herfindahl-Hirschman (Herfindahl-Hirschman Index, HHI). Cfr., ad esempio, Adams, M., Galbiati, M. e Giansante S., "Liquidity costs and tiering in large-value payment systems", *Working Paper Series*, n. 399, Bank of England, luglio 2010; Denbee, E., Garratt, R.J. e Zimmerman, P., "Variations in liquidity provision in real-time payment systems", *Working Paper Series*, n. 513, ottobre 2014, versione rivista di gennaio 2015; McAndrews, J. e Kroeger, A., "The Payment System Benefits of High Reserve Balances", *Staff Reports*, n. 779, Federal Reserve Bank of New York, New York, giugno 2016.

<sup>161</sup> La BCE ha iniziato a raccogliere dati individuali sulle riserve obbligatorie minime dalle banche centrali nazionali a partire dal settimo periodo di mantenimento delle riserve del 2012.

<sup>162</sup> Cfr. Eisenschmidt, J., Kedan, D., Schmitz, M., Adalid, R. e Papsdorf, P., "The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances", *Occasional Paper Series*, n. 196, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2017.

## Tavola 1

Coefficiente di Gini tra i paesi dell'area dell'euro

Paese	giu. 2008 - dic. 2010	gen. 2011 - dic. 2012	gen. 2013 - feb. 2015	mar. 2015 - dic. 2019
Belgio	0,47	0,72	0,70	0,84
Germania	-	-	0,90	0,93
Estonia	0,72	0,65	0,60	0,80
Irlanda	0,64	0,67	0,64	0,59
Grecia	0,66	0,71	0,81	0,79
Spagna	0,82	0,83	0,86	0,88
Francia	0,85	0,86	0,86	0,88
Italia	0,84	0,85	0,84	0,84
Cipro	0,68	0,69	0,79	0,78
Lettonia	0,69	0,75	0,74	0,74
Lituania	0,69	0,80	0,80	0,84
Lussemburgo	0,59	0,69	0,76	0,71
Malta	-	-	-	0,67
Paesi Bassi	0,90	0,90	0,84	0,88
Austria	0,71	0,80	0,81	0,80
Portogallo	0,65	0,82	0,83	0,80
Slovenia	0,65	0,67	0,67	0,56
Slovacchia	0,73	0,78	0,79	0,85
Finlandia	0,78	0,80	0,83	0,74
Target2	0,86	0,89	0,89	0,92

Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.

Nota: a causa della limitata disponibilità di dati, sono esclusi quelli per Malta prima di marzo 2015 e per la Germania prima di settembre 2013.

## Riquadro 1

L'impatto del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve bancarie in eccesso sulla distribuzione della liquidità in Target2

Il 30 ottobre 2019 la BCE ha introdotto un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve bancarie in eccesso, che ha coinciso con una redistribuzione della liquidità tra i componenti dei paesi partecipanti a Target2. Tale sistema prevede che la liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria detenuta dalle banche sia remunerata allo 0 per cento, fino a un limite attualmente pari a sei volte il requisito di riserva obbligatoria, creando così un incentivo a impiegare tutte le quote inutilizzate di riserva esente. Alla liquidità in eccesso che supera tale limite viene applicato il tasso sui depositi presso la banca centrale (attualmente -0,50 per cento). Le banche che detengono liquidità in eccesso oltre le quote di riserva esente hanno un incentivo a prestare a tassi negativi più favorevoli rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale, mentre le banche che detengono quote inutilizzate di riserva esente possono prendere in prestito fondi a tassi negativi e depositarli allo 0 per cento poiché rientrano nel livello esente. Le quote di riserva esente possono essere alimentate a livello nazionale o transfrontaliero: in quest'ultimo caso, la liquidità è ridistribuita tra i componenti dei paesi partecipanti a Target2. Di fatto, secondo le stime formulate dagli esperti della BCE basate su dati relativi alla liquidità in eccesso disponibili prima dell'introduzione del sistema a

due livelli, le banche potrebbero alimentare circa il 4 per cento delle quote di riserva esente, o 30 miliardi di euro circa, solo tramite operazioni transfrontaliere<sup>163</sup>.

Il 31 ottobre, un giorno dopo l'introduzione del sistema a due livelli, il saldo di inizio giornata della Germania ha registrato una notevole diminuzione, da 472,6 a 449,6 miliardi di euro, così come quello del Belgio, da 78,3 a 63,9 miliardi<sup>164</sup>. D'altro canto, le riserve di liquidità delle banche italiane partecipanti a Target2 sono aumentate di 39,9 miliardi di euro, raggiungendo 137,2 miliardi. In Spagna il saldo di inizio giornata su Target2 non ha mostrato variazioni significative il giorno dopo l'introduzione del sistema a due livelli, ma nel corso di cinque giorni lavorativi è variato di 13,0 miliardi di euro. I nuovi livelli sono rimasti invariati fino alla fine dell'anno. Tali variazioni in Target2 hanno rispecchiato quelle registrate nella liquidità in eccesso da paesi caratterizzati da elevati livelli di liquidità, come Belgio e Germania, verso paesi con quote inutilizzate di riserva esente, come l'Italia (cfr. il grafico A). La redistribuzione della liquidità è avvenuta principalmente tramite operazioni garantite.

---

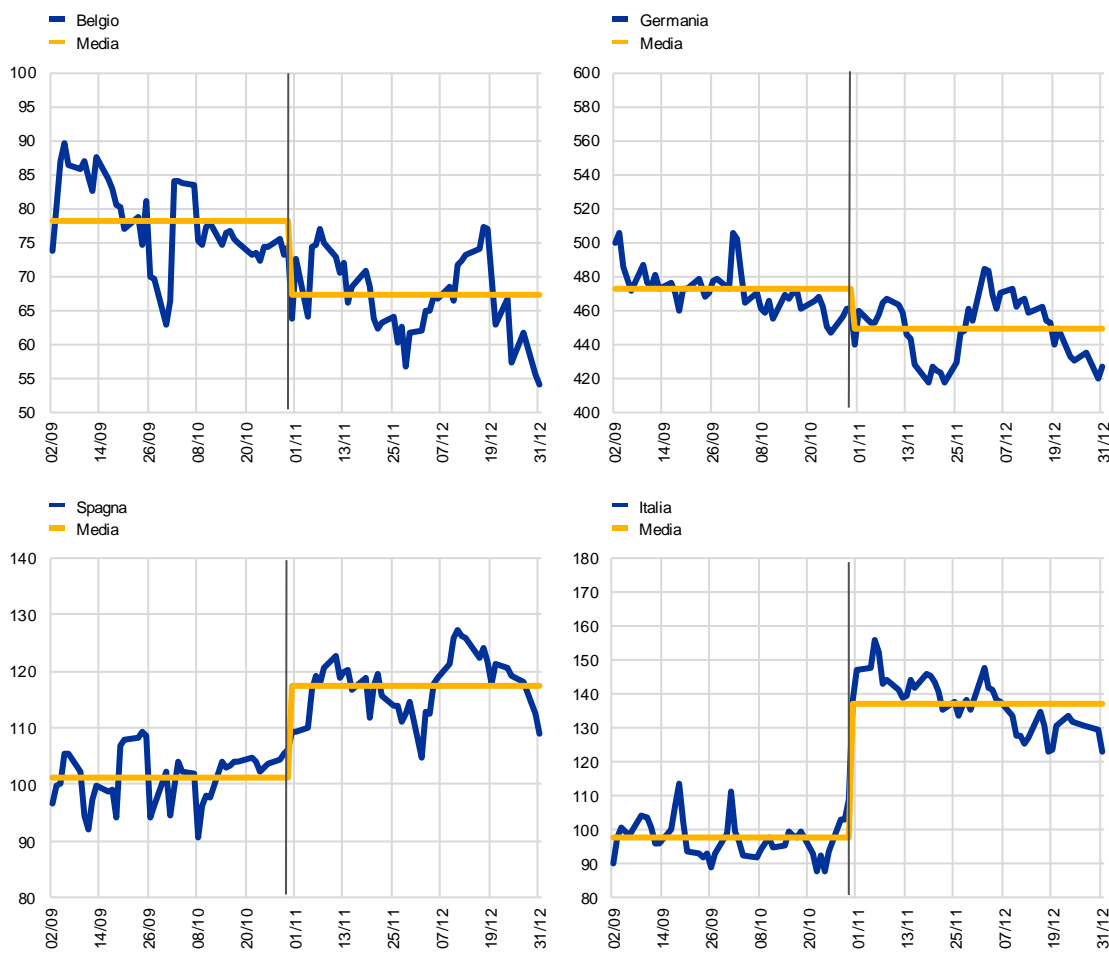
<sup>163</sup> Cfr. "A tale of two money markets: fragmentation or concentration", intervento pronunciato da Benoît Cœuré nel corso del workshop della BCE sui mercati monetari, l'attuazione della politica monetaria e i bilanci delle banche centrali, tenutosi a Francoforte sul Meno il 12 novembre 2019.

<sup>164</sup> Poiché i saldi di inizio giornata sono utilizzati per misurare la liquidità in Target2, le variazioni sono visibili solo con un giorno di ritardo.

## Grafico A

Saldi di inizio giornata in Target2 per alcuni paesi nel periodo dell'introduzione del sistema a due livelli per la remunerazione della liquidità in eccesso.

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono al periodo compreso tra il 2 settembre e il 30 dicembre 2019

Alla data dell'11 dicembre 2019, le quote inutilizzate di riserva esente delle banche erano scese al 5 per cento, dal 28 per cento del 30 ottobre 2019<sup>165</sup>, con una conseguente riduzione della concentrazione della liquidità in Target2. In particolare, il coefficiente di Gini in Germania è sceso da 0,92 in media nei due mesi precedenti l'introduzione del sistema a due livelli a 0,89 nei due mesi successivi. In Belgio il coefficiente è diminuito da 0,89 a 0,86, in Italia da 0,85 a 0,82 e in Spagna da 0,88 a 0,86. Si tratta di variazioni significative, poiché corrispondono a un aumento da due fino a sette volte una deviazione standard delle variazioni mensili registrate da marzo 2015. Altri paesi che hanno evidenziato una diminuzione sono Lussemburgo, Paesi Bassi e Slovacchia. Nel complesso dei partecipanti a Target2, la concentrazione di liquidità è diminuita da 0,90 a 0,89.

<sup>165</sup> Cfr. il riquadro *Reazioni del mercato al sistema a due livelli* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

### 3 L'impatto della distribuzione della liquidità sul regolamento dei pagamenti in Target2

La presente sezione analizza il nesso esistente tra la distribuzione della liquidità in Target2, l'impiego delle linee di credito e l'orario di regolamento del pagamento. Il ricorso alle linee di credito e l'orario di regolamento del pagamento sono entrambi fattori importanti in un ordinato processo di regolamento.

#### 3.1 Impiego della linea di credito infragiornaliero

**L'ICL è uno strumento che l'Eurosistema mette a disposizione dei partecipanti a Target2, a fronte di garanzie idonee<sup>166</sup>.** L'ammontare della linea di credito, priva di interessi, dipende dall'importo delle garanzie fornite, che i partecipanti hanno la possibilità di modificare nel corso della giornata. Il sistema ricorre automaticamente all'ICL per regolare i pagamenti in caso di insufficienza di liquidità sul conto su Target2 di un partecipante. Ai fini di un regolamento ordinato e tempestivo è importante che i partecipanti dispongano di una linea di credito considerevole. Tuttavia, qualora il credito non sia rimborsato a fine giornata, tale importo diventa automaticamente soggetto a interessi al tasso delle operazioni di rifinanziamento marginale. Pertanto, un'eccessiva dipendenza dal credito infragiornaliero potrebbe esporre i partecipanti al rischio di costi aggiuntivi, nel caso in cui non fossero in grado di rimborsare il credito entro la fine della giornata.

**In un contesto caratterizzato dagli elevati livelli di liquidità osservati a partire da marzo 2015, l'ammontare totale dell'ICL è diminuito.** Dopo l'avvio del PSPP, l'ICL complessiva è passata da 2.999,4 miliardi di euro in media a marzo 2015 a 1.734,76 miliardi a dicembre 2019. Nell'ambito del PSPP e più in generale del programma di acquisto di attività (PAA), il costo opportunità di detenere delle garanzie bloccate per l'ICL è più elevato di quanto non sarebbe altrimenti. Ciò può spiegare, almeno in parte, la diminuzione dell'ICL. Prima di marzo 2015 l'ICL costituiva tra il 78,2 e il 95,4 per cento della capacità di pagamento complessiva dei partecipanti. Con gli elevati livelli di liquidità osservati di recente, la capacità di pagamento appare suddivisa quasi equamente tra le due fonti. A dicembre 2019 l'ICL rappresentava il 49,4 per cento della capacità di pagamento.

**Nelle giurisdizioni che costituiscono grandi centri finanziari, l'ICL rappresenta una parte considerevole della capacità di pagamento.** In Germania e Francia hanno sede grandi banche depositarie, mentre Germania e Paesi Bassi vengono storicamente utilizzati da banche non appartenenti all'area dell'euro per accedere a Target2. In tali giurisdizioni l'ICL rappresenta oltre il 75 per cento della capacità di pagamento (cfr. il grafico 2). Si tratta anche delle giurisdizioni che detengono le maggiori ICL in valore assoluto e le maggiori quote di liquidità in Target2. Tuttavia, per quanto riguarda il ricorso all'ICL, vale a dire la parte dell'ICL

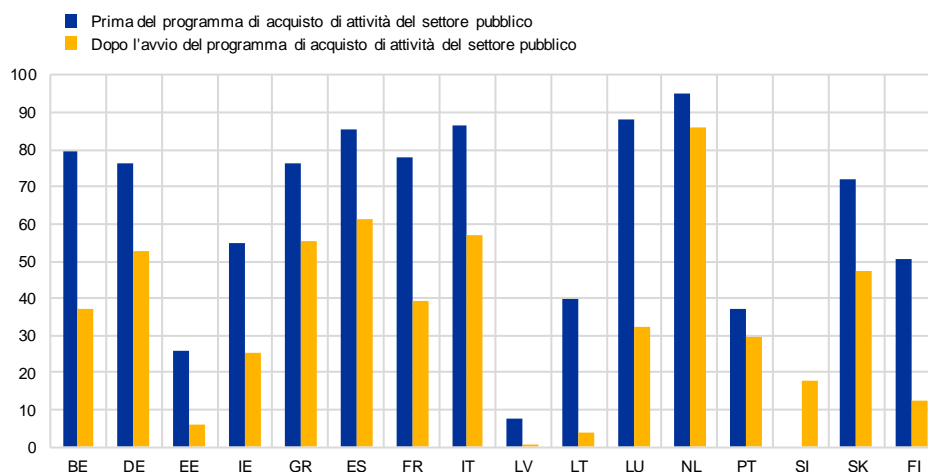
<sup>166</sup> Cfr. l'indirizzo (UE) 2015/510 della Banca centrale europea del 19 dicembre 2014 sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2014/60) (GU L 91, del 2.4.2015, pag. 3).

effettivamente impiegata per effettuare pagamenti<sup>167</sup>, esse si situano nella fascia centrale, con valori compresi tra il 20,0 e il 34,0 per cento (cfr. il grafico 3). Nel complesso, tali dati indicano che ICL consistenti sono una conseguenza del ruolo che tali giurisdizioni svolgono in quanto centri finanziari, che si traduce in consistenti garanzie a disposizione. Supponendo che tutto il valore delle garanzie non utilizzate diversamente (ad esempio per operazioni di mercato aperto) sia stanziato in ICL, queste ultime saranno di ammontare rilevante, senza che ciò possa essere ricondotto a fattori dal lato della domanda. Anche la capacità di pagamento di altre giurisdizioni, come Belgio, Grecia, Spagna, Italia o Lussemburgo, è costituita principalmente da ICL, ma in termini assoluti tali linee di credito sono significativamente inferiori rispetto a quelle di Germania, Francia o Paesi Bassi.

## Grafico 2

### Linee di credito infragiornaliero in Target2 rispetto alla capacità totale di pagamento per giurisdizione

(percentuali della capacità totale di pagamento per giurisdizione)



Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e dicembre 2019. Il grafico mostra solo i paesi dell'area dell'euro. A causa della limitata disponibilità di dati, sono esclusi quelli per Austria, Malta e Germania prima di settembre 2013, Lettonia prima di gennaio 2014, Portogallo prima di aprile 2009 e Slovenia prima di novembre 2015.

### A causa dell'impiego relativamente limitato dell'ICL, un'ampia componente di quest'ultima sembra essere legata a fattori dal lato dell'offerta.

L'impiego dell'ICL ammonta al 31,4 per cento circa come media tra le varie giurisdizioni e tra diversi orizzonti temporali, con variazioni tra l'11,5 e il 50,0 per cento (cfr. il grafico 3). Tra le giurisdizioni con l'impiego maggiore di ICL figurano Grecia, Italia, Portogallo e Finlandia; quelle con l'impiego minore sono Germania, Spagna e Lussemburgo. La differenza nell'impiego dell'ICL può dipendere dalla prevalenza di fattori dal lato dell'offerta o della domanda, nonché dalla capacità delle banche di gestire la propria liquidità infragiornaliera. Anche il numero di partecipanti che effettivamente fanno ricorso all'ICL è limitato. In condizioni di elevati livelli di liquidità, solo il 10,4 per cento circa dei partecipanti a Target2 impiega l'ICL, in diminuzione rispetto al 31,9 per cento di marzo 2015. Ciò vale in generale per tutte

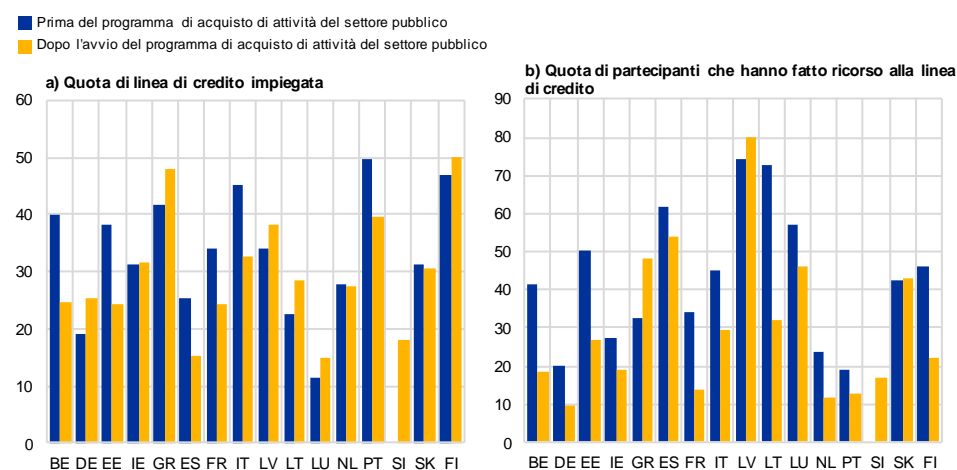
<sup>167</sup> L'impiego dell'ICL è calcolato come rapporto tra il massimo credito utilizzato durante l'intera giornata dalla linea di credito infragiornaliero e la linea di credito fissata.

le giurisdizioni, e rappresenta un'ulteriore indicazione del fatto che una componente considerevole dell'ICL è effettivamente legata a fattori dal lato dell'offerta. Inoltre, le garanzie costituite per l'ICL possono assolvere una duplice funzione, cioè valere anche come garanzia che le banche devono detenere a fini prudenziali (ad esempio riserve di liquidità e attività liquide di elevata qualità da mantenere in ottemperanza alla normativa sull'indice di copertura della liquidità). Quando l'ammontare dell'ICL coincide con le garanzie che le banche devono detenere a fini prudenziali, si azzerano il costo-opportunità di tenerle bloccate per l'ICL. Inoltre, accedere a un'ICL considerevole agevola la gestione della liquidità infragiornaliera da parte delle banche, aumentandone la capacità di pagamento.

### Grafico 3

#### Impiego della linea di credito infragiornaliera nelle varie giurisdizioni

(valori percentuali)



Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e dicembre 2019. Il grafico mostra solo i paesi dell'area dell'euro. A causa della limitata disponibilità di dati, sono esclusi quelli per Austria, Malta e Germania prima di settembre 2013, Lettonia prima di gennaio 2014, Portogallo prima di aprile 2009 e Slovenia prima di novembre 2015.

**Per comprendere meglio in che modo la disponibilità di liquidità a livello di singola giurisdizione sia legata all'impiego dell'ICL è stato condotto uno studio panel.** Questo approccio consente di prendere in considerazione

contemporaneamente il valore dei pagamenti regolati, l'ammontare della linea di credito, la concentrazione della liquidità e il coordinamento infragiornaliero dei pagamenti. A parità di livello di liquidità, le giurisdizioni che regolano un maggior numero di pagamenti dovrebbero anche fare maggiore ricorso all'ICL, il cui impiego potrebbe essere più elevato anche a fronte dello stesso livello di liquidità, ma con una concentrazione tra un numero di partecipanti inferiore. Anche il coordinamento infragiornaliero dei pagamenti incide sull'impiego dell'ICL: sincronizzando i pagamenti è possibile impiegare la liquidità in modo più efficiente, limitando quindi il ricorso all'ICL. Viene inoltre aggiunto come variabile di controllo il tasso di interesse overnight, che quantifica il costo della liquidità. Un aumento del costo della liquidità è un incentivo per i partecipanti a ricorrere maggiormente al credito infragiornaliero, che è privo di interessi.

**I risultati indicano che le giurisdizioni che detengono più liquidità fanno un minore ricorso all'ICL.** I risultati sono statisticamente significativi per tutte le specificazioni (cfr. la tavola 2). Secondo la specificazione più completa (specificazione 3 della tavola 2), un aumento di 63 miliardi di euro della liquidità (liquidità di inizio giornata) – equivalente a una deviazione standard della liquidità detenuta in media nei vari paesi nel tempo – corrisponde a una diminuzione di 1,3 punti percentuali nell'impiego dell'ICL. L'ammontare dell'ICL è anche correlato negativamente al suo impiego. Tale risultato va a sostegno dell'osservazione formulata in precedenza secondo cui l'ammontare dell'ICL sembra avere una forte componente legata a fattori dal lato dell'offerta, vale a dire che le giurisdizioni che detengono una considerevole linea di credito ne hanno meno bisogno. Per quanto riguarda la concentrazione di liquidità (coefficiente di Gini), i coefficienti non sono statisticamente significativi, mentre la relazione negativa è valida per tutte le specificazioni. Infine, un aumento di 1 punto percentuale del costo della liquidità (il tasso overnight non garantito) corrisponde a un aumento di 2,5 punti percentuali dell'impiego dell'ICL.

**Le giurisdizioni in grado di coordinare meglio i pagamenti fanno un minore ricorso all'ICL.** Il coordinamento dei pagamenti si misura in base al margine temporale che ogni giurisdizione necessita in media per regolare la quota principale, tra il 40 e il 60 per cento, dei propri pagamenti<sup>168</sup>, cioè più tempo è necessario, minore il coordinamento. Come previsto, le giurisdizioni in cui i partecipanti sono in grado di sincronizzare meglio i pagamenti in entrata e in uscita riescono a risparmiare sull'impiego della liquidità disponibile nei loro conti Target2 e hanno meno necessità di fare ricorso all'ICL (cfr. le specificazioni 2 e 3 nella tavola 2). Un miglioramento del coordinamento dei pagamenti di 66 minuti – che rappresenta una deviazione standard della misura del coordinamento tra giurisdizioni calcolata in media nel tempo – si traduce in una diminuzione di 1,1 punti percentuali nell'impiego dell'ICL.

---

<sup>168</sup> Il coordinamento dei pagamenti è misurato come segue:  $T_{spread} = \frac{1}{2}(D_8 + D_7 - D_2 - D_3)$ , dove  $D_i$  rappresenta l'orario medio in cui l' $i$ % dei pagamenti viene regolato. La misura è stata elaborata dal Gruppo di esperti in materia di efficienza della liquidità dei sistemi RTGS costituito in seno al Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (Banca dei regolamenti internazionali) per un lavoro di ricerca sulla liquidità nei sistemi di pagamento all'ingrosso, di prossima pubblicazione.

## Tavola 2

### Analisi panel relativa all'impiego della linea di credito infragiornaliero

	Impiego dell'ICL (%)		
	1	2	3
Liquidità di inizio giornata	-0,0292*** (0,0081)	-0,0308*** (0,0073)	-0,0223** (0,0092)
Coefficiente di Gini	-19,6658 (14,6966)	-25,2975 (14,5768)	-17,7479 (15,9770)
Traffico di pagamenti (valore)	0,0222** (0,0085)	0,0177** (0,0073)	0,0170** (0,0080)
ICL	-0,0174*** (0,0049)	-0,0200*** (0,0042)	-0,0171*** (0,0048)
Orizzonte temporale		-13,4006** (6,1804)	-10,8843** (4,9103)
Tasso overnight non garantito			2,4786** (1,1217)
R <sup>2</sup>	0,028	0,058	0,076
Numero di osservazioni	33.529	27.528	27.528

Fonti: BCE, Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e dicembre 2019. Il tasso overnight non garantito è misurato come l'Eonia fino al 1° ottobre 2019 e come l'ESTR da quella data in poi. I risultati illustrati si basano su regressioni a effetto fisso. Gli errori standard robusti sono indicati fra parentesi. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. A causa della limitata disponibilità di dati, sono esclusi quelli per Austria, Malta e Germania prima di settembre 2013, Lettonia prima di gennaio 2014, Portogallo prima di aprile 2009 e Slovenia prima di novembre 2015.

## 3.2 Il tempo di regolamento dei pagamenti

**Il momento in cui avviene il regolamento dei pagamenti dipende dalla liquidità disponibile.** In generale i pagamenti vengono regolati poco dopo essere stati immessi nel sistema<sup>169</sup>, a condizione che i partecipanti dispongano di una capacità di pagamento sufficiente. Una maggiore capacità di pagamento può quindi portare a un regolamento più celere, mentre una capacità di pagamento limitata, ad esempio in periodi di stress, potrebbe dar luogo a un ritardo. Anche il grado di concentrazione della liquidità potrebbe incidere sull'elaborazione dei pagamenti, laddove vi sia una differenza significativa tra i partecipanti che detengono la quota più rilevante di liquidità e quelli che inviano la maggior parte dei pagamenti. Un altro fattore importante nel determinare il momento in cui i pagamenti vengono regolati è la gestione attiva dei flussi di pagamento da parte dei partecipanti a Target2, che può agevolare una maggiore tempestività tramite la sincronizzazione dei pagamenti in entrata e in uscita<sup>170</sup>. Dal punto di vista operativo la tempistica del regolamento è molto importante: tanto più il regolamento è tempestivo, tanto più il rischio operativo è contenuto. Se nel corso della giornata si verificano malfunzionamenti di carattere

<sup>169</sup> In Target2 generalmente i pagamenti vengono elaborati in meno di cinque minuti (cfr. *TARGET Annual Report 2019*, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2020). In altre parole, trascorrono meno di cinque minuti tra il momento in cui il pagamento entra nel sistema ("orario di immissione") e il momento in cui il pagamento viene regolato ("orario di regolamento").

<sup>170</sup> Fatta eccezione per quei pagamenti che devono essere regolati in determinati momenti della giornata, come quelli relativi al regolamento delle posizioni dei sistemi ancillari, i partecipanti gestiscono autonomamente i propri flussi di pagamento.

operativo, maggiore è il numero di pagamenti regolati fino a quel momento, minore sarà la pressione sul sistema alla ripresa dell'attività.

**Nel corso degli anni il momento in cui i pagamenti vengono regolati in Target2 ha reagito al variare dei livelli di liquidità.** Durante la crisi del debito sovrano l'orario medio di regolamento è passato dalle 12:08 di giugno 2008 alle 12:34, fuso orario dell'Europa Centrale (Central European Time, CET)<sup>171</sup>. Nel periodo caratterizzato da tale crisi, nell'arco di 26 minuti – che equivalgono alla differenza tra i due orari medi di regolamento – Target2 regolava pagamenti per un valore di circa 84,5 miliardi di euro<sup>172</sup>. Anche in quell'occasione ci fu un incremento della concentrazione di liquidità, il che suggerisce che la frammentazione potrebbe aver reso più difficile per alcune giurisdizioni finanziarie i propri pagamenti, a causa della limitata disponibilità di liquidità oppure della riluttanza delle controparti a inviare pagamenti a partecipanti in carenza di liquidità. Quando la liquidità è limitata i pagamenti possono rimanere più a lungo in lista d'attesa prima di essere regolati. Dall'avvio del PSPP, e con l'aumento di liquidità che ne è conseguito, l'orario medio di regolamento ha subito un'anticipazione, passando dalle 12:25 di marzo 2015 alle 11:46 di dicembre 2019 (orario CET). Nel 2019 Target2 ha regolato in media pagamenti per 93,0 miliardi di euro<sup>173</sup> in un intervallo di 39 minuti. Queste variazioni si riflettono anche sugli andamenti infragiornalieri dei regolamenti (cfr. il grafico 4). L'impatto della crisi finanziaria e del debito sovrano è più visibile nel regolamento dei pagamenti che vanno dal quarto all'ottavo decile. All'inizio della giornata Target2 elabora un elevato numero di pagamenti disposti dalla clientela, mentre l'attività interbancaria si intensifica più tardi nel corso della giornata<sup>174</sup>. Dato che tipicamente l'attività interbancaria è colpita in maniera più grave dalle turbolenze finanziarie è ragionevole attendersi che l'impatto sui primi decili di pagamento sia minore. Un altro spostamento verso il basso nella tempistica dello stesso flusso di pagamenti si può osservare subito dopo l'avvio del PSPP e anche verso la fine del 2018, fino alla prima metà del 2019. Anche l'avvio di Target2-Securities (T2S) a metà del 2015, e la conseguente migrazione dei depositari centrali di titoli (CSD)<sup>175</sup>, potrebbe aver avuto un impatto sull'orario medio di regolamento dei pagamenti, in quanto ha comportato un spostamento di traffico da Target2 a T2S. Tale impatto, tuttavia, non può essere scisso dall'effetto riconducibile al PSPP, in quanto gli intervalli di tempo sono ampiamente sovrapposti.

---

<sup>171</sup> Target2 opera sia durante il giorno, tra le 07:00 e le 18:00, sia la notte fra le 19:30 e le 22:00 e poi dalle ore 01:00 alle 07:00 (orario CET). L'orario medio di regolamento è calcolato come media ponderata per il valore sulla base dei pagamenti in Target2 regolati nel corso della giornata.

<sup>172</sup> La cifra è calcolata come media giornaliera in base al traffico nel periodo 2011-2012 e parte dall'assunto che i pagamenti siano distribuiti uniformemente nel corso della giornata. Andrebbe pertanto interpretata con cautela.

<sup>173</sup> La cifra è calcolata come media giornaliera in base al traffico relativo al 2019 e parte dall'assunto che i pagamenti siano distribuiti uniformemente nel corso della giornata. Andrebbe pertanto interpretata con cautela.

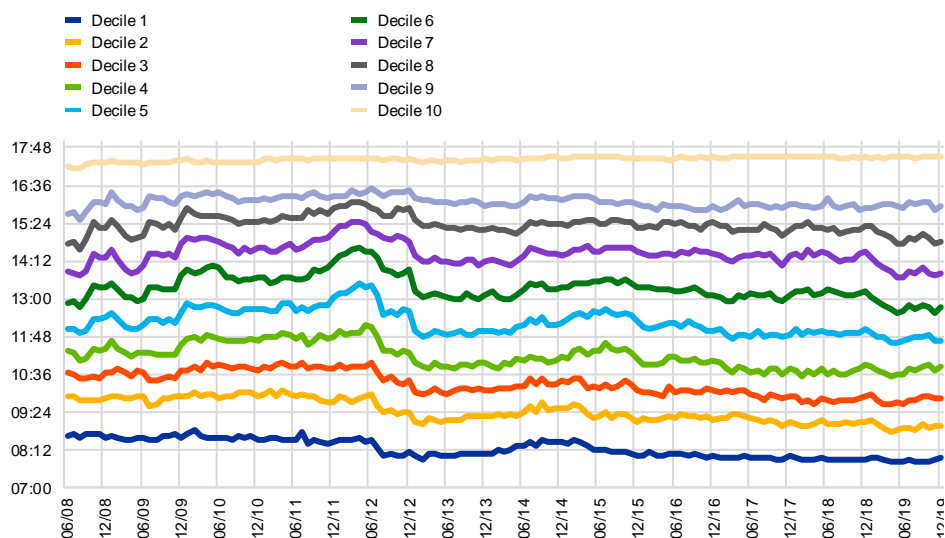
<sup>174</sup> Cfr. *TARGET Annual Report 2019*, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2020

<sup>175</sup> T2S consente lo scambio di contante e di attività su un'unica piattaforma che ospita 21 CSD riferiti a 20 mercati europei. La migrazione dei CSD è iniziata a settembre 2015 e si è conclusa a settembre 2017.

## Grafico 4

### Orario di regolamento per decile di valore del pagamento

(orario di regolamento)



Fonti: dati desunti da Target2 ed elaborazioni della BCE.

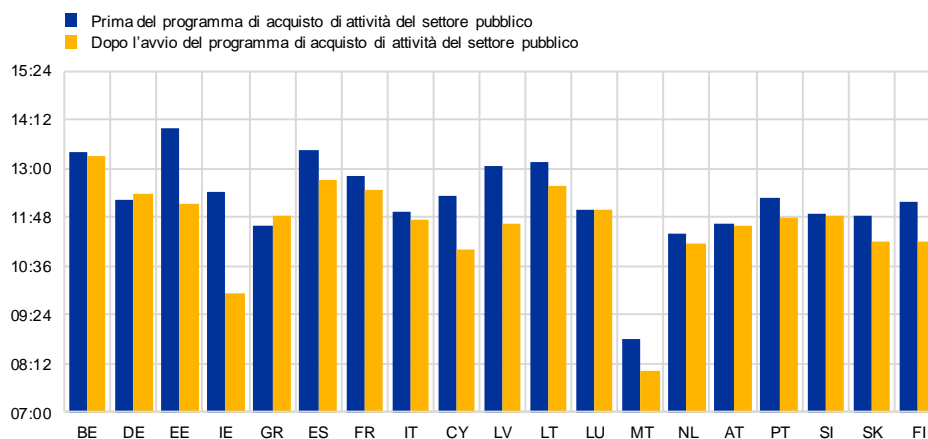
Note: i dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e dicembre 2019. Le operazioni tecniche e i trasferimenti di liquidità non sono inclusi nelle elaborazioni.

**L'orario medio di regolamento dei pagamenti varia notevolmente da paese a paese.** L'orario medio di regolamento varia tra le 08:00 e le 13:17 (orario CET) in tutti i paesi (cfr. il grafico 5). Il semplice confronto tra gli orari medi per paese non sembra indicare un nesso evidente tra liquidità detenuta e tempistica di regolamento dei pagamenti. Dopo l'avvio del PSPP nella maggior parte delle giurisdizioni i pagamenti sono stati regolati, mediamente, in anticipo rispetto al passato. Le variazioni oscillano da circa 30 secondi nel caso dell'Austria a quasi 2,5 ore per l'Irlanda. Dall'altro lato, la Grecia, la Germania e il Lussemburgo hanno registrato tempi medi di regolamento lievemente ritardati, anche se di meno di 15 minuti.

## Grafico 5

### Orario medio di regolamento dei pagamenti per giurisdizione

(orario di regolamento)



Fonti: Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e dicembre 2019. L'orario medio di regolamento è calcolato come media ponderata per il valore. Le operazioni tecniche e i trasferimenti di liquidità non sono inclusi nelle elaborazioni.

#### **In media i paesi con una maggiore capacità di pagamento mostrano tempistiche di regolamento dei pagamenti anticipate.**

Questo dato emerge da un'analisi panel che tiene conto dei saldi di inizio giornata e dell'ICL (sia fissata sia effettivamente impiegata), del traffico di Target2, della concentrazione della liquidità e del coordinamento infragiornaliero dei pagamenti (cfr. la tavola 3). Vengono inoltre incluse delle dummy temporali per il periodo della crisi del debito sovrano (2011-2012) e per l'avvio del PSPP a marzo 2015. Sia la liquidità di inizio giornata sia l'ICL fissata correlano negativamente con l'orario medio di regolamento e i coefficienti sono dello stesso ordine di grandezza. In altre parole, una maggiore capacità di pagamento si associa a una tempistica di regolamento anticipata. In media, un aumento della liquidità pari a 63 miliardi di euro – equivalente a una deviazione standard della liquidità detenuta in media nei vari paesi nel tempo – corrisponde a una diminuzione di circa quattro minuti nell'orario medio di regolamento dei pagamenti. Tuttavia, le relazioni non sono significative in maniera coerente per tutte le specificazioni. Anche un maggiore ricorso all'ICL (impiego dell'ICL) si associa a orari medi di regolamento anticipati, dimostrando così che quando i partecipanti sono disposti ad attingere alle proprie linee di credito il processo di regolamento ne trae beneficio.

#### **Le giurisdizioni con maggiore coordinamento dei pagamenti tendono a far registrare orari di regolamento anticipati.**

Quando i pagamenti sono più sparsi nel corso della giornata (in altre parole, sono meno sincronizzati) l'orario medio di pagamento risulta posticipato per tutte le specificazioni (cfr. le specificazioni 2, 3 e 4 nella tavola 3). Una diminuzione di 66 minuti nella dispersione dei pagamenti fa sì che l'orario medio di regolamento risulti anticipato di circa 11 minuti. In maniera analoga, più elevato è il traffico di Target2, più l'orario medio di regolamento slitta. Questa dinamica appare sensata: dato il medesimo livello di liquidità, ci si attende che un numero più elevato di pagamenti richieda un tempo maggiore per essere elaborato. Il coefficiente di concentrazione di liquidità (coefficiente di Gini) non è

statisticamente significativo per nessuna delle specificazioni. Come accennato in precedenza, la concentrazione della liquidità potrebbe influenzare il momento in cui avviene il regolamento se vi è una discrepanza significativa tra i partecipanti che detengono la quota maggiore di liquidità e quelli che inviano la maggior parte dei pagamenti. Questo dato indica che in Target2 la concentrazione della liquidità è in linea con la concentrazione dei pagamenti. Infine, tassi overnight non garantiti più elevati, che quantificano il costo della liquidità, comportano uno slittamento degli orari medi di regolamento.

### Tavola 3

#### Analisi panel sull'orario medio di regolamento dei pagamenti

	Orario medio di regolamento			
	1	2	3	4
Liquidità di inizio giornata	-0,0001 (0,0001)	-0,0001** (0,0001)	-0,0001* (0,0000)	-0,0000 (0,0000)
ICL	-0,0001* (0,0000)	-0,0001* (0,0000)	-0,0001 (0,0000)	-0,0001* (0,0000)
Traffico di pagamenti (valore)	0,0001* (0,0001)	0,0001*** (0,0000)	0,0001*** (0,0000)	0,0000** (0,0000)
Coefficiente di Gini	-0,0492 (0,1296)	-0,0214 (0,0391)	0,0250 (0,0387)	0,0416 (0,0308)
Orizzonte temporale		0,1705** (0,0797)	0,1854** (0,0790)	0,1663** (0,0771)
Impiego dell'ICL (%)		-0,0211 (0,0187)	-0,0331* (0,0158)	-0,0406** (0,0153)
Tasso overnight non garantito			1,6244*** (0,5354)	0,9394* (0,5208)
Crisi del debito sovrano (variabile dummy)				0,0238*** (0,0065)
PSPP (variabile dummy)				-0,0248*** (0,0070)
R <sup>2</sup>	0,017	0,086	0,116	0,154
Numero di osservazioni	41.073	27.528	27.528	27.528

Fonti: BCE, Target2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono al periodo compreso tra giugno 2008 e dicembre 2019. Il tasso overnight non garantito è misurato come l'Eonia fino al 1° ottobre 2019 e come l'ESTR da quella data in poi. I risultati illustrati si basano su regressioni a effetto fisso. Gli errori standard robusti sono indicati fra parentesi. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. A causa della limitata disponibilità di dati, sono esclusi quelli relativi a Austria, Malta e Germania prima di settembre 2013, Lettonia prima di gennaio 2014, Portogallo prima di aprile 2009 e Slovenia prima di novembre 2015.

## 4 Osservazioni conclusive

**Nel processo di regolamento la liquidità è fondamentale.** Il presente articolo ha illustrato in che modo gli aspetti più importanti che caratterizzano il regolamento dei pagamenti si sono modificati a fronte di diversi regimi di liquidità. In linea con gli andamenti della liquidità in eccesso, la quantità di liquidità in Target2 è aumentata di circa otto volte tra il 2008 e il 2019, come diretta conseguenza delle misure di politica

monetaria adottate. I livelli di liquidità hanno registrato variazioni nel corso dell'intero periodo ma i cambiamenti più visibili si sono osservati nel contesto degli elevati livelli di liquidità derivanti dal vasto programma di acquisto di attività condotto dall'Eurosistema. L'orario medio di regolamento dei pagamenti ha registrato un'anticipazione, dalle 12:25 alle 11:46 (orario CET), contribuendo con ciò a ridurre il rischio operativo. La capacità di pagamento è ora più equilibrata e si divide pressoché equamente tra liquidità disponibile su conti Target2 e credito infragiornaliero. Si fa minore ricorso all'ICL per regolare i pagamenti e il numero di partecipanti che se ne serve è più esiguo. Un uso eccessivo dell'ICL può portare a ricorrere a operazioni di rifinanziamento marginale a fine giornata, il che comporta un costo per il partecipante. Sebbene questi aspetti vadano a beneficio di un ordinato regolamento dei pagamenti, essi non dovrebbero essere interpretati come essenziali. Gli andamenti storici mostrano che Target2 è stato in grado di regolare pagamenti per valori anche più elevati di quelli regolati attualmente con minore liquidità disponibile nel sistema.

**Tali osservazioni, che valgono per Target2 nel suo insieme, valgono anche per i componenti del sistema, sebbene vi sia eterogeneità.** Il 66,4 per cento della liquidità presente in Target2 è detenuto da tre giurisdizioni – Germania, Francia e Paesi Bassi – che dispongono di ICL molto elevate, le quali rappresentano una parte considerevole della loro capacità di pagamento, sebbene l'impiego che ne viene fatto sia contenuto. L'entità della linea di credito di tali giurisdizioni sembra essere in ampia misura determinata da fattori dal lato dell'offerta. I dati relativi ad altre giurisdizioni sono meno definitivi su questo aspetto. Facendo una panoramica fra i diversi periodi e le diverse giurisdizioni, l'ICL ha rappresentato tra lo 0,0 e il 95,2 per cento della capacità di pagamento, il suo impiego si è attestato tra l'11,5 e il 50,0 per cento e la quota di partecipanti che ha attinto alla linea di credito si è collocata tra il 9,8 e l'80,2 per cento. L'orario di regolamento dei pagamenti si è collocato in media tra le 08:00 e le 13:17 (orario CET); anche la concentrazione della liquidità è stata eterogenea nei vari paesi, posizionandosi in media fra 0,47 e 0,93. La concentrazione della liquidità in Target2, tuttavia, è sostanzialmente in linea con la concentrazione delle riserve obbligatorie, il che indica che essa deriva ampiamente dalla composizione del mercato.

**In tutte le giurisdizioni a una maggiore liquidità detenuta si associa un minore impiego dell'ICL e un anticipo dell'orario di regolamento.** Tali conclusioni si evincono dall'analisi panel che è stata condotta. Un aumento di liquidità pari a 63 miliardi di euro – equivalente a una deviazione standard della liquidità detenuta in media nei vari paesi nel tempo – corrisponde a una diminuzione di 1,3 punti percentuali nell'impiego dell'ICL e a un orario di regolamento che si colloca in media quattro minuti prima. Nel contempo, un miglioramento nel coordinamento dei pagamenti di 66 minuti – che rappresenta una deviazione standard nella misura del coordinamento tra giurisdizioni in media nel tempo – si traduce in una diminuzione di 1,1 punti percentuali nell'impiego dell'ICL e in un anticipo di 11 minuti nell'orario medio di regolamento dei pagamenti. Le variazioni rilevate sono comparabili in termini di dimensioni, e ciò suggerisce che i miglioramenti che agevolano il processo di regolamento possono essere conseguiti in egual misura se si incrementa la liquidità o se si compiono maggiori sforzi per sincronizzare i pagamenti.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni <sup>1)</sup>					
	Purchasing Managers' Index composito					Per memoria: area dell'euro	Purchasing Managers' Index mondiale <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-1,1
2019 3° trim.	51,3	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,2	1,5	1,1
4° trim.	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 1° trim.	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,9	-3,1	-2,7
2020 2° trim.	37,8	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,5	36,9	35,0	.	.	.
2020 gen.	52,3	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,5	-3,6	-0,1
feb.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,5	45,8	44,5	-2,0	-2,8	-1,5
mar.	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,9	-3,1	-2,7
apr.	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	.	.	.
mag.	37,1	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	.	.	.
giu.	47,6	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	46,6	47,9	43,4	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 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
apr.	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
mag.	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03
giu.	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05

Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

### 2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
apr.	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
mag.	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12
giu.	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
apr.	310,3	2.839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2.763,2	19.208,4
mag.	322,1	2.909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2.919,6	20.543,3
giu.	353,9	3.237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3.104,7	22.486,9

Fonte: Refinitiv.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 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 giu.	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,48	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	16,44	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	16,45	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	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48
ott.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,50	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	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
dic.	0,03	0,42	0,22	0,79	5,58	16,55	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	16,55	5,63	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43
feb.	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
mar.	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,56	5,45	5,91	2,07	1,39	1,55	1,35	1,35	1,65	1,39
apr.	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,72	5,50	5,58	2,00	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44
mag. <sup>(p)</sup>	0,02	0,36	0,23	0,71	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 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	1,45	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	1,56
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.	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
mar.	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,15	1,10	1,19	1,46
apr.	0,00	-0,06	0,31	1,99	1,98	1,19	1,76	1,62	0,97	1,59	1,22	1,13	1,35	1,47
mag. <sup>(p)</sup>	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,32	1,46

Fonte: BCE.

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

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

## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
<b>A breve termine</b>														
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	1.283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2019 dic.	1.283	550	181	.	84	406	61	319	113	89	.	37	45	35
2020 gen.	1.368	598	177	.	99	422	73	507	208	84	.	56	100	57
feb.	1.371	601	178	.	103	415	74	416	173	89	.	47	69	37
mar.	1.368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
apr.	1.474	527	183	.	117	537	111	550	150	87	.	64	171	78
mag.	1.590	520	180	.	129	617	144	543	162	80	.	60	159	81
<b>A lungo termine</b>														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.313	3.818	3.397	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 dic.	16.313	3.818	3.397	.	1.321	7.151	626	166	58	69	.	14	24	2
2020 gen.	16.401	3.855	3.408	.	1.325	7.188	625	322	118	68	.	16	110	10
feb.	16.487	3.867	3.408	.	1.338	7.244	630	265	72	60	.	22	101	10
mar.	16.515	3.846	3.422	.	1.335	7.276	636	250	58	67	.	16	91	19
apr.	16.704	3.943	3.415	.	1.373	7.326	648	457	135	67	.	54	180	20
mag.	16.873	3.945	3.411	.	1.406	7.449	663	339	58	50	.	50	162	19

Fonte: BCE.

1) A fini comparativi, i dati annuali si riferiscono alle cifre medie mensili nell'anno.

### 2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
<b>Consistenze</b>											
2017	16.593,1	4.079,8	3.214,5	.	1.293,2	7.304,7	700,9	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.962,2	4.192,8	3.331,2	.	1.318,8	7.445,8	673,5	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.595,5	4.368,6	3.578,0	.	1.405,3	7.557,2	686,5	8.595,6	546,0	1.410,7	6.638,8
2019 dic.	17.595,5	4.368,6	3.578,0	.	1.405,3	7.577,2	686,5	8.595,6	546,0	1.410,7	6.638,8
2020 gen.	17.769,2	4.452,8	3.585,3	.	1.424,0	7.609,8	697,4	8.478,3	525,3	1.391,5	6.561,6
feb.	17.858,3	4.467,2	3.586,4	.	1.441,8	7.659,1	703,7	7.754,9	488,4	1.238,7	6.027,8
mar.	17.882,2	4.391,9	3.603,8	.	1.438,7	7.725,9	721,9	6.448,6	333,9	975,0	5.139,7
apr.	18.178,7	4.469,5	3.597,6	.	1.489,3	7.863,6	758,7	6.971,3	343,3	1.081,6	5.546,4
mag.	18.463,6	4.465,0	3.590,7	.	1.534,9	8.065,7	807,3	7.286,8	362,9	1.115,6	5.808,2
<b>Tasso di crescita</b>											
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	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2019 dic.	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2020 gen.	3,1	4,1	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0
feb.	3,0	3,6	4,6	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0
mar.	2,7	1,8	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	-0,1	0,0
apr.	4,4	3,4	4,4	.	6,8	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
mag.	5,8	3,2	4,0	.	10,1	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	-0,1

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-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	97,5	93,5	92,4	89,0	80,3	94,2	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	93,9	90,4	80,6	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,2	88,6	78,8	92,9	115,5	92,4
2019 3° trim.	98,5	93,5	92,3	88,8	79,1	93,2	115,6	92,4
4° trim.	97,7	92,4	91,8	88,2	78,0	92,0	114,9	91,4
2020 1° trim.	97,5	91,8	91,6	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
2° trim.	98,8	93,2	92,4	.	.	.	118,1	93,4
2020 gen.	97,0	91,4	91,4	-	-	-	114,2	90,5
feb.	96,3	90,7	90,8	-	-	-	113,5	89,9
mar.	99,0	93,1	92,7	-	-	-	117,8	93,2
apr.	98,2	92,7	92,4	-	-	-	117,5	93,2
mag.	98,4	92,7	91,9	-	-	-	117,6	93,0
giu.	99,8	94,1	92,9	-	-	-	119,1	94,2
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2020 giu.	1,4	1,5	1,1	-	-	-	1,3	1,3
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2020 giu.	1,0	0,2	0,4	-	-	-	2,5	1,1

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 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
2° trim.	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
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
apr.	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
mag.	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
giu.	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2020 giu.	2,9	-0,1	-2,2	0,0	-0,9	3,6	-1,8	1,3	0,0	-1,0	1,3	3,2
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2020 giu.	2,3	2,2	4,2	-0,2	7,8	-0,8	4,3	0,9	2,4	-1,3	-4,1	-0,3

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2019 2° trim.	26.677,5	27.027,6	-350,1	10.948,6	9.055,7	9.193,8	11.378,6	-75,5	5.839,8	6.593,3	770,8	14.786,3
3° trim.	27.833,8	27.966,7	-132,9	11.345,4	9.372,2	9.646,7	11.849,4	-91,0	6.105,8	6.745,1	827,0	15.131,5
4° trim.	27.565,7	27.645,3	-79,5	11.214,8	9.334,5	9.908,2	11.943,4	-48,4	5.677,6	6.367,4	813,6	14.541,2
2020 1° trim.	27.220,8	27.363,4	-142,6	11.065,8	9.307,4	8.900,1	11.058,9	-71,2	6.459,7	6.997,0	866,3	15.316,9
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2020 1° trim.	229,3	230,5	-1,2	93,2	78,4	75,0	93,1	-0,6	54,4	58,9	7,3	129,0
<i>Transazioni</i>												
2019 2° trim.	190,4	198,0	-7,6	-86,0	0,5	46,8	117,4	32,8	194,1	80,1	2,8	-
3° trim.	492,1	382,6	109,5	180,8	150,9	149,2	191,5	4,2	157,8	40,2	0,1	-
4° trim.	-295,7	-375,7	80,0	-82,4	-49,4	145,0	0,9	-5,5	-350,3	-327,2	-2,5	-
2020 1° trim.	587,7	563,6	24,1	-41,7	-62,3	-144,9	50,6	42,2	728,6	575,3	3,4	-
2019 nov.	45,0	21,9	23,1	20,9	52,3	58,7	16,4	0,3	-31,0	-46,7	-3,9	-
dic.	-396,7	-408,5	11,9	-109,2	-64,9	31,1	-35,4	-12,1	-306,9	-308,2	0,5	-
2020 gen.	415,9	425,4	-9,6	7,2	-8,0	61,7	114,9	16,4	329,5	318,5	1,0	-
feb.	188,4	162,3	26,2	15,2	-4,2	9,4	40,6	16,9	148,1	125,8	-1,1	-
mar.	-16,5	-24,1	7,6	-64,1	-50,1	-216,0	-104,9	8,9	251,1	131,0	3,6	-
apr.	91,9	103,5	-11,7	-5,3	10,6	146,7	3,2	4,6	-55,8	89,7	1,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 apr.	885,7	661,0	224,7	-73,2	6,5	352,2	328,8	64,9	539,4	325,8	2,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2020 apr.	7,5	5,6	1,9	-0,6	0,1	3,0	2,8	0,5	4,5	2,7	0,0	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2017	11.200,6	10.711,5	6.037,1	2.296,2	2.306,8	1.102,5	708,2	489,6	71,4	491,3	5.299,6	4.808,3
2018	11.561,1	11.076,2	6.211,5	2.361,9	2.410,7	1.176,7	744,5	482,5	92,2	492,4	5.559,1	5.066,6
2019	11.906,0	11.457,2	6.368,1	2.445,6	2.612,6	1.255,9	770,7	578,7	30,9	455,4	5.732,9	5.277,5
2019 2° trim.	2.296,5	2.880,0	1.590,5	608,9	667,2	308,6	191,1	165,7	13,5	90,1	1.429,6	1.339,4
3° trim.	3.298,6	2.854,9	1.597,8	614,8	641,5	315,7	193,0	130,9	0,7	133,4	1.439,0	1.305,6
4° trim.	4.300,4	2.897,3	1.603,7	618,6	676,2	321,5	195,6	157,3	-1,3	108,9	1.442,7	1.333,8
2020 1° trim.	1.291,2	2.813,6	1.534,2	621,8	647,4	304,4	174,0	167,2	10,3	99,1	1.380,2	1.281,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2019	100,0	96,2	53,5	20,5	21,9	10,5	6,5	4,9	0,3	3,8	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 2° trim.	0,1	1,5	0,2	0,5	6,2	-0,7	0,0	32,8	-	-	-0,1	3,0
3° trim.	0,3	-0,9	0,4	0,7	-4,9	1,1	-0,1	-21,7	-	-	0,7	-1,9
4° trim.	0,1	0,9	0,1	0,3	5,0	1,0	0,8	20,8	-	-	0,1	1,9
2020 1° trim.	-3,6	-3,3	-4,7	-0,4	-4,3	-5,5	-10,8	6,3	-	-	-4,2	-3,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,1
2018	1,9	1,7	1,4	1,2	2,4	3,4	4,4	-2,7	-	-	3,5	3,0
2019	1,2	1,9	1,3	1,8	5,9	3,3	2,1	18,2	-	-	2,5	4,0
2019 2° trim.	1,2	2,7	1,3	1,5	9,1	2,3	2,2	36,8	-	-	2,3	5,6
3° trim.	1,3	1,3	1,6	2,2	3,1	3,2	1,0	6,1	-	-	2,7	2,8
4° trim.	1,0	1,8	1,3	1,9	6,7	2,6	1,5	24,3	-	-	1,8	3,6
2020 1° trim.	-3,1	-1,8	-3,9	1,0	1,5	-4,2	-10,2	33,6	-	-	-3,5	-0,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 2° trim.	0,1	1,4	0,1	0,1	1,3	-0,1	0,0	1,4	-0,1	-1,3	-	-
3° trim.	0,3	-0,9	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,2	-	-
4° trim.	0,1	0,9	0,1	0,1	1,1	0,1	0,1	0,9	-0,3	-0,8	-	-
2020 1° trim.	-3,6	-3,2	-2,5	-0,1	-1,0	-0,6	-0,7	0,3	0,3	-0,4	-	-
<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	0,2	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,6	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,3	-	-
2019	1,2	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,8	-0,5	-0,6	-	-
2019 2° trim.	1,2	2,6	0,7	0,3	1,9	0,2	0,1	1,5	-0,3	-1,4	-	-
3° trim.	1,3	1,2	0,8	0,5	0,6	0,3	0,1	0,3	-0,7	0,1	-	-
4° trim.	1,0	1,7	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,8	-0,7	-	-
2020 1° trim.	-3,1	-1,8	-2,1	0,2	0,3	-0,4	-0,7	1,4	-0,2	-1,4	-	-

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

## 3 Attività economica

### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2017	10.042,0	176,1	1.994,5	501,4	1.907,7	468,8	466,7	1.133,0	1.145,0	1.898,0	350,7	1.160,8
2018	10.365,0	178,8	2.044,3	537,9	1.968,4	487,7	477,2	1.167,1	1.194,4	1.954,8	354,6	1.203,7
2019	10.672,0	181,6	2.052,6	581,7	2.029,9	511,7	486,1	1.205,2	1.238,5	2.019,9	364,6	1.240,7
2019 2° trim.	2.662,2	45,4	513,2	144,4	506,5	127,6	121,4	300,4	309,3	502,8	91,2	308,0
3° trim.	2.675,2	45,6	512,8	146,6	509,3	128,5	121,9	301,8	310,9	506,6	91,3	313,0
4° trim.	2.693,7	45,6	514,8	148,4	511,6	130,3	122,0	305,1	312,7	511,4	91,8	312,4
2020 1° trim.	2.618,9	45,8	498,0	143,5	478,9	129,7	120,5	302,7	302,6	511,5	85,7	293,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,5	19,0	4,8	4,6	11,3	11,6	18,9	3,4	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2019 2° trim.	0,1	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,5	0,8	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4
3° trim.	0,3	0,1	-0,3	0,6	0,2	1,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,8
4° trim.	0,1	0,4	-0,7	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,5	0,1	0,3	-0,4	0,0
2020 1° trim.	-3,2	-0,8	-3,3	-3,8	-6,8	-1,3	-0,8	-1,1	-3,4	-1,3	-6,8	-6,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2017	2,6	0,6	3,3	2,3	2,8	5,3	1,3	0,7	4,6	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,4	1,8	3,5	2,1	4,5	1,6	1,5	3,1	1,0	0,3	1,6
2019	1,2	-0,2	-1,0	3,2	1,8	4,0	2,3	1,5	1,6	1,2	1,8	1,6
2019 2° trim.	1,3	-0,6	-1,0	3,3	1,7	3,9	2,5	1,6	1,8	1,1	1,9	1,3
3° trim.	1,3	0,3	-1,1	3,2	1,9	3,6	2,2	1,5	1,8	1,2	2,2	2,1
4° trim.	0,9	-0,1	-1,6	1,6	1,5	4,1	2,5	1,7	0,8	1,1	1,4	1,7
2020 1° trim.	-2,8	-0,8	-4,8	-3,5	-6,4	1,3	0,8	0,0	-2,7	-0,4	-6,3	-4,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2019 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	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
4° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 1° trim.	-3,2	0,0	-0,6	-0,2	-1,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-
<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	0,3	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	0,1	-
2019 2° trim.	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
4° trim.	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2020 1° trim.	-2,8	0,0	-0,9	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

### 3.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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	1,8	-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	1,4	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,2	1,3	1,4	0,7
2019 2° trim.	1,2	1,5	-0,1	-2,8	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,7	1,6	1,2	1,5	0,7
3° trim.	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,1	1,0	3,6	-0,2	0,7	1,2	1,5	0,9
4° trim.	1,1	1,3	-0,6	-1,6	0,3	1,6	1,2	3,0	0,2	0,0	1,1	1,4	1,0
2020 1° trim.	0,4	0,7	-1,2	-3,3	-0,3	1,4	0,3	2,5	0,0	-0,7	0,3	1,3	0,0
<b>Ore lavorate</b>													
<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	-0,4	-1,3	0,4	2,1	0,9	2,8	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 2° trim.	1,0	1,4	-0,6	-2,9	0,5	2,6	0,9	3,0	-0,4	1,3	1,3	1,7	0,4
3° trim.	0,9	1,3	-0,8	-1,8	0,3	1,6	0,7	2,8	0,1	1,7	1,0	1,8	0,7
4° trim.	0,8	1,2	-0,6	-0,9	-0,3	0,6	0,9	2,2	0,1	1,1	1,1	1,6	1,0
2020 1° trim.	-2,8	-2,0	-6,3	-3,6	-3,7	-4,5	-5,0	0,6	-1,4	-2,8	-2,0	0,0	-2,8
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<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	0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,9	0,2	0,1	-0,1	0,3	-0,1
2019 2° trim.	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	0,0	-0,5	-1,1	0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,3
3° trim.	-0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	0,4	1,0	-0,2	0,3	-0,2
4° trim.	-0,2	-0,1	-0,1	0,7	-0,6	-0,9	-0,3	-0,8	0,0	1,0	-0,1	0,2	0,0
2020 1° trim.	-3,2	-2,7	-5,2	-0,2	-3,4	-5,8	-5,3	-1,8	-1,4	-2,1	-2,3	-1,3	-2,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2019			100,0			81,8		18,3		51,3		48,7		
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.	163,093	3,5	12,238	7,5	3,3	10,035	6,7	2,203	15,4	6,291	7,2	5,947	7,9	2,3
3° trim.	163,039	3,5	12,171	7,5	3,2	9,942	6,7	2,229	15,5	6,282	7,2	5,890	7,8	2,2
4° trim.	163,675	3,4	12,010	7,3	3,2	9,787	6,6	2,222	15,5	6,130	7,0	5,880	7,7	2,2
2020 1° trim.	162,865	3,4	11,846	7,3	.	9,609	6,5	2,237	15,6	6,021	6,9	5,826	7,7	1,9
2019 dic.	-	-	12,101	7,3	-	9,872	6,6	2,229	15,5	6,253	7,1	5,848	7,6	-
2020 gen.	-	-	12,119	7,4	-	9,880	6,6	2,239	15,6	6,192	7,0	5,927	7,8	-
feb.	-	-	11,830	7,2	-	9,653	6,4	2,177	15,2	6,026	6,8	5,804	7,6	-
mar.	-	-	11,719	7,1	-	9,581	6,4	2,138	15,0	5,991	6,8	5,728	7,5	-
apr.	-	-	11,987	7,3	-	9,762	6,5	2,225	15,7	6,155	7,0	5,831	7,7	-
mag.	-	-	12,146	7,4	-	9,878	6,6	2,267	16,0	6,103	7,0	6,043	7,9	-

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	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8
2019 2° trim.	-1,3	-1,5	-2,2	-2,8	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7
3° trim.	-1,6	-1,5	-3,2	-1,2	0,4	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,8	4,3	1,3	0,6
4° trim.	-2,1	-2,1	-3,8	-2,9	2,0	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,7	12,5
2020 1° trim.	-6,2	-6,3	-5,4	-10,2	-1,1	-5,7	-4,1	-6,4	-1,4	4,7	-4,7	-10,2	-27,3
2019 dic.	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,3	-2,7	-4,6	1,9	-0,4	3,9	-1,1	17,9
2020 gen.	-2,1	-1,4	-2,0	-2,0	0,6	-7,3	6,7	-1,4	2,2	1,0	3,2	-0,1	-5,8
feb.	-2,2	-2,1	-0,8	-4,3	0,6	-3,1	-0,6	-1,4	2,6	3,7	2,2	-2,0	-6,3
mar.	-13,6	-14,4	-12,6	-22,5	-4,1	-6,3	-17,5	-16,5	-8,3	9,1	-18,9	-27,3	-60,3
apr.	-28,7	-30,4	-27,0	-41,1	-19,3	-13,0	-28,4	-34,7	-19,6	2,0	-32,6	-47,9	-79,6
mag.	-20,9	-22,1	-19,7	-28,4	-15,5	-10,3	.	.	-5,1	4,9	-9,0	-27,4	-48,6
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2019 dic.	-1,7	-1,6	-1,6	-2,6	-0,1	-1,5	-1,6	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,4	8,8
2020 gen.	1,7	1,9	3,0	2,1	0,4	-1,2	3,8	2,3	0,8	0,9	0,8	2,0	-14,6
feb.	0,0	0,0	0,9	-1,9	0,4	0,2	-0,9	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,3	1,3
mar.	-11,8	-12,8	-11,8	-18,1	-5,7	-3,2	-15,7	-14,7	-10,6	5,5	-20,7	-26,5	-57,3
apr.	-18,2	-19,5	-17,0	-26,1	-13,4	-5,5	-14,6	-21,4	-12,1	-5,9	-16,7	-28,8	-45,8
mag.	12,4	13,4	10,0	25,4	5,9	2,3	.	.	17,8	2,2	34,5	38,4	139,9

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 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
2° trim.	69,3	-27,2	.	-18,5	-15,3	-26,5	-39,3	.	40,1	34,2	30,3	31,3
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.	64,8	-32,5	69,7	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,6	33,4	18,1	12,0	13,6
mag.	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,3	-29,8	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9
giu.	75,7	-21,7	-	-14,7	-12,4	-19,4	-35,6	-	47,4	48,9	48,3	48,5

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

### 3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,1	93,9	1,5	2,4	5,0	4,7	4,7	34,6	7,2	77,6	4,6	8,4	3,1
2017	12,4	93,5	1,8	2,1	6,9	2,5	4,5	34,8	5,8	77,6	2,3	6,0	1,5
2018	13,1	93,8	1,9	2,6	5,1	5,4	3,5	34,1	6,1	77,5	2,3	4,3	1,8
2019 2° trim.	13,0	93,4	2,3	2,4	4,7	4,0	3,8	34,4	5,8	78,3	1,6	16,7	1,2
3° trim.	13,1	93,4	2,5	2,6	4,5	4,5	3,5	34,1	5,9	79,1	1,7	-1,4	1,3
4° trim.	13,1	93,8	0,8	2,6	3,4	5,4	3,5	34,1	6,1	77,5	2,3	-3,7	1,8
2020 1° trim.	14,1	93,7	0,8	2,8	-1,7	2,3	3,6	33,2	5,0	79,3	2,1	2,3	1,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Attività economica

#### 3.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto Capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 2° trim.	1.067,1	1.003,8	63,3	594,8	521,2	246,9	236,1	198,1	183,2	27,3	63,4	9,3	24,7
3° trim.	1.089,0	996,1	92,9	604,3	519,6	251,2	222,3	205,2	184,8	28,3	69,4	9,8	7,8
4° trim.	1.089,2	1.010,5	78,7	609,2	519,7	252,9	247,8	198,0	180,1	29,2	62,9	16,5	18,7
2020 1° trim.	1.050,0	1.000,7	49,3	585,8	498,2	241,8	257,8	193,2	180,8	29,3	63,8	10,8	10,8
2019 nov.	364,1	336,8	27,3	201,6	172,9	84,4	82,7	68,7	60,7	9,5	20,6	3,7	5,0
dic.	359,3	334,2	25,2	203,2	173,1	83,8	82,8	62,8	58,9	9,6	19,3	9,1	9,0
2020 gen.	364,0	350,5	13,4	201,6	174,4	84,9	88,9	67,3	61,3	10,2	25,9	2,9	3,3
feb.	362,6	339,9	22,7	200,8	171,2	84,2	90,0	67,5	60,2	10,1	18,5	3,8	3,3
mar.	323,5	310,3	13,2	183,4	152,6	72,7	78,9	58,5	59,3	8,9	19,5	4,1	4,3
apr.	275,1	260,7	14,4	146,2	133,3	61,9	58,0	57,7	48,2	9,3	21,2	4,0	3,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2020 apr.	4.215,4	3.935,8	279,6	2.342,4	2.018,1	972,7	943,2	786,0	714,9	114,3	259,7	47,8	57,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2020 apr.	35,5	33,2	2,4	19,7	17,0	8,2	7,9	6,6	6,0	1,0	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 <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2019 2° trim.	2,1	2,4	584,3	276,9	120,7	176,2	487,3	533,4	304,1	86,3	134,9	381,9	66,2
3° trim.	3,1	0,7	586,2	279,6	117,8	177,6	489,1	530,7	297,9	87,9	137,2	387,3	60,4
4° trim.	2,2	-1,9	591,3	276,4	125,2	178,9	496,0	525,8	291,4	86,4	138,3	384,9	60,4
2020 1° trim.	-1,6	-4,1	576,8	274,5	115,3	174,7	479,1	507,2	283,6	82,1	133,3	369,9	56,3
2019 nov.	-2,6	-4,0	194,6	91,2	40,4	58,9	163,8	175,7	97,5	28,6	46,4	128,9	20,1
dic.	4,9	1,1	196,5	92,2	41,4	59,1	164,1	174,0	96,8	28,0	45,5	126,4	21,2
2020 gen.	0,2	-0,3	196,8	93,4	39,0	60,0	164,3	177,9	100,3	28,8	46,1	129,0	22,0
feb.	1,2	-1,6	198,1	92,8	41,0	60,9	165,9	172,8	96,9	26,9	46,1	126,8	19,7
mar.	-5,9	-10,1	182,0	88,3	35,2	53,8	148,9	156,5	86,4	26,4	41,1	114,1	14,5
apr.	-29,3	-24,8	137,3	.	.	.	111,1	136,1	.	.	.	99,2	.
<b>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2019 2° trim.	-1,5	-0,2	106,7	108,6	106,2	105,7	106,3	109,6	108,2	110,1	113,5	111,5	98,2
3° trim.	0,9	1,7	106,8	109,6	103,3	106,1	106,2	109,7	108,4	111,2	113,1	111,8	97,0
4° trim.	-0,1	-1,7	107,1	108,3	108,3	105,8	107,0	107,4	105,6	105,6	112,7	109,8	95,9
2020 1° trim.	-4,0	-4,7	103,5	106,4	99,7	101,9	102,0	104,0	103,7	99,6	108,1	104,8	98,0
2019 ott.	2,2	-0,8	109,2	109,7	112,7	108,9	109,2	108,6	106,1	111,3	113,5	111,4	92,7
nov.	-4,3	-3,4	106,1	107,7	105,5	104,6	106,3	107,9	106,3	104,4	113,7	110,3	96,8
dic.	2,1	-0,8	106,0	107,6	106,7	103,9	105,4	105,7	104,3	101,0	110,8	107,6	98,3
2020 gen.	-2,8	-3,2	105,4	107,6	100,9	105,1	104,7	107,4	106,5	105,6	111,3	109,3	100,6
feb.	-1,2	-1,8	106,8	107,9	107,0	106,8	106,4	106,9	106,4	99,9	113,1	109,2	99,7
mar.	-7,8	-8,8	98,3	103,8	91,2	93,7	94,9	97,6	98,0	93,4	100,0	95,9	93,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi 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 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	0,7	1,3	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
2° trim.	105,5	0,2	0,9	.	1,2	-0,3	0,8	3,7	0,0	-7,9	0,4	.	.
2020 gen.	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,3	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	1,0	0,1	-1,6	0,2	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.	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,1	0,3	3,8	-0,1	-4,8	0,3	0,3	0,6
mag.	105,3	0,1	0,9	-0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,4	0,0	-1,7	0,1	0,0	0,6
giu. <sup>(3)</sup>	105,7	0,3	0,8	.	1,2	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,7	0,1	.	.

	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 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
2° trim.	3,4	2,4	6,7	.	0,2	-10,3	.	.	.	.	.	.
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	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5
mag.	3,4	2,4	6,7	-3,2	0,2	-11,9	1,4	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
giu. <sup>(3)</sup>	3,1	2,3	5,9	.	0,2	-9,4	.	.	.	.	.	.

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.

3) Stima desunta dai dati nazionali preliminari e dalle informazioni più aggiornate sui prezzi dei prodotti energetici.

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 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	4,7
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	4,2	4,6
2019 2° trim.	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,3	5,3
3° trim.	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,0	4,3
4° trim.	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,3	4,3
2020 1° trim.	103,8	-1,6	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,6	4,9	.
2019 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	1,1	0,5	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,6	-4,1	-	-	-
feb.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,1	1,2	2,3	3,4	0,7	-6,6	-	-	-
mar.	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,5	0,6	-11,1	-	-	-
apr.	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	-	-	-
mag.	99,8	-5,0	-3,6	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2010 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	1,5	1,7	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,4	0,6	0,2	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 3° trim.	105,1	1,7	1,2	1,0	1,7	2,3	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
4° trim.	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,2	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6
2020 1° trim.	106,2	1,8	1,4	1,2	2,0	1,6	0,2	-0,7	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,8	-0,8	-9,2
2020 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,0	10,9	3,5	6,8	12,6	0,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,1	8,0	-3,0	2,0	8,7	-4,9
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,3	4,6	-12,1	-7,2	-1,8	-13,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,2	5,9	-7,5	-3,4	1,5	-8,7
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,4	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7

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 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
2° trim.	-6,8	-3,7	-7,5	-11,6	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
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.	-7,5	-8,0	-9,9	-13,0	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
mag.	-8,6	-3,1	-8,8	-11,2	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3
giu.	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3

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

### 4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	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	2,4	2,3	2,6	2,5	2,1	2,1
2019	106,8	2,5	2,6	2,2	2,4	2,6	2,2
2019 2° trim.	110,8	2,7	2,8	2,6	2,5	3,1	2,0
3° trim.	103,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,4	2,6
4° trim.	113,2	2,4	2,3	2,2	2,2	2,6	2,0
2020 1° trim.	103,2	3,4	3,4	3,6	3,1	4,2	1,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html/html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html/html)).

## 4 Prezzi e costi

### 4.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (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
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2017	106,2	0,8	0,0	-0,6	0,7	0,6	0,0	-1,6	4,5	1,7	1,3	1,2
2018	108,1	1,8	-0,4	1,6	0,8	1,4	1,5	-0,5	4,3	2,5	2,3	2,8
2019	110,2	1,9	-0,4	3,2	1,0	1,5	1,3	-0,8	2,7	1,7	2,6	1,6
2019 2° trim.	110,0	2,1	-1,0	3,1	1,3	1,8	1,7	-1,0	3,2	1,7	2,6	2,2
3° trim.	110,6	1,9	-1,6	3,7	0,7	1,4	1,9	-1,0	2,4	1,4	2,5	0,9
4° trim.	110,9	1,7	0,5	2,6	1,2	1,3	0,1	-0,8	0,1	1,9	2,7	1,9
2020 1° trim.	113,7	4,0	-1,2	3,5	2,7	6,0	2,6	-0,2	0,7	4,0	3,9	7,2
<b>Redditi per occupato</b>												
2017	111,4	1,7	1,0	1,6	1,6	1,5	1,9	1,2	3,3	2,6	1,8	1,8
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,9	2,1	2,5	2,0	4,1	2,7	2,0	2,8
2019	116,0	2,0	1,2	1,3	1,8	2,1	1,6	1,8	3,1	1,9	2,3	2,7
2019 2° trim.	115,9	2,0	1,2	1,1	2,0	2,1	1,5	2,2	3,2	2,3	2,2	3,4
3° trim.	116,7	2,1	0,5	1,9	1,7	2,2	1,9	1,5	3,3	1,9	2,3	2,3
4° trim.	116,8	1,6	2,1	0,6	1,2	1,6	1,2	1,6	1,7	1,6	2,5	2,3
2020 1° trim.	115,6	0,3	1,4	-1,2	-2,3	-1,1	1,4	0,5	1,4	0,9	2,2	0,4
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2017	104,8	0,9	1,1	2,2	0,9	0,9	1,9	2,8	-1,1	0,9	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,9	0,3	1,0	0,7	1,0	2,6	-0,2	0,3	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,6	-1,8	0,8	0,5	0,3	2,6	0,3	0,3	-0,3	1,1
2019 2° trim.	105,3	0,0	2,3	-2,0	0,7	0,4	-0,2	3,2	0,0	0,6	-0,4	1,2
3° trim.	105,5	0,2	2,2	-1,8	1,0	0,8	0,0	2,5	0,8	0,6	-0,2	1,4
4° trim.	105,3	-0,1	1,5	-2,0	0,0	0,3	1,1	2,3	1,6	-0,3	-0,3	0,4
2020 1° trim.	101,7	-3,6	2,7	-4,5	-4,9	-6,7	-1,2	0,7	0,7	-3,0	-1,7	-6,3
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2017	113,4	2,0	1,3	1,8	1,6	1,8	2,0	1,8	3,2	2,5	2,4	2,3
2018	115,8	2,1	0,9	2,1	1,3	2,2	2,6	2,3	3,3	2,7	2,0	2,5
2019	118,1	2,0	0,7	1,7	2,2	2,1	2,4	1,4	2,6	2,0	1,9	2,8
2019 2° trim.	117,5	2,1	1,8	1,6	2,3	2,2	2,3	1,7	2,9	2,2	1,9	3,7
3° trim.	118,3	2,1	0,7	2,3	2,3	2,4	2,5	0,9	1,9	2,0	1,9	2,5
4° trim.	118,6	1,8	1,4	1,2	2,2	1,7	2,3	1,4	0,8	1,6	2,2	2,4
2020 1° trim.	120,4	3,1	3,4	2,2	2,5	3,0	3,3	1,6	3,8	3,0	3,5	2,7
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2017	107,2	1,4	1,7	2,5	1,0	1,5	2,0	3,3	-0,8	1,1	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	1,0	0,5	0,7	1,0	1,3	2,8	-0,9	0,3	-0,3	-0,1
2019	107,8	0,2	1,2	-1,4	1,1	0,8	1,2	2,4	0,2	0,4	-0,6	1,2
2019 2° trim.	107,7	0,2	2,3	-1,4	0,7	0,8	0,9	2,9	0,3	0,6	-0,5	1,5
3° trim.	107,8	0,4	2,1	-1,4	1,6	1,2	0,8	2,1	-0,2	0,8	-0,6	1,6
4° trim.	107,7	0,1	0,8	-1,4	1,0	0,6	1,8	2,4	0,6	-0,3	-0,4	0,4
2020 1° trim.	107,2	-0,4	2,9	-1,1	1,0	-1,5	0,7	2,2	2,9	-0,8	-0,3	-3,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				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				
<b>Consistenze</b>												
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	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
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	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 1° trim.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
2019 dic.	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 gen.	1.228,3	7.743,6	8.971,9	1.063,3	2.362,3	3.425,6	12.397,5	75,8	548,3	24,1	648,2	13.045,7
feb.	1.236,2	7.826,7	9.062,8	1.065,0	2.359,7	3.424,8	12.487,6	84,9	551,3	25,9	662,1	13.149,7
mar.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
apr.	1.276,8	8.229,3	9.506,2	1.070,7	2.376,8	3.447,4	12.953,6	94,9	542,5	40,0	677,4	13.631,0
mag. <sup>(p)</sup>	1.296,5	8.332,6	9.629,1	1.094,3	2.389,2	3.483,5	13.112,6	96,2	551,2	30,1	677,4	13.790,0
<b>Transazioni</b>												
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	603,1	659,4	-60,0	62,8	2,7	662,1	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	606,8
2019 2° trim.	9,7	143,0	152,8	-4,4	20,3	15,9	168,6	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	122,8	138,4	-38,0	8,1	-29,9	108,4	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,4
2020 1° trim.	42,1	346,6	388,7	6,5	-2,5	4,0	392,7	31,1	2,0	48,6	81,6	474,4
2019 dic.	2,8	12,9	15,7	-9,9	4,8	-5,1	10,7	5,5	-0,2	-18,1	-12,8	-2,1
2020 gen.	8,7	15,4	24,0	-7,9	-1,6	-9,5	14,6	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,8
feb.	7,9	81,9	89,7	1,2	-2,6	-1,4	88,4	9,0	3,0	1,3	13,3	101,7
mar.	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9
apr.	15,1	151,1	166,2	-8,5	15,3	6,8	172,9	-15,4	9,1	-18,2	-24,4	148,5
mag. <sup>(p)</sup>	19,7	101,9	121,6	26,3	12,9	39,1	160,7	2,0	8,8	-10,7	0,0	160,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	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	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 1° trim.	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
2019 dic.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 gen.	5,2	8,3	7,9	-5,7	2,4	-0,2	5,5	0,7	5,1	-53,0	-0,8	5,2
feb.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,6	2,5	5,5
mar.	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
apr.	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,1	8,2	5,9	8,2
mag. <sup>(p)</sup>	9,3	13,0	12,5	-2,6	2,3	0,7	9,1	35,3	4,7	-25,7	5,8	8,9

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
<b>Consistenze</b>													
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	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	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	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 1° trim.	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
2019 dic.	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 gen.	2.475,0	2.063,6	256,8	150,5	4,1	7.061,1	4.421,5	487,3	2.151,4	0,8	1.024,0	217,7	467,2
feb.	2.507,0	2.097,6	253,7	150,3	5,4	7.086,6	4.452,7	482,5	2.150,6	0,8	1.051,7	215,3	475,7
mar.	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
apr.	2.715,0	2.277,6	284,5	146,6	6,3	7.242,0	4.596,6	467,1	2.177,4	0,8	1.120,1	229,8	464,8
mag. <sup>(a)</sup>	2.823,4	2.355,4	315,9	147,3	4,7	7.299,4	4.642,5	464,9	2.191,1	1,0	1.100,6	231,4	457,4
<b>Transazioni</b>													
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	146,1	163,7	-18,8	1,8	-0,5	394,4	358,3	-25,7	62,3	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 2° trim.	29,7	30,7	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,2	-5,1	16,7	0,3	31,6	4,0	-0,2
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	76,7	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 1° trim.	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,4	11,7	7,4
2019 dic.	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	15,5	13,5	-4,2	7,1	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 gen.	-3,5	-0,7	-0,8	0,4	-2,4	19,5	25,5	-5,6	-0,4	0,0	-15,5	3,0	-0,7
feb.	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,0	-2,5	8,5
mar.	102,7	93,5	9,7	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,9	11,1	-0,4
apr.	104,1	85,8	20,7	-1,0	-1,4	80,0	65,8	-5,1	19,1	0,2	-34,7	3,6	-10,5
mag. <sup>(a)</sup>	111,7	80,0	32,4	0,8	-1,5	59,0	46,5	-1,8	14,1	0,1	-22,3	2,0	-7,3
<b>Variazioni percentuali</b>													
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	-1,0	-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.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
2019 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	-5,3	1,2	-41,1	5,7	8,7	-6,0	2,7	-43,6	3,3	5,0	5,2
feb.	6,5	9,0	-7,6	1,2	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
mar.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
apr.	13,7	16,1	5,4	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,1	1,0
mag. <sup>(a)</sup>	17,6	19,2	18,0	-1,9	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,3	-0,6

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci 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 <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
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	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2019 2° trim.	4.640,2	1.000,7	3.627,9	13.640,4	11.290,6	11.667,0	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,6	803,2
3° trim.	4.696,5	999,8	3.685,1	13.776,5	11.394,4	11.764,2	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.570,6	811,5
4° trim.	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2020 1° trim.	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3
2019 dic.	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2020 gen.	4.670,2	994,2	3.664,2	13.912,8	11.511,9	11.874,9	4.483,9	5.961,1	913,4	153,5	1.547,1	853,8
feb.	4.672,0	993,0	3.667,2	13.942,6	11.531,5	11.897,5	4.488,9	5.983,3	909,1	150,1	1.565,8	845,4
mar.	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3
apr.	4.962,3	1.015,5	3.935,0	14.122,9	11.728,2	12.104,1	4.670,7	5.960,9	939,8	156,8	1.608,8	785,9
mag. <sup>(p)</sup>	5.131,8	1.017,4	4.102,6	14.223,4	11.805,6	12.179,7	4.719,4	5.981,5	950,4	154,4	1.624,9	792,9
<b>Transazioni</b>												
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	-0,4	17,8	88,1	-20,6
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	200,0	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	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6
4° trim.	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,6	104,6	2,8	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 1° trim.	133,8	21,8	112,0	229,5	247,9	240,3	135,6	41,8	61,6	8,8	15,4	-33,8
2019 dic.	21,8	-17,1	38,9	22,6	25,9	47,5	-11,5	21,1	9,5	6,8	-8,4	5,0
2020 gen.	-9,1	9,6	-18,7	44,8	57,9	35,3	10,5	30,5	15,9	0,8	-14,1	1,0
feb.	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9
mar.	136,2	13,8	122,5	144,0	169,1	178,9	118,6	-11,6	50,7	11,4	8,9	-34,0
apr.	194,0	8,2	185,7	67,9	38,3	38,1	71,6	-5,3	-23,3	-4,7	46,1	-16,4
mag. <sup>(p)</sup>	159,8	1,6	158,3	102,9	80,2	77,3	51,9	22,4	8,2	-2,4	17,1	5,6
<b>Variazioni percentuali</b>												
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.	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
2019 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	5,0	14,8	2,0	4,1
mar.	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8
apr.	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,2	6,3	-3,6
mag. <sup>(p)</sup>	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,3	20,9	6,6	-2,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Prestiti corretti <sup>4)</sup>					Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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.	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
2019 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	4.582,1	965,3	877,1	2.641,5	5.961,1	6.243,4	724,3	4.549,6	687,2
feb.	4.488,9	4.586,3	957,4	880,0	2.651,5	5.983,3	6.264,7	728,4	4.567,3	687,6
mar.	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
apr.	4.670,7	4.775,3	989,0	961,2	2.720,5	5.960,9	6.247,1	701,4	4.574,5	685,0
mag. <sup>(p)</sup>	4.719,4	4.822,9	959,2	997,6	2.762,6	5.981,5	6.264,9	699,2	4.593,9	688,4
<b>Transazioni</b>										
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	200,0	217,2	40,7	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	-5,3	7,5	0,5	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 1° trim.	135,6	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2019 dic.	-11,5	2,0	2,0	-4,2	-9,4	21,1	23,2	3,3	19,6	-1,8
2020 gen.	10,5	6,3	-11,0	3,2	18,4	30,5	19,6	4,5	24,9	1,1
feb.	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
mar.	118,6	121,4	47,9	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
apr.	71,6	72,8	-13,1	46,9	37,8	-5,3	-6,1	-13,9	7,0	1,5
mag. <sup>(p)</sup>	51,9	50,6	-28,0	38,2	41,6	22,4	18,8	-1,8	20,1	4,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2019 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	6,0	4,1	-1,2
feb.	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
mar.	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
apr.	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9
mag. <sup>(p)</sup>	6,7	7,3	-1,5	17,3	6,3	3,3	3,0	0,4	4,2	0,0

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 <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
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	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,8	429,5	178,9	187,2
2019 2° trim.	373,7	6.985,0	1.956,9	57,5	2.135,4	2.835,2	1.318,6	449,5	191,5	207,8
3° trim.	388,0	7.101,1	1.948,1	57,2	2.162,2	2.933,6	1.484,9	445,6	184,2	198,1
4° trim.	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,8	429,5	178,9	187,2
2020 1° trim.	413,3	7.037,1	1.935,1	47,2	2.121,9	2.932,8	1.571,7	534,7	183,7	196,2
2019 dic.	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,8	429,5	178,9	187,2
2020 gen.	372,2	7.115,6	1.948,9	48,8	2.165,9	2.952,1	1.542,8	407,7	171,1	182,3
feb.	417,2	7.130,6	1.942,5	48,2	2.162,5	2.977,5	1.613,6	469,2	177,9	191,2
mar.	413,3	7.037,1	1.935,1	47,2	2.121,9	2.932,8	1.571,7	534,7	183,7	196,2
apr.	521,1	7.059,9	1.930,3	46,1	2.125,8	2.957,7	1.565,7	561,2	187,6	203,3
mag. <sup>(p)</sup>	598,8	7.046,2	1.934,2	45,2	2.100,7	2.966,1	1.541,0	538,8	196,5	211,4
<b>Transazioni</b>										
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	107,3	-5,3	-3,0	27,5	88,1	310,1	11,0	-2,7	-2,5
2019 2° trim.	3,8	45,8	22,0	1,6	-0,6	22,7	99,9	45,3	-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	4,7	-1,4	-3,3	-14,3	23,7	-1,0	-29,5	-5,3	-10,9
2020 1° trim.	63,2	-50,0	-9,3	-2,9	-44,9	7,1	71,9	52,3	4,7	9,1
2019 dic.	-18,9	-4,3	-5,6	-1,3	3,0	-0,5	-31,5	-38,3	-32,8	-37,7
2020 gen.	22,1	-7,2	-2,7	-1,3	2,6	-5,8	43,2	-19,3	-7,8	-4,9
feb.	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,1	41,6	6,8	9,0
mar.	-3,9	-43,3	0,1	-1,0	-42,5	0,2	-29,4	30,0	5,8	5,0
apr.	107,9	-19,1	-5,6	-1,1	-1,3	-11,2	-63,1	38,4	4,0	7,0
mag. <sup>(p)</sup>	77,7	15,5	5,8	-0,9	-9,1	19,7	1,7	-10,5	8,9	8,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
2019 dic.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 gen.	-1,3	1,2	-0,1	-7,3	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3
feb.	4,3	0,9	-0,3	-8,5	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
mar.	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
apr.	42,3	0,0	-0,4	-12,9	-2,2	2,0	-	-	-6,6	-4,9
mag. <sup>(p)</sup>	63,1	0,1	0,0	-15,2	-2,6	2,4	-	-	-0,3	0,2

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	45,8	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 <sup>1)</sup>	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	29,9	42,3	87,9	2,1	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	86,0	1,8	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,4	84,4	1,5	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	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 <sup>1)</sup>

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

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

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

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

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 <sup>1)</sup> 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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 15 luglio 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-20-005-IT-N (online)