

Bollettino Economico BCE su PIL

Sviluppi economici e monetari

Panoramica

Nella riunione di politica monetaria del 4 giugno, il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare la dotazione ed estendere l'orizzonte del programma di acquisto di emergenza pandemico (PEPP) e di reinvestire i suoi pagamenti principali in scadenza, continuando nel contempo con il programma di acquisto di attività (APP) e i suoi reinvestimenti e mantenendo invariati i tassi di interesse chiave della BCE.Le informazioni in arrivo confermano che l'economia dell'area dell'euro sta vivendo una contrazione senza precedenti. C'è stata una brusca caduta dell'attività economica a causa della pandemia di coronavirus (COVID-19) e delle misure per contenerla. Forti perdite di posti di lavoro e di reddito e un'incertezza eccezionalmente elevata riguardo alle prospettive economiche hanno portato a un calo significativo della spesa e degli investimenti dei consumatori. Mentre i dati dell'indagine e gli indicatori in tempo reale dell'attività economica hanno mostrato alcuni segni di un esaurimento a fianco del graduale allentamento delle misure di contenimento, il miglioramento è stato finora tiepido rispetto alla velocità con cui gli indicatori sono precipitati nei due mesi precedenti. Le proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 per l'area dell'euro vedono una crescita in calo a un ritmo senza precedenti nel secondo trimestre di quest'anno, prima di rimbalzare di nuovo nella seconda metà, aiutato in modo decisivo dal considerevole sostegno della politica fiscale e monetaria. Tuttavia, le proiezioni comportano una sostanziale revisione al ribasso sia del livello di attività economica sia delle prospettive di inflazione sull'intero orizzonte di proiezione, sebbene la linea di base sia circondata da un eccezionale grado di incertezza. Mentre l'inflazione complessiva è repressa dai prezzi più bassi dell'energia, si prevede che le pressioni sui prezzi rimarranno contenute a causa del forte calo del PIL reale e del conseguente aumento significativo del rallentamento economico. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria per sostenere l'economia durante la sua riapertura graduale e salvaguardare la stabilità dei prezzi a medio termine, aiutato in modo decisivo dal consistente sostegno della politica fiscale e monetaria. Tuttavia, le proiezioni comportano una sostanziale revisione al ribasso sia del livello di attività economica sia delle prospettive di inflazione sull'intero orizzonte di proiezione, sebbene la linea di base sia circondata da un eccezionale grado di incertezza. Mentre l'inflazione complessiva è repressa dai prezzi più bassi dell'energia, si prevede che le pressioni sui prezzi rimarranno contenute a causa del forte calo del PIL reale e

del conseguente aumento significativo del rallentamento economico. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria per sostenere l'economia durante la sua riapertura graduale e salvaguardare la stabilità dei prezzi a medio termine. aiutato in modo decisivo dal consistente sostegno della politica fiscale e monetaria. Tuttavia, le proiezioni comportano una sostanziale revisione al ribasso sia del livello di attività economica sia delle prospettive di inflazione sull'intero orizzonte di proiezione, sebbene la linea di base sia circondata da un eccezionale grado di incertezza. Mentre l'inflazione complessiva è repressa dai prezzi più bassi dell'energia, si prevede che le pressioni sui prezzi rimarranno contenute a causa del forte calo del PIL reale e del conseguente aumento significativo del rallentamento economico. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria per sostenere l'economia durante la sua riapertura graduale e salvaguardare la stabilità dei prezzi a medio termine. le proiezioni comportano una sostanziale revisione al ribasso sia del livello di attività economica sia delle prospettive di inflazione sull'intero orizzonte di proiezione, sebbene la linea di base sia circondata da un eccezionale grado di incertezza. Mentre l'inflazione complessiva è repressa dai prezzi più bassi dell'energia, si prevede che le pressioni sui prezzi rimarranno contenute a causa del forte calo del PIL reale e del conseguente aumento significativo del rallentamento economico. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria per sostenere l'economia durante la sua riapertura graduale e salvaguardare la stabilità dei prezzi a medio termine. le proiezioni comportano una sostanziale revisione al ribasso sia del livello di attività economica sia delle prospettive di inflazione sull'intero orizzonte di proiezione, sebbene la linea di base sia circondata da un eccezionale grado di incertezza. Mentre l'inflazione complessiva è repressa dai prezzi più bassi dell'energia, si prevede che le pressioni sui prezzi rimarranno contenute a causa del forte calo del PIL reale e del conseguente aumento significativo del rallentamento economico. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria per sostenere l'economia durante la sua riapertura graduale e salvaguardare la stabilità dei prezzi a medio termine. si prevede che le pressioni sui prezzi rimarranno contenute a causa del forte calo del PIL reale e del conseguente aumento significativo del rallentamento dell'economia. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria per sostenere l'economia durante la sua riapertura graduale e salvaguardare la stabilità dei prezzi a medio termine. si prevede che le pressioni sui prezzi rimarranno contenute a causa del forte calo del PIL reale e del conseguente aumento significativo del rallentamento dell'economia. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria per sostenere l'economia durante la sua riapertura graduale e salvaguardare la stabilità dei prezzi a medio termine.

Valutazione economica e monetaria al momento della riunione del Consiglio direttivo del 4 giugno 2020

L'epidemia di COVID-19 ha causato un forte deterioramento delle prospettive globali, come previsto dalle proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema del giugno 2020.La

pandemia di COVID-19 ha paralizzato l'economia globale, con misure per contenere la diffusione del virus adottate dai governi di tutto il mondo come fattore trainante del recente forte declino dell'attività economica. Diversi paesi hanno recentemente iniziato ad allentare le misure di contenimento, ma è probabile che questo processo sia molto graduale. L'attività economica, soprattutto nelle economie emergenti, è stata inoltre influenzata negativamente da un forte calo dei prezzi delle materie prime, da condizioni finanziarie più restrittive e da deflussi di capitali sostanziali. I dati in arrivo confermano che le conseguenze economiche delle misure di contenimento saranno acute e profonde. Alla luce di queste gravi perturbazioni globali, le proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema del giugno 2020 prevedono che il PIL reale mondiale (esclusa l'area dell'euro) si contrarrà del 4,0% quest'anno. Il ritmo di questa contrazione è più rapido e la sua grandezza maggiore di quella osservata nella Grande Recessione. A seguito di una forte contrazione nei primi due trimestri del 2020, si prevede che l'attività globale inizi a riprendersi nel terzo trimestre e ad aumentare del 6,0% e 3,9% rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Il commercio globale ne risentirà in modo più grave, poiché le interruzioni logistiche e le frontiere chiuse amplificano l'impatto della ricaduta. Nonostante un forte deterioramento delle prospettive globali, come incorporato nelle proiezioni di giugno, i rischi per queste prospettive sono ancora inclinati al ribasso. Ancora più importante, l'impatto della pandemia può rivelarsi più forte e più duraturo del previsto. Si prevede che l'attività globale inizi a riprendersi nel terzo trimestre e ad aumentare del 6,0% e del 3,9% rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Il commercio globale ne risentirà in modo più grave, poiché le interruzioni logistiche e le frontiere chiuse amplificano l'impatto della ricaduta. Nonostante un forte deterioramento delle prospettive globali, come incorporato nelle proiezioni di giugno, i rischi per queste prospettive sono ancora inclinati al ribasso. Ancora più importante, l'impatto della pandemia può rivelarsi più forte e più duraturo del previsto. Si prevede che l'attività globale inizi a riprendersi nel terzo trimestre e ad aumentare del 6,0% e del 3,9% rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Il commercio globale ne risentirà in modo più grave, poiché le interruzioni logistiche e le frontiere chiuse amplificano l'impatto della ricaduta. Nonostante un forte deterioramento delle prospettive globali, come incorporato nelle proiezioni di giugno, i rischi per queste prospettive sono ancora inclinati al ribasso. Ancora più importante, l'impatto della pandemia può rivelarsi più forte e più duraturo del previsto. i rischi per questa prospettiva sono ancora inclinati al ribasso. Ancora più importante, l'impatto della pandemia può rivelarsi più forte e più duraturo del previsto. i rischi per questa prospettiva sono ancora inclinati al ribasso. Ancora più importante, l'impatto della pandemia può rivelarsi più forte e più duraturo del previsto.

Sebbene le condizioni finanziarie nell'area dell'euro si siano un po' allentate dalla riunione del Consiglio direttivo del marzo 2020, non sono tornate ai livelli visti prima della diffusione globale di COVID-19. Nel periodo in esame (dal 12 marzo 2020 al 3 giugno 2020) la curva a termine della media dell'indice overnight europeo (EONIA) si è spostata verso l'alto. La sua inversione a breve scadenza è ancora presente, sebbene in misura minore rispetto al 12 marzo, segnalando che le aspettative degli operatori di mercato di ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali sono diminuite e si sono spostate ulteriormente verso il futuro. Nonostante la politica

monetaria fornita tramite il PEPP e altre misure politiche, i rendimenti delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro a lungo termine sono aumentati durante il periodo in esame. I prezzi delle attività rischiose si sono parzialmente ripresi dalle perdite subite a febbraio e marzo, principalmente sullo sfondo di un miglioramento della propensione al rischio globale e della percezione che i rischi di coda di una crisi globale imminente siano in qualche modo sbiaditi. Nei mercati dei cambi,

Il PIL reale dell'area dell'euro è diminuito del 3,8%, trimestre su trimestre, nel primo trimestre 2020 e i dati in entrata indicano un'ulteriore significativa contrazione del PIL reale nel secondo trimestre. Gli ultimi indicatori economici e i risultati dell'indagine confermano una forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro e un rapido deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro. La pandemia di coronavirus e le necessarie misure di contenimento hanno gravemente colpito sia il settore manifatturiero che i servizi, incidendo sulla capacità produttiva dell'economia dell'area dell'euro e sulla domanda interna. Gli indicatori più recenti suggeriscono un certo rallentamento della recessione a maggio, quando parti dell'economia riapriranno gradualmente. Di conseguenza, si prevede che l'attività nell'area dell'euro rimbalzi nel terzo trimestre poiché le misure di contenimento sono ulteriormente allentate, supportate da condizioni di finanziamento favorevoli, una posizione di bilancio espansiva e una ripresa dell'attività globale, sebbene la velocità e la portata complessive del rimbalzo rimangano altamente incerte .

Questa valutazione si riflette anche ampiamente nelle proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema del giugno 2020 per l'area dell'euro. Nello scenario di base delle proiezioni, il PIL reale annuo dovrebbe scendere dell'8,7% nel 2020 e rimbalzare del 5,2% nel 2021 e 3,3% nel 2022. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche del personale della BCE del marzo 2020, le prospettive di crescita del PIL reale è stato rivisto sostanzialmente al ribasso di 9,5 punti percentuali nel 2020 e rivisto al rialzo di 3,9 punti percentuali nel 2021 e 1,9 punti percentuali nel 2022. Data l'eccezionale incertezza che attualmente circonda le prospettive, le proiezioni includono anche due scenari alternativi. [1] In generale, l'entità della contrazione e la ripresa dipenderanno in modo cruciale dalla durata e dall'efficacia delle misure di contenimento, dal successo delle politiche per mitigare gli effetti negativi sui redditi e sull'occupazione e dalla misura in cui la capacità di offerta e la domanda interna sono permanentemente colpiti. Nel complesso, il Consiglio direttivo vede l'equilibrio dei rischi attorno alla proiezione di base inclinato al ribasso. **Secondo la rapida stima di Eurostat, l'inflazione IPCA annua nell'area dell'euro è scesa allo 0,1% a maggio, in calo dallo 0,3% ad aprile, principalmente a causa della minore inflazione dei prezzi dell'energia.** Sulla base dei prezzi attuali e futuri del petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva diminuisca ulteriormente nei prossimi mesi e rimanga moderata fino alla fine dell'anno. A medio termine, una domanda più debole eserciterà una pressione al ribasso sull'inflazione, che sarà solo parzialmente compensata dalle pressioni al rialzo legate ai vincoli di offerta. Gli indicatori basati sul mercato delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimasti a livelli depressi. Mentre gli indicatori basati sull'indagine delle aspettative di inflazione sono diminuiti a breve e medio termine, le aspettative a più lungo termine sono state meno colpite.

Questa valutazione si riflette anche nelle proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 per l'area dell'euro, che prevedono l'inflazione IPCA annua nello scenario di base allo 0,3% nel 2020, allo 0,8% nel 2021 e all'1,3% nel 2022. Rispetto al personale della BCE di marzo 2020 proiezioni macroeconomiche, le prospettive per l'inflazione IPCA sono state riviste al ribasso di 0,8 punti percentuali nel 2020, 0,6 punti percentuali nel 2021 e 0,3 punti percentuali nel 2022. Si prevede che l'inflazione IPCA annua al netto di energia e alimenti sia dello 0,8% nel 2020, 0,7% in 2021 e 0,9% nel 2022.

La pandemia di COVID-19 ha causato una brusca accelerazione delle dinamiche monetarie, guidata da forti esigenze di liquidità delle imprese per finanziare i pagamenti in corso e forti preferenze per le disponibilità di denaro per motivi precauzionali tra gli agenti economici. La crescita della moneta ampia (M3) è aumentata all'8,3% ad aprile 2020, dal 7,5% a marzo. La forte crescita monetaria riflette la creazione di credito bancario, che è trainata in larga misura dalle acute esigenze di liquidità nell'economia. Inoltre, l'elevata incertezza economica sta innescando uno spostamento verso le disponibilità monetarie per motivi precauzionali. Lo stretto aggregato monetario M1, che comprende le forme di liquidità più liquide, continua a contribuire maggiormente alla crescita della moneta. L'andamento dei prestiti al settore privato ha continuato a essere modellato dall'impatto del coronavirus sull'attività economica. Il tasso di crescita annuale dei prestiti alle società non finanziarie è aumentato ulteriormente al 6,6% nell'aprile 2020, in aumento dal 5,5% a marzo, riflettendo la necessità delle imprese di finanziare le spese correnti e il capitale circolante nel contesto di entrate in rapido calo. Allo stesso tempo, il tasso di crescita annuo dei prestiti alle famiglie è sceso al 3,0% ad aprile, dal 3,4% a marzo, tra i vincoli di consumo dovuti alle misure di contenimento, il calo della fiducia e il deterioramento del mercato del lavoro. Le misure politiche del Consiglio direttivo, in particolare le condizioni molto favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III), dovrebbero incoraggiare le banche a concedere prestiti a tutti gli enti del settore privato. Insieme alle misure adottate dai governi nazionali e dalle istituzioni europee, le misure del Consiglio direttivo supportano l'accesso continuo ai finanziamenti, anche per quelli maggiormente colpiti dalle ramificazioni della pandemia di coronavirus. calo della fiducia e deterioramento del mercato del lavoro. Le misure politiche del Consiglio direttivo, in particolare le condizioni molto favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III), dovrebbero incoraggiare le banche a concedere prestiti a tutti gli enti del settore privato. Insieme alle misure adottate dai governi nazionali e dalle istituzioni europee, le misure del Consiglio direttivo supportano l'accesso continuo ai finanziamenti, anche per quelli maggiormente colpiti dalle ramificazioni della pandemia di coronavirus.

La pandemia di COVID-19 sta avendo un impatto significativo sulle politiche fiscali nell'area dell'euro. Le misure di contenimento hanno inoltre innescato pacchetti di stimolo fiscale senza precedenti volti ad attenuare le ricadute economiche e prepararsi a una rapida ripresa. Di conseguenza, si prevede che il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro aumenterà in modo significativo nel 2020, all'8,5% del PIL, rispetto allo 0,6% nel 2019. Anche se si prevede che il rapporto disavanzo si ridurrà al 4,9% nel 2021, è dovrebbe ancora attestarsi al 3,8% del PIL nel 2022. Nel complesso, la posizione di bilancio aggregata per l'area dell'euro è stimata in forte espansione nel 2020, ma in contrazione nel 2021, poiché la maggior parte delle misure di sostegno dovrebbe essere stata gradualmente eliminata da allora. Una posizione di bilancio ambiziosa e coordinata rimane critica, alla luce della forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro, sebbene le misure dovrebbero essere mirate e temporanee. Nel rispetto,

Il pacchetto di politica monetaria

Una combinazione di due fattori principali ha richiesto un'azione aggiuntiva di politica monetaria. In primo luogo, la revisione al ribasso legata alla pandemia delle prospettive di inflazione costituisce una minaccia per il mandato di stabilità dei prezzi a medio termine del Consiglio direttivo. In secondo luogo, mentre le condizioni sui mercati finanziari si sono sostanzialmente stabilizzate dall'annuncio del PEPP, le condizioni finanziarie per l'intera area dell'euro rimangono oggi significativamente più rigide rispetto al periodo pre-pandemico, mentre le prospettive per l'attività economica e l'inflazione richiedono condizioni finanziarie più facili.

In tale contesto, il 4 giugno 2020 il Consiglio direttivo ha deciso una serie di misure di politica monetaria a sostegno dell'ampio grado di accomodamento monetario in corso necessario per la solida convergenza dell'inflazione a livelli inferiori, ma prossimi al 2% rispetto al a medio termine, in linea con il suo mandato.

1. Il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare la dotazione del PEPP di 600 miliardi di euro per un totale di 1.350 miliardi di euro. In risposta alla revisione al ribasso dell'inflazione nell'orizzonte di proiezione legata alla pandemia, l'espansione del PEPP faciliterà ulteriormente la posizione di politica monetaria generale, sostenendo le condizioni di finanziamento nell'economia reale, in particolare per le imprese e le famiglie. Gli acquisti continueranno a essere condotti in modo flessibile nel tempo, attraverso le classi di attività e tra le giurisdizioni. Ciò consente al Consiglio direttivo di evitare efficacemente i rischi per la trasmissione regolare della politica monetaria.
2. Il Consiglio direttivo ha deciso di estendere l'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP almeno alla fine di giugno 2021. Ciò allinea sostanzialmente l'orizzonte degli acquisti con gli orizzonti delle altre misure di politica monetaria adottate in risposta alla pandemia, come TLTRO III e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine di emergenza pandemica (PELTRO). In ogni caso, la BCE effettuerà acquisti netti di attivi nell'ambito del

PEPP fino a quando il Consiglio direttivo non giudicherà che la fase di crisi del coronavirus è terminata.

3. Il Consiglio direttivo ha deciso di reinvestire i pagamenti di capitale in scadenza dai titoli acquistati nell'ambito del PEPP fino almeno alla fine del 2022. In ogni caso, il futuro roll-off del portafoglio PEPP sarà gestito per evitare interferenze con l'appropriata posizione di politica monetaria. I reinvestimenti aiuteranno a evitare il rischio di un inasprimento ingiustificato delle condizioni finanziarie mentre l'economia si sta ancora riprendendo dallo shock pandemico. Allo stesso tempo, è opportuno che la strategia di reinvestimento per il PEPP rifletta la sua natura temporanea e il collegamento con l'emergenza pandemica.
4. Inoltre, gli acquisti netti nell'ambito dell'APP proseguiranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, insieme agli acquisti nell'ambito della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro fino alla fine dell'anno. Il Consiglio direttivo continua ad aspettarsi che gli acquisti netti mensili di attivi nell'ambito dell'APP durino il tempo necessario per rafforzare l'impatto accomodante dei tassi ufficiali della BCE e per concludersi poco prima che il Consiglio direttivo inizi a innalzare i tassi di interesse chiave della BCE.
5. Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire, integralmente, i pagamenti principali derivanti dalla scadenza dei titoli acquistati nell'ambito dell'APP per un periodo di tempo prolungato oltre la data in cui inizia a innalzare i tassi di interesse chiave della BCE, e comunque per il tempo necessario a mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
6. Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse chiave della BCE. Si prevede che questi rimarranno ai livelli attuali o inferiori fino a quando le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente a un livello sufficientemente vicino, ma inferiore al 2% entro l'orizzonte di proiezione, e tale convergenza si è costantemente rispecchiata nelle dinamiche di inflazione sottostanti.

Insieme al sostanziale stimolo di politica monetaria già in atto, le decisioni del Consiglio direttivo sosterranno la liquidità e le condizioni di finanziamento nell'economia, contribuiranno a sostenere il flusso di credito a famiglie e imprese e contribuiranno a mantenere condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori e giurisdizioni, al fine di sostenere la ripresa dell'economia dalla ricaduta del coronavirus. Allo stesso tempo, nell'attuale contesto economico in rapida evoluzione, il Consiglio direttivo rimane pienamente impegnato a fare tutto il necessario nell'ambito del suo mandato per sostenere tutti i cittadini dell'area dell'euro in questo periodo estremamente impegnativo. Ciò vale innanzitutto per il ruolo del Consiglio direttivo nel garantire che la sua politica monetaria sia trasmessa a tutte le parti dell'economia e a tutte le giurisdizioni nel perseguimento del mandato di stabilità dei prezzi della BCE. Il Consiglio direttivo, pertanto, continua a essere pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, a seconda dei casi, per garantire che l'inflazione si muova verso il suo obiettivo in modo sostenuto, in linea con il suo impegno per la simmetria.

1 Ambiente esterno

La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha paralizzato l'economia globale. Le misure adottate dai governi di tutto il mondo per contenere la diffusione del virus implicano un forte declino dell'attività economica nel breve termine. Mentre diversi paesi hanno recentemente iniziato a facilitare le misure di contenimento, è probabile che questo processo sia molto graduale. Anche l'attività economica, in particolare nelle economie emergenti (EME), è influenzata negativamente da prezzi delle materie prime nettamente inferiori, condizioni finanziarie più restrittive e deflussi di capitali sostanziali. I dati in arrivo confermano che le conseguenze economiche della pandemia e delle misure di contenimento saranno pesanti e di vasta portata. Alla luce di queste gravi perturbazioni globali, le proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema del giugno 2020 prevedono che il PIL reale mondiale (esclusa l'area dell'euro) si contrarrà del 4,0% quest'anno. Il ritmo di questa contrazione è più rapido e la sua grandezza maggiore di quella osservata nella Grande Recessione. A seguito di una forte contrazione nei primi due trimestri del 2020, si prevede che l'attività globale inizi a riprendersi nel terzo trimestre. Questo profilo implica che si prevede che l'attività globale aumenterà del 6,0% e del 3,9% rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Il commercio globale ne risentirà in modo più grave, poiché le interruzioni logistiche e le frontiere chiuse amplificano l'impatto della ricaduta. Inoltre, gli scambi sono prociclici, rispondendo agli sviluppi dell'attività economica, in particolare in fase di recessione. Nonostante un forte deterioramento delle prospettive globali, come incorporato nelle proiezioni di giugno, i rischi per queste prospettive sono ancora inclinati al ribasso. Ancora più importante, l'impatto della pandemia può rivelarsi più forte e più duraturo del previsto. Altri rischi si riferiscono,

Attività economica e commercio globali

La pandemia di COVID-19 ha paralizzato l'economia globale. Le misure adottate dai governi di tutto il mondo per contenere la diffusione del virus implicano un forte declino dell'attività economica nel breve termine. Tali misure sono state introdotte in Cina alla fine di gennaio, mentre altri paesi le hanno emanate in seguito quando il virus si è diffuso a livello globale. Mentre diversi paesi hanno recentemente iniziato a facilitare le misure di contenimento, è probabile che questo processo sia molto graduale. L'attività economica, in particolare nelle EME, è influenzata negativamente da prezzi delle materie prime nettamente inferiori, condizioni finanziarie più restrittive e deflussi di capitali sostanziali. Questi gravi shock globali hanno colpito l'economia mondiale in un momento in cui i segni di una stabilizzazione, dopo un periodo di scarse prestazioni lo scorso anno, erano stati sempre più evidenti. In particolare, una nascente ripresa dell'attività manifatturiera e commerciale, guidata da grandi EME, era stato in corso all'inizio dell'anno. Inoltre, le condizioni finanziarie globali favorevoli prevalenti in quel momento, nonché una parziale riduzione del conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina a seguito della firma dell'accordo commerciale di "fase uno", avevano avuto il potenziale per rafforzare la ripresa prima che la pandemia colpisse.

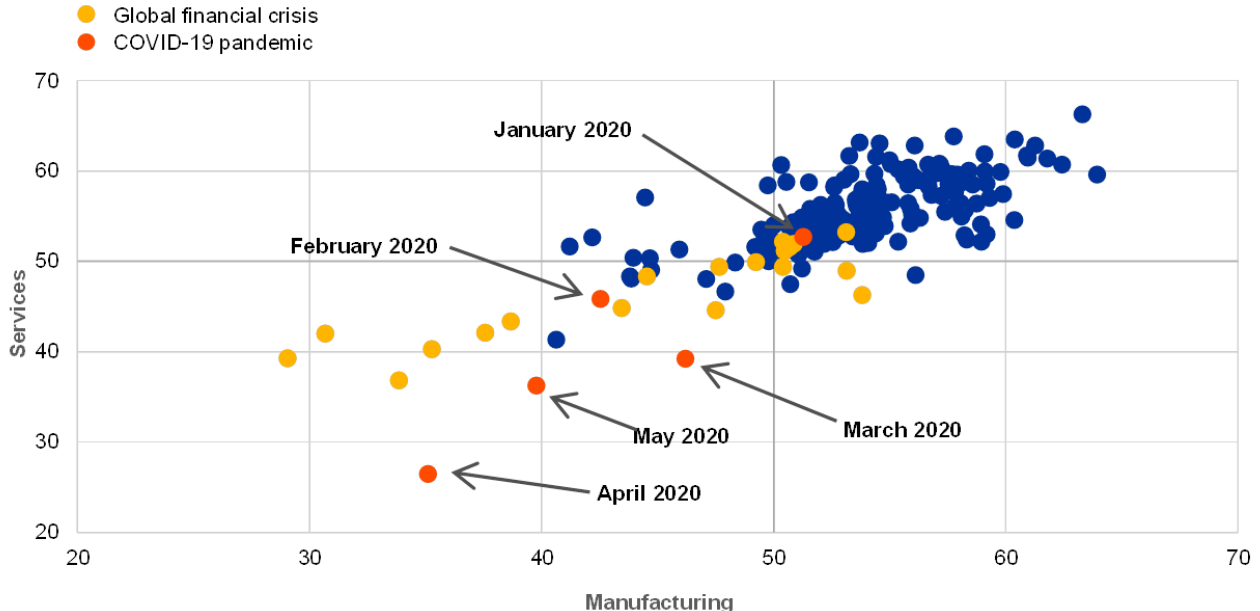
I dati dell'indagine confermano che le conseguenze economiche della pandemia e delle misure di contenimento saranno pesanti e di vasta portata. Osservando i dati settoriali del sondaggio dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), emergono tre

modelli. In primo luogo, l'output è precipitato in tutti i settori quando sono state messe in atto misure di contenimento rigorose. In secondo luogo, l'impatto sul settore dei servizi è stato maggiore dell'impatto sulla produzione. Con le politiche di contenimento che reprimono l'offerta e la domanda a livello globale, la produzione nei settori manifatturiero e dei servizi è peggiorata molto più rapidamente di quanto si è verificato durante la Grande Recessione (vedi grafico 1). Terzo, mentre la produzione riprende, la produzione recupera dai suoi livelli depressi, come si è visto recentemente in Cina. Tuttavia, per diversi motivi, questo recupero è solo parziale. Questi motivi si riferiscono a restrizioni che rimangono ancora in vigore per le imprese che richiedono una stretta interazione sociale; cambiamenti comportamentali da parte dei consumatori tra le preoccupazioni per una seconda ondata di infezioni; e un'elevata incertezza che ostacola le decisioni di investimento che, a loro volta, riducono la domanda a breve termine e pesa sulla capacità produttiva a lungo termine. La produzione globale composita di PMI (esclusa l'area dell'euro) ha registrato una lieve ripresa a maggio, sostenuta da risultati migliori sia per il settore manifatturiero che per quello dei servizi. Tuttavia, rimane in profondità nel territorio contrazionale.

Grafico 1

PMI di produzione globale di servizi e produzione (esclusa l'area dell'euro)

(indici di diffusione)



Fonti: calcoli di Markit e della BCE.

Note: le ultime osservazioni sono relative a maggio 2020. I dati riguardano il periodo da gennaio 1999 a maggio 2020. Il campione globale di crisi finanziaria (punti gialli) indica il periodo da dicembre 2007 a giugno 2009. Il campione pandemico COVID-19 (punti rossi) indica il periodo da gennaio 2020 a maggio 2020.

Il comportamento più cauto dei consumatori si riflette in un forte calo degli indicatori di fiducia globale. La fiducia dei consumatori è notevolmente peggiorata nelle ultime settimane, soprattutto nelle economie avanzate. Inoltre, il peggioramento del mercato del lavoro porterà i consumatori ad adottare un comportamento più

cauto caratterizzato da maggiori risparmi precauzionali e minori consumi, in particolare di beni durevoli.

Le condizioni finanziarie si sono inasprite bruscamente, ma una parte di questo inasprimento è diminuita più recentemente. Inizialmente, l'inasprimento è stato rapido e di ampia portata, interessando sia le economie avanzate sia le EME. Inoltre, le EME hanno registrato consistenti deflussi finanziari sia in termini lordi che netti, sebbene gli ultimi dati suggeriscano che questi deflussi si sono moderati o addirittura invertiti nelle ultime settimane. Nonostante questi segni di stabilizzazione, lo stress finanziario rimane elevato, in parte a causa di un aumento dell'incidenza di nuovi casi confermati di COVID-19 e di decessi nelle EME. In particolare, gli investitori finanziari sono fuggiti dalle EME indiscriminatamente nella fase iniziale della crisi legata alla pandemia, ma le differenze nei fondamentali macroeconomici e nelle vulnerabilità tra le EME sembrano ora essere diventate sempre più rilevanti per le decisioni di investimento.

Nel complesso, le condizioni finanziarie rimangono sostanzialmente più rigide sia nelle economie avanzate sia nelle EME rispetto a prima della pandemia colpita. Tuttavia, adottando una prospettiva a più lungo termine, rimangono più favorevoli rispetto alle precedenti recessioni globali, tra cui la Grande recessione e la recessione che è seguita allo scoppio della bolla delle dot-com nei primi anni 2000. In parte, ciò può riflettere la risposta rapida e aggressiva delle banche centrali di tutto il mondo. In particolare, è probabile che gli interventi di politica monetaria siano il fattore chiave alla base della stabilizzazione dei rendimenti dei titoli sovrani e dei premi a termine, nonostante il livello senza precedenti di emissione di debito sovrano globale reso necessario dalla pandemia. L'incertezza è aumentata sostanzialmente e rimane elevata. Mentre è ancora troppo presto per giudicare quale ruolo ha avuto l'incertezza elevata nell'attuale crisi, è probabile che pesa sulle prospettive di ripresa.

Le proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 prevedono che il PIL reale mondiale (esclusa l'area dell'euro) diminuirà del 4,0% quest'anno. Il ritmo di questa contrazione è più rapido e la sua magnitudo molto maggiore di quella osservata nella Grande Recessione. A seguito di una forte contrazione nei primi due trimestri del 2020, si prevede che l'attività economica si riprenda dal terzo trimestre. Man mano che i blocchi vengono revocati, si prevede che inizialmente l'attività rimbalzi, ma si presume che il ritmo generale della ripresa sia graduale a causa delle misure di allontanamento sociale mantenute in atto e anche a causa del cambiamento del comportamento dei consumatori. Guardando oltre, le proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 prevedono che l'attività globale aumenterà del 6,0% nel 2021 e del 3,9% nel 2022. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche del personale della BCE di marzo 2020, la crescita globale è stata rivista in modo significativo per quest'anno, mentre la crescita nell'orizzonte a medio termine dovrebbe essere leggermente più forte. Tali revisioni implicano anche che il livello della produzione globale rimanga al di sotto della traiettoria proiettata nelle proiezioni macroeconomiche del personale della BCE del marzo 2020. Per le EME, la ripresa dovrebbe essere più contenuta rispetto a quelle registrate dopo precedenti flessioni. Ciò riflette la combinazione di shock negativi che colpiscono le EME nell'attuale congiuntura, tra cui la crisi

pandemica, condizioni finanziarie strette, termini negativi di shock commerciali per gli esportatori di materie prime e deflussi di capitali sostanziali.

Negli Stati Uniti, si stima che il ritmo della contrazione dell'attività economica sia aumentato nel secondo trimestre del 2020. Il PIL reale è diminuito del 5,0% su base annua nel primo trimestre, secondo la seconda stima. Questa contrazione era leggermente maggiore di quanto riportato nella stima anticipata. Dati a frequenza più elevata suggeriscono che la recessione economica si è ulteriormente approfondita nel secondo trimestre, in quanto in aprile sono state attuate severe misure di contenimento in tutto il paese. Dalla fine di aprile gli Stati Uniti hanno iniziato ad allentare gradualmente le misure di contenimento, che dovrebbero contribuire a sostenere una ripresa nella seconda metà del 2020. Sarà guidata da una ripresa della domanda interna sostenuta dal forte sostegno di politica economica finora adottato. Tuttavia, si prevede che la ripresa sia graduale, poiché la fiducia dei consumatori rimane a livelli depressi nella distruzione di posti di lavoro senza precedenti registrata dalla fine di marzo. L'occupazione è diminuita di oltre 22 milioni di posti di lavoro e il tasso di disoccupazione ha raggiunto 14,7% ad aprile. L'inflazione complessiva dei prezzi al consumo è scesa drasticamente allo 0,3% ad aprile, dall'1,5% del mese precedente. Escludendo cibo ed energia, l'inflazione annuale è scesa all'1,4% ad aprile dal 2,1% a marzo. Si prevede che quest'anno l'inflazione diminuirà, poiché gli effetti disinflazionistici dello shock della domanda superano gli effetti inflazionistici derivanti dalle interruzioni dell'offerta e si prevede che aumenteranno gradualmente per avvicinarsi all'obiettivo del 2% del Federal Reserve System verso la fine dell'orizzonte di proiezione.

In Cina, la ripresa procede tra forti venti contrari. Questi includono deboli prospettive della domanda esterna nel breve termine, come evidenziato dal forte calo degli ordini di esportazione e da una graduale ripresa della domanda interna. Quest'ultimo riflette le restanti misure di allontanamento sociale in atto, nonché il comportamento generalmente più cauto dei consumatori. Lo stimolo monetario e politico attuato dalle autorità contribuirà a sostenere l'attività economica. Guardando al futuro, si prevede che l'attività si riprenda oltre l'orizzonte di proiezione. Tuttavia, si presume che questa ripresa rimanga silenziata rispetto al livello di attività previsto nelle proiezioni di marzo.

In Giappone, l'economia è scivolata in una recessione tecnica. L'attività è diminuita nel quarto trimestre dello scorso anno a causa di una confluenza di shock negativi, tra cui un calo della domanda interna a seguito dell'aumento delle imposte sui consumi, interruzioni della produzione causate da potenti tifoni in ottobre e una domanda esterna debole. Successivamente, tra l'epidemia di COVID-19, il PIL reale si è ulteriormente ridotto, diminuendo dello 0,9% nel primo trimestre del 2020. Gli sforzi delle autorità per contenere il virus hanno pesato sulla domanda interna, in particolare il consumo privato di servizi e beni semi-durevoli. In particolare, le esportazioni di servizi sono diminuite notevolmente, riflettendo una minore spesa da parte dei turisti in entrata a causa delle restrizioni ai viaggi imposte in risposta allo scoppio. Le autorità giapponesi hanno intensificato il sostegno politico per l'economia in sofferenza. Ad aprile la Banca del Giappone ha alzato i limiti per gli acquisti di carta commerciale e obbligazioni societarie, accesso facilitato agli strumenti di finanziamento societario e acquisto di titoli di stato a breve e lungo termine. Nella riunione di

emergenza di maggio ha deciso di lanciare una nuova misura di finanziamento per le banche a sostegno dei prestiti alle piccole e medie imprese. Alla fine di maggio il governo giapponese ha approvato un secondo pacchetto di stimolo fiscale di dimensioni sostanzialmente paragonabili a quello attuato nell'aprile 2020. Queste misure dovrebbero fornire un ulteriore stimolo all'economia, che dovrebbe riprendersi gradualmente dalla seconda metà di quest'anno.

Nel Regno Unito, la situazione economica si è notevolmente deteriorata. Il PIL reale è diminuito del 2% nel primo trimestre del 2020, anche se l'economia è stata bloccata solo negli ultimi dieci giorni di marzo, mentre l'inflazione dei prezzi al consumo annuale è scesa allo 0,8% in aprile, in netto calo dall'1,5% nel mese precedente. Mentre il regime dei solchi ha contribuito a mantenere l'occupazione, la situazione del mercato del lavoro è notevolmente peggiorata. I dati sperimentali dell'ONS sui richiedenti le prestazioni - a copertura dei disoccupati, nonché quelli che percepiscono prestazioni lavorative - hanno mostrato che a metà aprile oltre due milioni di cittadini richiedevano una qualche forma di indennità. Questo è circa un terzo in più rispetto al numero osservato durante la Grande Recessione. I dati ad alta frequenza segnalano un ulteriore marcato deterioramento nel secondo trimestre, il che implica una recessione molto più grave di quanto si sia verificato a seguito della crisi finanziaria globale.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale, l'attività economica dovrebbe indebolirsi sostanzialmente. Un gran numero di paesi della regione ha registrato una crescita negativa nel primo trimestre del 2020, tra interruzioni dell'offerta e domanda più debole causata da misure di contenimento. In prospettiva, si prevede una recessione molto più profonda nel secondo trimestre. Ciò riflette l'interazione di una domanda interna più debole - poiché le misure di contenimento sono rimaste in vigore per tutto il mese di aprile - con una domanda esterna più debole, in particolare dai paesi dell'area dell'euro.

Si prevede che l'attività economica nei grandi paesi esportatori di materie prime diminuirà precipitosamente. In Russia, l'economia è stata schiacciata dai recenti sviluppi del mercato dell'energia e dalla pandemia di COVID-19, causando un tributo alla domanda esterna. Allo stesso tempo, c'è stato un forte aumento dei nuovi casi domestici di infezione, con conseguente inasprimento delle misure per contenere la diffusione del virus. I tagli alla produzione concordati dall'OPEC + per stabilizzare il mercato petrolifero globale, nonché i prezzi delle materie prime più bassi, dovrebbero frenare gli investimenti. In Brasile, l'attività economica si è fortemente deteriorata a causa di blocchi, interruzione della catena di approvvigionamento, indebolimento della domanda esterna, deflussi di capitali significativi e condizioni negative di shock commerciale che riflettono il calo dei prezzi delle materie prime. L'aumento delle tensioni politiche e il fatto che il paese sia uno dei più colpiti dalla pandemia, possono complicare la fornitura di un efficace sostegno politico per l'economia.

In Turchia, la pandemia ha causato pressioni finanziarie, in presenza di elevati squilibri esterni e esigenze di finanziamento. L'attività è rimasta robusta fino alla fine di marzo. Successivamente, il sentimento iniziò a ridursi rapidamente, con l'introduzione delle misure di contenimento e la domanda esterna contratta bruscamente. Allo stesso tempo, gli investitori stranieri sono diventati sempre più avversi al rischio nei confronti degli EME e sono comparsi segnali di pressioni finanziarie per la Turchia. La lira turca si è indebolita e le riserve della

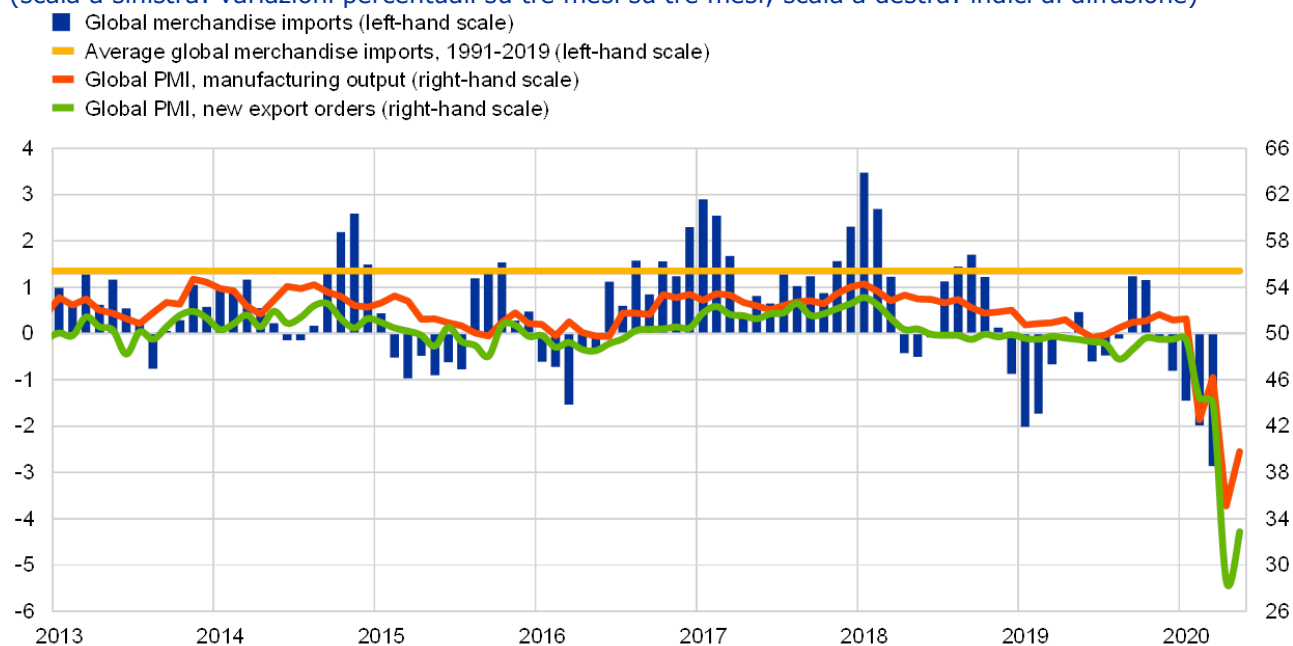
banca centrale sono diminuite drasticamente. Una forte contrazione dell'attività è prevista nella prima metà del 2020, mentre si prevede che la conseguente ripresa sarà molto graduale.

Il commercio globale sarà influenzato più gravemente dell'attività, poiché le interruzioni logistiche e le frontiere chiuse amplificano l'impatto del calo della domanda. Inoltre, la risposta prociclica del commercio agli sviluppi dell'attività economica tende a intensificarsi nelle fasi di recessione. Il crollo del commercio globale di merci sarà probabilmente amplificato da interruzioni nelle catene del valore regionali e globali, poiché la quota significativa degli scambi di beni intermedi - che rappresentano circa il 40% del commercio mondiale - ha importanti implicazioni per la trasmissione internazionale di domanda e offerta urti. Un forte calo degli scambi commerciali è già visibile nelle importazioni globali di merci, che si sono contratte del 2,9% nel primo trimestre 2020 (cfr. Grafico 2), il calo trimestrale più grande dalla Grande recessione. Allo stesso tempo, il ritmo del declino delle importazioni di merci era sostanzialmente comparabile tra economie avanzate ed EME.

Grafico 2

Sondaggi e commercio globale di merci (esclusa l'area dell'euro)

(scala a sinistra: variazioni percentuali su tre mesi su tre mesi; scala a destra: indici di diffusione)



Fonti: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e calcoli della BCE.

Note: le ultime osservazioni riguardano maggio 2020 per i dati PMI e marzo 2020 per le importazioni globali di merci. Gli indici e i dati si riferiscono all'aggregato globale esclusa l'area dell'euro.

A causa della natura dello shock, il commercio dei servizi è stato particolarmente colpito. I dati in arrivo sul turismo e sui trasporti, che insieme rappresentano la maggior parte del commercio globale di servizi, indicano un declino senza precedenti. Gli arrivi di turisti internazionali sono diminuiti di oltre il 50% a marzo. Allo stesso modo, il volume dei passeggeri sui voli internazionali è più che dimezzato rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso.

Secondo le proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema del giugno 2020, la crescita globale delle importazioni (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe diminuire del 12,9% quest'anno, prima di aumentare rispettivamente dell'8,0% e del 4,3% nel 2021 e nel 2022. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe ridursi del 15,1% quest'anno e crescere del 7,8% e del 4,2% rispettivamente nel 2021 e nel 2022. La pandemia ha avuto un impatto sostanziale sugli scambi: le importazioni dal mondo (esclusa l'area dell'euro) non dovrebbero tornare ai livelli registrati nel quarto trimestre del 2019 fino alla fine dell'orizzonte di proiezione. La domanda estera dell'area dell'euro rimane al di sotto di questo livello per l'intero orizzonte di proiezione.

Il grado di incertezza sul futuro corso dell'economia globale rimane senza precedenti. Si riferisce all'evoluzione della pandemia e al suo impatto sul comportamento economico, nonché alle misure di contenimento associate e al successo delle misure politiche. Per illustrare la gamma di possibili impatti della pandemia COVID-19 sull'economia globale, nelle proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema del giugno 2020 la proiezione di base è completata da due scenari: gli scenari lievi e gravi. Questi scenari possono essere visti come un intervallo illustrativo attorno alla proiezione di base. ^[2]La pandemia di COVID-19 ha anche messo in moto una serie di sviluppi che potrebbero pesare sulla prevista ripresa dell'economia globale. Includono, ad esempio, una maggiore sensibilità dei mercati finanziari alle notizie o cambiamenti strutturali nelle reti di approvvigionamento per la produzione. Questi rischi, oltre ad altri rischi al ribasso correlati ai negoziati sulla Brexit e al rischio di un aumento del protezionismo commerciale, rimangono rilevanti, sebbene siano anche condizionati al futuro corso della pandemia di COVID-19 e alle misure politiche adottate.

Evoluzione dei prezzi globali

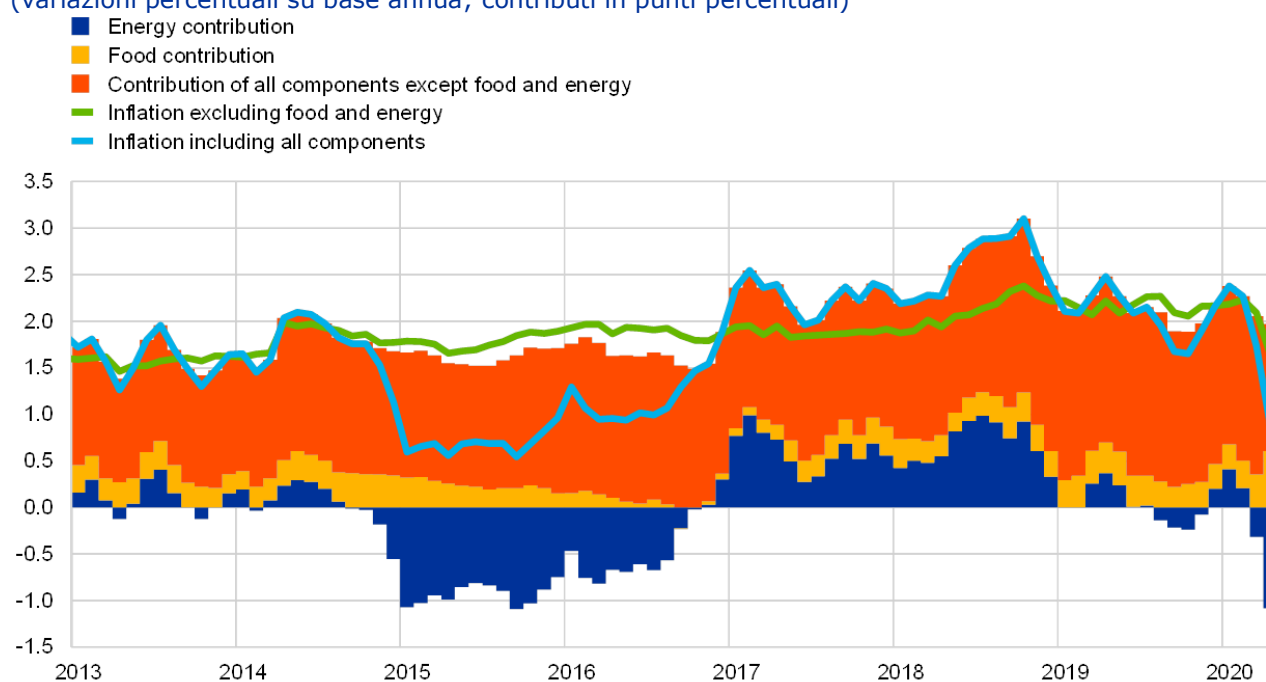
Il forte deterioramento delle prospettive della domanda globale ha causato un drastico calo dei prezzi del petrolio. I prezzi del greggio del Brent si sono recentemente ripresi in qualche modo superando i 30 USD al barile, scendendo al di sotto dei 20 USD al barile all'inizio di aprile. La parziale ripresa dei prezzi del petrolio sembra essere guidata dalla speranza di un'inversione dell'improvviso collasso della domanda mondiale di petrolio associata alla pandemia, man mano che la Cina recupera e si bloccano i blocchi in altri paesi. I prezzi del petrolio sono stati inoltre supportati dalla risposta graduale della fornitura di petrolio, poiché l'accordo OPEC + è entrato in vigore all'inizio di maggio e la produzione di petrolio negli Stati Uniti e in Canada è diminuita a causa di estese interruzioni. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche del personale della BCE del marzo 2020, le ipotesi sui prezzi del greggio nelle proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema del giugno 2020 sono inferiori del 36,0%, 33,1% e 26,6% per il 2020, 2021 e 2022. Dalla data limite per le proiezioni di giugno, il prezzo del greggio è aumentato, con il Brent che si è attestato a 38,3 USD al barile il 3 giugno. In prospettiva, è probabile che i prezzi del greggio rimangano volatili. Ciò riflette il fatto che le prospettive economiche rimangono altamente incerte e l'utilizzo della capacità di stoccaggio è eccezionalmente elevato.

L'inflazione globale viene frenata da un forte calo dei prezzi del petrolio. L'inflazione complessiva dei prezzi al consumo nei paesi dell'OCSE ha subito un brusco rallentamento allo 0,9% in aprile, dall'1,7% a marzo, trainata da un forte calo dei prezzi del petrolio e da un calo dell'inflazione core (cfr. Grafico 3). A seguito di un crollo dei prezzi del greggio associato alla pandemia, l'inflazione annuale dei prezzi dell'energia era già diventata negativa a marzo e il ritmo di questo declino è accelerato bruscamente al 10,8% ad aprile, segnando il calo maggiore da settembre 2015. Al contrario, il prezzo annuale degli alimenti l'inflazione ha subito un'ulteriore accelerazione al 6,4% in aprile, dal 3,5% del mese precedente. Allo stesso tempo, l'inflazione CPI core annuale (esclusi cibo ed energia) è scesa all'1,6% ad aprile, dal 2,1% del mese precedente. **Guardando al futuro, l'inflazione globale diminuirà tra i prezzi del petrolio più bassi e la domanda più debole.** Questi fattori superano qualsiasi potenziale impatto inflazionistico dovuto alla minore offerta causata da strozzature nella produzione e nella logistica. Una domanda debole, un forte deterioramento dei mercati del lavoro e un maggiore rallentamento probabilmente indeboliranno le pressioni inflazionistiche sottostanti a livello globale. I prezzi del petrolio più bassi spiegano gran parte della revisione al ribasso dei prezzi all'esportazione dei concorrenti nell'area dell'euro (in valuta nazionale) nel 2020. Poiché il prezzo del petrolio greggio dovrebbe aumentare gradualmente nell'orizzonte di proiezione, questo impatto si dissiperà e le esportazioni dei concorrenti nell'area dell'euro si prevede che i prezzi torneranno alla loro media a lungo termine verso la fine del 2021.

Grafico 3

Inflazione dei prezzi al consumo dell'OCSE

(variazioni percentuali su base annua; contributi in punti percentuali)



Fonti: calcoli OCSE e BCE.

Nota: le ultime osservazioni sono per aprile 2020.

2 Sviluppi finanziari

Sebbene le condizioni finanziarie nell'area dell'euro si siano leggermente allentate dalla riunione del Consiglio direttivo del marzo 2020, non sono tornate ai livelli osservati prima della diffusione globale del coronavirus (COVID-19). Nel periodo in esame (dal 12 marzo 2020 al 3 giugno 2020) la curva a termine della media dell'indice overnight europeo (EONIA) si è spostata verso l'alto. È ancora presente una leggera inversione a breve scadenza, sebbene in misura inferiore rispetto al 12 marzo, e segnala che le aspettative degli operatori di mercato di ulteriori riduzioni dei tassi sono diminuite e si sono spostate ulteriormente nel futuro. Nonostante la politica monetaria fornita tramite il programma di acquisto di emergenza pandemico (PEPP) e altre misure politiche, i rendimenti dei titoli sovrani nell'area dell'euro a lungo termine sono aumentati nel periodo in esame a causa di un aumento dei tassi privi di rischio e di un ampliamento degli spread sovrani. Prezzi delle attività a rischio parzialmente recuperati dalle perdite subite nei mesi di febbraio e marzo, principalmente sullo sfondo di un miglioramento del sentimento di rischio globale e la percezione che i rischi di coda di una crisi globale imminente siano in qualche modo sbiaditi. Nei mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile in termini ponderati per il commercio, con la volatilità dei tassi di cambio bilaterali che riflette l'incertezza sulla pandemia di COVID-19.

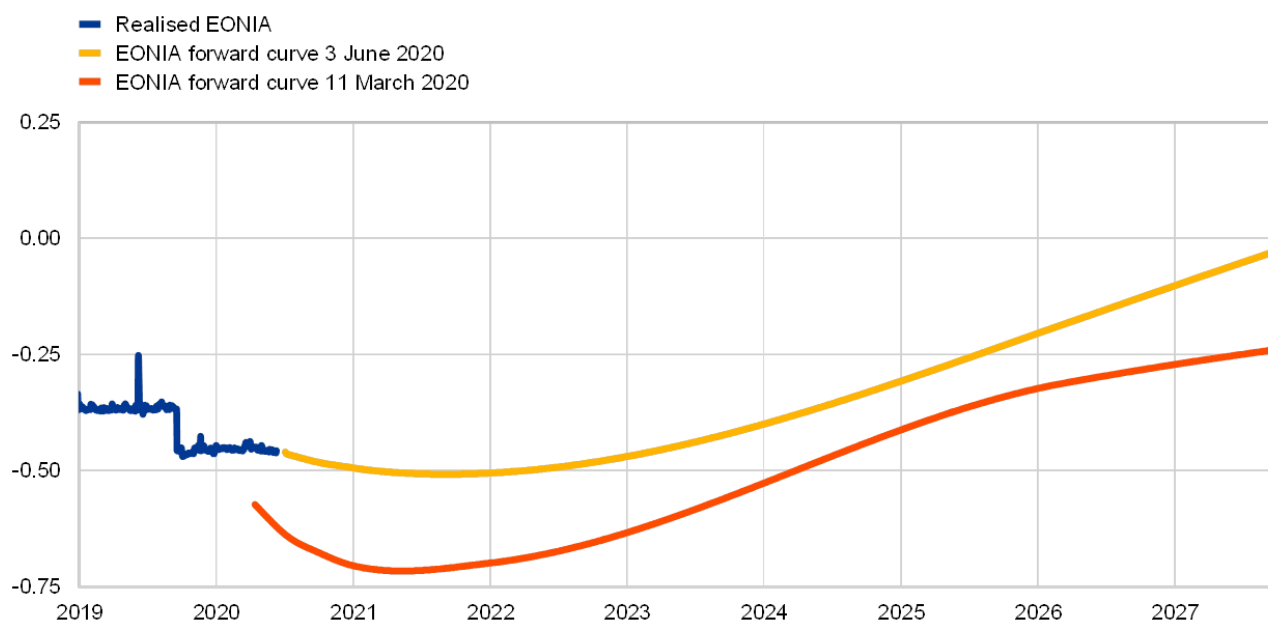
L'EONIA e il nuovo tasso di riferimento a breve termine in euro (€ STR) hanno registrato una media di -45 e -54 punti base rispettivamente durante il periodo in esame. ^[3] La liquidità in eccesso è aumentata di 398 miliardi di euro nel periodo in esame a circa 2.163 miliardi di euro. ^[4] Questa modifica riflette principalmente l'introduzione del PEPP insieme al programma di acquisto di attività (APP), nonché l'adozione di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III) e operazioni di ponti LTRO.

La parte corta della curva in avanti di EONIA si è spostata verso l'alto durante il periodo in esame, sebbene la curva rimanga leggermente invertita (cfr. Figura 4). La parte breve della curva si è appiattita in seguito alla riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo, poiché i mercati hanno posticipato le aspettative di una riduzione imminente del tasso sui depositi. Tuttavia, l'inversione nella parte breve della curva contrasta con la curva piatta osservata prima della diffusione del virus, il che indica che gli operatori del mercato continuano ad aspettarsi ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali.

Grafico 4

Tassi forward EONIA

(percentuali all'anno)



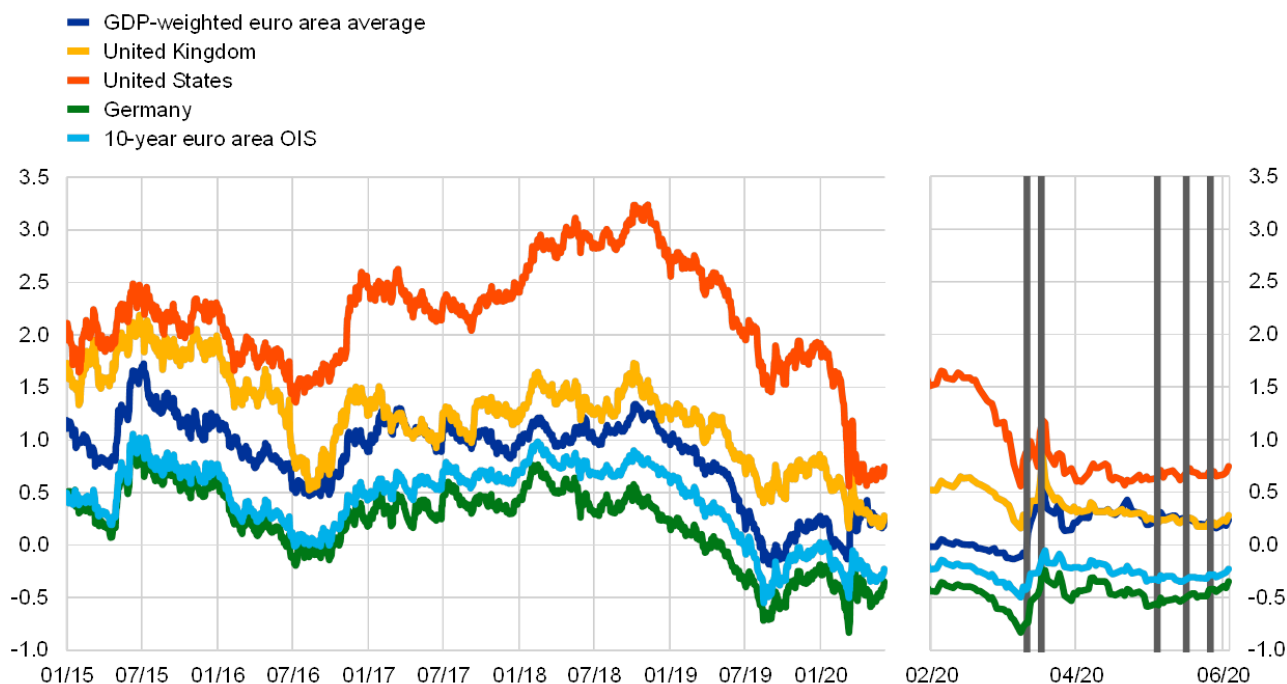
Fonti: Thomson Reuters e calcoli della BCE.

Nonostante l'ulteriore accomodamento della politica monetaria fornito tramite il PEPP e altre misure, i rendimenti delle obbligazioni sovrane a lungo termine nell'area dell'euro sono aumentati durante il periodo in esame (cfr. Figura 5). Il rendimento dei titoli sovrani decennali dell'area dell'euro ponderato per il PIL è aumentato di 36 punti base allo 0,24%. I rendimenti sovrani sono stati influenzati dall'aumento complessivo dei tassi senza rischio nel periodo in esame. Inoltre, gli aumenti degli spread sovrani su tassi privi di rischio hanno anche aumentato il rendimento decennale dei titoli sovrani ponderati per il PIL durante il periodo in esame. Contrariamente all'aumento dei rendimenti dei titoli sovrani dell'area dell'euro, i rendimenti dei titoli sovrani decennali negli Stati Uniti sono diminuiti allo 0,75% (in calo di 13 punti base) e sono rimasti stabili nel Regno Unito allo 0,28% (in aumento di 1 punto base).

Grafico 5

Rendimento dei titoli sovrani decennali

(percentuali all'anno)



Fonti: Thomson Reuters e calcoli della BCE.

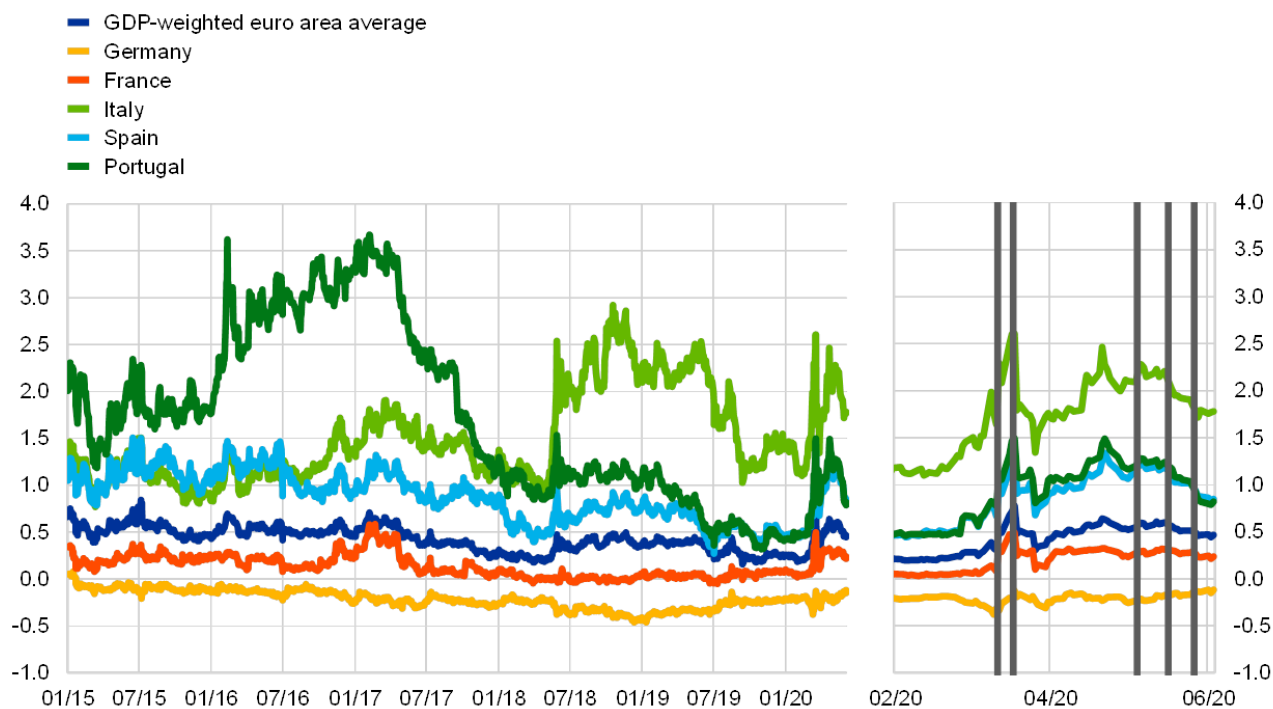
Note: dati giornalieri. Le linee grigie verticali indicano (da sinistra a destra) la riunione del Consiglio direttivo di marzo (12 marzo 2020), l'annuncio del PEPP (18 marzo 2020), la sentenza della Corte costituzionale federale tedesca (5 maggio 2020), la proposta franco-tedesca per un Fondo europeo di recupero per 500 miliardi di euro (18 maggio 2020) e proposta della Commissione europea per uno strumento di recupero per "Next Generation EU" per 750 miliardi di euro (27 maggio 2020). Le ultime osservazioni sono per il 3 giugno 2020.

Gli spread delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro rispetto ai tassi overnight index swap (OIS) si sono ridotti a seguito dell'annuncio del PEPP, ma rimangono al di sopra dei valori osservati al momento della riunione del Consiglio direttivo del 12 marzo (cfr. Figura 6). Gli spread sovrani decennali tedeschi, francesi, italiani, spagnoli e portoghesi sono aumentati di 20, 16, 14, 18 e 5 punti base per raggiungere rispettivamente - 0,12, 0,24, 1,78, 0,85 e 0,82 punti percentuali. Di conseguenza, lo spread sovrano decennale ponderato per il PIL nell'area dell'euro è aumentato di 16 punti base a 0,47 punti percentuali. Questo aumento complessivo è accompagnato da una certa volatilità. Azioni di rating sovrane come il declassamento dell'Italia da BBB a BBB- da parte di Fitch il 28 aprile, la sentenza della Corte costituzionale federale tedesca riguardante il programma di acquisto del settore pubblico e i progressi incerti sul finanziamento di una risposta fiscale comune al coronavirus ha contribuito ad un ampliamento della maggior parte degli spread. Più recentemente, gli spread sovrani sono diminuiti per Francia, Italia,

Grafico 6

Lo spread dei titoli sovrani decennali dell'area dell'euro rispetto al tasso OIS

(punti percentuali)



Fonti: Thomson Reuters e calcoli della BCE.

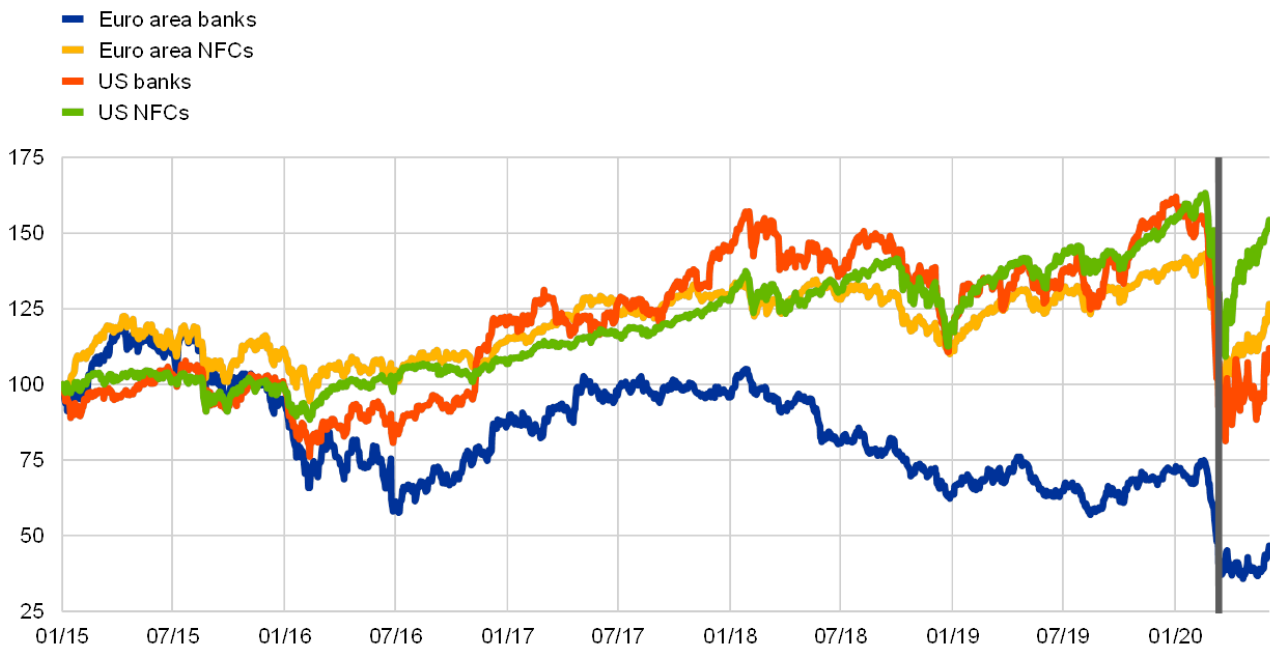
Note: lo spread viene calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni dal rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni. Le linee grigie verticali indicano (da sinistra a destra) la riunione del Consiglio direttivo di marzo (12 marzo 2020), l'annuncio del PEPP (18 marzo 2020), la sentenza della Corte costituzionale federale tedesca (5 maggio 2020), la proposta franco-tedesca per un Fondo europeo di recupero per 500 miliardi di euro (18 maggio 2020) e proposta della Commissione europea per uno strumento di recupero per "Next Generation EU" per 750 miliardi di euro (27 maggio 2020). Le ultime osservazioni sono per il 3 giugno 2020.

Gli indici dei prezzi azionari per le società non finanziarie dell'area dell'euro (NFC) sono aumentati, recuperando una quota significativa delle perdite registrate a febbraio e marzo (cfr. Figura 7). I prezzi azionari delle NFC dell'area dell'euro sono aumentati del 14% durante il periodo in esame, supportati da una ripresa della propensione al rischio e dalla percezione che i rischi di coda di una crisi globale imminente siano in qualche modo sbiaditi. La ripresa della propensione al rischio ha più che compensato altri fattori che hanno pesato sui prezzi azionari, come una riduzione delle aspettative di crescita degli utili a tutti gli orizzonti. [5] A livello globale, il rimbalzo è stato più forte per le NFC statunitensi, con i corsi azionari in aumento del 16%. Al contrario, i prezzi delle azioni bancarie nell'area dell'euro sono diminuiti del 5% nel periodo in esame, mentre sono aumentati dell'8% negli Stati Uniti.

Grafico 7

Area dell'euro e indici azionari statunitensi

(indice: 1 gennaio 2015 = 100)



Fonti: Thomson Reuters e calcoli della BCE.

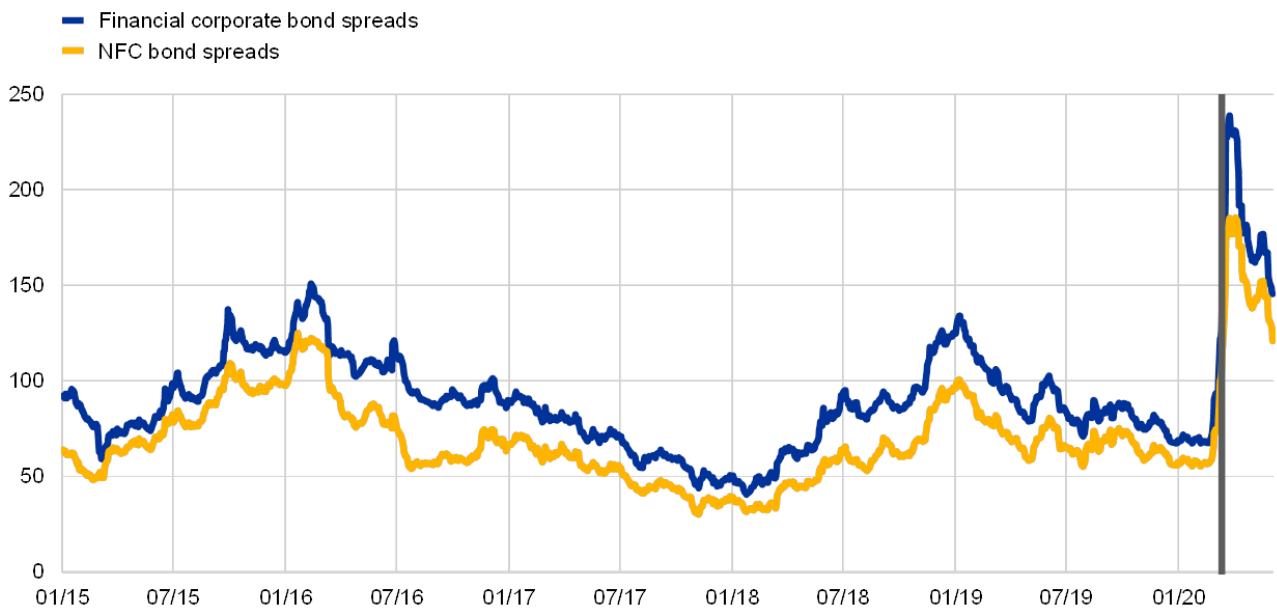
Note: la linea grigia verticale indica l'inizio del periodo di revisione il 12 marzo 2020. Le ultime osservazioni sono per il 3 giugno 2020.

Gli spread delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro si sono ampliati fino a metà marzo, ma da allora sono parzialmente regrediti in seguito all'adozione del PEPP (cfr. Figura 8). Gli spread su obbligazioni NFC investment grade e obbligazioni del settore finanziario rispetto al tasso privo di rischio sono aumentati rispettivamente di 81 e 112 punti base, tra l'inizio del periodo in esame e il 24 marzo per raggiungere un massimo infragiornaliero di 185 e 239 base punti. Da allora, gli spread delle obbligazioni societarie sono lentamente diminuiti per raggiungere 121 e 146 punti base. Nel complesso, l'ampliamento riflette in gran parte un aumento dei premi in eccesso sulle obbligazioni, ma anche i fondamentali del credito, misurati dai rating e dalle frequenze di default attese, si sono deteriorati.

Grafico 8

Spread obbligazionari corporate nell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici Markit iBoxx e calcoli della BCE.

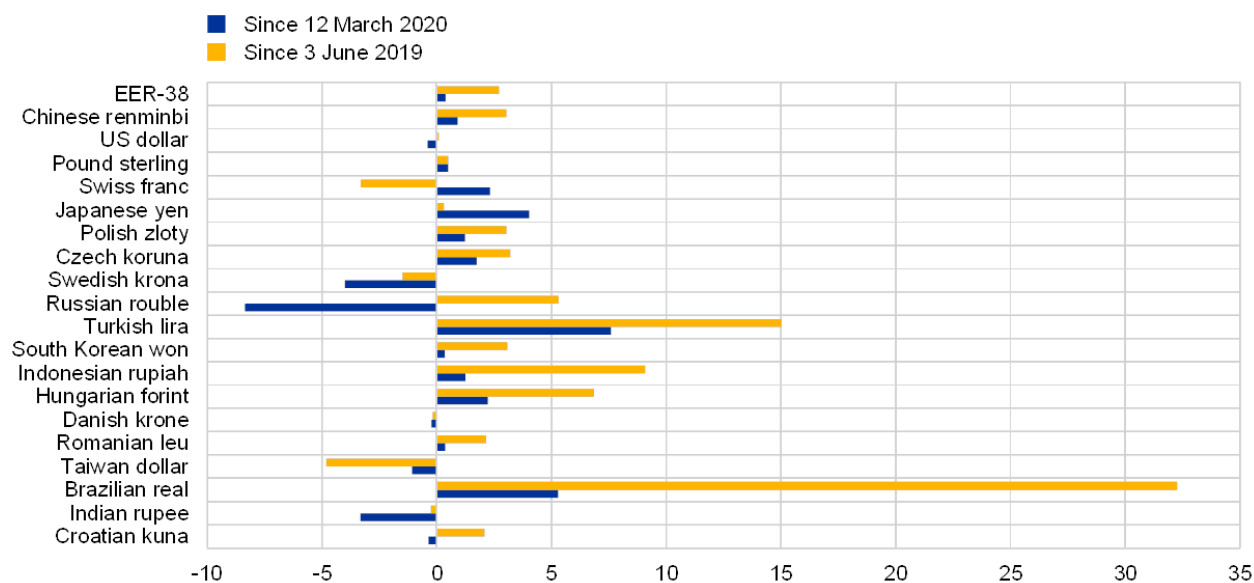
Note: gli spread sono calcolati come spread di asset swap al tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze diverse (ma almeno un anno rimanente) con un rating investment grade. La linea grigia verticale indica l'inizio del periodo di revisione il 12 marzo 2020. Le ultime osservazioni sono per il 3 giugno 2020.

Nei mercati dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente invariato in termini di ponderazione commerciale (cfr. Figura 9). Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro, apprezzato dello 0,4% nel periodo in esame. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro si è apprezzato rispetto alla maggior parte delle valute principali, in particolare lo yen giapponese (del 4,0%) e il franco svizzero (del 2,3%). L'euro si è inoltre apprezzato nei confronti delle valute del Brasile, della Turchia e della maggior parte delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Questi sviluppi sono stati parzialmente compensati da un leggero deprezzamento rispetto al dollaro USA (dello 0,4%). L'euro è sceso contro il rublo russo (dell'8,4%) e la corona svedese (del 4,0%), invertendo in una certa misura un precedente forte apprezzamento a seguito dell'incertezza innescata dalla pandemia di COVID-19.

Grafico 9

Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto alle valute selezionate

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: EER-38 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro rispetto alle valute di 38 dei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) corrisponde a un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le modifiche sono state calcolate utilizzando i tassi di cambio in vigore il 3 giugno 2020.

3 Attività economica

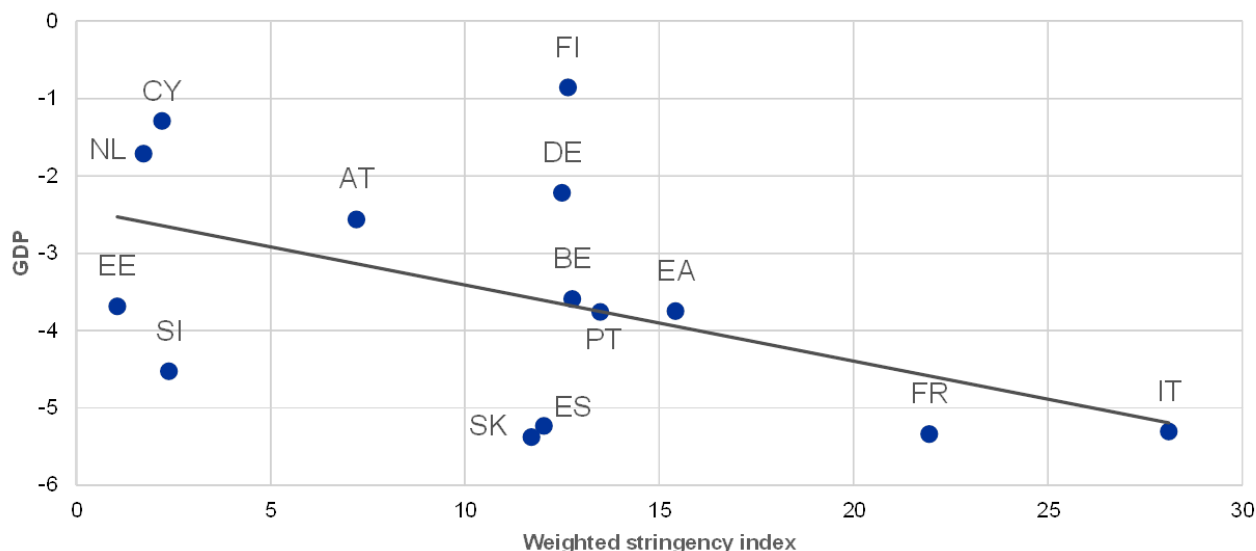
La crescita del PIL reale dell'area dell'euro è diminuita su una scala senza precedenti nel primo trimestre del 2020, in un contesto di rigorose misure di blocco attuate dai paesi dell'area dell'euro per contenere la diffusione del coronavirus (COVID-19). Sebbene gli indicatori ad alta frequenza e gli ultimi risultati dell'indagine abbiano recentemente indicato alcuni modesti miglioramenti dei livelli di attività economica poiché i paesi hanno iniziato ad allentare le misure di blocco, il grave impatto sull'attività di aprile e maggio indica un ulteriore declino nel secondo trimestre del 2020. In prospettiva, si prevede un rimbalzo dell'attività economica nell'area dell'euro nella seconda metà del 2020, sostenuto da condizioni finanziarie favorevoli, una posizione di bilancio espansiva e una ripresa dell'attività globale, sebbene la velocità e la portata complessive del rimbalzo rimangano fortemente incerto.

L'attività nell'area dell'euro ha visto un calo senza precedenti nel primo trimestre del 2020, tra le misure di contenimento COVID-19 e la relativa incertezza estrema. Il PIL reale è diminuito di un record del 3,8%, in termini trimestrali, nel primo trimestre 2020, in un contesto di rigorose politiche di blocco attuate dalla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro da metà marzo in poi. La contrazione causata da COVID-19 era eterogenea tra paesi e settori. Tra le maggiori economie dell'area dell'euro, ci sono stati cali più forti nelle attività economiche in Francia, Italia e Spagna rispetto a Germania e Paesi Bassi. La crescita economica nei paesi dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2020 è stata negativamente correlata alla limitazione delle misure di allontanamento sociale e ai blocchi per contenere lo spread di COVID-19 (grafico 10). Nel complesso, l'impatto delle misure di blocco si è tradotto in una marcata contrazione della produzione industriale nell'area dell'euro, che è diminuita di un 11,3% senza precedenti, mese su mese, a marzo 2020 e di 3.

Grafico 10

PIL reale e rigidità di risposta del governo COVID-19 nel primo trimestre del 2020

(variazioni percentuali su base trimestrale e indice di severità ponderato)



Fonti: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker e calcoli della BCE.

Nota: l'indice giornaliero per ciascun paese è ponderato per il numero di giorni a diversi livelli di rigidità nel primo trimestre del 2020. In questo grafico, l'area dell'euro rappresenta una media giornaliera, ponderata per il PIL, dei paesi per i quali sono disponibili i dati.

I mercati del lavoro nell'area dell'euro sono stati gravemente colpiti dalle misure di contenimento di COVID-19. L'occupazione è diminuita dello 0,2% nel primo trimestre 2020, a seguito di un aumento dello 0,3% nel quarto trimestre del 2019. Il declino silenzioso dell'occupazione è principalmente spiegato da misure politiche ^[6], come l'introduzione di regimi di lavoro a breve termine e un pacchetto politico complementare volto a prevenire licenziamenti e sostenere i lavoratori autonomi. I programmi di lavoro a breve termine limitano l'aumento del numero di lavoratori disoccupati, consentendo nel contempo un aumento della flessibilità del mercato del lavoro per far fronte alle fluttuazioni cicliche. Allo stato attuale, ciò comporta una sostanziale riduzione delle ore lavorate per persona occupata per un periodo di tempo prestabilito. ^[7] Il calo dell'occupazione registrato nel primo trimestre 2020 è quindi inferiore al calo del PIL, il che implica un netto calo del 3,5% della produttività del lavoro per persona occupata nel primo trimestre 2020.

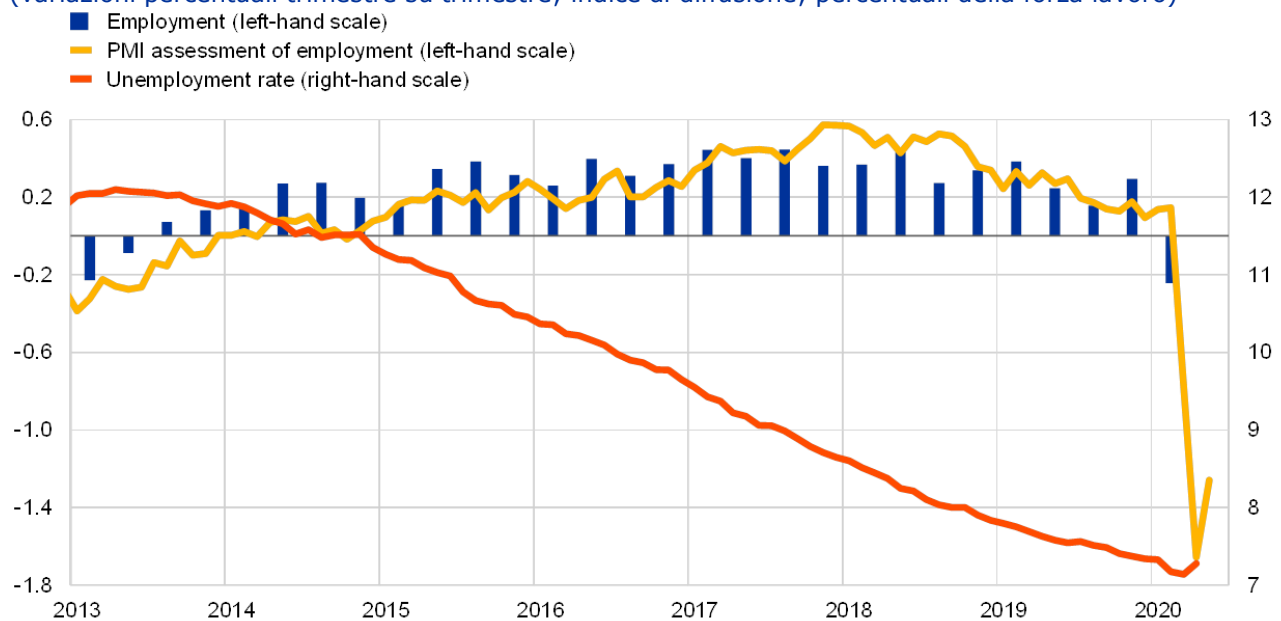
I recenti indicatori del mercato del lavoro a breve termine indicano un forte deterioramento del mercato del lavoro, mentre il leggero aumento del tasso di disoccupazione riflette anche questioni statistiche legate ai blocchi e all'impatto attenuante delle misure politiche senza precedenti a sostegno dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è aumentato al 7,3% nell'aprile 2020, dal 7,1% a marzo. L'aumento del tasso di disoccupazione non coglie appieno l'impatto negativo della pandemia, poiché riflette l'impatto delle politiche di contenimento COVID-19 sul mercato del lavoro (con blocchi attuati in vari paesi solo a metà marzo), l'adozione di politiche del mercato del lavoro per rafforzare l'occupazione e prevenire licenziamenti permanenti e problemi di classificazione statistica durante il periodo di blocco. I recenti risultati dell'indagine forniscono un'indicazione più

tempestiva degli sviluppi del mercato del lavoro e suggeriscono che il mercato del lavoro è ora in profondità nel territorio contrazionario. C'è stato, tuttavia, un rimbalzo limitato nel maggio 2020, che riflette un certo allentamento iniziale delle misure di blocco durante quel mese (grafico 11).

Grafico 11

Occupazione nell'area dell'euro, valutazione PMI dell'occupazione e della disoccupazione

(variazioni percentuali trimestre su trimestre; indice di diffusione; percentuali della forza lavoro)



Fonti: calcoli di Eurostat, Markit e della BCE.

Note: L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) è espresso come una deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni riguardano il primo trimestre 2020 per l'occupazione, maggio 2020 per le PMI e aprile 2020 per il tasso di disoccupazione.

Una grande parte dei consumi privati è crollata da metà marzo. Il commercio al dettaglio nell'area dell'euro è diminuito dell'11%, mese su mese, nel marzo 2020. Questi dati riflettono solo in parte il calo della spesa durante i blocchi, introdotti solo a metà marzo nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Le vendite al dettaglio mensili ad aprile sono ulteriormente diminuite del 12%, mese su mese, con un crollo quasi completo in altre categorie di spesa come automobili e festività. Nel maggio 2020 la fiducia dei consumatori nell'area dell'euro ha iniziato a toccare il fondo poiché i blocchi si sono gradualmente allentati. Mentre il calo del reddito familiare è stato limitato, è probabile che il rapporto di risparmio aumenti drasticamente. [8] Ciò riflette canali standard come i risparmi precauzionali (anticiclici) e i vincoli di credito, ma ci sono alcune prove che sia anche guidato da "risparmi forzati". Le famiglie il cui reddito non era interessato hanno iniziato ad accumulare depositi bancari significativi, poiché non erano in grado di acquistare beni e servizi non essenziali. [9] I risparmi accumulati potrebbero finanziare un forte rimbalzo dei consumi non essenziali nella seconda metà del 2020. Tuttavia, ciò dipende

fortemente dalla restante incertezza sulla crisi sanitaria e dalle condizioni del mercato del lavoro, che potrebbe portare a ulteriori risparmi precauzionali. **Si prevede che gli investimenti delle imprese si siano contratti nel primo trimestre del 2020 in misura maggiore rispetto al PIL e si prevede un ulteriore calo nel secondo trimestre.** Di fronte a gravi interruzioni dell'approvvigionamento da metà marzo a causa dello scoppio di COVID-19 in Europa, la produzione di beni capitali nell'area dell'euro è diminuita del 6,4%, trimestre su trimestre, nel primo trimestre 2020 e anche l'utilizzo della capacità si è contratto. Gli investimenti non edili sono diminuiti, in termini trimestrali, del 4,1% in Germania, del 9,3% in Francia (riferiti agli investimenti delle società non finanziarie), dell'8,3% in Italia, del 2,4% in Spagna e del 6,6% nei Paesi Bassi. Inoltre, l'ultimo sondaggio sui prestiti bancari nell'area dell'euro ^[10] mostra un forte aumento della domanda di prestiti e linee di credito delle imprese dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2020, poiché le società hanno utilizzato il finanziamento bancario per garantire liquidità di emergenza per coprire i pagamenti in corso (ad esempio affitti e stipendi) a causa di un crollo delle entrate. Allo stesso tempo, la domanda di prestiti a fini di investimento è fortemente diminuita. Andando avanti, il forte calo della fiducia e delle aspettative di produzione e il calo degli ordini e delle vendite nel settore dei beni strumentali ad aprile, insieme alla prevalente elevata incertezza, indicano una marcata contrazione degli investimenti nel capitale fisso nel secondo trimestre.

A seguito di un marcato deterioramento nel primo trimestre del 2020, gli investimenti immobiliari nell'area dell'euro potrebbero subire una contrazione ancora maggiore nel secondo trimestre. Esaminando i dati disponibili sul paese per il primo trimestre, gli investimenti in costruzioni hanno subito importanti cali in Francia (-13,8%, trimestre su trimestre), Italia (-7,9%) e Spagna (-9,6%), mentre sono sorprendentemente migliorati in Germania (4,1 %) e Paesi Bassi (5,6%). Questa evidenza indica un forte calo degli investimenti immobiliari nell'area dell'euro nel primo trimestre. Poiché l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) basato sull'indagine per la produzione di edifici residenziali e l'indicatore della Commissione europea per la fiducia nelle costruzioni sono precipitati nel mese di aprile, il deterioramento dei mercati delle abitazioni nell'area dell'euro potrebbe addirittura intensificarsi nel secondo trimestre. Dal lato dell'offerta, l'attività di costruzione è stata limitata, poiché le misure di blocco hanno portato alla chiusura di cantieri in diversi paesi e il costo dei materiali è aumentato. Dal lato della domanda, questo deterioramento è stato accompagnato da un forte calo dell'indicatore delle intenzioni della Commissione europea da spendere per i lavori di ristrutturazione, nonché dalla domanda di prestiti immobiliari secondo l'indagine sui prestiti bancari nell'area dell'euro. Questa domanda indebolita ha colpito anche quei paesi che hanno attuato le misure di blocco meno stringenti, come Germania e Paesi Bassi.

La contrazione del commercio nell'area dell'euro dovrebbe essersi intensificata nel secondo trimestre del 2020. Nel primo trimestre, gli scambi di merci all'interno dell'area dell'euro hanno subito una contrazione maggiore rispetto agli scambi extra area dell'euro a seguito delle misure di contenimento COVID-19 adottate dai paesi dell'area dell'euro. Si prevede un calo senza precedenti per il secondo trimestre del 2020, come suggerito dal crollo del nuovo indice degli ordini di esportazione a 18,9 in aprile (rispetto ai 49,5 all'inizio del 2020). La stessa ripresa dell'indicatore principale a 28,7 a maggio indica i primi segni di

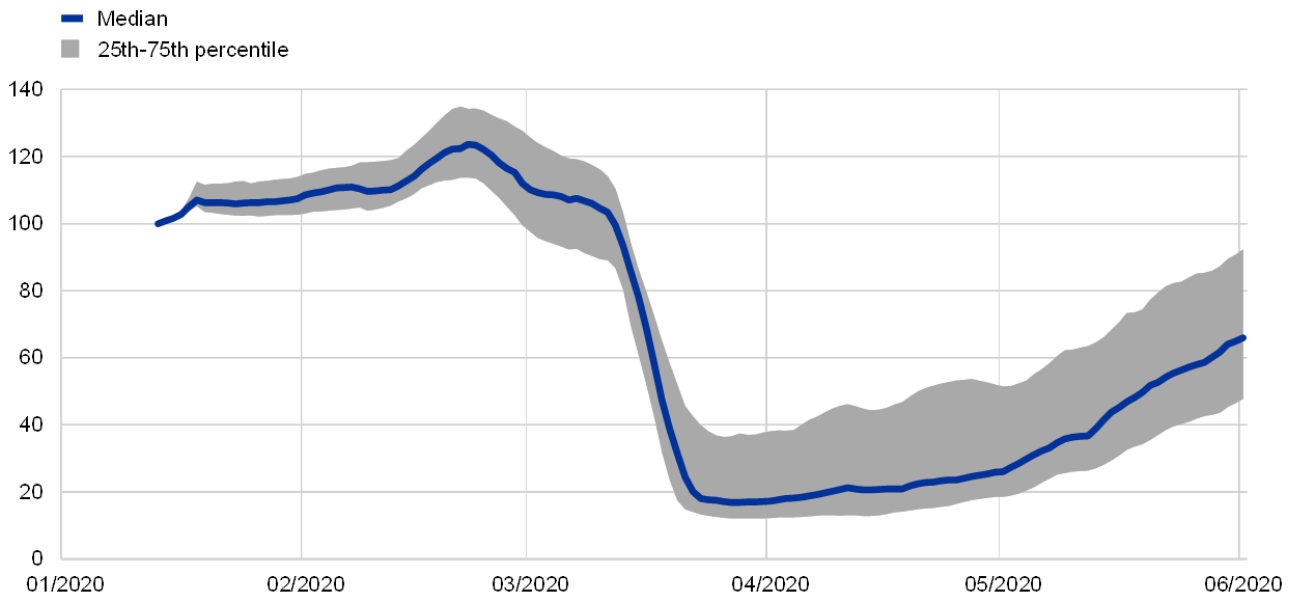
un'espansione molto graduale da allora in poi. Il commercio nell'area dell'euro è particolarmente esposto allo shock COVID-19 a causa di alcune caratteristiche specifiche. Innanzitutto, l'Europa è un'importante destinazione turistica, che rappresenta il 30% delle entrate turistiche globali. Di conseguenza, la regione è stata particolarmente colpita da divieti di viaggio, restrizioni alla circolazione e misure di blocco. Le implicazioni sono, ovviamente, più grave nei paesi dell'area dell'euro in cui il turismo rappresenta una grande quota del PIL. In secondo luogo, lo straordinario grado di incertezza e il conseguente rinvio delle decisioni di investimento hanno pesato in particolare sugli scambi di beni durevoli, una componente fondamentale delle esportazioni dell'area dell'euro. In terzo luogo, gli effetti di ricaduta e ricaduta attraverso le reti di produzione regionali trasmettono e amplificano gli shock nelle economie dell'area dell'euro e possono determinare una contrazione più marcata dei flussi all'interno dell'area dell'euro rispetto ai flussi commerciali totali.

A breve termine, si prevede un calo maggiore della crescita dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2020. Sebbene la maggior parte dei paesi abbia iniziato ad allentare le rigide misure di blocco dall'inizio di maggio, i dati ad alta frequenza suggeriscono solo alcuni modesti miglioramenti dell'attività. Gli indicatori del consumo di elettricità e della mobilità, ad esempio, sono aumentati solo modestamente dall'inizio di maggio (grafico 12). Anche gli indicatori di indagine più convenzionali mostrano una tendenza simile. L'indicatore del sentimento economico (ESI) della Commissione europea è leggermente migliorato a 67,5 a maggio, in aumento rispetto al minimo storico di 64,9 di aprile ma rimanendo in termini medi ben al di sotto dei 100,6 registrati nel primo trimestre del 2020. Inoltre, nonostante il rimbalzo dal suo record basso alle 13,6 di aprile, il PMI composito di maggio flash al 31,9 ha suggerito che l'attività è rimasta in territorio contrazionale nel secondo trimestre del 2020. Vi sono state, tuttavia, alcune differenze tra i settori, poiché l'indice manifatturiero è salito a 35,6 a maggio dal 18,1 di aprile, mentre l'attività dei servizi è rimasta più debole a 30,5, rispetto ai 12,0 di aprile. Gli indicatori dell'indagine commerciale della Commissione europea indicano inoltre che l'attività nei prossimi mesi è stata moderata, sebbene con qualche miglioramento nei settori più colpiti dalle misure di contenimento COVID-19, compresi alimenti e bevande, alloggio e autoveicoli.

Grafico 12

Mobilità nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali rispetto ai dati di base del 13 gennaio 2020; media mobile di sette giorni)



Fonte: rapporti sulle tendenze della mobilità di Apple.

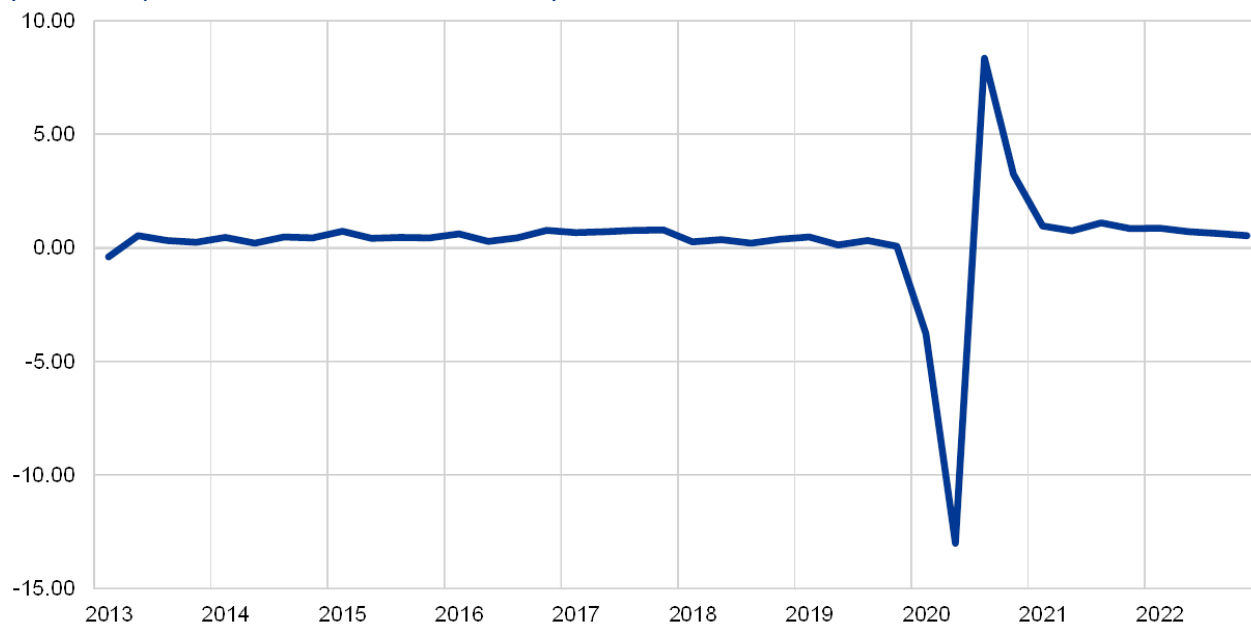
Note: Richieste inviate ad Apple Maps per la guida, i trasporti pubblici e le passeggiate in Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi. L'ultima osservazione è per il 1 ° giugno 2020.

In prospettiva, è previsto un rimbalzo dell'attività economica nell'area dell'euro nella seconda metà del 2020, a condizione che le misure di contenimento siano allentate. L'attività nell'area dell'euro dovrebbe riprendersi dal terzo trimestre in quanto le misure di contenimento sono ulteriormente allentate, supportate da condizioni di finanziamento favorevoli, una posizione di bilancio espansiva e una ripresa dell'attività globale, sebbene la velocità e la portata complessive del rimbalzo rimangano altamente incerte. Nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 per l'area dell'euro, il PIL reale annuo dovrebbe scendere dell'8,7% nel 2020 e rimbalzare del 5,2% nel 2021 e del 3,3% nel 2022 (Grafico 13). Rispetto alle proiezioni macroeconomiche del personale della BCE del marzo 2020, le prospettive di crescita del PIL reale sono state sostanzialmente riviste al ribasso di 9,5 punti percentuali nel 2020 e al rialzo di 3,9 punti percentuali nel 2021 e 1,9 punti percentuali nel 2022. Tuttavia, l'elevata incertezza globale sull'attuazione dei piani di post-blocco e l'entità della contrazione e il successivo recupero dipenderanno in modo cruciale dalla durata e dall'efficacia delle misure di contenimento, dal successo delle politiche per mitigare gli effetti negativi sui redditi e sull'occupazione e misura in cui la capacità di offerta e la domanda interna sono permanentemente interessate. In questo contesto, due scenari alternativi illustrano il potenziale impatto della pandemia di COVID-19 oltre alle proiezioni macroeconomiche di base del personale dell'Eurosistema. Nell'ambito dello scenario lieve, che presume che il virus sia contenuto con successo, il PIL reale annuo diminuirebbe del 5,9% nel 2020, prima di rimbalzare del 6,8% nel 2021 e aumentare del 2,2% nel 2022. Nello scenario grave,^[11]

Grafico 13

PIL reale dell'area dell'euro (comprese le proiezioni)

(variazioni percentuali trimestre su trimestre)



Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato " [Proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema per l'area dell'euro, giugno 2020](#) ", pubblicato sul sito Internet della BCE il 4 giugno 2020.

4 Prezzi e costi

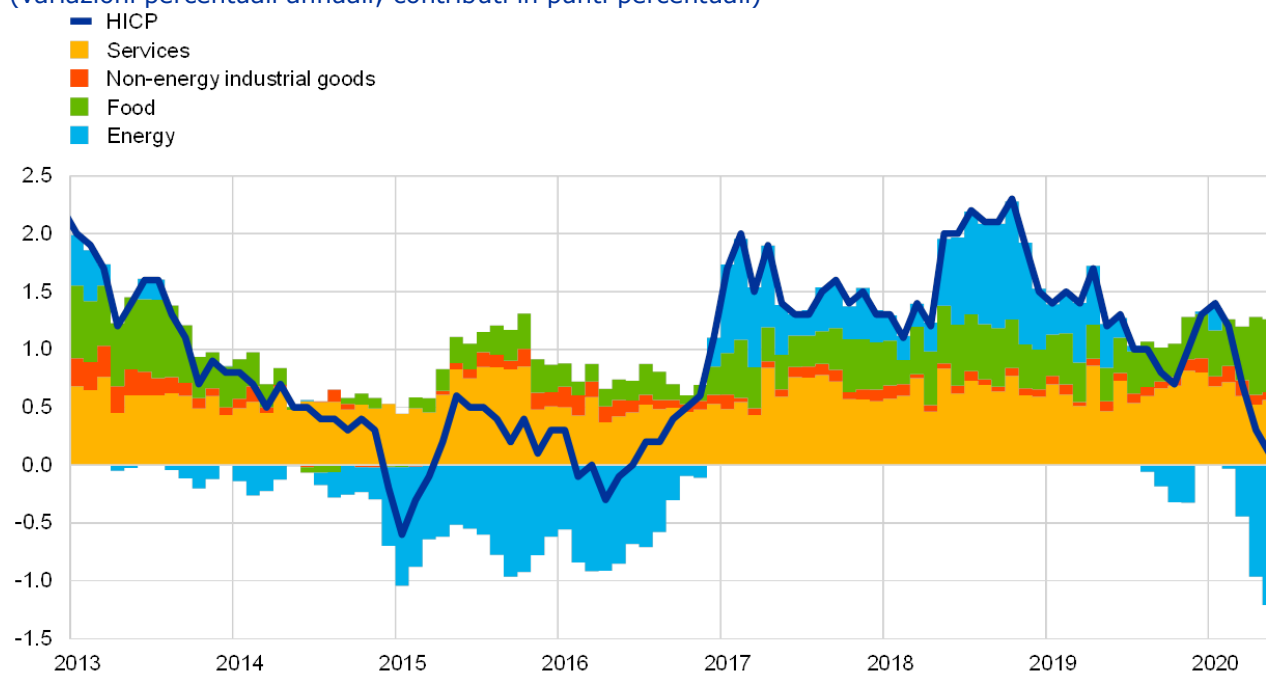
Secondo la stima flash di Eurostat, l'inflazione IPCA annua nell'area dell'euro è scesa allo 0,1% a maggio 2020, dallo 0,3% ad aprile. Sulla base dei prezzi attuali e futuri del petrolio, è probabile che l'inflazione complessiva diminuisca ulteriormente nei prossimi mesi e rimanga contenuta fino alla fine dell'anno. A medio termine, una domanda più debole eserciterà una pressione al ribasso sull'inflazione, che sarà solo parzialmente compensata dalle pressioni al rialzo legate ai vincoli di offerta. Questa valutazione si riflette anche ampiamente nelle proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 per l'area dell'euro, che prevedono un'inflazione IPCA annua allo 0,3% nel 2020, allo 0,8% nel 2021 e all'1,3% nel 2022. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche del personale della BCE del marzo 2020, le prospettive per l'inflazione IPCA sono state riviste di 0,8, 0,6 e 0,3 punti percentuali rispettivamente.

Secondo la stima flash di Eurostat, l'inflazione IPCA ha continuato a diminuire a maggio. Il calo dallo 0,3% di aprile allo 0,1% di maggio ha rispecchiato principalmente un calo dell'energia e l'inflazione dei prezzi degli alimenti non trasformati, mentre l'inflazione IPCA, esclusi l'energia e gli alimenti, è rimasta sostanzialmente invariata. La caduta dell'inflazione dei prezzi dell'energia è rimasta il principale motore della dinamica dell'inflazione, riflettendo ancora il forte calo dei prezzi del petrolio dopo l'inizio della pandemia globale di coronavirus (COVID-19). Al contrario, l'inflazione dei prezzi alimentari - in particolare l'inflazione dei prezzi alimentari non trasformati - è aumentata nel contesto delle varie misure di contenimento COVID-19. Ad aprile è aumentato al 3,6% e, seppure in lieve calo, al 3,3% a maggio, è ancora ad un livello elevato. Secondo Eurostat, ci sono state difficoltà nella raccolta dei dati sui prezzi per alcuni paesi e alcuni prodotti, portando a una quota di imputazioni più elevata del solito. Però,^[12]

Grafico 14

Contributi di componenti dell'inflazione IAPC complessiva dell'area dell'euro

(variazioni percentuali annuali; contributi in punti percentuali)



Fonti: calcoli di Eurostat e della BCE.

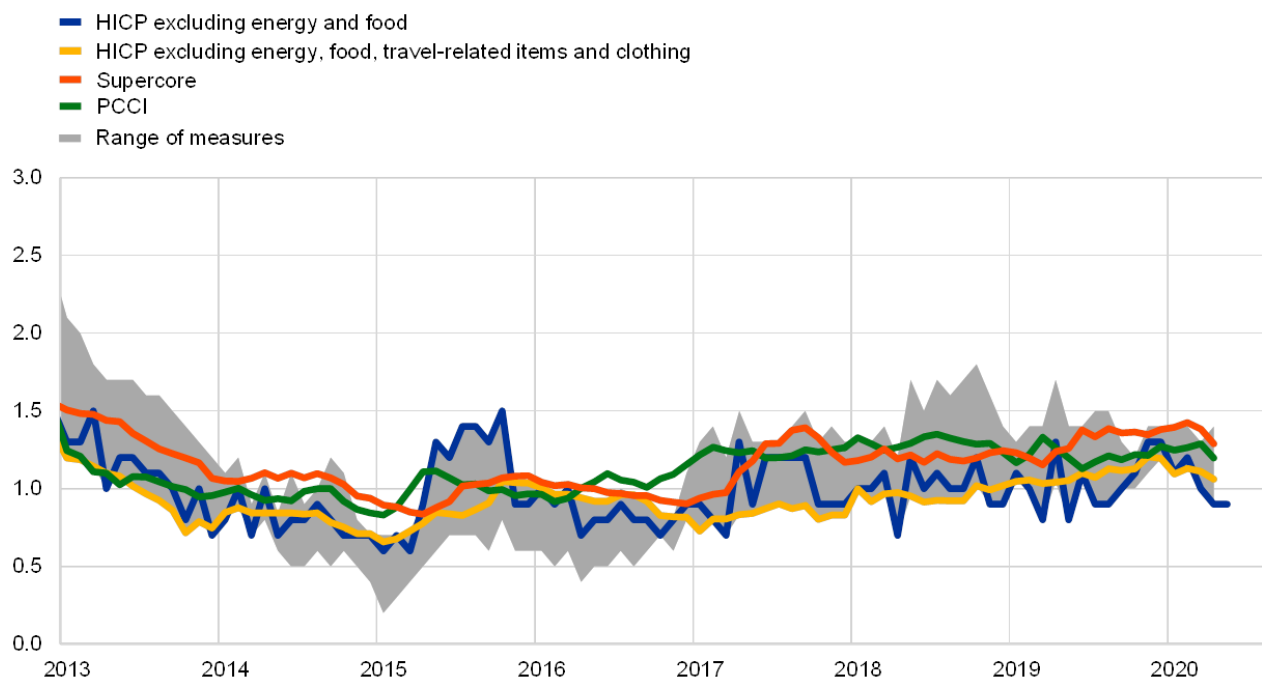
Note: le ultime osservazioni sono relative a maggio 2020 (stime flash). I tassi di crescita per il 2015 sono distorti verso l'alto a causa di un cambiamento metodologico (vedere il riquadro intitolato " [Un nuovo metodo per l'indice dei prezzi dei pacchetti vacanza in Germania e il suo impatto sui tassi di inflazione dell'IPCA](#) ", *Bollettino economico* , Numero 2, BCE, 2019).

Le misure dell'inflazione sottostante hanno mostrato finora maggiore resilienza. L'inflazione IAPC, esclusi l'energia e gli alimenti, è rimasta allo 0,9% a maggio, invariata da aprile, dopo essere diminuita dall'1,0% a marzo e dall'1,2% a febbraio. Altre misure dell'inflazione sottostante hanno fornito segnali contrastanti (i dati sono disponibili solo fino ad aprile; vedi grafico 15). Mentre l'inflazione IPCA, esclusi energia, cibo, articoli e abbigliamento legati ai viaggi, è rimasta sostanzialmente invariata, l'indicatore di inflazione persistente e comune e l'indicatore Supercore ^[13] sono leggermente diminuiti. Tuttavia, come accennato in precedenza, tutte le misure derivate dell'inflazione sottostante sono attualmente circondate da ulteriori incertezze poiché i loro dati di origine possono essere influenzati dalla raccolta di dati IPCA e da problemi di misurazione.

Grafico 15

Misure dell'inflazione sottostante

(variazioni percentuali annuali)



Fonti: calcoli di Eurostat e della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2020 per l'IPCA esclusi energia e alimenti (stima flash) e ad aprile 2020 per tutte le altre misure. La gamma di misure dell'inflazione sottostante è la seguente: IPCA esclusa l'energia; IPCA esclusi energia e alimenti non trasformati; IPCA esclusi energia e cibo; IPCA esclusi energia, cibo, articoli e indumenti relativi ai viaggi; la media ridotta del 10% dell'IPCA; la media ridotta del 30% dell'IPCA; e la mediana ponderata dell'IPCA. I tassi di crescita dell'IPCA esclusi l'energia e gli alimenti per il 2015 sono distorti verso l'alto a causa di un cambiamento metodologico (cfr. Il riquadro intitolato " [Un nuovo metodo per l'indice dei prezzi dei pacchetti vacanza in Germania e il suo impatto sui tassi di inflazione dell'IPCA](#) ", *Bollettino economico*, Numero 2, BCE, 2019).

Le pressioni sui prezzi delle condutture per la componente di beni industriali non energetici dell'IPCA indicano un certo indebolimento nelle fasi successive della catena di approvvigionamento. L'inflazione dei prezzi alla produzione per le vendite sul mercato interno di beni di consumo non alimentari, che è un indicatore delle pressioni sui prezzi nelle fasi successive della catena di approvvigionamento, è scesa ulteriormente allo 0,5%, anno su anno, ad aprile, dallo 0,6% a marzo e allo 0,7% a febbraio. Il corrispondente tasso annuale di inflazione dei prezzi all'importazione è sceso allo 0,1% a marzo, dopo lo 0,5% nel mese precedente, il che può in parte riflettere una certa pressione al ribasso derivante dal recente apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro. In precedenza nella catena dei prezzi interna, l'inflazione dei prezzi dei beni intermedi si è fortemente indebolita, riflettendo il passaggio di prezzi del petrolio più bassi e gli effetti di un euro più forte. Per i beni intermedi, l'inflazione dei prezzi alla produzione è scesa al -2,7% ad aprile, da -1,8% a marzo e -1,2% a febbraio, mentre l'inflazione dei prezzi all'importazione è scesa drasticamente al -1,3% a marzo, dopo -2.

La crescita dei salari è diminuita. La crescita annuale delle retribuzioni per dipendente si è attestata all'1,7% nel quarto trimestre del 2019, in calo rispetto al 2,1% nel terzo trimestre (cfr. Figura 16). In prospettiva, l'impatto sulle misure di crescita salariale delle politiche del mercato del lavoro attivate in risposta alla pandemia, come i regimi di lavoro a breve termine, dipenderà dal modo in cui tali regimi vengono trattati nelle statistiche ufficiali. ^[14]

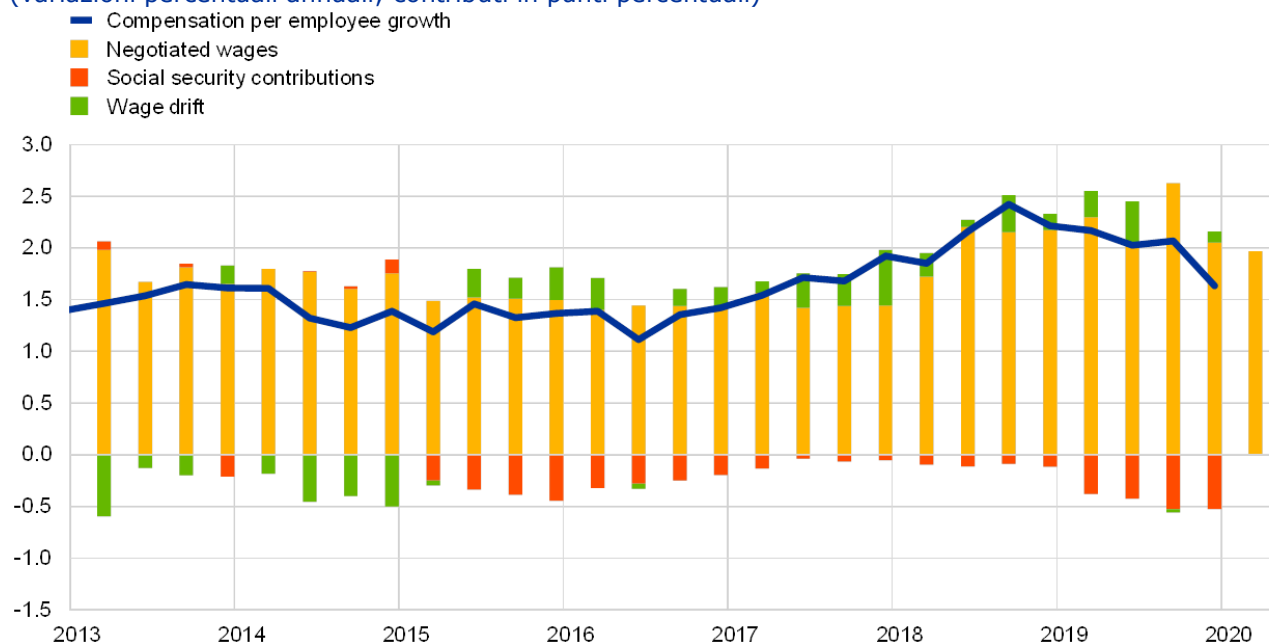
La crescita annua dei salari negoziati nell'area dell'euro si è attestata al 2,0%

nel primo trimestre 2020, leggermente in calo rispetto al 2,1% nel quarto trimestre del 2019. La crescita dei salari negoziata potrebbe tenere il passo finora perché riflette gli accordi stipulati in il passato, mentre qualsiasi cambiamento nella crescita salariale effettiva mostrerà la corrispondente deriva salariale.

Grafico 16

Contributi delle componenti del compenso per dipendente

(variazioni percentuali annuali; contributi in punti percentuali)



Fonti: calcoli di Eurostat e della BCE.

Nota: le ultime osservazioni riguardano il primo trimestre 2020 per i salari negoziati e il quarto trimestre 2019 per gli altri componenti.

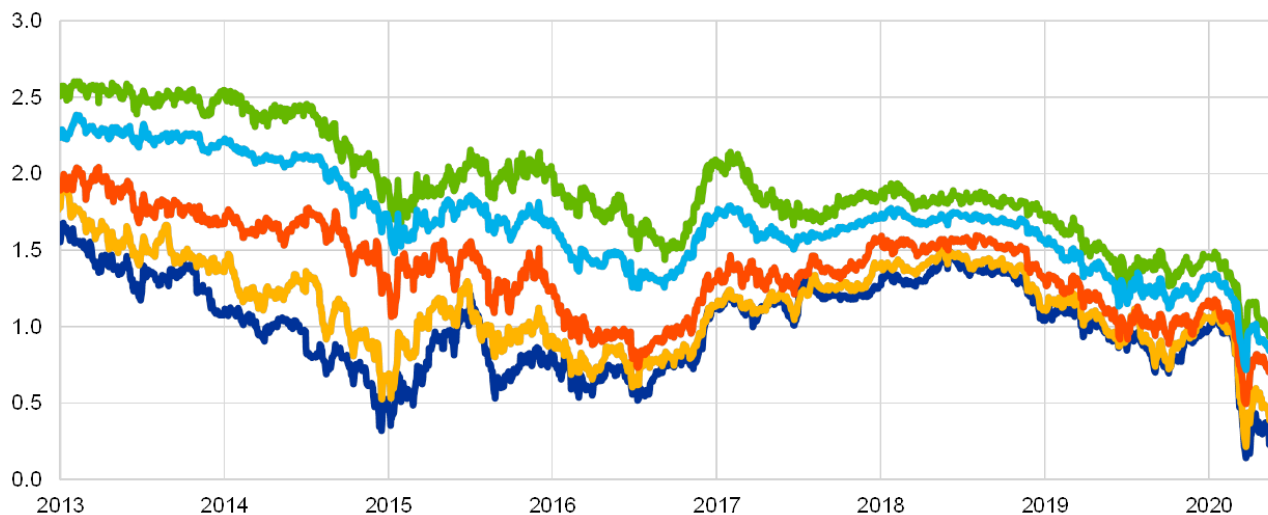
Dopo essere scesi ai minimi storici intorno a metà marzo, gli indicatori basati sul mercato delle aspettative di inflazione a più lungo termine hanno recuperato per essere leggermente al di sopra del livello prevalente all'inizio del periodo in esame, rimanendo quindi molto modesti (cfr. Figura 17). Dopo aver raggiunto il minimo storico dello 0,72% il 23 marzo 2020, il tasso swap forward su cinque anni legato all'inflazione cinque anni a venire ha recuperato un po', attestandosi all'1,02% il 3 giugno 2020. Probabilità implicita nell'opzione (neutrale al rischio) della deflazione che si verificherà nei prossimi cinque anni è salita a livelli senza precedenti nel marzo 2020. Nonostante alcuni recenti miglioramenti, questa misura rimane intorno ai massimi osservati nel 2015-2016. Parte dell'aumento di questa probabilità riflette le recenti grandi riduzioni del prezzo del petrolio. Allo stesso tempo, il profilo forward degli indicatori basati sul mercato delle aspettative di inflazione continua a indicare un periodo prolungato di bassa inflazione. Secondo il BCE Survey of Professional Forecasters per il secondo trimestre del 2020, condotto nella prima settimana di aprile 2020,

Figura 17

Indicatori basati sul mercato delle aspettative di inflazione

(variazioni percentuali annuali)

- One-year rate one year ahead
- One-year rate two years ahead
- One-year rate four years ahead
- One-year rate nine years ahead
- Five-year rate five years ahead



Fonti: Thomson Reuters e calcoli della BCE.

Nota: le ultime osservazioni sono per il 3 giugno 2020.

Le proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 prevedono una prospettiva significativamente più debole per l'inflazione nell'orizzonte di proiezione. Le proiezioni di base prevedono che l'inflazione complessiva HICP sia in media dello 0,3% nel 2020, dello 0,8% nel 2021 e dell'1,3% nel 2022. Rappresentano revisioni al ribasso rispettivamente di 0,8, 0,6 e 0,3 punti percentuali, rispetto alle proiezioni macroeconomiche del personale della BCE del marzo 2020 (cfr. Grafico 18). A breve termine, il recente crollo dei prezzi del petrolio implica un forte calo dell'inflazione da IPCA a livelli intorno allo zero per i prossimi trimestri, prima che gli effetti di base nella componente energetica causino un rimbalzo meccanico all'inizio del 2021. L'inflazione da IPCA esclusi energia e cibo è si prevede inoltre un declino a breve termine, ma inferiore all'inflazione complessiva. Si prevede che gli effetti disinflazionistici saranno ampiamente basati sui prezzi dei servizi e dei beni poiché la domanda rimarrà debole. Tuttavia, questi effetti dovrebbero essere compensati, in parte, dalle pressioni sui costi relative a interruzioni e carenze dal lato dell'offerta. Nel medio termine, si prevede che l'inflazione aumenterà con l'aumento del prezzo del petrolio e con il recupero della domanda. L'inflazione IAPC, esclusi l'energia e gli alimenti, dovrebbe scendere allo 0,8% in media nel 2020 e scendere ulteriormente allo 0,7% nel 2021, prima di aumentare allo 0,9% nel 2022. Infine, dato l'alto livello di incertezza, due scenari alternativi per l'inflazione hanno è stato preparato dal personale dell'Eurosistema.^[15] In uno scenario lieve, l'inflazione complessiva raggiungerebbe l'1,7% entro il 2022 mentre, in base allo scenario grave corrispondente, l'inflazione complessiva sarebbe dello 0,9% alla fine dell'orizzonte di proiezione.

Grafico 18

Inflazione IPCA nell'area dell'euro (comprese le proiezioni)

(variazioni percentuali annuali)



Fonti: Eurostat e l'articolo intitolato "Proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema per l'area dell'euro, giugno 2020", pubblicato sul sito Internet della BCE il 4 giugno 2020.

Note: le ultime osservazioni riguardano il primo trimestre 2020 (dati) e il quarto trimestre del 2022 (proiezione). Le gamme mostrate attorno alle proiezioni centrali si basano sulle differenze tra i risultati effettivi e le proiezioni precedenti effettuate nel corso di diversi anni. La larghezza degli intervalli è il doppio del valore assoluto medio di queste differenze. Il metodo utilizzato per il calcolo degli intervalli, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è documentato nella " [Nuova procedura per la costruzione di intervalli di proiezione del personale dell'Eurosistema e della BCE](#)", BCE, dicembre 2009. La data limite per i dati inclusi nelle proiezioni era il 25 maggio 2020.

5 Denaro e credito

La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha causato una forte accelerazione delle dinamiche monetarie, guidata dalle acute esigenze di liquidità delle imprese per finanziare i pagamenti in corso e una forte preferenza per la liquidità per motivi precauzionali tra gli agenti economici a causa della grande incertezza che circonda la pandemia. Il credito interno è stata la principale fonte di creazione di moneta, guidata da prestiti a società non finanziarie (NFC) e acquisti netti di titoli di stato da parte di istituti finanziari monetari (IFM). Le misure tempestive e rilevanti da parte delle autorità monetarie, fiscali e di vigilanza hanno sostenuto l'estensione del credito bancario a condizioni favorevoli all'economia dell'area dell'euro. Ciò ha inoltre favorito il finanziamento esterno totale delle imprese dell'area dell'euro nel primo trimestre 2020, mentre il finanziamento basato sul mercato è stato più modesto, poiché il costo del debito basato sul mercato è aumentato in modo significativo nel primo trimestre. I tassi sui prestiti bancari hanno raggiunto minimi storici, il che ha mantenuto favorevoli i costi complessivi del finanziamento del debito delle imprese.

Le disponibilità precauzionali di liquidità e le esigenze di liquidità acute hanno portato a una forte accelerazione della dinamica monetaria. Il tasso di crescita annuale di M3 è salito ulteriormente all'8,3% in aprile, dal 7,5% a marzo, e si è attestato a circa 3 punti percentuali al di sopra del tasso di crescita a febbraio, vale a dire prima del più ampio spread della pandemia COVID-19 nell'area dell'euro (vedi Grafico

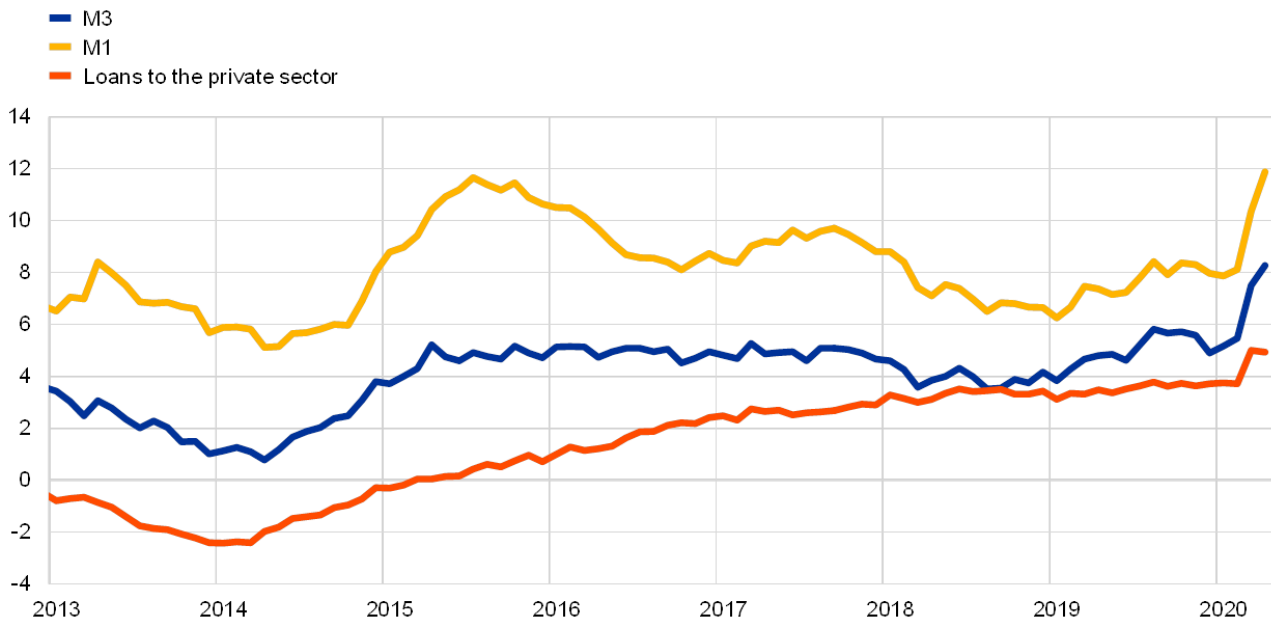
19). Questo aumento è dovuto ai grandi flussi mensili a marzo (che hanno visto i maggiori flussi dall'inizio della terza fase dell'Unione economica e monetaria) e ad aprile. Le dinamiche monetarie sono state guidate da una combinazione di fattori, tra cui i fabbisogni di liquidità delle imprese, la preferenza a detenere liquidità per motivi precauzionali in un periodo di grande incertezza e la necessità tra gli investitori istituzionali di riserve di liquidità per far fronte a possibili rimborsi. L'elevata crescita monetaria è stata anche il risultato di ingenti misure di sostegno da parte dei responsabili delle politiche monetarie e fiscali e delle autorità di regolamentazione e vigilanza per garantire liquidità sufficiente nell'economia per far fronte alla pandemia di COVID-19. In questo contesto, il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario più liquido, M1, che comprende depositi overnight e valuta in circolazione, ha raggiunto l'11,9% ad aprile, dopo il 10,4% a marzo, ed era quasi 4 punti percentuali in più rispetto a febbraio.

I depositi notturni sono rimasti il principale contributo alla crescita del denaro. Il tasso di crescita annuale dei depositi overnight è aumentato al 12,5% ad aprile, dal 10,9% a marzo. La crescita dei depositi è stata trainata principalmente dalle posizioni di deposito delle imprese. Questo accumulo di depositi, che riflette un accumulo precauzionale di riserve di liquidità, data la grande incertezza sulla pandemia, è stato il risultato di un sostanziale indebitamento da parte delle banche, dell'emissione di obbligazioni societarie e, in una certa misura, di un sostegno diretto alla liquidità da parte dei governi. Allo stesso tempo, esiste un'eterogeneità nelle posizioni di deposito delle imprese nelle diverse giurisdizioni che può suggerire differenze nella misura in cui le esigenze di liquidità delle imprese si sono già materializzate, in parte correlate alle differenze nei tempi della diffusione della pandemia tra i paesi. Sia gli intermediari finanziari diversi dalle IFM (che comprende fondi di investimento) sia le famiglie hanno aumentato le loro posizioni in depositi, il primo per aumentare le riserve di liquidità in caso di rimborsi e il secondo principalmente per motivi precauzionali, ma anche per opportunità più limitate di consumare durante il periodo di blocco. Il tasso di crescita annuale della valuta in circolazione è aumentato ulteriormente all'8,0% in aprile, rispetto al 7,0% a marzo, riflettendo la tendenza a accumulare liquidità in un periodo di grande incertezza. Gli strumenti negoziabili (ovvero M3 meno M2) hanno contribuito complessivamente in modo negativo alla dinamica mensile M3 in aprile. A seguito di deflussi da fondi del mercato monetario e di un aumento delle partecipazioni da parte di istituzioni finanziarie non monetarie (non IFM) di titoli di debito a breve termine emessi da banche a marzo, questi spostamenti di portafoglio sono stati parzialmente invertiti ad aprile.

Grafico 19

M3, M1 e prestiti al settore privato

(variazioni percentuali annuali; aggiustate per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

Note: i prestiti sono adeguati per le vendite di prestiti, la cartolarizzazione e il cash pooling nozionale. Le ultime osservazioni sono per aprile 2020.

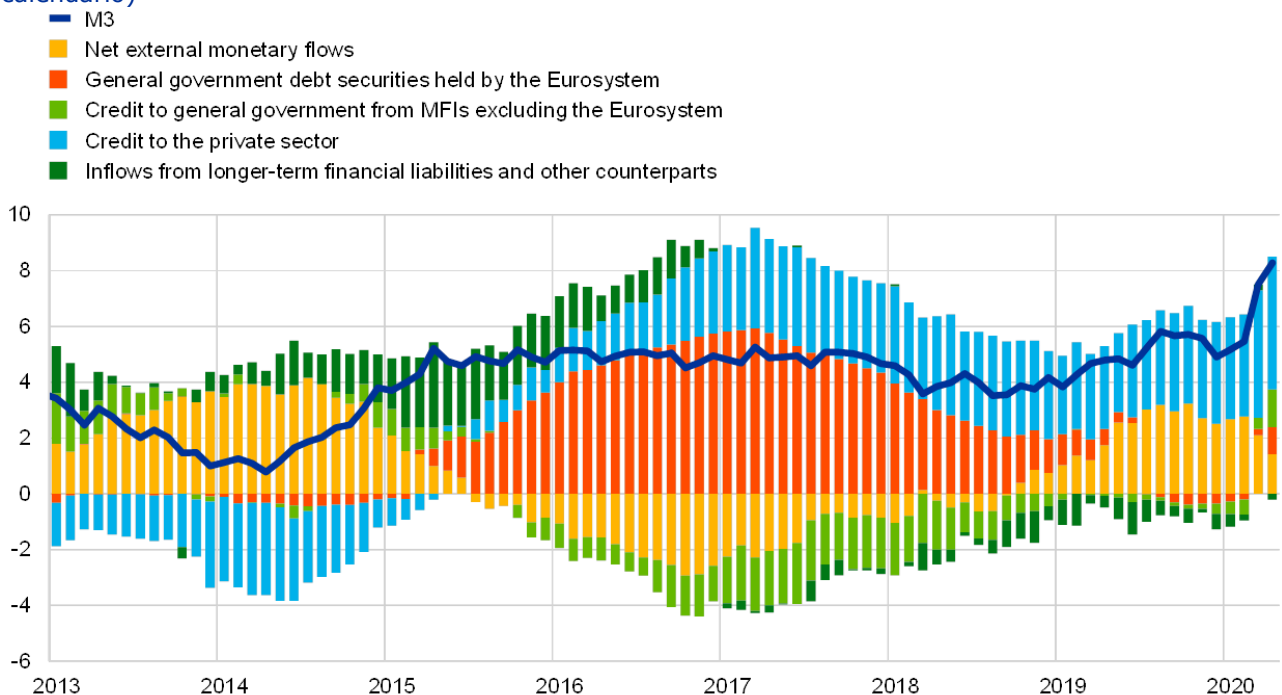
Il credito interno sia al settore privato che a quello pubblico ha alimentato la creazione di moneta. A seguito di un marcato aumento a marzo, il tasso di crescita annuale del credito al settore privato è leggermente aumentato ulteriormente in aprile (cfr. La parte blu delle barre nel grafico 20) a causa della notevole crescita dei prestiti alle imprese e di una maggiore acquisizione di imprese le obbligazioni, mentre i flussi negativi nei prestiti alle istituzioni diverse dalle IFM compensano in parte il grande flusso di prestiti alle imprese. Oltre al credito al settore privato, il tasso di crescita annuale del credito dal settore bancario (escluso l'Eurosistema) al settore pubblico è aumentato sostanzialmente in aprile (cfr. La parte verde chiaro delle barre nel grafico 20). Nonostante il rafforzamento dei programmi di acquisto di attività dell'Eurosistema, in termini netti le banche dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno acquistato ingenti quantità di titoli di Stato, principalmente di origine domestica, riflettendo in parte il notevole aumento dell'emissione netta di debito pubblico per far fronte alla pandemia. Inoltre, i deflussi monetari dall'area dell'euro sono aumentati ad aprile, a causa delle vendite di obbligazioni sovrane nell'area dell'euro da parte di non residenti. I flussi monetari esterni netti relativamente moderati sono coerenti con una combinazione di deflussi di rimpatrio per residenti non appartenenti all'area dell'euro e afflussi di rimpatrio per residenti nell'area dell'euro, in linea con la propensione tipica degli investitori durante i periodi di grande incertezza (si veda la parte gialla del barre nel grafico 20). Oltre all'aumento del credito ai governi dell'area dell'euro dalle IFM (escluso l'Eurosistema), Gli acquisti netti dell'Eurosistema di titoli di Stato nel contesto del programma di acquisto di attività della BCE (APP) e in particolare del programma di acquisto di emergenza di pandemia (PEPP) hanno contribuito fortemente alla crescita di M3 (cfr. La parte rossa delle barre nel grafico 20), che riflette il grande sostegno politico per stabilizzare i mercati finanziari e alleviare i rischi di trasmissione della politica monetaria e le prospettive macroeconomiche dell'area dell'euro durante la pandemia. Le passività

finanziarie a più lungo termine hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro sulla crescita del denaro (si veda la parte verde scuro delle barre nel Grafico 20).

Grafico 20

M3 e le sue controparti

(variazioni percentuali annuali; contributi in punti percentuali; adeguati per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato comprende i prestiti delle IFM al settore privato e le disponibilità di IFM di titoli di debito emessi dal settore privato non IFM dell'area dell'euro. Pertanto, copre anche gli acquisti da parte dell'Eurosistema di titoli di debito non IFM nell'ambito del programma di acquisti del settore delle imprese. Le ultime osservazioni sono per aprile 2020.

Il tasso di crescita annuale dei prestiti al settore privato è aumentato fortemente tra febbraio e aprile 2020, a causa di un calo delle entrate delle imprese e dei prestiti precauzionali nel contesto della pandemia di COVID-19. Il tasso di crescita annuale dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto sostanzialmente stabile al 4,9% ad aprile, dopo un marcato aumento al 5,0% a marzo dal 3,7% a febbraio (cfr. Figura 19). La crescita è stata interamente guidata da prestiti alle imprese, per i quali il tasso di crescita annuale è aumentato ulteriormente al 6,6% in aprile, dal 5,5% a marzo e al 3,0% a febbraio (cfr. Figura 21). Il sostanziale rafforzamento della crescita dei prestiti alle imprese nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha rispecchiato le riduzioni delle linee di credito e la sostanziale domanda di nuovi prestiti per coprire gli obblighi di pagamento in corso in un periodo di calo dei ricavi durante i blocchi COVID-19, nonché i prestiti precauzionali per colmare potenziali carenze di liquidità. Riflette anche le notevoli misure pubbliche, come le garanzie sui prestiti, per sostenere la liquidità e la solvibilità delle imprese nei prossimi mesi. A seguito della forte domanda di prestiti a breve termine a marzo, le imprese hanno aumentato

considerevolmente la loro domanda di prestiti a medio e lungo termine ad aprile, poiché è emerso che la pandemia sarebbe durata più a lungo e dato che i regimi di sostegno pubblico coprono principalmente i prestiti a medio termine scadenza. L'aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato segnalato anche dalle banche nell'aprile 2020 [indagine sui prestiti bancari dell'area dell'euro](#) (BLS), in cui è stata attribuita principalmente alle esigenze di finanziamento del capitale circolante, mentre le esigenze di finanziamento per gli investimenti fissi sono diminuite. Le misure politiche tempestive e globali hanno sostenuto l'offerta di prestiti a condizioni favorevoli nel primo trimestre 2020. Ciò è confermato dai risultati BLS, secondo i quali l'inasprimento netto degli standard di credito per i prestiti alle imprese era contenuto nel primo trimestre 2020 e piccolo rispetto al restringimento durante le crisi del debito sovrano e finanziario.

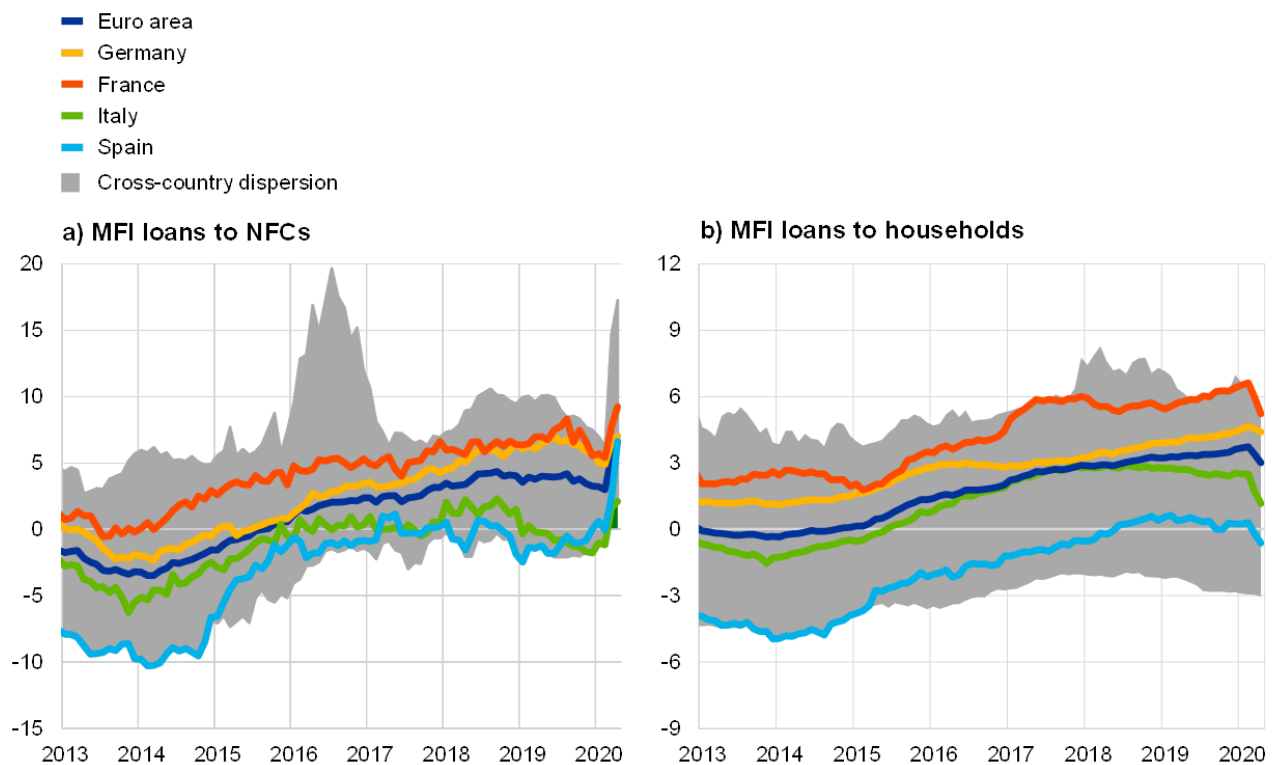
Il tasso di crescita annuale dei prestiti alle famiglie è moderato, riflettendo una grande incertezza sull'impatto della pandemia. A differenza dei prestiti alle imprese, il tasso di crescita annuale dei prestiti alle famiglie è sceso leggermente al 3,0% ad aprile dal 3,4% a marzo. La moderazione nella crescita dei prestiti alle famiglie indica incertezza tra le famiglie sull'impatto della pandemia sul loro reddito disponibile e sulle prospettive occupazionali. Mentre il tasso di crescita annuale dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente stabile in aprile, al 3,9%, dopo il 4,0% a marzo, il tasso di crescita annuale del credito al consumo è crollato, all'1,3% in aprile, dopo il 3,8% a marzo e 6,2 % a febbraio. Ciò è in linea con la caduta senza precedenti della fiducia dei consumatori e delle vendite al dettaglio durante il periodo di blocco di COVID-19. L'indebolimento della domanda di prestiti alle famiglie è confermato anche dai risultati BLS dell'aprile 2020.

Inoltre, vi è stata una notevole eterogeneità nella crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie nei paesi dell'area dell'euro, riflettendo, tra l'altro, le differenze tra paesi nella crescita economica, nella disponibilità di altre fonti di finanziamento e nei livelli di indebitamento delle famiglie e delle imprese, sebbene il modello fosse sostanzialmente simile nei grandi paesi.

Figura 21

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

(variazioni percentuali annuali)



Fonte: BCE.

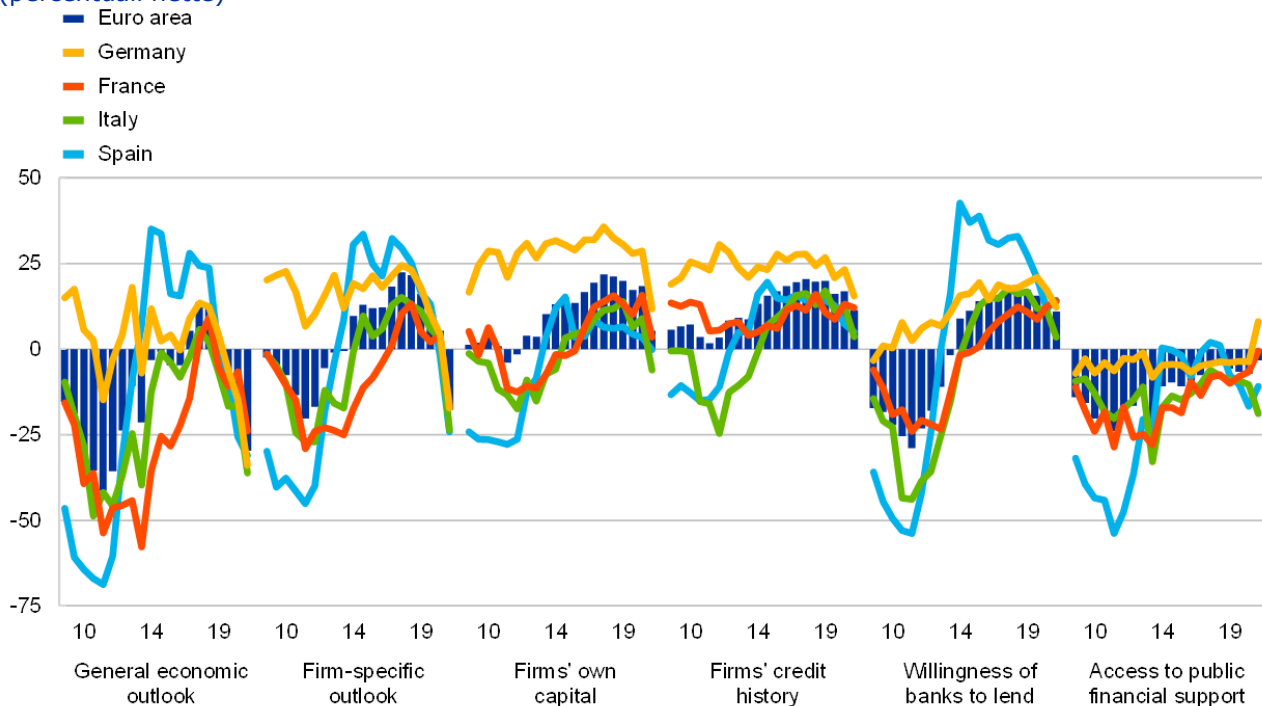
Note: i prestiti sono adeguati alle vendite di prestiti e alla cartolarizzazione; nel caso degli NFC, i prestiti sono adeguati anche per il nozionale cash pooling. La dispersione tra paesi viene calcolata sulla base di valori minimi e massimi utilizzando un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni sono per aprile 2020.

Secondo l'indagine di maggio 2020 sull'accesso ai finanziamenti delle imprese nell'area dell'euro (SAFE), le piccole e medie imprese (PMI), che dipendono in maniera critica dalle banche per il finanziamento, hanno segnalato un deterioramento della disponibilità di prestiti, riflettendo in gran parte peggioramento delle prospettive economiche nel periodo di sei mesi fino a marzo 2020 (cfr. figura 22). Il deterioramento è stato diffuso in tutti i paesi. Sono stati osservati sviluppi negativi per le PMI in tutti i principali settori, ma in particolare nei settori dell'industria, dei servizi e del commercio, mentre l'edilizia è stata meno colpita. Per la prima volta da settembre 2014, le PMI hanno segnalato che anche la debolezza delle loro prospettive in termini di vendite e profitti ha influito negativamente sulla disponibilità di fondi esterni, nonostante la maggiore disponibilità delle banche a fornire credito e cali netti dei tassi di interesse bancari (vedere la casella intitolata "La pandemia COVID-19 e l'accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese: prove dai dati dell'indagine" e l'articolo intitolato "Accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese dopo la crisi finanziaria: prove dai dati dell'indagine" in questo numero del Bollettino economico). La costante disponibilità a concedere prestiti è coerente con le prove fornite dal BLS e dai nuovi flussi di prestiti, che suggeriscono che i prestiti alle PMI sono rimasti solidi e nel primo trimestre 2020 non sono state osservate differenze significative nei prestiti alle grandi società.

Figura 22

Fattori che incidono sulla disponibilità di prestiti bancari alle PMI

(percentuali nette)



Fonte: BCE (SICURO).

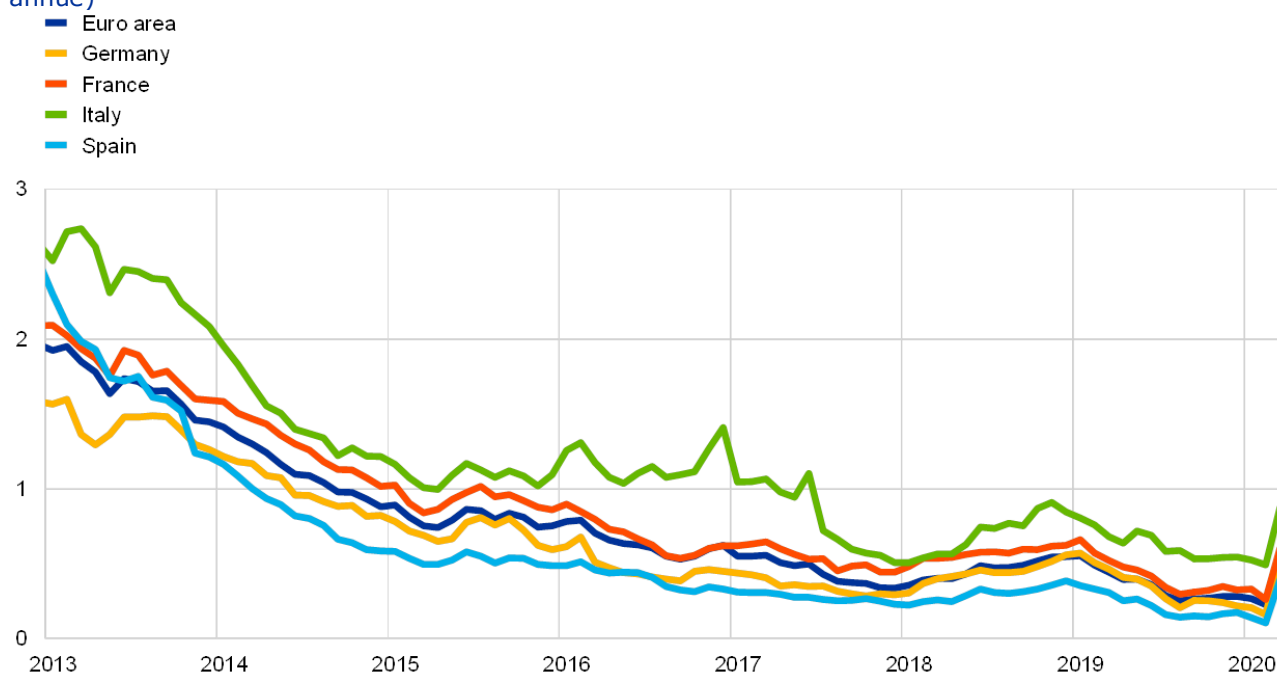
Nota: i dati si riferiscono ai round SAFE da 3 (marzo-settembre 2010) a 22 (ottobre 2019-marzo 2020).

L'aumento dei costi di finanziamento del debito delle banche è rimasto contenuto, sostenuto da misure di politica monetaria. Il costo composito del finanziamento del debito per le banche dell'area dell'euro, che era sceso a livelli molto bassi nel febbraio 2020, è aumentato a marzo nel contesto della diffusione della pandemia di COVID-19 (cfr. Figura 23). L'aumento è stato trainato dalla pressione al rialzo sui rendimenti delle obbligazioni bancarie in risposta all'aumento dei rendimenti delle obbligazioni sovrane e ha variato notevolmente tra le giurisdizioni. Inoltre, le preoccupazioni circa un impatto negativo della pandemia sulle posizioni patrimoniali delle banche stanno pesando sui costi di finanziamento basati sul mercato delle banche. Mentre le banche hanno rafforzato sostanzialmente la loro resilienza dopo la crisi finanziaria globale, la pandemia di coronavirus peserà sulle posizioni patrimoniali delle banche attraverso valutazioni più basse delle attività e la necessità di maggiori accantonamenti per perdite su prestiti. ¹⁶ Allo stesso tempo, il deterioramento dei costi di finanziamento del debito delle banche è rimasto complessivamente contenuto. I tassi di deposito delle banche dell'area dell'euro, che rappresentano la maggior parte dei finanziamenti bancari, sono rimasti ai minimi storici nel marzo 2020, contribuendo così a condizioni favorevoli di finanziamento del debito bancario. Le condizioni di finanziamento bancario beneficiano inoltre della fornitura di liquidità a condizioni molto favorevoli tramite la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III) nonché dell'impatto benefico dell'APP e del PEPP sui rendimenti obbligazionari, compreso un calo dei rendimenti obbligazionari dopo l'annuncio del PEPP il 18 marzo. Ciò mitiga il rischio di un'amplificazione sfavorevole tra il settore reale e quello finanziario durante la pandemia.

Figura 23

Costo composito delle banche per il finanziamento del debito

(costo composito del deposito e finanziamento del debito non garantito basato sul mercato; percentuali annue)



Fonti: calcoli BCE, Markit iBoxx e BCE.

Note: il costo composito dei depositi è calcolato come media dei nuovi tassi di cambio su depositi overnight, depositi con scadenza concordata e depositi rimborsabili con preavviso, ponderati per i corrispondenti importi in essere. Le ultime osservazioni sono per marzo 2020.

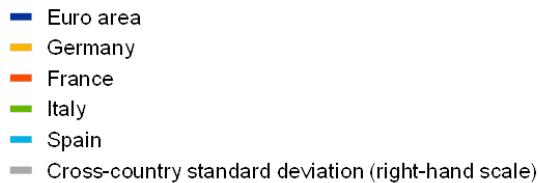
I tassi sui prestiti bancari per le imprese hanno raggiunto nuovi minimi storici, ma è probabile che un certo aumento continui. I tassi sui prestiti bancari composti per i prestiti alle imprese e per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno raggiunto nuovi minimi storici a marzo, rispettivamente all'1,46% e all'1,39% (cfr. Figura 24). Questo sviluppo è stato diffuso in tutti i paesi dell'area dell'euro e riflette il rallentamento del passaggio dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Allo stesso tempo, dato l'aumento dei costi di finanziamento delle banche e l'uso dei tassi di riferimento del mercato per la determinazione del prezzo dei prestiti bancari, come il tasso interbancario offerto in euro (EURIBOR), che è aumentato durante il periodo di riferimento, una certa pressione al rialzo sui prestiti bancari le tariffe sono probabili nei prossimi mesi. Inoltre, il grave impatto economico della pandemia sui ricavi delle imprese, sulle prospettive di occupazione delle famiglie e sull'affidabilità creditizia complessiva del debitore eserciterà probabilmente una pressione al rialzo sui tassi sui prestiti bancari. L'impatto crescente delle percezioni del rischio sui termini e le condizioni del credito delle banche, come riportato dalle banche nel BLS di aprile 2020, punta già in questa direzione. Allo stesso tempo, il sostegno alla liquidità, ad esempio tramite differimenti fiscali e moratoria del debito, garanzie sui prestiti e regimi di sostegno del mercato del lavoro, eliminerà parte del deterioramento del merito creditizio dei mutuatari durante la crisi ed eserciterà un effetto attenuante sui tassi di prestito delle banche. Lo spread tra i tassi sui prestiti bancari su prestiti molto piccoli e prestiti di grandi dimensioni è rimasto contenuto nel marzo 2020. Ciò supporta

le prove sopra riportate sui nuovi prestiti, che indicano un impatto ampiamente comparabile finora della pandemia di COVID-19 sui prestiti alle PMI e alle grandi imprese , come acquisito dai dati sui prestiti grandi e piccoli. punta già in questa direzione. Allo stesso tempo, il sostegno alla liquidità, ad esempio tramite differimenti fiscali e moratoria del debito, garanzie sui prestiti e regimi di sostegno del mercato del lavoro, eliminerà parte del deterioramento del merito creditizio dei mutuatari durante la crisi ed eserciterà un effetto attenuante sui tassi di prestito delle banche. Lo spread tra i tassi sui prestiti bancari su prestiti molto piccoli e prestiti di grandi dimensioni è rimasto contenuto nel marzo 2020. Ciò conferma le prove sopra riportate sui nuovi prestiti, che indicano un impatto ampiamente comparabile finora della pandemia di COVID-19 sui prestiti alle PMI e alle grandi imprese , come acquisito dai dati sui prestiti grandi e piccoli. punta già in questa direzione. Allo stesso tempo, il sostegno alla liquidità, ad esempio tramite differimenti fiscali e moratoria del debito, garanzie sui prestiti e regimi di sostegno del mercato del lavoro, eliminerà parte del deterioramento del merito creditizio dei mutuatari durante la crisi ed eserciterà un effetto attenuante sui tassi di prestito delle banche. Lo spread tra i tassi sui prestiti bancari su prestiti molto piccoli e prestiti di grandi dimensioni è rimasto contenuto nel marzo 2020. Ciò conferma le prove sopra riportate sui nuovi prestiti, che indicano un impatto ampiamente comparabile finora della pandemia di COVID-19 sui prestiti alle PMI e alle grandi imprese , come acquisito dai dati sui prestiti grandi e piccoli. arginerà parte del deterioramento del merito creditizio dei mutuatari durante la crisi ed eserciterà un effetto di smorzamento sui tassi di prestito delle banche. Lo spread tra i tassi sui prestiti bancari su prestiti molto piccoli e prestiti di grandi dimensioni è rimasto contenuto nel marzo 2020. Ciò supporta le prove sopra riportate sui nuovi prestiti, che indicano un impatto ampiamente comparabile finora della pandemia di COVID-19 sui prestiti alle PMI e alle grandi imprese , come acquisito dai dati sui prestiti grandi e piccoli. arginerà parte del deterioramento del merito creditizio dei mutuatari durante la crisi ed eserciterà un effetto di smorzamento sui tassi di prestito delle banche. Lo spread tra i tassi sui prestiti bancari su prestiti molto piccoli e prestiti di grandi dimensioni è rimasto contenuto nel marzo 2020. Ciò supporta le prove sopra riportate sui nuovi prestiti, che indicano un impatto ampiamente comparabile finora della pandemia di COVID-19 sui prestiti alle PMI e alle grandi imprese , come acquisito dai dati sui prestiti grandi e piccoli.

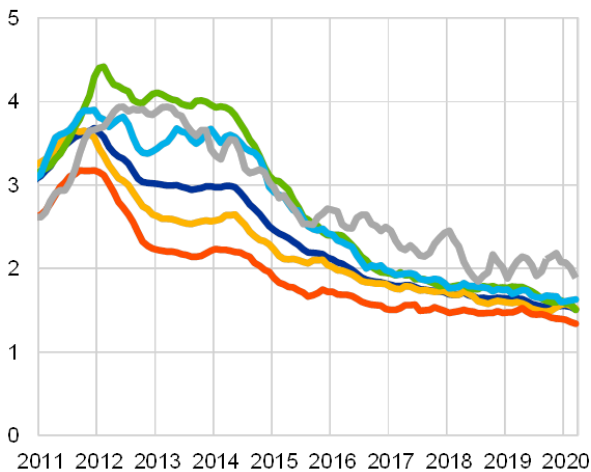
Grafico 24

Tassi di prestito bancario compositi in determinati paesi dell'area dell'euro

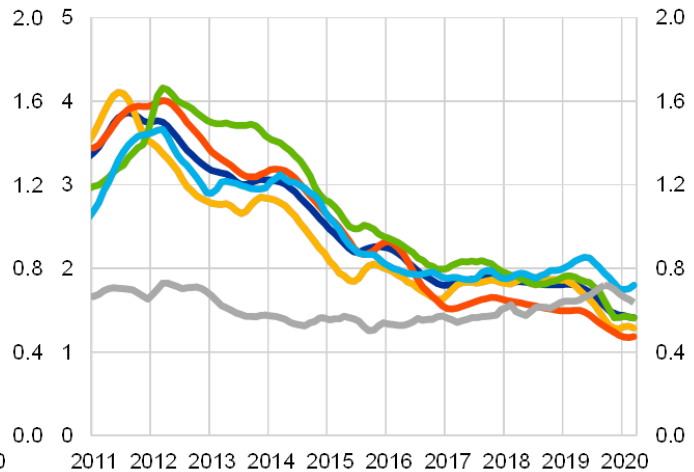
(percentuali all'anno; medie mobili di tre mesi)



a) Rates on loans to NFCs



b) Rates on loans to households for house purchase



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore del costo totale dell'indebitamento bancario è calcolato aggregando i tassi a breve e lungo termine utilizzando una media mobile di 24 mesi dei nuovi volumi di attività. La deviazione standard tra paesi viene calcolata utilizzando un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni sono per marzo 2020.

Si stima che il flusso annuale del finanziamento esterno totale verso le NFC dell'area dell'euro sia aumentato considerevolmente nel primo trimestre del 2020 (cfr. Riquadro a) del grafico 25).L'aumento è dovuto in gran parte all'aumento eccezionalmente forte dei prestiti bancari alle imprese a marzo, sostenuto da riduzioni delle linee di credito e dei regimi di sostegno pubblico. La domanda di prestiti bancari è stata inoltre supportata da tassi di prestito bancari più favorevoli rispetto al costo del debito basato sul mercato. L'emissione netta di titoli di debito da parte delle imprese è rimasta robusta nel primo trimestre 2020, nonostante l'aumento degli spread verso la fine del trimestre, beneficiando dei programmi di acquisto di attività della BCE (APP e PEPP), che includono acquisti netti di società obbligazioni. Al contrario, l'emissione netta di azioni quotate è rimasta debole, attenuata dal livello moderato continuo di fusioni e acquisizioni e da un aumento del costo del capitale proprio da livelli già elevati. I prestiti non bancari (non IFM) sono rimasti negativi nel quarto trimestre del 2019 e nel primo trimestre 2020, indicando un calo delle condizioni annuali nell'emissione di obbligazioni societarie attraverso condotte di finanziamento di imprese in altri paesi dell'area dell'euro (vale a dire società controllate appartenenti al settore non IFM che concede prestiti alle società madri). Complessivamente, i flussi finanziari complessivi esterni sono stati più elevati nel primo trimestre del 2020 rispetto alle crisi del debito sovrano e finanziario. Ciò è coerente con le condizioni più favorevoli del credito bancario e del mercato obbligazionario, rafforzate da misure tempestive e rilevanti da parte delle autorità monetarie, di vigilanza e fiscali. società controllate appartenenti al settore non IFM che concedono prestiti alle società madri). Complessivamente, i flussi finanziari complessivi esterni sono stati più elevati nel primo trimestre del 2020 rispetto

alle crisi del debito sovrano e finanziario. Ciò è coerente con le condizioni più favorevoli del credito bancario e del mercato obbligazionario, rafforzate da misure tempestive e rilevanti da parte delle autorità monetarie, di vigilanza e fiscali. società controllate appartenenti al settore non IFM che concedono prestiti alle società madri). Complessivamente, i flussi finanziari complessivi esterni sono stati più elevati nel primo trimestre del 2020 rispetto alle crisi del debito sovrano e finanziario. Ciò è coerente con le condizioni più favorevoli del credito bancario e del mercato obbligazionario, rafforzate da misure tempestive e rilevanti da parte delle autorità monetarie, di vigilanza e fiscali.

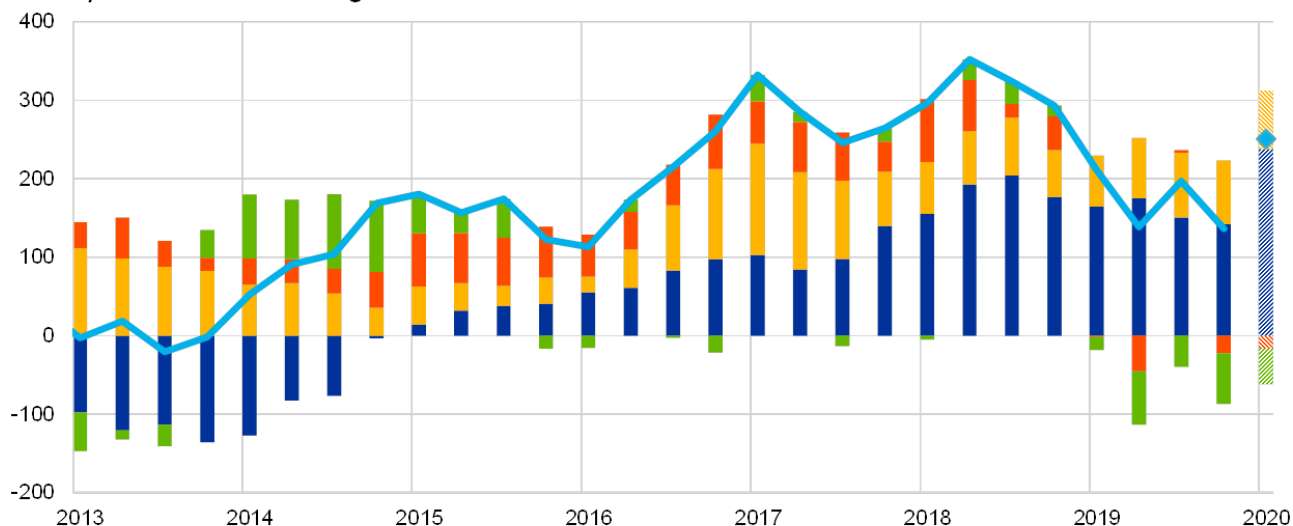
Figura 25

Finanziamento esterno di NFC dell'area dell'euro

(flussi annuali in miliardi di EUR - panel (a); percentuali annue - panel (b))

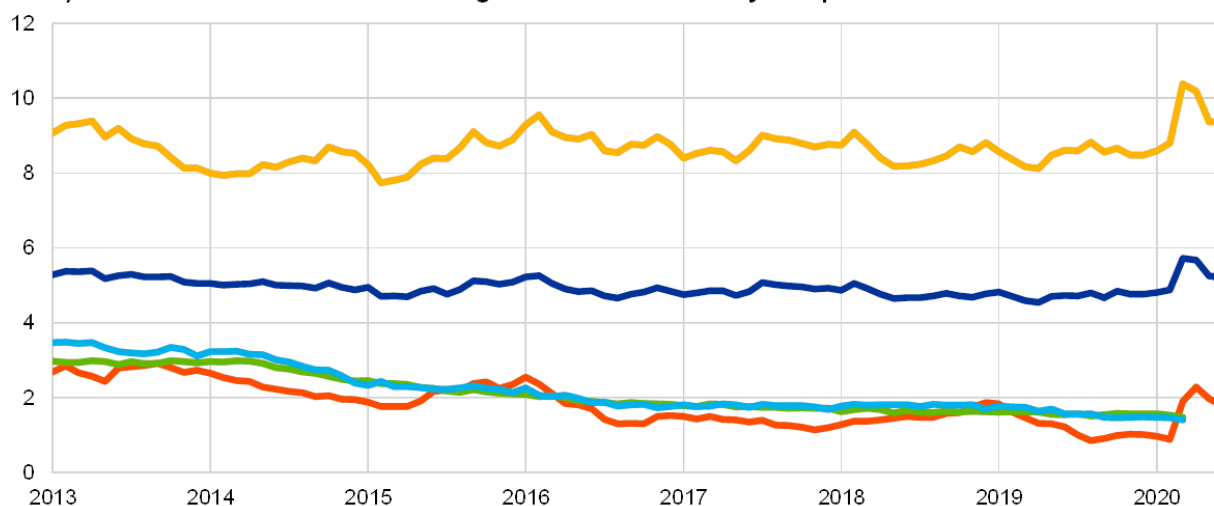
- MFI loans to NFCs (adjusted)
- Net issuance of debt securities by NFCs
- Net issuance of listed shares by NFCs
- Loans from non-MFIs to NFCs (excl. securitisations)
- Total

a) Net external financing of euro area NFCs based on selected instruments



- Overall cost of financing
- Cost of equity
- Cost of market-based debt
- Short-term cost of lending indicator
- Long-term cost of lending indicator

b) Nominal cost of external financing for euro area NFCs by component



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

Note: Panel (a): il finanziamento esterno netto è la somma dei prestiti delle IFM, dell'emissione netta di titoli di debito, dell'emissione netta di azioni quotate e dei prestiti non di IFM. I prestiti delle IFM sono adeguati alle attività di vendita, cartolarizzazione e pooling di contante. I prestiti concessi da istituzioni diverse dalle IFM comprendono prestiti da altri istituti finanziari, società assicurative e fondi pensione al netto dei prestiti cartolarizzati. La barra a strisce e il diamante azzurro mostrano il nowcast per il primo trimestre del 2020. Pannello (b): costo complessivo del finanziamento per gli NFC calcolato come media ponderata dei costi di indebitamento bancario, debito basato sul mercato ed equità, in base al loro rispettivi importi in sospeso. Il diamante blu scuro indica il costo attuale del finanziamento complessivo per giugno 2020, ipotizzando che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati ai livelli di marzo 2020. Le ultime osservazioni per il panel (a) si riferiscono al quarto trimestre del 2019 per i dati relativi ai conti dell'area dell'euro: le stime per il primo trimestre del 2020 si basano su elementi di bilancio della BCE

(BSI) e dati sui titoli (SEC) e Dealogic. Le ultime osservazioni per il panel (b) sono il 2 giugno 2020 per il costo del debito basato sul mercato (dati giornalieri), il 29 maggio per il costo del capitale proprio (dati settimanali) e marzo 2020 per il costo del prestito (dati mensili).

Il costo del finanziamento per gli NFC è aumentato nel primo trimestre del 2020, ma da allora si stima che sia diminuito (cfr. Riquadro (b) del grafico 25). Nel marzo 2020, a causa dell'elevata volatilità dei mercati finanziari, il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per gli NFC, compresi i prestiti bancari, l'emissione di debito sul mercato e il finanziamento azionario, si è attestato al 5,7%, ovvero 95 punti base al di sopra del suo livello in Dicembre 2019 e circa 120 punti base in più rispetto ad aprile 2019, quando la serie era al suo minimo storico. Tuttavia, tra marzo e la fine del periodo di riferimento (2 giugno 2020), si stima che il costo complessivo del finanziamento sia diminuito di 50 punti base al 5,2%. Ciò riflette un notevole calo del costo del patrimonio netto, a causa della riduzione dei premi di rischio e una leggera riduzione del costo del debito basato sul mercato.

6 Sviluppi fiscali

La pandemia di coronavirus (COVID-19) sta avendo un impatto significativo sulle politiche fiscali nell'area dell'euro. Lo scoppio della crisi ha portato a un immediato aumento dei costi diretti, nel tentativo di affrontare le conseguenze per la salute pubblica. Tuttavia, dal punto di vista macroeconomico, gran parte dell'impatto riguarda le misure di contenimento che comportano un grave onere economico per le imprese, i lavoratori e le famiglie. Queste misure hanno anche innescato pacchetti di stimolo fiscale senza precedenti intesi ad attenuare la ricaduta economica e prepararsi a una rapida ripresa. Di conseguenza, si prevede che il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro aumenti in modo significativo, all'8,5% del PIL nel 2020, rispetto allo 0,6% nel 2019. Sebbene si prevede che il disavanzo ridurrà al 4,9% nel 2021, è dovrebbe ancora attestarsi al 3,8% del PIL nel 2022, poiché il trascinarsi impiegherà più tempo a dissiparsi completamente. Le estese misure fiscali nel 2020 hanno portato a un corrispondente peggioramento del saldo primario corretto per il ciclo, oltre a una componente ciclica negativa che riflette il deterioramento della situazione macroeconomica. Il successivo miglioramento dovrebbe essere guidato dall'eliminazione graduale delle misure di emergenza e dal corrispondente rafforzamento del saldo primario corretto per il ciclo, mentre il ciclo economico migliora più lentamente. I paesi dell'area dell'euro hanno inoltre fornito serie di garanzie sui prestiti pari a quasi il 20% del PIL al fine di rafforzare la liquidità delle imprese. Sebbene tali garanzie non incidano necessariamente sui disavanzi ex ante, costituiscono comunque una passività potenziale significativa che potrebbe incidere negativamente sui disavanzi qualora vengano richiamati. Riflettendo le misure fiscali e il deterioramento della situazione economica, si prevede che il rapporto debito complessivo nell'area dell'euro aumenterà rapidamente nel 2020 e rimarrà ad un livello elevato per tutto il 2022. Una posizione di bilancio ambiziosa e coordinata rimane critica, in considerazione della forte contrazione dell'euro economia di area, sebbene le misure dovrebbero essere mirate e temporanee. A tale proposito, sono molto apprezzati sia il pacchetto da 540 miliardi di € di tre reti di sicurezza approvato dal Consiglio europeo sia la proposta della Commissione europea di un piano di risanamento dedicato a sostenere le regioni e i settori più gravemente colpiti dalla pandemia. In considerazione della forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro, sebbene le misure debbano essere mirate e temporanee. A tale proposito, sono

molto apprezzati sia il pacchetto da 540 miliardi di € di tre reti di sicurezza approvato dal Consiglio europeo sia la proposta della Commissione europea di un piano di risanamento dedicato a sostenere le regioni e i settori più colpiti dalla pandemia. in considerazione della forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro, sebbene le misure debbano essere mirate e temporanee. A tale proposito, sono molto apprezzati sia il pacchetto da 540 miliardi di € di tre reti di sicurezza approvato dal Consiglio europeo sia la proposta della Commissione europea di un piano di risanamento dedicato a sostenere le regioni e i settori più gravemente colpiti dalla pandemia.

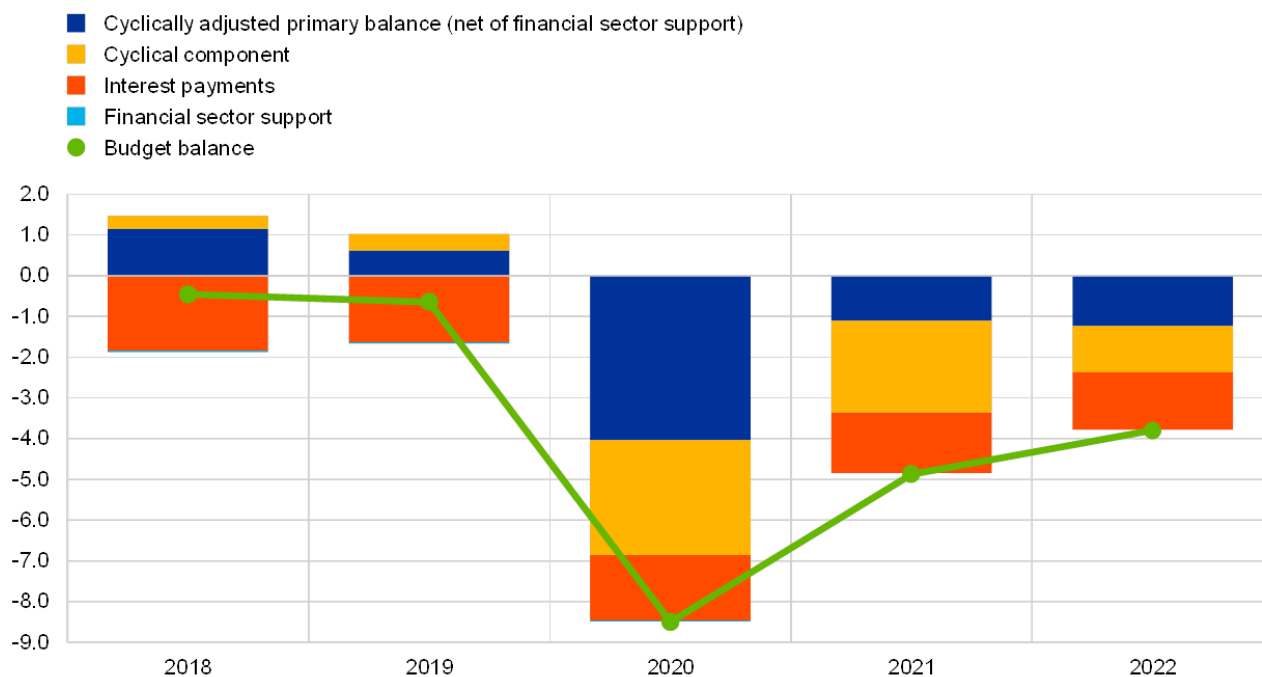
Nelle proiezioni del personale dell'Eurosistema del giugno 2020, si prevede che il saldo del bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro diminuirà fortemente nel 2020, ma si riprenderà parzialmente nel 2021 e nel 2022. ^[17] Sulla base di queste proiezioni, il rapporto disavanzo pubblico per l'area dell'euro dovrebbe aumentare dallo 0,6% del PIL nel 2019 all'8,5% del PIL nel 2020 per poi ridursi al 4,9% e al 3,8% rispettivamente nel 2021 e nel 2022 (cfr. Grafico 26). Il declino del saldo di bilancio nel 2020 è principalmente attribuibile a un deterioramento del saldo primario corretto per il ciclo a seguito di misure di sostegno economico pari a circa il 3,5% del PIL, di cui la maggior parte è spesa aggiuntiva, in particolare in la forma di regimi di aiuti all'occupazione, misure di sostegno a imprese e famiglie e spese sanitarie più elevate. È anche il risultato di una componente ciclica ampia e negativa mentre l'economia dell'area dell'euro scivola nella recessione. ^[18] Il successivo miglioramento dovrebbe essere guidato da una ripresa del saldo primario corretto per il ciclo, poiché la maggior parte delle misure di sostegno dovrebbe essere stata gradualmente eliminata entro la fine del 2020, mentre il contributo del ciclo economico dovrebbe migliorare più gradualmente.

Oltre al sostegno fiscale concesso alle loro economie, i paesi dell'area dell'euro hanno fornito ingenti buste di garanzia sui prestiti per rafforzare la liquidità delle imprese. In totale, queste garanzie ammontano a circa il 20% del PIL per l'intera area dell'euro, ma la dimensione delle buste differisce sostanzialmente tra i paesi. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi e comporteranno una spesa pubblica aggiuntiva nell'ammontare a cui sono chiamati. Tuttavia, nell'attuale congiuntura è molto difficile quantificare quale sarà tale importo a medio e lungo termine.

Figura 26

Bilancio di bilancio e suoi componenti

(percentuale del PIL)



Fonti: proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 e della BCE.

Nota: i dati si riferiscono al settore generale delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

Secondo le proiezioni del personale dell'Eurosistema del giugno 2020, le previsioni di bilancio dell'area dell'euro per il periodo 2020-22 sono previste molto più avverse rispetto alle proiezioni del personale della BCE del marzo 2020. Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al ribasso di 7,4 punti percentuali nel 2020 e di 3,3 e 2,3 punti percentuali rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Queste revisioni sono attribuibili principalmente a un saldo primario inferiore e una componente ciclica più debole del previsto, mentre la componente di spesa per interessi è stata rivista, ma solo in misura molto minore.

La posizione di bilancio aggregata per l'area dell'euro è valutata per essere fortemente accomodante nel 2020, ma contrazionale nel 2021, poiché la maggior parte delle misure di sostegno dovrebbe essere stata gradualmente eliminata da allora. [19] Si stima che la posizione di bilancio sia stata leggermente espansiva nel 2019, ma si prevede che sarà altamente accomodante al 4,8% del PIL nel 2020. Al contrario, nel 2021 è stimata una contrazione al 2,9% del PIL, poiché la maggior parte delle misure di sostegno messe in atto durante la pandemia saranno state gradualmente eliminate. [20] Nel 2022 si prevede che la posizione di bilancio si trovi in una posizione ampiamente equilibrata.

A seguito della pandemia di COVID-19, si prevede che il rapporto debito pubblico / PIL aggregato dell'area dell'euro salirà al 101,3% del PIL nel 2020, prima di diminuire molto gradualmente. L'aumento nel 2020, di 17,2 punti percentuali rispetto al 2019, è dovuto principalmente a una combinazione di elevati deficit primari e un differenziale di crescita degli interessi molto sfavorevole, ma anche a un significativo aggiustamento del debito / disavanzo che riflette in gran parte le misure legate alla pandemia. Nel 2021 e nel 2022 in calo, anche se i deficit primari ancora significativi saranno più che compensati dai contributi favorevoli derivanti dal miglioramento dei differenziali di crescita degli interessi, poiché si prevede che l'attività economica si riprenda (cfr. Figura 27). Di conseguenza, il rapporto debito / PIL dovrebbe attestarsi molto vicino al 100% alla fine del

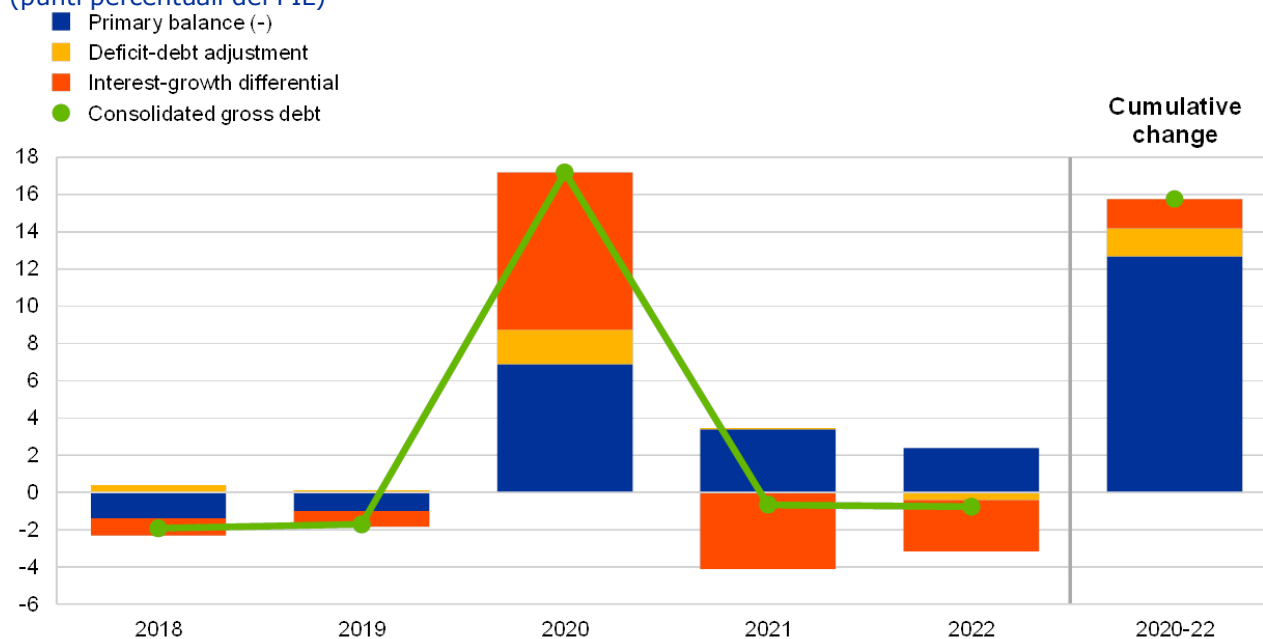
2022, una revisione al rialzo di 17,3 punti percentuali rispetto alle proiezioni di marzo 2020.

Una posizione di bilancio ambiziosa e coordinata rimane critica, alla luce della forte contrazione dell'economia dell'area dell'euro. Le misure adottate dovrebbero, per quanto possibile, essere mirate e di natura temporanea in risposta all'emergenza pandemica. Le tre reti di sicurezza approvate dal Consiglio europeo per lavoratori, imprese e sovrani, per un pacchetto di 540 miliardi di euro, forniscono un importante sostegno finanziario in questo contesto. Allo stesso tempo, sono necessari ulteriori sforzi forti e tempestivi per preparare e sostenere la ripresa. La proposta della Commissione europea di un piano di ripresa dedicato a sostenere le regioni e i settori più gravemente colpiti dalla pandemia, a rafforzare il mercato unico e a costruire una ripresa duratura e prospera, è quindi molto apprezzata.

Figura 27

Driver del cambiamento nel debito pubblico

(punti percentuali del PIL)



Fonti: proiezioni macroeconomiche del personale dell'Eurosistema di giugno 2020 e della BCE.

Nota: i dati si riferiscono al settore generale delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.