



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 1 / 2022



# Indice

<b>Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>2</b>
Sintesi	2
1 Contesto esterno	7
2 Andamenti finanziari	12
3 Attività economica	16
4 Prezzi e costi	22
5 Moneta e credito	28
<b>Riquadri</b>	<b>33</b>
1 Andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – un aggiornamento	33
2 Possibili effetti delle persistenti interruzioni lungo le catene di approvvigionamento sul prodotto potenziale dell'area dell'euro	40
3 Il dinamismo della produttività delle imprese nell'area dell'euro	46
4 La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro	52
5 Il ruolo dell'immigrazione nella debole dinamica delle forze di lavoro durante la pandemia di COVID-19	58
6 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	64
7 Costi abitativi: percezioni basate sulle indagini e segnali ricavati dalle statistiche sui prezzi	68
8 Indicizzazione di retribuzioni e pensioni a carico del settore pubblico nell'area dell'euro	75
<b>Articoli</b>	<b>82</b>
1 Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione	82
2 Next Generation EU: una prospettiva a livello di area dell'euro	103
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

La ripresa dell'economia dell'area dell'euro prosegue e il mercato del lavoro sta migliorando ulteriormente, grazie all'ingente sostegno delle politiche economiche. È tuttavia probabile che la crescita rimanga contenuta nel primo trimestre del 2022, dato che l'ondata pandemica in corso continua a gravare sull'attività economica. La scarsità di materiali, attrezzature e manodopera tiene ancora a freno la produzione in alcuni comparti. Gli elevati costi dell'energia incidono sui redditi delle famiglie e sui profitti delle imprese dell'area dell'euro e sono probabilmente destinati a produrre un contenimento della spesa. Tuttavia, l'economia risente sempre meno delle nuove ondate della pandemia e i fattori che frenano la produzione e i consumi dovrebbero gradualmente ridimensionarsi, consentendo all'economia di tornare in forte ripresa nel corso dell'anno.

L'inflazione ha subito un brusco rialzo negli ultimi mesi, proseguendo sorprendentemente la sua corsa verso l'alto a gennaio. Questa evoluzione è determinata principalmente dai più elevati costi dell'energia che spingono al rialzo i prezzi di beni e servizi in molti settori, nonché dai rincari dei beni alimentari. È probabile che l'inflazione resti elevata più a lungo rispetto alle precedenti attese, per poi ridursi nel corso del prossimo anno.

Il Consiglio direttivo ha quindi confermato le decisioni assunte nella riunione di politica monetaria dello scorso dicembre. Pertanto, continuerà a ridurre gradualmente il ritmo degli acquisti di attività nei prossimi trimestri e terminerà gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) alla fine di marzo. Alla luce dell'attuale incertezza, il Consiglio direttivo ritiene più che mai necessario mantenere un atteggiamento flessibile e aperto a tutte le opzioni nella conduzione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo fissato dalla BCE del 2 per cento a medio termine.

## Attività economica

L'attività economica ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta nel quarto trimestre dello scorso anno. I dati ricavati dalle indagini segnalano una crescita economica robusta verso la fine del 2021, anche se l'espansione dell'interscambio è rimasta modesta. Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento hanno evidenziato timidi segnali di allentamento, anche se l'emergere della variante Omicron del coronavirus (COVID-19) e le possibili assenze del personale dovute alla pandemia potrebbero renderle soggette a ulteriori turbative

e porre rischi per l'attività economica mondiale nel breve periodo. L'inflazione a livello mondiale ha continuato a salire a fronte dei rincari energetici e di un ampliamento delle pressioni sui prezzi nei diversi settori. Le spinte inflazionistiche a livello internazionale dovrebbero attenuarsi nel corso del 2022, in relazione all'attesa moderazione dei prezzi dei beni energetici.

Nell'ultimo trimestre dello scorso anno la crescita economica dell'area dell'euro si è indebolita, portandosi allo 0,3 per cento sul trimestre precedente. Nondimeno, alla fine del 2021 il prodotto ha raggiunto il livello precedente la pandemia. Nella parte iniziale di quest'anno l'attività economica e la domanda rimarranno probabilmente sommesse, per diverse ragioni. In primo luogo, le misure di contenimento della pandemia stanno incidendo negativamente sui servizi al consumo, specialmente nei settori dei viaggi, del turismo, della ricettività e dell'intrattenimento. Sebbene i tassi di contagio siano ancora molto elevati, l'impatto della pandemia sulla vita economica si sta dimostrando meno pregiudizievole. In secondo luogo, gli elevati costi dell'energia stanno riducendo il potere di acquisto delle famiglie e gli utili delle imprese, frenando i consumi e gli investimenti. Infine, le carenze di attrezzature, materiali e manodopera in alcuni comparti continuano a ostacolare la produzione dei beni manufatti, a causare ritardi nelle costruzioni e a rallentare la ripresa in alcuni segmenti del settore dei servizi. Vi sono indicazioni di un possibile allentamento di queste strozzature, ma permarranno ancora per qualche tempo.

Oltre il breve periodo, nell'area dell'euro la crescita dovrebbe registrare un forte recupero durante il 2022, trainata da una vigorosa domanda interna. Con l'ulteriore miglioramento del mercato del lavoro, a fronte dell'incremento degli occupati e del minor numero di destinatari delle misure di integrazione salariale, le famiglie dovrebbero beneficiare di un reddito più elevato e aumentare la spesa. Queste prospettive favorevoli vengono corroborate anche dal contributo riveniente dalla ripresa mondiale e dal continuo sostegno delle politiche monetaria e di bilancio. Misure di bilancio mirate di stimolo alla produttività e riforme strutturali, modulate in base alle condizioni dei diversi paesi dell'area dell'euro, restano fondamentali per integrare con efficacia la politica monetaria.

## Inflazione

L'inflazione nell'area dell'euro è salita al 5,1 per cento a gennaio 2022, dal 5,0 per cento di dicembre 2021, ed è probabile che si mantenga elevata nel breve periodo. I prezzi dell'energia continuano a rappresentare la principale determinante dell'elevato tasso di inflazione, con un impatto diretto che ha inciso per oltre la metà sull'inflazione complessiva a gennaio; i costi dell'energia, inoltre, sospingono al rialzo i prezzi di beni e servizi in molti settori. Anche i prezzi dei beni alimentari sono aumentati, per effetto di fattori stagionali, degli elevati costi di trasporto e del maggior costo dei fertilizzanti. In aggiunta, gli incrementi dei prezzi sono diventati più diffusi, a fronte dei marcati rincari di numerosi beni e servizi. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo sono aumentate negli ultimi mesi, sebbene il ruolo dei fattori temporanei connessi alla pandemia implichi che la persistenza di tali aumenti resti incerta. Gli indicatori ricavati dal mercato segnalano una moderazione nella dinamica

dei prezzi dell'energia nel corso del 2022 e dovrebbero altresì attenuarsi le pressioni sui prezzi dovute alle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale.

Le condizioni del mercato del lavoro migliorano ulteriormente, benché la dinamica salariale resti nel complesso contenuta. Nel corso del tempo, il ritorno dell'economia al pieno utilizzo della capacità produttiva dovrebbe sostenere una più rapida crescita delle retribuzioni. Dalla precedente riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati si sono mantenute sostanzialmente stabili, su tassi appena inferiori al 2 per cento. Le più recenti misure basate sulle indagini si collocano intorno al 2 per cento. Questi fattori forniranno anche un ulteriore contributo all'inflazione di fondo e faranno sì che l'inflazione complessiva si stabilizzi in maniera durevole sull'obiettivo del 2 per cento definito dalla BCE.

## Valutazione dei rischi

Il Consiglio direttivo continua a ritenere sostanzialmente bilanciati i rischi per le prospettive economiche dell'area dell'euro nel medio periodo. L'economia potrebbe registrare una ripresa più vigorosa delle aspettative se le famiglie, grazie alla maggiore fiducia, risparmiassero meno rispetto alle attese. Per contro, sebbene le incertezze relative alla pandemia si siano in qualche misura attenuate, sono aumentate le tensioni geopolitiche. I costi dell'energia persistentemente elevati, inoltre, potrebbero frenare più del previsto i consumi e gli investimenti. I tempi di risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta rappresentano un rischio ulteriore per le prospettive di crescita e di inflazione. Rispetto alle aspettative del Consiglio direttivo di dicembre, i rischi per le prospettive di inflazione sono orientati al rialzo, in particolare nel breve periodo. Se le pressioni sui prezzi si traducevano in aumenti salariali maggiori di quanto anticipato, o se l'economia tornasse più rapidamente alla piena capacità produttiva, l'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più alti.

## Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato sono aumentati dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre 2021. Tuttavia, i costi della provvista bancaria sono rimasti finora contenuti. I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie continuano ad attestarsi su livelli storicamente bassi e le condizioni di finanziamento all'economia restano favorevoli. Il credito alle imprese ha segnato un rialzo su tutte le scadenze. La robusta domanda di mutui sta sostenendo il credito alle famiglie. La redditività delle banche è adesso pari ai livelli precedenti la pandemia e i bilanci delle banche rimangono solidi.

Secondo i risultati dell'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, la domanda di prestiti da parte delle imprese è aumentata considerevolmente nell'ultimo trimestre del 2021. Tale incremento è riconducibile al più elevato fabbisogno di capitale circolante, dovuto alle strozzature dal lato dell'offerta, e al maggiore finanziamento di investimenti a più lungo termine. Inoltre, la valutazione

delle banche sui rischi di credito continua a essere nel complesso favorevole, principalmente per effetto della loro analisi positiva delle prospettive economiche.

## Decisioni di politica monetaria

In questo contesto, nella riunione di politica monetaria di febbraio il Consiglio direttivo ha quindi confermato le decisioni assunte in occasione della precedente riunione dello scorso dicembre.

Nel primo trimestre del 2022 il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP a un ritmo inferiore rispetto al trimestre precedente. Gli acquisti netti di attività nel quadro del PEPP saranno interrotti alla fine di marzo 2022.

Il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2024. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento della politica monetaria.

La pandemia ha dimostrato che, in condizioni di tensione, la flessibilità nella configurazione e nella conduzione degli acquisti di attività ha contribuito a contrastare le disfunzioni nella trasmissione della politica monetaria e a rendere più efficaci gli sforzi tesi a raggiungere l'obiettivo del Consiglio direttivo. Nell'ambito del mandato di quest'ultimo, in condizioni di tensione, la flessibilità rimarrà un elemento della politica monetaria ove i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi. In particolare, in caso di ulteriore frammentazione del mercato connessa alla pandemia, i reinvestimenti del PEPP potranno essere adeguati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi in qualsiasi momento. Ciò potrebbe implicare, tra le altre cose, l'acquisto di obbligazioni emesse dalla Repubblica ellenica in aggiunta ai reinvestimenti, al fine di scongiurare un'interruzione degli acquisti nel paese, che potrebbe compromettere la trasmissione della politica monetaria all'economia greca in un momento in cui quest'ultima procede nella ripresa dalle conseguenze della pandemia. Gli acquisti netti del PEPP potrebbero anche essere riavviati, se necessario, per contrastare gli shock negativi legati alla pandemia.

In linea con la graduale riduzione degli acquisti di attività decisa a dicembre 2021, e affinché l'intonazione della politica monetaria rimanga coerente con lo stabilizzarsi dell'inflazione sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine del Consiglio direttivo, gli acquisti netti mensili nel quadro del Programma di acquisto di attività (PAA) ammonteranno a 40 miliardi di euro nel secondo trimestre del 2022 e a 30 miliardi nel terzo trimestre. A partire da ottobre il Consiglio direttivo manterrà gli acquisti netti nell'ambito del PAA a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di riferimento. Il Consiglio direttivo si attende che gli acquisti netti terminino poco prima che il Consiglio stesso inizi a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE.

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

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

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle operazioni nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) non ostacoli l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Inoltre, esaminerà regolarmente la maniera in cui le operazioni mirate di rifinanziamento contribuiscono all'intonazione della politica monetaria. Come annunciato, il Consiglio si attende che le condizioni specifiche delle OMRLT-III cessino di essere applicate a giugno del corrente anno. Valuterà inoltre l'adeguata calibrazione del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, affinché la politica dei tassi di interesse negativi non limiti la capacità di intermediazione delle banche in un contesto di abbondante liquidità in eccesso.

Il Consiglio ha inoltre confermato le altre misure tese a rispettare il mandato di stabilità dei prezzi conferito alla BCE, in particolare il livello dei tassi di interesse di riferimento della BCE e le indicazioni prospettiche (forward guidance) sul loro profilo futuro. Ciò è di importanza cruciale per mantenere il grado adeguato di accomodamento che stabilizzi l'inflazione sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine fissato dalla BCE.

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

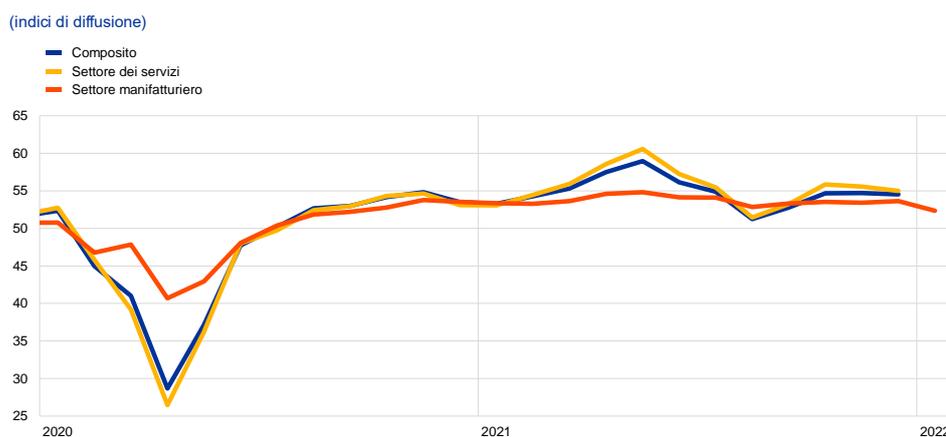
## Contesto esterno

L'attività economica ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta nel quarto trimestre dello scorso anno. I dati ricavati dalle indagini segnalano una crescita economica robusta verso la fine del 2021, anche se l'espansione dell'interscambio è rimasta modesta. Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento hanno evidenziato timidi segnali di allentamento. Tuttavia l'insorgere della variante Omicron e le possibili assenze del personale dovute alla pandemia pongono rischi di ulteriori turbative alle catene di approvvigionamento, e per l'attività economica a livello mondiale, nel breve periodo. L'inflazione a livello mondiale ha continuato a salire, a fronte dei rincari energetici e di un ampliamento delle pressioni sui prezzi nei diversi settori. Le spinte inflazionistiche a livello internazionale dovrebbero attenuarsi nel corso del 2022, in seguito all'attesa moderazione dei prezzi dei beni energetici.

**La crescita dell'economia internazionale è rimasta vigorosa nel quarto trimestre del 2021.** L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, si è mantenuto stabile e superiore alla sua media di lungo periodo nel quarto trimestre del 2021, di riflesso alla stabilità della domanda (cfr. il grafico 1). Nondimeno, i focolai della variante Omicron, caratterizzati da più elevata contagiosità, hanno iniziato a gravare, a dicembre, sul settore dei servizi nelle principali economie, incluso il Regno Unito. Con il significativo inasprimento delle misure di contenimento del coronavirus (COVID-19) in molti paesi al volgere dell'anno, è atteso un temporaneo rallentamento dell'attività economica nel primo trimestre del 2022, come già segnala l'indebolimento del PMI relativo al settore manifatturiero nei dati di gennaio.

### Grafico 1

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



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2021 (per l'indice composito e quello dei servizi) e a gennaio 2022 per l'indice relativo al settore manifatturiero.

**Le strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale evidenziano timidi segnali di allentamento, in un contesto di accresciuta incertezza dovuta agli andamenti della pandemia.** A novembre e a dicembre si è osservato

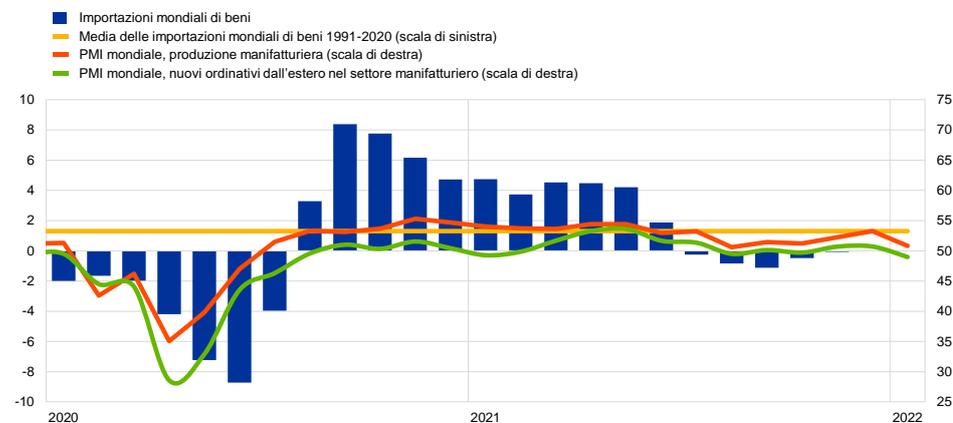
un miglioramento dei tempi di consegna dei fornitori a livello mondiale. Al contempo, alcuni miglioramenti si sono invertiti a gennaio, e i tempi di consegna dei fornitori rimangono ora prossimi ai valori estremi osservati durante il lockdown mondiale nel secondo trimestre del 2020. I costi del trasporto marittimo su alcune grandi linee commerciali sono in calo, e la produzione automobilistica mondiale ha registrato una lieve ripresa nel quarto trimestre del 2021. Tuttavia l'emergere della variante Omicron, altamente contagiosa, e le connesse probabili assenze del personale per ragioni collegate al coronavirus, in un contesto di condizioni già tese del mercato del lavoro, comportano il rischio di una nuova intensificazione dei vincoli dal lato dell'offerta nel breve termine.

**La crescita dell'interscambio mondiale rimane modesta.** Sebbene la crescita sul mese precedente delle importazioni di beni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) sia aumentata a novembre, la dinamica dell'interscambio mondiale resta debole. Nel contempo, il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero (esclusa l'area dell'euro) è tornato a contrarsi a gennaio 2022, evidenziando una crescita modesta del commercio internazionale all'inizio di quest'anno (cfr. il grafico 2).

## Grafico 2

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

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2021 per le importazioni mondiali di beni e a gennaio 2022 per gli indici PMI.

### Le pressioni sui prezzi a livello mondiale sono rimaste elevate a novembre.

Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo è salita, a novembre, al 5,8 per cento. Mentre l'inflazione dei beni energetici ha raggiunto il livello più elevato degli ultimi quarant'anni, a novembre anche l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è salita al 3,8 per cento, dal 3,2 del mese precedente. In prospettiva, le spinte inflazionistiche a livello mondiale dovrebbero attenuarsi nel corso dell'anno, dato che ci si attende una moderazione dei prezzi dell'energia rispetto agli attuali livelli elevati.

### I corsi petroliferi sono aumentati, sulla scorta di fattori dal lato della domanda e dell'offerta.

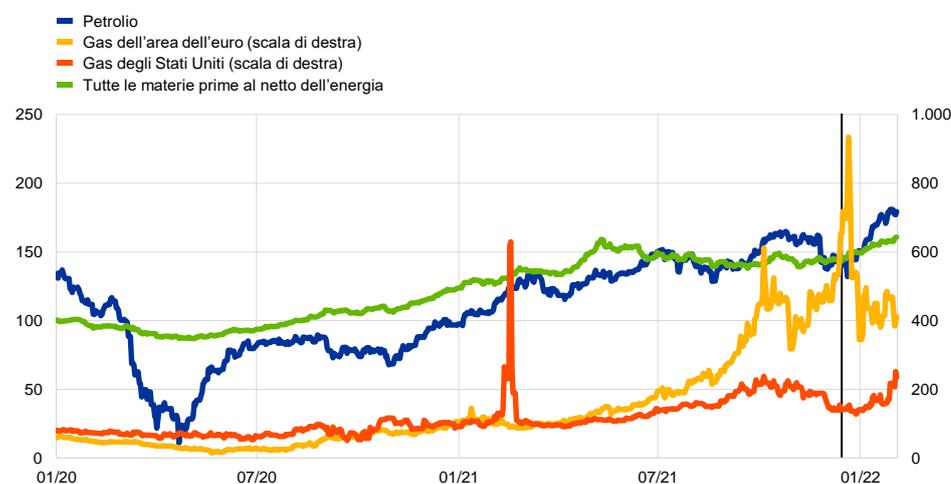
Dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, i corsi petroliferi

sono risaliti del 28 per cento grazie al prevalere, nei relativi mercati, della visione ottimistica in base alla quale la variante Omicron non inciderà sulla domanda mondiale di petrolio tanto quanto temuto in precedenza. Dal lato dell'offerta, nel mese di dicembre l'OPEC+ non ha raggiunto gli obiettivi di produzione e, secondo la U.S. Energy Information Administration<sup>1</sup>, è improbabile che l'organizzazione raggiunga il suo obiettivo per il 2022, date le difficoltà incontrate da alcuni paesi nel ridurre i margini di capacità inutilizzata. Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, a causa dei rincari sia dei metalli (+13 per cento) sia dei beni alimentari (+6 per cento) (cfr. il grafico 3).

### Grafico 3

#### Andamenti dei prezzi delle materie prime

(indice 2015 = 100)



Fonti: Bloomberg, HWWI ed elaborazioni della BCE.

Note: "Gas dell'area dell'euro" fa riferimento al prezzo del gas TTF olandese, mentre "Gas degli Stati Uniti" si riferisce alla quotazione a pronti dell'Henry Hub Natural Gas. La linea verticale grigia indica la data della riunione del Consiglio direttivo di dicembre 2021. L'ultima osservazione si riferisce al 3 febbraio 2022.

#### **Negli Stati Uniti, l'attività economica ha continuato a evidenziare una buona tenuta, con un aumento dei rischi a breve termine per le prospettive dovuti all'intensificarsi della pandemia.**

La crescita annualizzata del PIL è salita al 6,9 per cento nel quarto trimestre del 2021, trainata in parte da un forte incremento delle scorte, mentre i consumi privati hanno accelerato il ritmo di crescita raggiungendo i tassi precedenti la pandemia. L'aumento dei consumi è stato determinato principalmente dai servizi. Al tempo stesso, l'emergere della variante Omicron dovrebbe gravare su questi ultimi, sebbene l'impatto atteso dovrebbe restare perlopiù limitato al primo trimestre del 2022. Nel contempo, le condizioni nel mercato del lavoro rimangono tese, in un contesto di carenza di manodopera. Le tensioni nel mercato del lavoro si sono tradotte in un intensificarsi delle pressioni salariali. L'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è salita al 7,0 per cento a dicembre, raggiungendo il più elevato ritmo di crescita dal 1982. I prezzi dei beni energetici restano un importante fattore trainante, con le persistenti strozzature dal lato dell'offerta che continuano a contribuire all'aumento dei prezzi. In risposta

<sup>1</sup> Cfr. "Short-term Energy Outlook", U.S. Energy Administration, 8 febbraio 2022.

alle condizioni tese del mercato del lavoro e all'elevata inflazione, la Federal Reserve ha dato segnali di un orientamento più restrittivo nella riunione di dicembre. La graduale riduzione degli acquisti mensili di attività finanziarie ha accelerato il ritmo a partire da gennaio 2022, ed è atteso un aumento dei tassi di interesse nel corso dell'anno. Riguardo alle politiche di bilancio, il Build Back Better Act ha subito una battuta d'arresto. Il disegno di legge si è arenato in senato a novembre, e l'impulso fiscale a sostegno della crescita dovrebbe esaurirsi molto più rapidamente di quanto precedentemente anticipato.

**In Giappone il recupero dell'economia ha registrato una ripresa nel quarto trimestre del 2021.** Dopo la contrazione osservata nell'estate dello scorso anno, l'attività economica è rimasta stabile nel quarto trimestre, sostenuta principalmente dalla domanda repressa. Il settore manifatturiero ha registrato una ripresa significativa verso la fine del 2021, riflettendo in parte l'aumento della produzione nel settore automobilistico. Se da un lato la ripresa dovrebbe proseguire nel primo trimestre del 2022, dall'altro l'insorgere della variante Omicron ha costituito un fattore di ostacolo per la crescita. I livelli del PMI di dicembre sono lievemente diminuiti sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, segnalando forse una moderazione della ripresa in presenza di perduranti pressioni dal lato dell'offerta e timori circa la diffusione della nuova variante.

**Nel Regno Unito, l'attività economica, pur avendo segnato una ripresa, dovrebbe rimanere contenuta nel quarto trimestre.** A novembre l'attività in termini reali ha superato per la prima volta i livelli precedenti la pandemia, grazie al crescente slancio in tutti i settori industriali. Il settore manifatturiero e quello delle costruzioni hanno segnato una ripresa grazie alla maggiore facilità di reperimento delle materie prime e alle turbative lungo le catene di approvvigionamento che hanno iniziato ad attenuarsi. Con l'ulteriore battuta d'arresto, connessa alla variante Omicron, attesa per la produzione nel mese di dicembre, è probabile che il ritmo della ripresa nel quarto trimestre rimanga debole. Nel contempo, l'inflazione è aumentata ulteriormente a dicembre. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 5,4 per cento a dicembre, dal 5,1 per cento di novembre. Anche l'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici è aumentata al 4,2 per cento a dicembre, dal 4,0 del mese precedente. Le pressioni inflazionistiche si sono estese alla maggior parte dei settori e dovrebbero rimanere sostenute nei prossimi mesi. La Bank of England ha innalzato i tassi di riferimento dallo 0,1 allo 0,25 per cento nella riunione di politica monetaria di dicembre, tenendo conto delle condizioni sempre più tese del mercato del lavoro e dei segnali di maggiore persistenza delle pressioni interne sui prezzi.

**In Cina lo slancio espansivo rimane fragile.** Nel quarto trimestre dello scorso anno la crescita del PIL cinese è salita all'1,6 per cento sul trimestre precedente, aumento che porta all'8,1 per cento la crescita sui dodici mesi nel 2021. Gli indicatori mensili, tuttavia, segnalano un rallentamento dell'attività economica. Le vendite al dettaglio sono rimaste modeste verso la fine dello scorso anno, sottolineando la difficoltà di riportare i consumi ai livelli antecedenti la pandemia, nel contesto della rigorosa strategia di contenimento del COVID-19 adottata dalla Cina. Le turbolenze nel settore degli immobili residenziali sono proseguite alla fine

del 2021, con la crescita delle vendite nel settore degli immobili residenziali che è rimasta negativa a dicembre e i prezzi delle case che si sono ulteriormente indeboliti. L'emergere della variante Omicron sta ponendo rischi per la crescita nel breve periodo. Nel caso in cui un'intensificazione della pandemia provocasse un aumento dei tassi di contagio, la strategia zero-COVID della Cina potrebbe portare a misure di contenimento significativamente più severe, che graverebbero ulteriormente sull'attività economica.

## 2 Andamenti finanziari

*A partire dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre 2021, i mercati finanziari mondiali hanno principalmente rispecchiato maggiori aspettative di un inasprimento della politica monetaria a livello mondiale. Di conseguenza, l'inclinazione della curva a termine dello euro short-term rate (€STR) si è ulteriormente accentuata, spostando la data attesa di un primo aumento dei tassi ad agosto 2022 e segnalando che i mercati si attendono anche un ritmo più rapido di normalizzazione dei tassi dopo il primo rialzo. Analogamente, i tassi nominali privi di rischio a più lungo termine, e con essi i rendimenti dei titoli di Stato, hanno registrato un incremento per tutto il periodo considerato. I prezzi delle azioni delle società non finanziarie sono complessivamente diminuiti, mentre i differenziali sui rendimenti delle obbligazioni societarie hanno subito variazioni lievi. All'inizio del periodo in esame, le quotazioni azionarie sono state sostenute dall'attenuarsi delle preoccupazioni circa le conseguenze economiche della variante Omicron del coronavirus (COVID-19). Tuttavia, le persistenti pressioni esercitate dall'aumento dei tassi di sconto e, in particolare, i crescenti timori circa l'emergere di rischi geopolitici hanno determinato mercati calati dei corsi azionari verso la fine del periodo in esame. L'euro si è indebolito su base ponderata per l'interscambio.*

**Nel periodo in esame il tasso di riferimento €STR si è collocato in media a -58 punti base.** La liquidità in eccesso è aumentata di circa 143 miliardi di euro, portandosi a 4.520 miliardi, principalmente per effetto di un aumento, pari a circa 87 miliardi<sup>2</sup> di euro, dei titoli detenuti a fini monetari nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica e del programma di acquisto di attività, nonché del ricorso alla decima operazione della terza serie delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) il 22 dicembre 2021, per un importo pari a 51,97 miliardi. La crescita della liquidità in eccesso è stata considerevolmente frenata dai rimborsi anticipati, pari a 60,21 miliardi di euro, dei fondi presi in prestito nell'ambito delle precedenti operazioni OMRLT-III.

**La curva a termine dell'€STR si è sensibilmente spostata verso l'alto rispetto a poco prima della riunione del Consiglio direttivo di dicembre, indicando una significativa rivalutazione delle aspettative di rialzo dei tassi da parte degli operatori di mercato<sup>3</sup>.** La curva a termine del tasso OIS basato sull'€STR si è spostata notevolmente verso l'alto dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre; ciò ha riflesso l'attenuazione dei timori per l'impatto economico della variante Omicron e le crescenti aspettative da parte degli operatori di mercato di un inasprimento della politica monetaria a livello mondiale, in particolare negli Stati Uniti. Nel complesso la data di rialzo del tasso di riferimento implicita nei mercati finanziari, definita come il momento in cui la curva a termine dell'€STR supera il livello attuale di quest'ultimo aumentato di dieci punti base, è stata anticipata al terzo

<sup>2</sup> Dalla settimana che termina il 17 dicembre 2021 alla settimana che termina il 4 febbraio 2022.

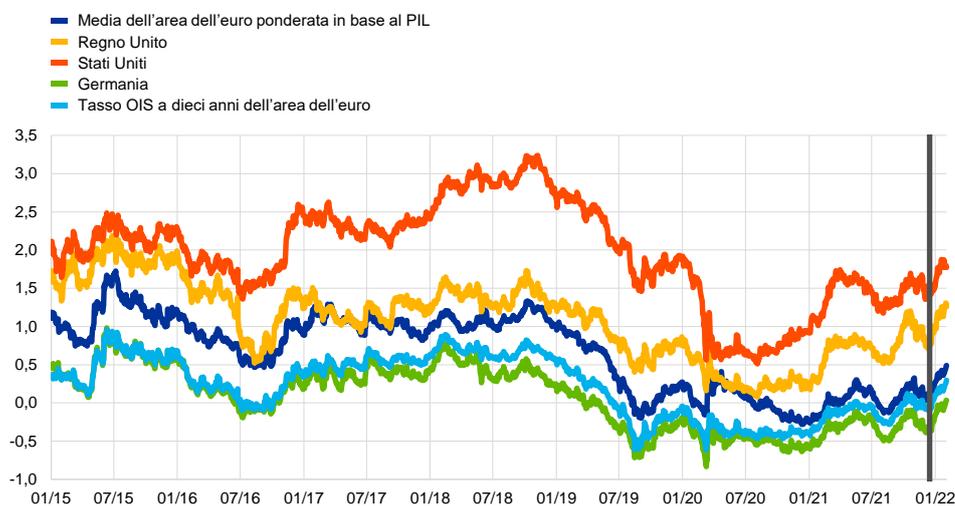
<sup>3</sup> Da ora in poi sarà riportata la curva a termine del tasso OIS basato sull'€STR anziché quella del tasso OIS basato sull'Eonia. Tale modifica è dovuta al fatto che l'Eonia è stato dismesso il 3 gennaio 2022 in quanto non più conforme alla normativa sul tasso di riferimento. Le due curve a termine del tasso OIS sono automaticamente collegate in quanto, dal 2 ottobre 2019, l'Eonia è stato calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro *Addio Eonia, benvenuto €STR!* nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

trimestre del 2022, rispetto alla fine del 2021, data attesa al tempo della riunione del Consiglio direttivo di dicembre.

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati, rispecchiando sostanzialmente l'andamento dei tassi nominali privi di rischio (cfr. il grafico 4).** Nel periodo in esame i rendimenti della media dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderata per il PIL e della Germania sono aumentati rispettivamente di 41 e 38 punti base, portandosi allo 0,49 e allo 0,04 per cento. Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni sono aumentati di 35 punti base, all'1,77 per cento, mentre quelli dei titoli di Stato decennali del Regno Unito sono saliti di 50 punti base, all'1,26 per cento.

#### Grafico 4 Rendimenti dei titoli di Stato decennali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 dicembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 2 febbraio 2022.

**I differenziali a lungo termine fra i titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi OIS sono rimasti sostanzialmente invariati.** Il differenziale sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni è rimasto pressoché invariato, attestandosi al -0,26 per cento alla fine del periodo in esame. Anche i differenziali sui titoli di Stato a dieci anni francesi e spagnoli hanno oscillato all'interno di un intervallo molto ristretto, ampliandosi rispettivamente di 7 e 3 punti base fino allo 0,16 e allo 0,5 per cento e i differenziali sui rendimenti dei titoli di Stato italiani sono cresciuti di circa 7 punti base. Nel complesso, le variazioni nella media dei differenziali sui titoli di Stato rispetto ai tassi privi di rischio sono state contenute, come si evince anche dal valore aggregato dei differenziali sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato per il PIL, ampliatosi di soli 4 punti base, allo 0,20 per cento. Tale variazione nel complesso contenuta potrebbe riflettere un certo miglioramento della propensione al rischio, in un contesto caratterizzato dall'attenuarsi dei timori per la variante Omicron.

**Dopo un temporaneo aumento, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie nel complesso sono diminuite nel periodo in esame, probabilmente riflettendo le pressioni derivanti dall'aumento dei tassi di sconto e dai crescenti rischi geopolitici.** All'inizio del periodo in esame, l'attenuarsi delle preoccupazioni per le conseguenze economiche della variante Omicron ha

sostenuto i corsi azionari, giacché il calo dei premi per il rischio azionario ha compensato l'effetto frenante esercitato dai più elevati tassi di sconto, sulla scia delle aspettative di inasprimento della politica monetaria a livello mondiale. Tuttavia, verso la fine del periodo in esame, essi hanno subito cali pronunciati a causa delle perduranti pressioni derivanti da tassi di sconto più elevati e, in particolare, dai crescenti timori per i rischi geopolitici legati alla crisi in Ucraina. In tale contesto, i prezzi delle azioni delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti, rispettivamente, dell'1,8 e del 3 per cento. I corsi azionari delle banche statunitensi sono scesi del 2,2 per cento, mentre nell'area dell'euro sono aumentati dell'11,8 per cento. Ciò riflette probabilmente le variazioni dell'inclinazione della curva dei rendimenti, su entrambe le sponde dell'Atlantico, che si è appiattita negli Stati Uniti e si è accentuata nell'area dell'euro.

**I differenziali sulle obbligazioni delle società sia finanziarie sia non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame.** I differenziali sui

rendimenti delle obbligazioni di qualità investment grade delle società non finanziarie sono diminuiti di 2 punti base, raggiungendo 44 punti base. I differenziali sui rendimenti delle obbligazioni delle società finanziarie hanno oscillato anch'essi all'interno di un intervallo molto ristretto, aumentando di 2 punti base, fino a 57 punti base. Sebbene i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie avrebbero potuto essere influenzati dall'aumento dei tassi, essi sembrano aver continuato a evidenziare una buona tenuta, riflettendo valori fondamentali del credito positivi e gli acquisti ancora in atto da parte della BCE.

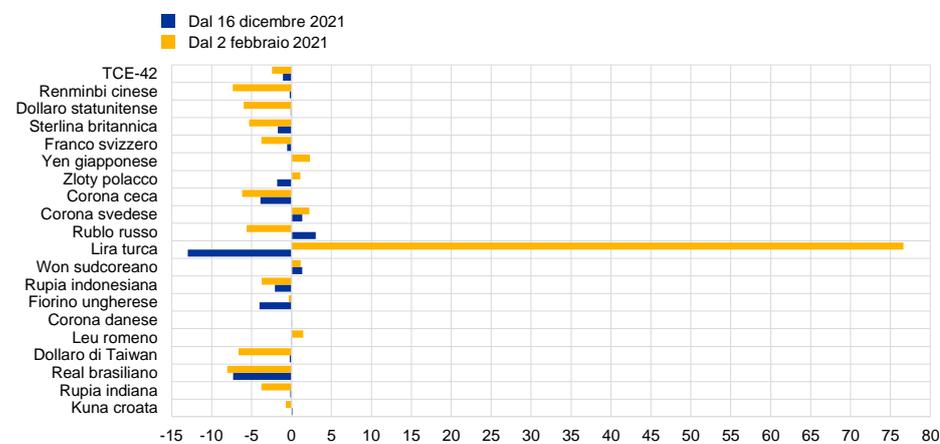
**Sui mercati dei cambi, l'euro ha continuato a deprezzarsi su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 5), riflettendo un indebolimento generalizzato nei confronti di molte delle principali valute.** Nel periodo in esame, il tasso di

cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area, si è indebolito dell'1,1 per cento. Per quanto riguarda le valute principali, l'euro si è indebolito solo in misura molto contenuta rispetto al dollaro statunitense (dello 0,1 per cento) e al renminbi cinese (dello 0,2 per cento), mentre si è deprezzato in misura lievemente più marcata nei confronti della sterlina britannica (dell'1,7 per cento) e del franco svizzero (dello 0,6 per cento). Nel contempo, l'euro si è notevolmente deprezzato rispetto alle valute di alcune delle maggiori economie emergenti, in particolare il real brasiliano (del 7,3 per cento) e la lira turca (13,0 per cento), giacché esse hanno recuperato parte delle perdite precedenti, oltre che nei confronti delle valute di gran parte degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

## Grafico 5

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 2 febbraio 2022.

### 3 Attività economica

*Nell'ultimo trimestre dello scorso anno la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha segnato un rallentamento, dopo due trimestri di forte espansione, raggiungendo tuttavia il livello precedente la pandemia alla fine del 2021. Nella parte iniziale del 2022 l'attività economica e la domanda rimarranno probabilmente moderate per diverse ragioni. Innanzitutto, le misure di contenimento stanno incidendo sui servizi al consumo, in particolare su quelli a maggiore intensità di contatto. Ciò detto, sebbene i tassi di contagio siano ancora molto elevati, attualmente l'impatto della pandemia sulla vita economica si sta dimostrando meno pregiudizievole. In secondo luogo, gli elevati costi dell'energia stanno riducendo il potere di acquisto delle famiglie e gli utili delle imprese, frenando i consumi e gli investimenti. Infine, le carenze di attrezzature, materiali e manodopera in alcuni comparti continuano a ostacolare la produzione dei beni manufatti, a causare ritardi nelle costruzioni e a rallentare la ripresa in alcuni segmenti del settore dei servizi. Vi sono segnali che queste strozzature possano iniziare ad attenuarsi, ma si protrarranno per qualche tempo.*

*Oltre il breve periodo, la crescita dovrebbe registrare un forte recupero durante il 2022, trainata da una vigorosa domanda interna. Con l'ulteriore miglioramento del mercato del lavoro, a fronte dell'incremento degli occupati e del minor numero di coloro che ancora beneficiano delle misure di integrazione salariale, le famiglie dovrebbero poter godere di un reddito più elevato e aumentare la spesa. A supportare queste prospettive favorevoli contribuiscono anche la ripresa mondiale e il continuo sostegno delle politiche monetaria e di bilancio. Misure di bilancio mirate di stimolo alla produttività e riforme strutturali, modulate in base alle condizioni dei diversi paesi dell'area dell'euro, restano fondamentali per integrare con efficacia la politica monetaria della BCE.*

*I rischi per le prospettive economiche continuano a essere ritenuti sostanzialmente bilanciati nel medio periodo. L'economia potrebbe registrare una ripresa più forte delle aspettative se le famiglie, grazie alla maggiore fiducia, risparmiassero meno rispetto alle attese. Per contro, sebbene le incertezze relative alla pandemia si siano in qualche misura attenuate, sono aumentate le tensioni geopolitiche. Inoltre, i costi dell'energia persistentemente elevati potrebbero frenare più del previsto i consumi e gli investimenti. I tempi della risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta rappresentano un rischio ulteriore per le prospettive di crescita.*

#### **Nel trimestre finale del 2021, dopo due trimestri di forte espansione, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha segnato un rallentamento.**

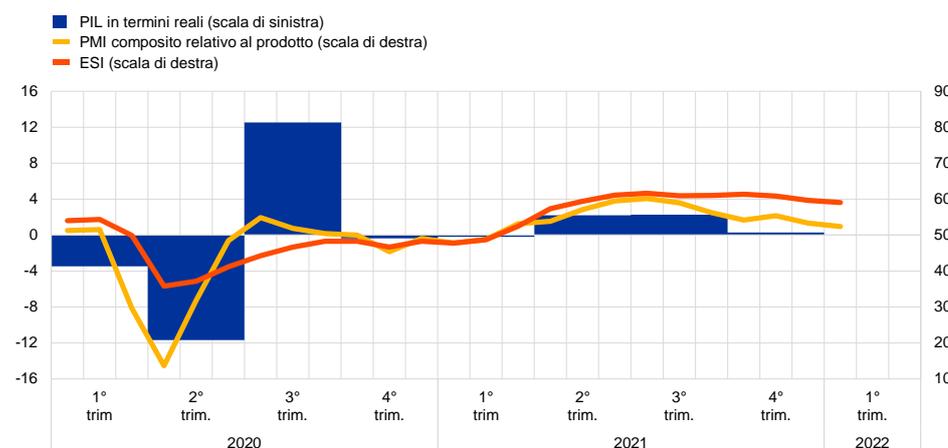
L'attività economica è aumentata dello 0,3 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno, evidenziando una chiara decelerazione rispetto ai due trimestri precedenti (cfr. il grafico 6). A seguito del più recente aumento del prodotto, attualmente il PIL si colloca in linea col suo livello precedente la pandemia, osservato nel quarto trimestre del 2019. Inoltre, l'effetto di trascinamento sulla

crescita del 2022 è pari all'1,9 per cento<sup>4</sup>. Non è ancora disponibile una scomposizione della crescita, ma gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali pubblicati suggeriscono che la domanda interna abbia fornito un contributo positivo, a fronte di un apporto sostanzialmente neutro dell'interscambio netto. Nel complesso, si stima che nel 2021 il PIL sia aumentato del 5,2 per cento, dopo il calo del 6,4 registrato nel 2020.

## Grafico 6

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

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



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

Note: le due linee indicano andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano dati trimestrali. L'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è stato standardizzato e ridefinito in modo da avere la stessa media e deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 per il PIL in termini reali e a gennaio 2022 per il PMI e l'ESI.

**Gli indicatori economici suggeriscono una prosecuzione, seppure lenta, della crescita del PIL nel primo trimestre di quest'anno e un suo successivo nuovo rafforzamento.** La decelerazione dell'attività nel quarto trimestre dello scorso anno e le aspettative che nei primi tre mesi la crescita si confermi modesta sono in linea con le nuove restrizioni imposte a causa della rapida diffusione della variante Omicron del coronavirus. Sebbene ciò abbia avuto l'impatto maggiore sul settore dei servizi, l'attività nei comparti della manifattura e delle costruzioni continua a risentire della carenza di attrezzature, materiali e manodopera. Inoltre, gli elevati costi dell'energia stanno riducendo il potere di acquisto delle famiglie e ostacolando ulteriormente i consumi privati e l'attività economica<sup>5</sup>. Le società operanti nel settore non finanziario confermano in generale questo andamento complessivo nelle prospettive a breve termine, pur confermandosi ottimiste sull'evoluzione futura della domanda (cfr. il riquadro 6).

I dati mensili più recenti mostrano che a novembre la produzione industriale è aumentata del 2,3 per cento sul mese precedente. Tuttavia, il valore medio di ottobre e novembre si è confermato inferiore, dell'1,3 per cento, ai livelli osservati in media

<sup>4</sup> Ciò implica che nel 2022 il PIL crescerebbe dell'1,9 per cento se tutti i tassi di crescita trimestrali nell'anno in corso fossero uguali a zero (il che equivale all'ipotesi secondo cui i livelli trimestrali del PIL rimangono invariati, allo stesso livello del quarto trimestre del 2021).

<sup>5</sup> Il riquadro 4 esamina il ruolo del gas naturale nella combinazione di fonti di energia nell'area dell'euro e fornisce una valutazione dell'impatto dei suoi rincari sull'attività.

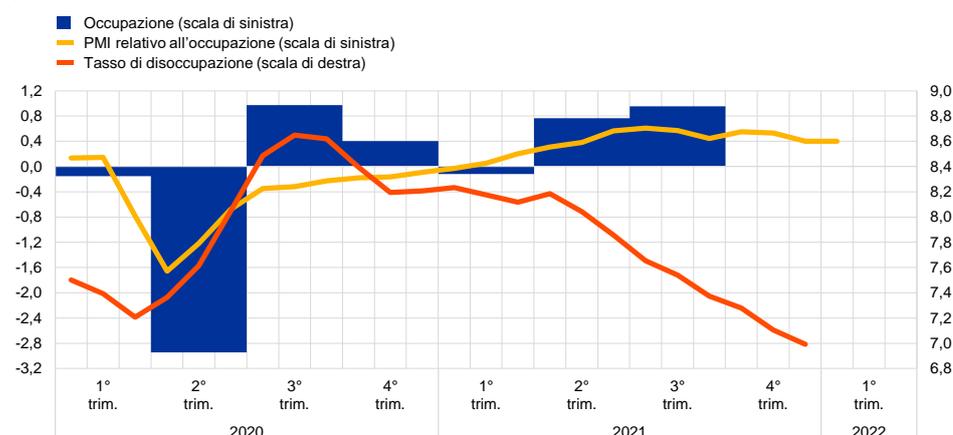
nel terzo trimestre. Il più recente indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è diminuito da 58,4 nel terzo trimestre del 2021 a 54,3 nel quarto e 52,4 in gennaio. Tale flessione è ascrivibile all'andamento di entrambi i settori manifatturiero e dei servizi. Le strozzature dal lato dell'offerta nel settore manifatturiero, rilevate dall'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori, hanno continuato ad aumentare, seppure al ritmo più contenuto osservato da gennaio dello scorso anno. Nel contempo, l'indice delle scorte di beni manifatturieri acquistati è diminuito a gennaio rispetto al massimo storico del mese precedente, mentre quello relativo alle scorte di prodotti finiti è sceso lievemente. Anche l'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è sceso a gennaio rispetto alla media osservata nel quarto trimestre. Tale flessione ha interessato in modo generalizzato sia tutti i paesi sia tutte le componenti, risultando più pronunciata nel settore dei servizi.

**A dicembre il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è sceso, mentre è continuato il supporto delle misure di integrazione salariale.** Nell'ultimo mese del 2021 il tasso era pari al 7,0 per cento, in diminuzione di 0,1 punti percentuali rispetto a novembre (cfr. il grafico 7) e di circa 0,4 punti percentuali più basso rispetto al dato di febbraio 2020, precedente la pandemia. La reintroduzione delle misure di contenimento da novembre 2021 ha comportato un aumento del ricorso a misure di integrazione salariale, che a dicembre interessavano l'1,6 per cento delle forze di lavoro, rispetto all'1,4 per cento di novembre. Secondo gli ultimi dati, nel terzo trimestre del 2021 si è registrato un aumento dell'occupazione e delle ore lavorate, pari rispettivamente all'1 e al 2,2 per cento. Tuttavia, il totale delle ore lavorate nel terzo trimestre del 2021 è rimasto inferiore dell'1,9 per cento rispetto al livello registrato nel quarto trimestre del 2019.

### Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat, IHS Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le due linee indicano andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano dati trimestrali. Il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021 per l'occupazione, a gennaio 2022 per il PMI e a dicembre 2021 per il tasso di disoccupazione.

**È proseguito il miglioramento degli indicatori a breve termine del mercato del lavoro.** Secondo la stima preliminare, a gennaio l'indicatore PMI composito mensile relativo all'occupazione per industria e servizi è rimasto invariato rispetto a dicembre, a 54,0, mantenendosi dunque al di sopra del livello soglia, pari a 50, che indica un'espansione dell'occupazione. L'indice PMI relativo all'occupazione ha segnato una ripresa significativa rispetto al minimo storico di aprile 2020 e a gennaio 2022 si è collocato in territorio espansivo per il dodicesimo mese consecutivo.

**La diffusione della variante Omicron ha comportato un indebolimento dei consumi delle famiglie e in particolare della spesa per servizi di viaggio e alloggio.** Dopo essere aumentati del 4,3 per cento nel terzo trimestre del 2021, i consumi privati sono rimasti probabilmente stagnanti verso la fine dell'anno. Il volume delle vendite al dettaglio in ottobre e novembre è aumentato in media dell'1,0 per cento rispetto al terzo trimestre. Ciò suggerisce il protrarsi della crescita dei consumi di beni verso la fine dell'anno, nonostante un lieve calo delle immatricolazioni di nuove autovetture nel quarto trimestre (0,7 per cento in meno rispetto al terzo trimestre). Tuttavia, la tenuta della spesa per beni di consumo potrebbe non costituire un segnale affidabile della domanda complessiva dei consumatori, perché il clima di fiducia di questi ultimi è sceso tra settembre e gennaio, mentre la nuova ondata della pandemia e le connesse restrizioni stanno gravando in particolare sui servizi a elevata intensità di contatti. Dopo il calo di dicembre, a gennaio il clima di fiducia nel settore del commercio al dettaglio ha registrato un miglioramento, mentre quello nel settore dei servizi all'inizio del 2022 ha continuato a diminuire per il secondo mese consecutivo. In prospettiva, la domanda nel comparto dei servizi dovrebbe rimanere debole, in particolare per i servizi al consumo ad alta intensità di contatti, quali quelli degli alloggi, della ristorazione e dei viaggi. A gennaio 2022 l'indagine della Commissione europea presso i consumatori indicava che le famiglie si attendevano un ulteriore deterioramento della propria situazione finanziaria. Nel complesso, è probabile che il perdurare dell'incertezza legata alla pandemia continui a gravare sui consumi di servizi a elevata intensità di contatti durante i mesi invernali.

**Nel quarto trimestre gli investimenti delle imprese dovrebbero essere lievemente aumentati, nonostante le avversità derivanti dalle interruzioni dal lato dell'offerta.** Nel settore dei beni di investimento, la produzione in ottobre e novembre è aumentata complessivamente dello 0,2 per cento rispetto al terzo trimestre e il PMI relativo al prodotto indica un'espansione dell'attività nel quarto trimestre. Tuttavia, rispetto al periodo precedente, il clima di fiducia si è indebolito, a indicare che l'offerta dei beni di investimento continua a risentire delle strozzature. La produzione dei mezzi di trasporto, in particolare, continua a subire le conseguenze negative delle carenze di semiconduttori e della congestione nelle catene di approvvigionamento. Di conseguenza, il grado di utilizzo della capacità produttiva è diminuito, le scorte di prodotti semilavorati sono aumentate e i tempi di consegna dei fornitori hanno continuato a prolungarsi nel settore, sebbene in misura decrescente. La produzione di altre attrezzature è rimasta più sostenuta, con un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e un contenuto accumulo di scorte di prodotti finiti. Nel complesso, gli indicatori disponibili suggeriscono che nel quarto

trimestre gli investimenti delle imprese sono cresciuti lievemente. In prospettiva, ci si attende che la crescita degli investimenti delle imprese migliori ulteriormente e l'indagine della Commissione europea per il settore dei beni di investimento indica che in gennaio sia il clima di fiducia sia il livello degli ordinativi dall'estero hanno raggiunto massimi storici. Nel contempo, nello stesso mese, i limiti alla produzione derivanti dalla carenza di capitale e di manodopera nel settore sono ulteriormente aumentati rispetto all'edizione di ottobre dell'indagine. Se da un lato gli investimenti nel breve periodo potrebbero risentire di prolungate strozzature, dall'altro le favorevoli condizioni di domanda e di finanziamento dovrebbero fornire sostegno.

**Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno segnato una ripresa nel quarto trimestre, tra il sostegno fornito dalla forte domanda e il freno imposto dalle strozzature dal lato dell'offerta.** Dopo un calo degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2021, vari indicatori di breve periodo suggeriscono una ripresa nel quarto. Il prodotto nelle costruzioni a ottobre e novembre si è collocato, in media, su un livello dell'1,2 per cento superiore al dato del terzo trimestre. Nel quarto trimestre, il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale è salito ulteriormente in territorio espansivo, mentre, secondo l'indagine della Commissione europea sulle costruzioni, i recenti andamenti dell'attività sono nettamente superiori alle medie di lungo periodo. In base ai dati desunti dalle indagini sui freni alla produzione, la ripresa nel settore delle costruzioni sembra essere trainata da fattori favorevoli dal lato della domanda, nonostante il persistere di condizioni sfavorevoli dal lato dell'offerta, derivanti soprattutto da carenze di materiali e manodopera. In prospettiva, l'incerta evoluzione dell'equilibrio tra domanda e offerta, insieme alla rapida diffusione della variante Omicron, determina un grado elevato di incertezza circa le prospettive per gli investimenti nell'edilizia residenziale nel primo trimestre del 2022. Da un lato, a gennaio si è assistito a un aumento delle carenze di materiali e manodopera, insieme ad altre limitazioni causate dal brusco aumento dei contagi da COVID-19 a seguito della diffusione della variante Omicron, e ciò suggerisce un inasprimento dei freni alla produzione del settore delle costruzioni. Dall'altro lato, le ampie consistenze di risparmi accumulati e la dinamicità dei prezzi degli immobili residenziali potrebbero sostenere ulteriormente la domanda, come dimostrano le intenzioni delle famiglie di acquistare e ristrutturare abitazioni, attestatesi nel primo trimestre del 2022 ben al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia.

**Le esportazioni di beni hanno registrato un lieve recupero al volgere dell'anno, al contrario della ripresa delle esportazioni di servizi, frenata dalla diffusione della variante Omicron.** Dopo una significativa contrazione nel terzo trimestre del 2021, a ottobre i volumi delle esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro sono aumentati (dell'1,2 per cento sul mese precedente) e le esportazioni in termini nominali deflazionate suggeriscono un ulteriore aumento mensile a novembre. L'espansione è stata particolarmente pronunciata nel settore dei macchinari e delle attrezzature e in quello dei prodotti chimici, e ciò potrebbe suggerire un lieve allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta. Sembra probabile che l'aumento dei volumi delle esportazioni si rivelerà soltanto temporaneo, considerato che non si prevede un significativo scioglimento dei blocchi nel breve termine e che gli indicatori prospettici non mostrano segni di miglioramento. Nel contempo, a ottobre il volume

delle importazioni dell'area dell'euro è aumentato dell'1,6 per cento sul mese precedente, con incrementi in termini nominali particolarmente marcati sia a ottobre sia a novembre. Sul fronte dei servizi, dopo il graduale rafforzamento dovuto alla temporanea ripresa dei viaggi, gli indicatori delle esportazioni rivelano segnali di indebolimento alla fine dell'anno, a causa della nuova ondata della pandemia che ha colpito le esportazioni dei servizi di viaggio e quelli a elevata intensità di contatto.

**Malgrado nella prima parte del 2022 l'attività economica si manterrà probabilmente modesta, nel corso dell'anno si dovrebbe assistere a una ripresa vigorosa della crescita.** Con l'ulteriore miglioramento del mercato del lavoro, a fronte dell'incremento degli occupati e del minor numero di coloro che ancora beneficiano delle misure di integrazione salariale, le famiglie dovrebbero poter godere di un reddito più elevato e aumentare la spesa. A supportare queste prospettive favorevoli contribuiscono anche la ripresa mondiale e il continuo sostegno delle politiche monetaria e di bilancio. Misure di bilancio mirate di stimolo alla produttività e riforme strutturali, modulate in base alle condizioni dei diversi paesi dell'area dell'euro, restano fondamentali per integrare con efficacia la politica monetaria della BCE. Considerando gli andamenti di medio periodo, il riquadro 2 indaga i possibili effetti a lungo termine che le attuali carenze dal lato dell'offerta potrebbero esercitare sulla crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro. Nel contempo, il riquadro 3 mostra che le variazioni nel tempo della distribuzione di produttività delle imprese hanno svolto un ruolo fondamentale nello spiegare gli andamenti della produttività nell'area. Nell'ultima indagine presso i previsori professionali ([Survey of Professional Forecasters](#)) della BCE (condotta agli inizi di gennaio) le previsioni di crescita del PIL sono state riviste al ribasso per il 2022 e al rialzo per il 2023 rispetto alla precedente edizione, condotta a ottobre 2021.

## 4 Prezzi e costi

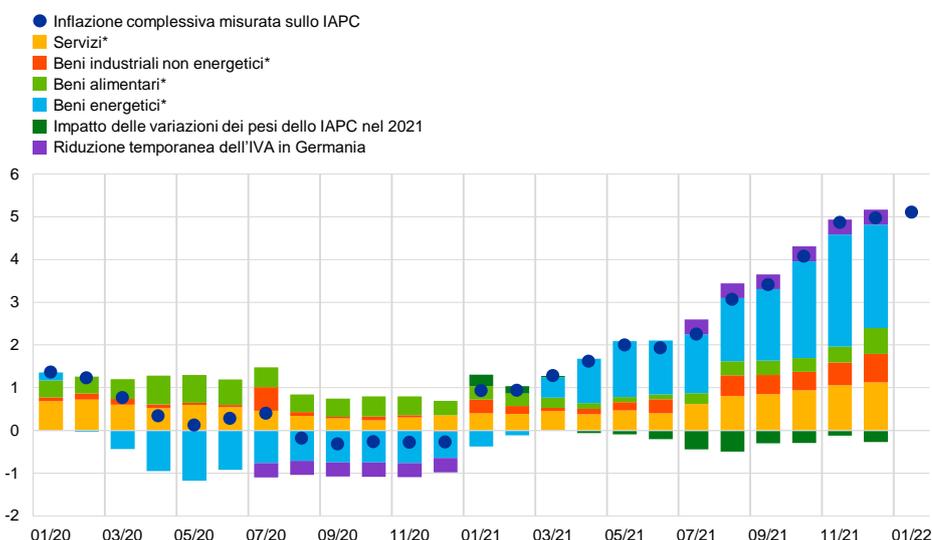
*L'inflazione è aumentata toccando il 5,1 per cento a gennaio, dal 5,0 per cento di dicembre 2021 ed è probabile che rimanga elevata nel breve periodo. I prezzi dei beni energetici continuano a rappresentare la principale determinante dell'elevato tasso di inflazione. Il loro impatto diretto ha inciso per oltre la metà sull'inflazione complessiva a gennaio e i costi energetici spingono al rialzo i prezzi in molti settori. Anche i prezzi dei beni alimentari sono cresciuti, per effetto di fattori stagionali, degli elevati costi di trasporto e del rincaro dei fertilizzanti. Inoltre, gli incrementi dei prezzi sono diventati più diffusi, con marcati rincari di numerosi beni e servizi. Le misure dell'inflazione di fondo sono in gran parte aumentate negli ultimi mesi, sebbene il ruolo dei fattori temporanei collegati alla pandemia implichi che la persistenza di tali incrementi resti incerta. Gli indicatori ricavati dal mercato suggeriscono moderazione sulle quotazioni dell'energia nel corso del 2022 e anche le pressioni sui prezzi derivanti dalle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale dovrebbero attenuarsi. Dall'ultima riunione di politica monetaria tenuta a dicembre dal Consiglio direttivo, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dai mercati sono rimaste sostanzialmente stabili su livelli appena inferiori al 2 per cento, mentre le più recenti misure basate sulle indagini si collocano intorno al 2 per cento.*

**L'inflazione misurata sullo IAPC è cresciuta ulteriormente raggiungendo il 5,1 per cento a gennaio 2022 (cfr. il grafico 8).** Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è salita al 5,1 per cento a gennaio 2022, dal 5,0 e 4,9 per cento, rispettivamente a dicembre e novembre 2021. Gli ultimi dati hanno riservato sorprese positive. Sia il livello toccato dall'inflazione complessiva a gennaio, sia il suo ulteriore incremento, sono ascrivibili in larga misura all'andamento dei prezzi dei beni energetici, che contribuiscono per oltre la metà all'inflazione complessiva. Sebbene il dato di gennaio riflettesse l'impatto al ribasso dovuto al fatto che l'effetto base derivante dalla riduzione dell'aliquota IVA in Germania nel 2020 era stato escluso dal calcolo dell'inflazione, ciò è stato più che compensato dalle perduranti pressioni al rialzo. L'inflazione misurata sullo IACP al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è diminuita toccando il 2,3 per cento a gennaio, dal 2,6 per cento di dicembre. Tale flessione ha rispecchiato una diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici (sceso al 2,3 per cento a gennaio dal 2,9 per cento di dicembre), mentre i prezzi dei servizi sono rimasti invariati al 2,4 per cento.

## Grafico 8

### Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat, elaborazioni degli esperti della BCE e Narrow Inflation Projection Exercise.

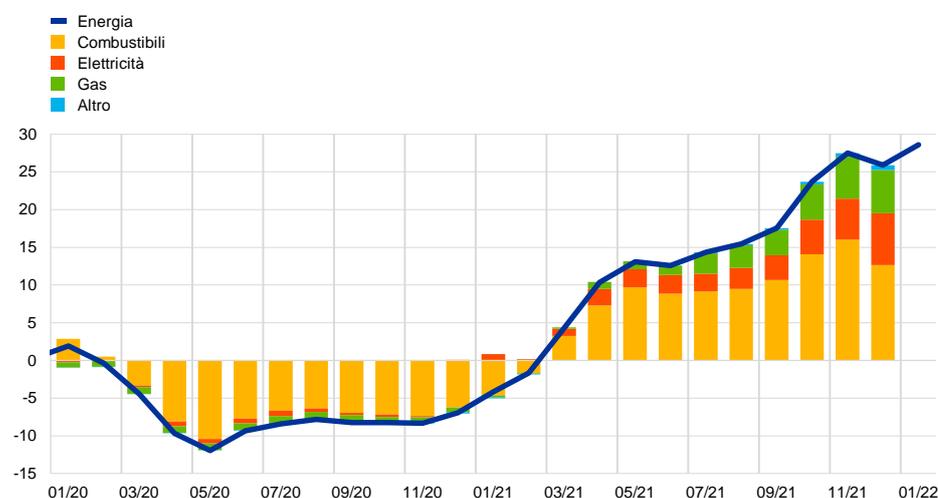
Note: nelle componenti contrassegnate da un asterisco (\*) non sono inclusi né l'impatto delle variazioni dei pesi dello IAPC nel 2021, né la riduzione temporanea dell'IVA in Germania nel 2020. L'effetto di tali ponderazioni è stimato dalla BCE. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2021. Per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si riporta la stima preliminare di gennaio 2022.

**Le componenti più volatili, cioè i beni energetici e alimentari, hanno dominato la dinamica dell'inflazione armonizzata.** L'inflazione dei beni energetici è cresciuta a gennaio, dopo il lieve rallentamento di dicembre, raggiungendo un nuovo massimo storico pari al 28,6 per cento. I dati sulle componenti dell'inflazione dei beni energetici, disponibili fino a dicembre, suggeriscono che la dinamica complessiva dell'inflazione di tali beni è sempre più riconducibile ai prezzi del gas e dell'energia elettrica (cfr. il grafico 9). Il maggiore contributo della componente del gas è stato trainato dall'aumento dei relativi prezzi all'ingrosso a livello mondiale ed europeo (cfr. il grafico 3 della sezione 1). A sua volta, ciò ha spinto al rialzo i prezzi all'ingrosso dell'energia elettrica nell'UE, poiché i prezzi dell'elettricità sono legati ai costi marginali a breve termine delle centrali elettriche. È probabile che i prezzi del gas e dell'energia elettrica abbiano anche contribuito in ampia misura alla dinamica dei prezzi dei beni energetici di gennaio, in parte per via dell'impennata dei prezzi dei prodotti energetici regolamentati in una delle maggiori economie dell'area dell'euro. L'inflazione dei beni alimentari è salita ulteriormente al 3,6 per cento a gennaio, dal 3,2 di dicembre 2021, per via dell'accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari sia freschi che trasformati. Tale dinamica potrebbe in parte riflettere un aumento dei costi di produzione e degli input derivanti dall'impennata dei prezzi dei beni energetici, ma potrebbe anche essere dovuta alle sfavorevoli condizioni meteorologiche e ai precedenti rincari delle materie prime alimentari nel mercato interno dell'UE.

## Grafico 9

### Scomposizione delle componenti energetiche dell'inflazione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "combustibili" si riferisce alla componente dello IAPC "combustibili liquidi e carburanti e lubrificanti per il trasporto privato". La voce "altro" include le voci "combustibili solidi" ed "energia per il riscaldamento" al livello di aggregazione a 5 cifre della classificazione dei consumi individuali per finalità COICOP (classification of individual consumption according to purpose). L'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2022 per l'energia complessiva e a dicembre 2021 per i vari contributi.

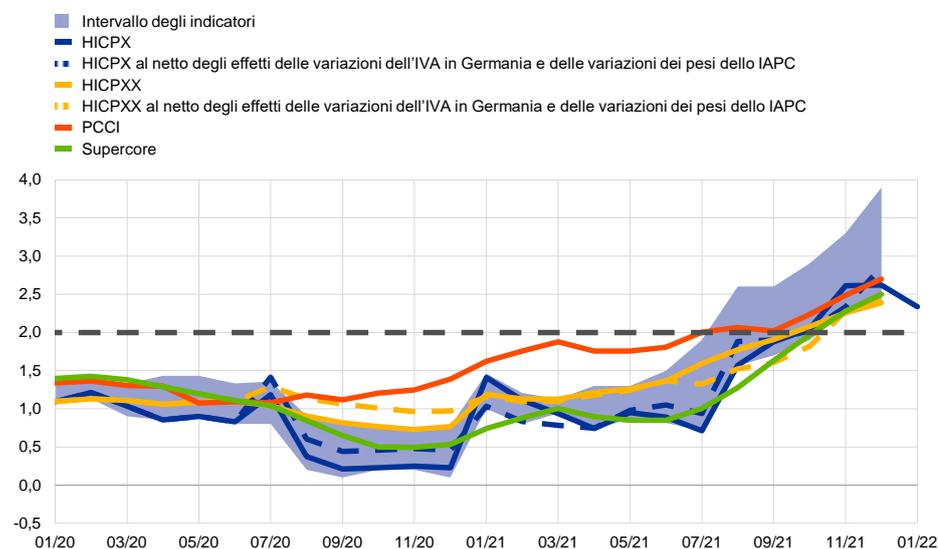
**Gli indicatori dell'inflazione di fondo sono rimasti su livelli elevati, ma ciò riflette in parte gli effetti indiretti dei prezzi dell'energia e dei fattori temporanei legati alla pandemia (cfr. il grafico 10).** A gennaio l'indicatore dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è sceso al 2,3 per cento dal 2,6 per cento di dicembre. Le varie misure dell'inflazione di fondo hanno registrato un andamento al rialzo fino a dicembre, ultimo mese per cui vi è disponibilità di dati. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia, alimentari, voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è salita dal 2,1 per cento di ottobre al 2,4 per cento di dicembre, mentre nello stesso periodo la componente comune e persistente dell'inflazione (persistent and common component of inflation, PCCI) ricavata dai modelli è passata dal 2,2 al 2,7 per cento. L'indicatore Supercore, comprendente voci che risentono del ciclo economico, è cresciuto per il sesto mese consecutivo e in misura considerevole, passando dal 2,0 per cento a ottobre al 2,5 per cento a dicembre. Sebbene l'intero gruppo di indicatori dell'inflazione di fondo si sia spostato al di sopra del 2 per cento, tale andamento rispecchia gli effetti indiretti dell'impennata dei prezzi dei beni energetici e le ricadute associate alle riaperture e alle strozzature dal lato dell'offerta<sup>6</sup>. La persistenza di questi aumenti resta incerta, poiché non è chiaro quando verranno meno i fattori temporanei legati alla pandemia.

<sup>6</sup> Le medie troncate, che rimuovono circa il 5 o il 15 per cento da ogni estremità della distribuzione delle variazioni dei prezzi sui dodici mesi, si collocano ben al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento perché includono alcune componenti energetiche che attualmente presentano tassi d'inflazione molto elevati. Per ulteriori informazioni su questi e altri indicatori dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo [Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

## Grafico 10

### Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto di beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie troncate del 10 e del 30 per cento e mediana ponderata. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2021 per tutti gli indicatori ad eccezione dello HICPX, che è stato ricavato dalla stima preliminare di gennaio 2022.

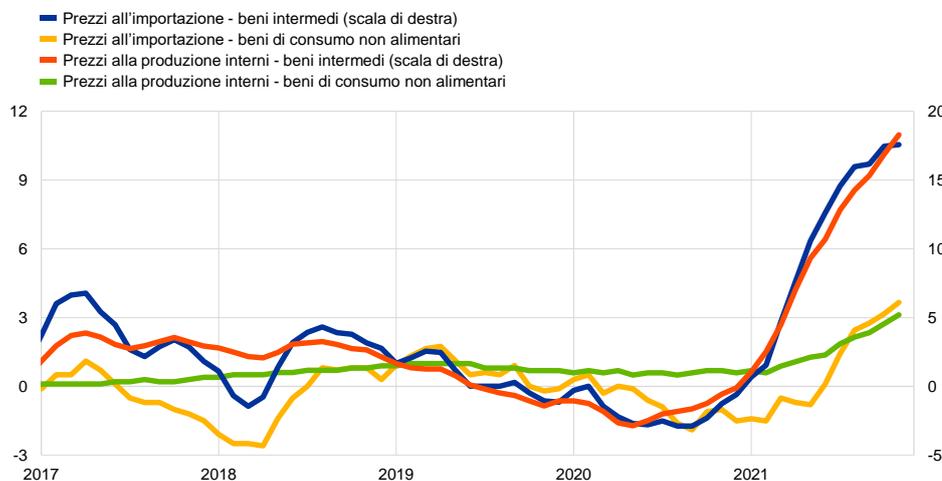
**A novembre le pressioni inflazionistiche per i beni industriali non energetici hanno continuato a crescere (cfr. il grafico 11).** Le strozzature dal lato dell'offerta e i rincari delle materie prime a livello mondiale, rafforzati dal deprezzamento dell'euro, stanno incidendo sui costi di produzione delle imprese. Nelle prime fasi della catena produttiva e di formazione dei prezzi, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per le vendite di beni intermedi sul mercato interno è nuovamente cresciuto in maniera pronunciata; è infatti passato dal 16,9 per cento a ottobre al 18,3 per cento a novembre, mentre quello dei prezzi all'importazione dei beni intermedi ha registrato un incremento dal 17,5 per cento di ottobre al 17,6 per cento di novembre. Le pressioni inflazionistiche si sono propagate agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi: l'inflazione dei prezzi alla produzione sul mercato interno di beni di consumo non alimentari ha toccato un nuovo massimo storico, passando dal 2,7 per cento di ottobre al 3,1 per cento di novembre. Nel contempo, l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è aumentata ulteriormente dal 3,2 per cento di ottobre al 3,7 per cento di novembre, probabilmente a causa, in parte, del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nell'ultimo anno. Dati recenti raccolti dalla BCE nell'ambito dell'indagine telefonica presso le imprese indicano che i prezzi sono stati adeguati più frequentemente rispetto al passato per evitare la compressione dei margini e che avrebbero continuato ad aumentare per gran parte del 2022<sup>7</sup>. Tuttavia, nell'attuale contesto pandemico permane una notevole incertezza circa il grado di trasmissione di queste pressioni all'origine ai prezzi dei beni di consumo.

<sup>7</sup> Cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 11

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

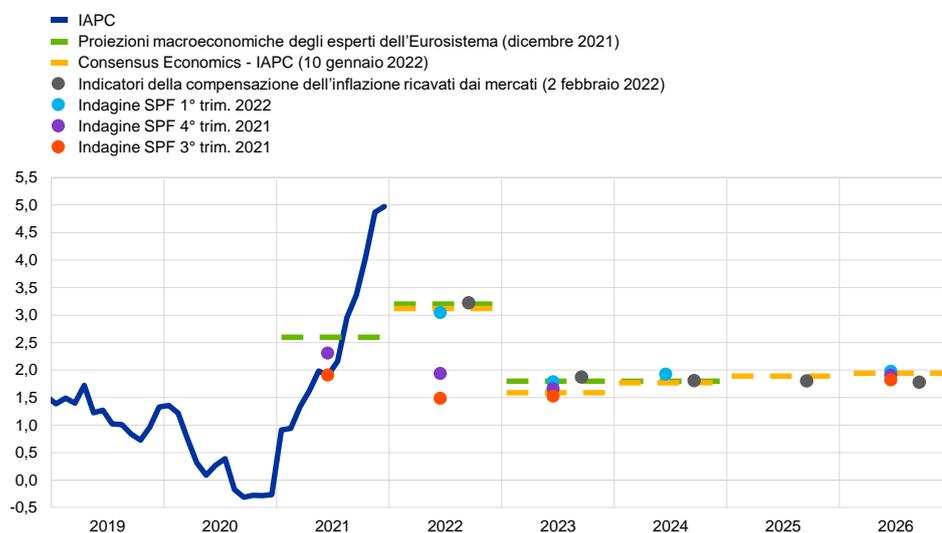
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2021.

**Gli indicatori delle aspettative di inflazione per l'area dell'euro ricavate dai mercati sono rimasti sostanzialmente invariati nel medio-lungo periodo, mentre le misure delle aspettative di inflazione di più lungo termine desunte dalle indagini sono leggermente cresciute all'inizio del 2022.** Gli indicatori a più lungo termine della compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati non hanno sostanzialmente mostrato alcuna variazione significativa nel periodo in esame. A fronte della modesta attività di negoziazione di fine anno, il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte di cinque anni è aumentato lievemente, a circa il 2 per cento agli inizi di gennaio, per poi retrocedere di nuovo all'1,84 per cento alla fine del periodo in esame. Ciononostante, i mercati hanno rivisto al rialzo i tassi di inflazione dell'area dell'euro sul periodo corrispondente per i prossimi mesi. Il fatto che a dicembre 2021 l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area si sia rivelata superiore alle aspettative per il sesto mese consecutivo potrebbe aver ulteriormente indotto gli operatori di mercato a cercare una compensazione dell'inflazione lievemente più elevata nei prossimi mesi. Secondo l'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al primo trimestre del 2022, svolta dalla BCE nella prima settimana di gennaio, le aspettative di inflazione a più lungo termine sono cresciute ulteriormente attestandosi al 2,0 per cento, dall'1,9 e 1,8 per cento delle due precedenti edizioni. Al contempo, le previsioni di Consensus Economics di gennaio sono rimaste invariate all'1,9 per cento rispetto a ottobre 2021 (cfr. il grafico 12).

## Grafico 12

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), *Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, dicembre 2021* ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indicatori delle serie relative alla compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati sono basati sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sul tasso a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori della compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 2 febbraio 2022. L'indagine della BCE presso i previsori professionali relativa al primo trimestre del 2022 è stata svolta tra il 7 e il 13 gennaio 2022. I dati di Consensus Economics sono aggiornati al 10 gennaio 2022. I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 1° dicembre 2021.

## 5 Moneta e credito

*La creazione di moneta nell'area dell'euro è stata sostenuta dai provvedimenti in vigore e ha continuato a normalizzarsi a dicembre 2021, riflettendo degli effetti base. Gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema hanno continuato a essere la principale fonte di creazione di moneta. La crescita dei prestiti alle imprese è aumentata, beneficiando delle condizioni di finanziamento favorevoli e del miglioramento della situazione economica, sebbene siano anche aumentati i rischi legati alla pandemia. Secondo l'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, nel quarto trimestre del 2021 la domanda di prestiti ha continuato a salire, con i criteri di concessione del credito che hanno subito un inasprimento molto lieve per i prestiti alle imprese e sono rimasti invariati per i mutui per l'acquisto di abitazioni.*

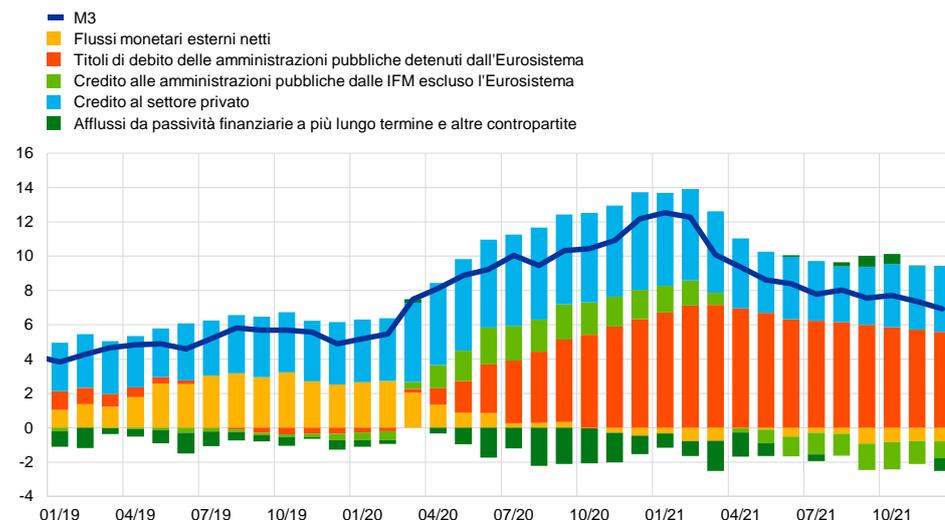
**A dicembre 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio ha proseguito il rallentamento avviato all'inizio dello scorso anno.** Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito al 6,9 per cento a dicembre, dal 7,4 per cento di novembre (cfr. il grafico 13), risentendo dell'effetto base negativo legato all'aumento eccezionale di liquidità osservato a dicembre 2020. Il ritmo trimestrale di crescita della moneta si è approssimato alla sua media di più lungo periodo, con le dinamiche di più breve periodo di M3 che hanno continuato a beneficiare del significativo sostegno offerto dalle misure di policy adottate in risposta alla pandemia. Per quanto riguarda le componenti di M3, la crescita è stata trainata principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. Poiché è proseguita la moderazione dei tassi di crescita dai livelli elevati osservati nel 2020, durante il primo anno della pandemia di coronavirus (COVID-19), a dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è sceso ulteriormente, al 9,8 per cento, riflettendo la normalizzazione dell'incremento dei depositi a vista. I depositi delle imprese hanno continuato ad aumentare in maniera robusta, mentre la crescita dei flussi di depositi delle famiglie è rimasta al di sotto della sua media precedente la crisi per il terzo mese consecutivo. Gli altri depositi a breve termine hanno fornito un contributo negativo alla crescita di M3, riflettendo un calo della domanda di depositi a termine, mentre gli strumenti negoziabili hanno fornito ulteriore sostegno grazie alla forte domanda di fondi del mercato monetario.

**La creazione di moneta ha continuato a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema.** Come nei trimestri precedenti, gli acquisti netti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 13). La crescita di M3 è stata sostenuta anche dal maggiore contributo del credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi). Tuttavia, tre fattori hanno lievemente frenato la creazione di moneta: in primo luogo, il credito bancario alle amministrazioni pubbliche ha fornito un contributo negativo per effetto della vendita di titoli di Stato (cfr. l'area verde chiaro degli istogrammi); in secondo luogo, sono proseguiti i deflussi monetari esterni netti, in concomitanza con un indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro (cfr. l'area gialla degli istogrammi); in terzo luogo, i deflussi

da altre contropartite hanno più che compensato gli afflussi da passività a più lungo termine (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi), che hanno beneficiato delle condizioni favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT).

### Grafico 13 M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

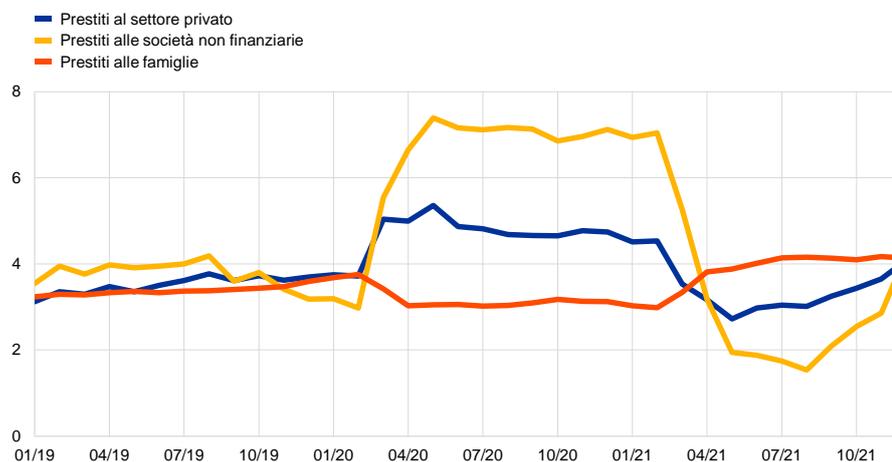
Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da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

**A dicembre 2021 la crescita dei prestiti al settore privato è aumentata.** Il credito alle imprese e alle famiglie ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e della ripresa economica in atto. La crescita dei prestiti al settore privato è salita al 4,0 per cento a dicembre, dal 3,6 di novembre, trainata dall'andamento dei prestiti alle imprese, nonché da un effetto base positivo (cfr. il grafico 14). A dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è aumentato nettamente, al 4,2 per cento, dal 2,9 per cento di novembre, sostenuto da un incremento dei prestiti sia nel segmento a breve, sia in quello a più lungo termine. L'aumento dei prestiti a più breve termine è riconducibile al persistere di strozzature dal lato dell'offerta, in un contesto in cui l'accresciuto fabbisogno di capitale circolante è rafforzato dai maggiori costi dell'energia. Il vigore dei prestiti con scadenze oltre il breve termine può invece essere ricondotto all'aumento della domanda di prestiti per finanziare investimenti fissi. Nel contempo, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie è aumentato solo marginalmente a dicembre, al 4,2 per cento (cfr. il grafico 14). Ciò è principalmente riconducibile alla robusta dinamica dei mutui ipotecari, dato che la crescita del credito al consumo è rimasta debole. Nel complesso, l'andamento dei prestiti cela differenze tra i vari paesi dell'area

dell'euro, che riflettono, tra l'altro, l'impatto disomogeneo della pandemia e l'eterogeneità della ripresa economica tra i vari paesi<sup>8</sup>.

#### Grafico 14 Prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

**In base ai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2022, nel quarto trimestre del 2021 i criteri per la concessione del credito alle imprese si sono inaspriti molto lievemente, mentre quelli per i mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati (cfr. il grafico 15).**

Alla luce di una valutazione generalmente positiva delle prospettive economiche, le banche continuano a stimare i rischi di credito alle imprese in maniera nel complesso favorevole, nonostante i maggiori rischi legati alla pandemia, in particolare quelli connessi a strozzature dal lato dell'offerta. Le banche hanno segnalato che le percezioni dei rischi hanno avuto un effetto di allentamento netto sui criteri di concessione del credito, mentre la tolleranza al rischio delle banche ha avuto un lieve effetto restrittivo. Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, la tolleranza al rischio delle banche e i loro costi di provvista hanno avuto un lieve effetto restrittivo, mentre le percezioni dei rischi e la concorrenza hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro. Per il primo trimestre del 2022 le banche dell'area dell'euro si attendono criteri di concessione dei prestiti alle imprese sostanzialmente invariati e un ulteriore irrigidimento di quelli per i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

#### **Le banche hanno segnalato che la domanda di prestiti è aumentata**

**notevolmente nel quarto trimestre del 2021.** La crescita della domanda di prestiti da parte delle imprese, la più elevata dall'aumento straordinario registrato nella prima metà del 2020, va ricondotta sia al maggiore fabbisogno di capitale circolante, derivante dalla ricostituzione delle scorte a seguito delle strozzature dal lato dell'offerta, sia al finanziamento degli investimenti a più lungo termine. L'ulteriore

<sup>8</sup> Cfr. il riquadro *L'impatto economico eterogeneo della pandemia nei paesi dell'area dell'euro* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

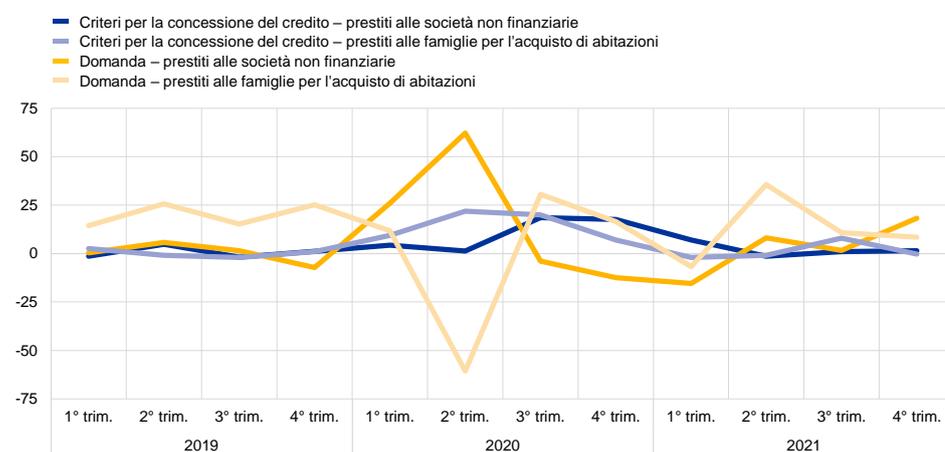
aumento della domanda di prestiti alle famiglie nel quarto trimestre del 2021 è stato sostenuto dal miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e dal livello storicamente basso dei tassi di interesse. Per il primo trimestre del 2022 le banche si attendono un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese e da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

**L'indagine suggerisce altresì che, nel complesso, le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE abbiano sostenuto l'attività di intermediazione creditizia delle banche.** Le banche dell'area dell'euro hanno indicato che il loro accesso al finanziamento al dettaglio e all'ingrosso ha continuato a migliorare nel quarto trimestre del 2021, mentre il loro accesso ai mercati monetari, al finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito e alle cartolarizzazioni è rimasto sostanzialmente invariato. Nel contempo, hanno segnalato un costante rafforzamento delle proprie posizioni patrimoniali nel 2021, in un contesto caratterizzato da interventi di regolamentazione e di vigilanza, nonché un lieve inasprimento netto dei propri criteri di concessione di prestiti alle imprese e per il credito al consumo, riconducibile all'incidenza dei crediti deteriorati. Inoltre, le garanzie pubbliche connesse con la pandemia hanno continuato a sostenere i criteri di concessione del credito applicati dalle banche ai prestiti alle imprese nella seconda metà del 2021.

### Grafico 15

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

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



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

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

### I tassi sui prestiti bancari continuano a collocarsi su livelli storicamente bassi.

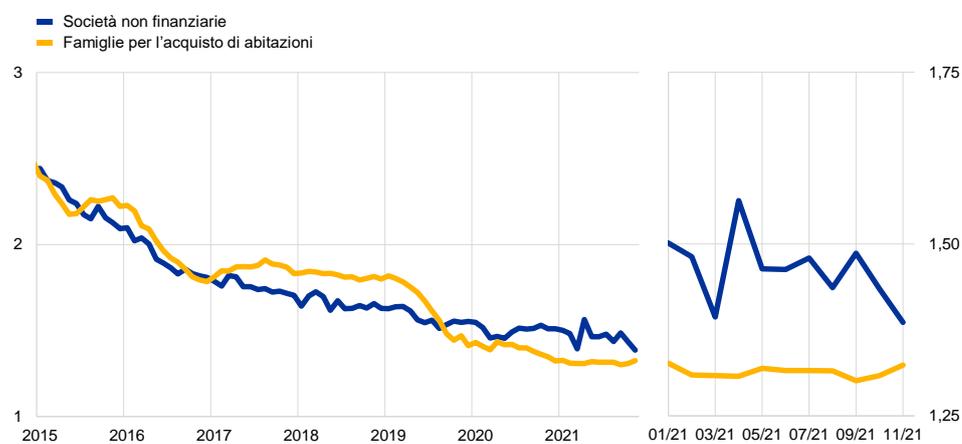
A novembre 2021 il tasso composito sui prestiti bancari alle società non finanziarie è tornato al minimo storico di marzo 2021, quando si era attestato all'1,39 per cento, mentre l'analogo tasso sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente invariato all'1,32 per cento (cfr. il grafico 16). Il calo dei tassi sui

prestiti alle imprese è stato generalizzato tra i maggiori paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il differenziale fra i tassi bancari sui prestiti di dimensioni molto esigue e quelli sui prestiti di importo elevato si è ampliato nuovamente, pur rimanendo al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, principalmente per effetto dei cali dei tassi sui prestiti di importo elevato. L'aumento dei rendimenti obbligazionari dovrebbe trasmettersi gradualmente ai rendimenti dell'area dell'euro, il che eserciterebbe una pressione al rialzo sui tassi interni applicati ai prestiti. Le misure di politica monetaria della BCE hanno sinora impedito un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, che avrebbe amplificato l'impatto negativo delle nuove varianti del COVID-19 sull'economia dell'area dell'euro.

### Grafico 16

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

# Riquadri

## 1 Andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – un aggiornamento

a cura di **Sofía Cuquerella Ricarte, Ramon Gomez-Salvador e Gerrit Koester**

**Dopo che negli Stati Uniti l'inflazione complessiva aveva già raggiunto livelli molto elevati nella prima metà del 2021, anche nell'area dell'euro l'inflazione ha registrato un aumento molto rapido nella seconda metà dell'anno, pur rimanendo ben al di sotto del dato statunitense.** Il raffronto tra gli andamenti dell'inflazione nelle due aree economiche potrebbe aiutare a distinguere i fattori idiosincratici da quelli legati alla posizione ciclica, tenendo conto del ritardo con cui l'area dell'euro segue il ciclo statunitense. Negli Stati Uniti a dicembre 2021 l'inflazione misurata dall'indice dei prezzi al consumo (IPC) statunitense aveva raggiunto il 7,0 per cento, segnando un rialzo di 5,6 punti percentuali da gennaio 2021, a fronte di un'inflazione complessiva misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) che nell'area dell'euro si attestava al 5,0 per cento, in rialzo di 4,1 punti percentuali da gennaio 2021 (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. A dicembre l'inflazione dei beni energetici ha fornito un contributo all'inflazione complessiva di 2,2 punti percentuali negli Stati Uniti e di 2,5 punti percentuali nell'area dell'euro, ovvero circa la metà dell'inflazione complessiva dell'area dell'euro e circa un terzo di quella degli Stati Uniti per quello stesso mese<sup>2</sup>. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a gennaio 2022 nell'area dell'euro l'inflazione complessiva è lievemente aumentata, al 5,1 per cento.

---

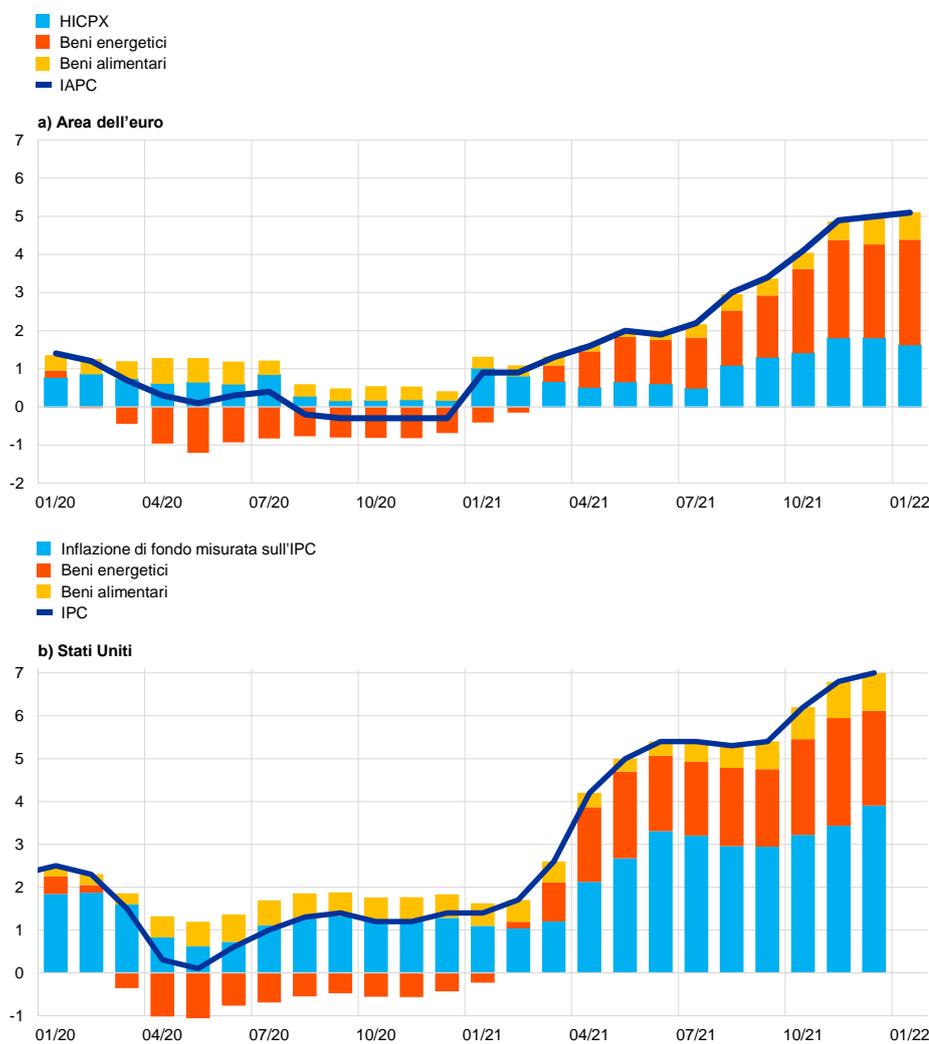
<sup>1</sup> Per rendere più agevole un confronto con l'area dell'euro, il presente riquadro si concentra sugli andamenti dell'inflazione misurata sull'IPC negli Stati Uniti, piuttosto che sugli andamenti dell'indice dei prezzi statunitense relativo alla spesa complessiva per consumi personali (SCP). Sebbene un indicatore dell'inflazione misurata sullo IAPC sia disponibile anche per gli Stati Uniti, la scelta ricade sull'IPC poiché consente un maggior livello di dettaglio dal punto di vista analitico.

<sup>2</sup> Per una discussione sugli andamenti fino ad agosto 2021, cfr. il riquadro [Raffronto tra gli andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Inflazione complessiva

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



Fonti: Bureau of Labor Statistics statunitense ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2021 per gli Stati Uniti e a gennaio 2022 (stima preliminare) per l'area dell'euro.

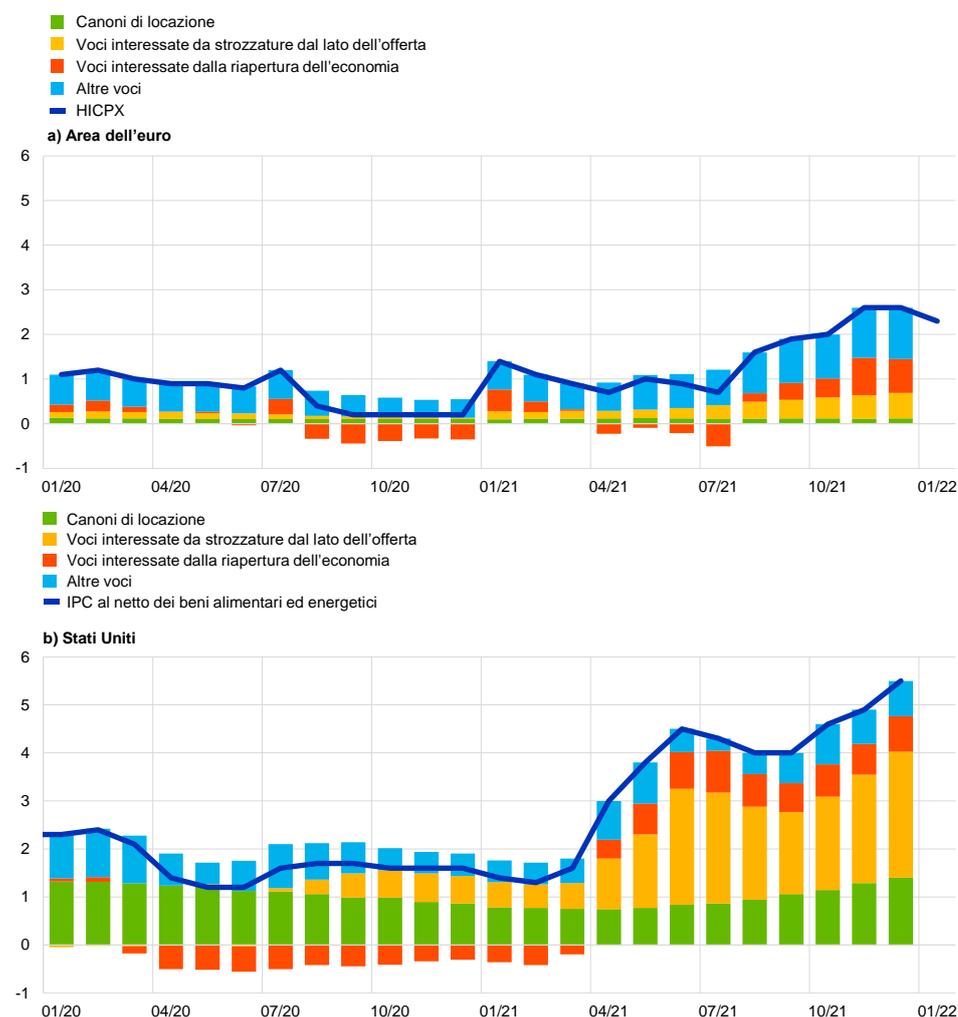
**La maggior parte della differenza negli andamenti dell'inflazione complessiva è dovuta all'aumento dell'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari, di gran lunga più marcato negli Stati Uniti (dove il livello di partenza era anche più elevato) rispetto all'area dell'euro.** Nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) ha iniziato ad aumentare nella seconda metà del 2021 e a dicembre si è attestata al 2,6 per cento, ossia 1,4 punti percentuali in più rispetto al livello precedente la crisi, che a febbraio 2020 era pari all'1,2 per cento. Negli Stati Uniti, invece, l'inflazione misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici, che era risultata notevolmente più elevata prima della pandemia (2,4 per cento a febbraio 2020), ha iniziato a subire un'impennata già a partire da aprile 2021 ed è aumentata in misura molto più marcata (di 3,1 punti percentuali) fino a raggiungere il 5,5 per cento a dicembre 2021 (cfr. i grafici A e B). Parte dell'aumento dell'inflazione misurata sullo HICPX osservata nell'area dell'euro nella seconda metà del 2021 è riconducibile a effetti base derivanti dalla temporanea

riduzione dell'imposta sul valore aggiunto in Germania nella seconda metà del 2020. Al netto di questo fattore temporaneo, l'inflazione misurata sullo HICPX nell'area dell'euro sarebbe stata inferiore di circa 0,2 punti percentuali in ciascun mese della seconda metà del 2021, determinando uno scarto ancora più marcato tra l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a gennaio 2022 l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è diminuita, portandosi al 2,3 per cento.

## Grafico B

### Inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici

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



Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le voci interessate da strozzature dal lato dell'offerta comprendono autovetture nuove, autovetture di seconda mano, pezzi di ricambio e accessori per mezzi personali di trasporto, arredamento e dotazioni domestiche (incluse le apparecchiature elettroniche). Le voci interessate dalla riapertura dell'economia comprendono abbigliamento e calzature; attività ricreative e culturali; servizi ricreativi; alberghi/motel; prezzi dei voli internazionali e interni. I canoni di locazione comprendono i canoni effettivi pagati dai locatari e, negli Stati Uniti, anche gli affitti imputati per le abitazioni di proprietà. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2021 per gli Stati Uniti e a gennaio 2022 (stima preliminare) per l'area dell'euro.

**Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti le voci interessate da strozzature dal lato dell'offerta e dalla riapertura dell'economia sono fattori determinanti dell'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici.** Come si evince dal grafico B, un fattore importante per quanto riguarda le differenze fra inflazione al

netto dei beni alimentari ed energetici negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è rappresentato dai canoni di locazione, il cui contributo è molto più significativo negli Stati Uniti. Ciò in parte si collega al fatto che i canoni di locazione hanno registrato una crescita molto più vigorosa negli Stati Uniti, ma riflette anche la maggiore ampiezza della quota di affitti presente nel paniere dei consumi statunitense, che comprende non solo gli affitti effettivi ma anche gli affitti imputati per le abitazioni di proprietà. Se da un lato l'impatto degli affitti può contribuire a spiegare le differenze osservate fra il livello di inflazione dell'area dell'euro e quello degli Stati Uniti, e questo anche prima della pandemia, d'altro canto l'elevato livello di inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici osservato di recente è stato determinato principalmente da strozzature dal lato dell'offerta, nonché da effetti connessi con la riapertura dell'economia. Le strozzature lungo la filiera produttiva hanno influito particolarmente sui prezzi delle autovetture sia nuove che usate, dei componenti automobilistici e dell'arredamento e le dotazioni domestiche. Negli Stati Uniti i prezzi relativi a questo insieme di voci sono aumentati notevolmente nel secondo trimestre del 2021 e, dopo una breve distensione, hanno ripreso a crescere nell'ultimo trimestre dell'anno. In particolare, a dicembre i soli prezzi delle autovetture usate hanno fornito un contributo all'inflazione misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici pari a circa 1,6 punti percentuali. Nel complesso, a dicembre le voci interessate da strozzature dal lato dell'offerta hanno contribuito per 2,6 punti percentuali al tasso di crescita sui dodici mesi dell'inflazione di fondo misurata sull'IPC negli Stati Uniti (cfr. il grafico D), mentre il contributo medio mensile di questo aggregato di voci nel periodo 2015-2019 era stato lievemente negativo. L'incidenza di questo aggregato è aumentata anche nell'area dell'euro, sebbene il suo contributo mensile all'inflazione misurata sullo HICPX sia rimasto fra 0,5 e 0,6 punti percentuali circa fino a dicembre 2021 e sia, pertanto, notevolmente inferiore rispetto a quanto osservato negli Stati Uniti (cfr. il grafico B). Inoltre, i prezzi di alcuni beni e servizi sono tornati a salire in virtù della riapertura dell'economia, tornando su livelli pari o persino superiori a quelli pre-crisi. Negli Stati Uniti tale ripresa si nota nei prezzi del vestiario e, per quanto riguarda i servizi, nei prezzi dei servizi di viaggio e in quelli dei trasporti, tutti fortemente aumentati a seguito dell'allentamento delle misure di contenimento. Tali voci hanno contribuito in misura sostanziale all'inflazione di fondo misurata sull'IPC nel secondo trimestre del 2021 e hanno confermato la propria significatività nell'ultimo trimestre, con valori fra 0,7 e 0,8 punti percentuali circa sul periodo corrispondente (a fronte di un contributo storico pari a 0,04 punti percentuali). Nell'area dell'euro il contributo riconducibile alle riaperture ha iniziato ad aumentare solo a partire dalla fine dell'estate, in parte per effetto del successivo attenuarsi delle misure di contenimento, ma negli ultimi mesi è stato di un'entità comparabile con quanto osservato negli Stati Uniti.

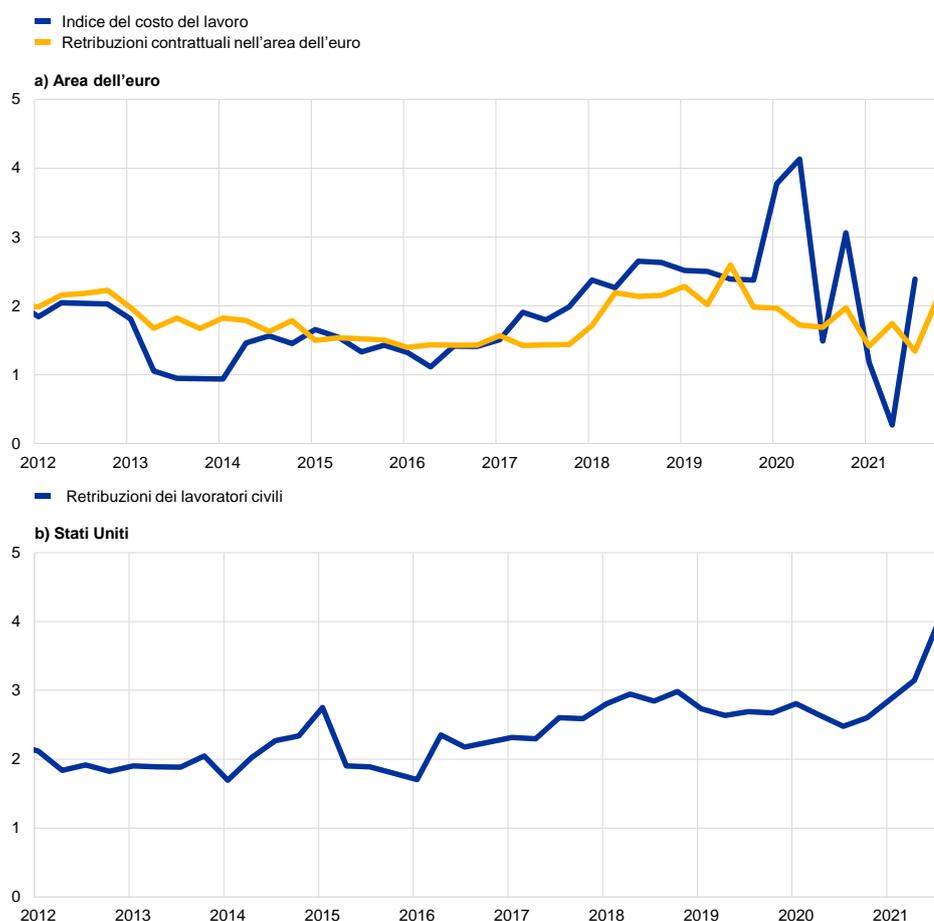
**Per quanto riguarda le determinanti di fondo degli andamenti dell'inflazione, il ciclo economico negli Stati Uniti si trova in una fase più avanzata rispetto all'area dell'euro e le tensioni sul mercato del lavoro statunitense sono aumentate, circostanza che ha iniziato a riflettersi in alcune pressioni al rialzo sui salari.** Negli Stati Uniti il PIL in termini reali aveva già superato il proprio livello pre-crisi nel secondo trimestre del 2021, mentre nell'area dell'euro il PIL è tornato sui livelli pre-crisi solo nel quarto trimestre del 2021. Negli Stati Uniti il grado di tensione sul mercato del lavoro è aumentato bruscamente negli ultimi mesi e l'indice del costo

del lavoro relativo ai dipendenti civili ha mostrato un incremento relativamente consistente (cfr. la figura C). Ciò contrasta con la situazione nell'area dell'euro, dove finora la crescita salariale, misurata in base alle retribuzioni contrattuali o, ad esempio, all'indice del costo del lavoro, è rimasta piuttosto contenuta. Occorre ricordare che gli indicatori salariali sono distorti dagli effetti della crisi, fra cui il ruolo rilevante svolto dalle misure di integrazione salariale, soprattutto nell'area dell'euro, il che rende più complicata la loro interpretazione.

### Grafico C

#### Andamenti dei salari e del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, rapporto, quota di intervistati)



Fonti: Bureau of Labor Statistics statunitense, NBER, BCE, Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: l'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2021. Negli Stati Uniti i lavoratori civili comprendono i lavoratori in attività economiche private non agricole, ad eccezione di quelli occupati presso delle famiglie, e i lavoratori del settore pubblico, ad eccezione del governo federale. Gli indicatori salariali sono distorti dagli effetti della crisi, che ne complicano l'interpretazione.

#### I rialzi inattesi manifestatisi nei dati sull'inflazione degli ultimi trimestri hanno continuato a essere più significativi negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

Le previsioni elaborate su base mensile da Consensus Economics (cfr. il pannello a) del grafico D) evidenziano che negli ultimi mesi l'inflazione si è collocata su livelli superiori alle aspettative sia nell'area dell'euro sia, in misura perfino maggiore, negli Stati Uniti. In prospettiva, secondo le ultime previsioni mensili di Consensus Economics pubblicate a gennaio di quest'anno, l'inflazione complessiva rimarrà elevata per la maggior parte del 2022 sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro.

Nell'insieme, l'inflazione complessiva negli Stati Uniti, che prima dell'inizio della pandemia aveva superato il 2 per cento, dovrebbe rimanere al di sopra di tale percentuale per un periodo molto più lungo rispetto all'area dell'euro (cfr. i pannelli a) e b) del grafico D).

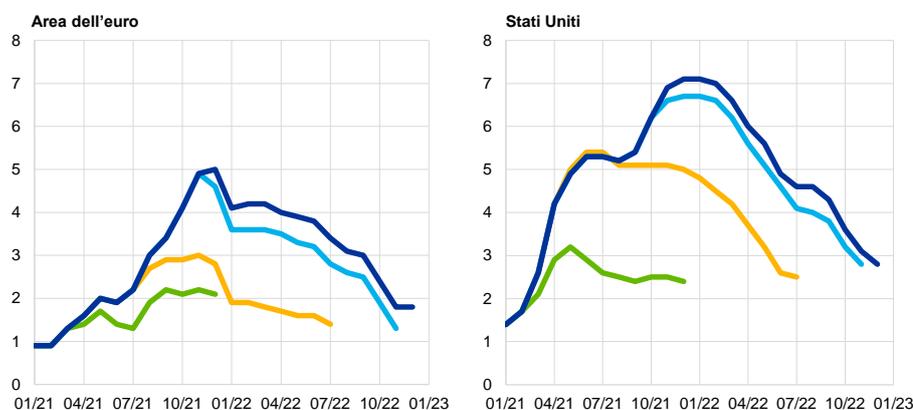
### Grafico D

Aspettative di inflazione desunte dalle indagini di Consensus Economics per l'inflazione complessiva misurata sull'IPC per gli Stati Uniti e per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC per l'area dell'euro

#### a) Previsioni di inflazione mensili

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

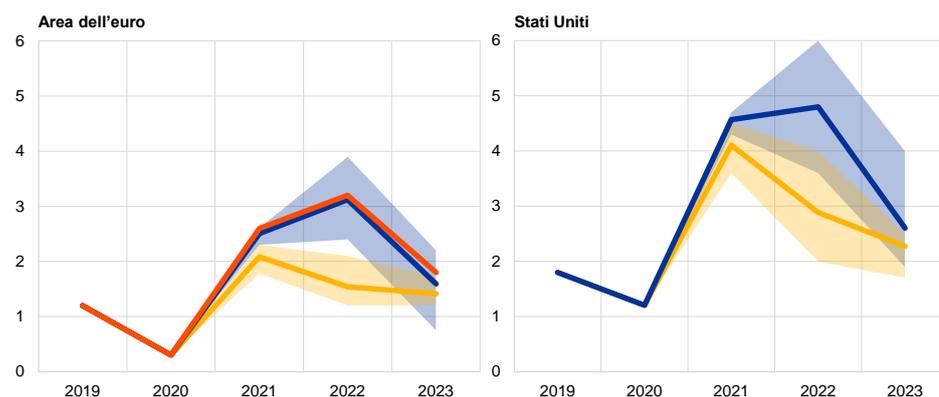
- Marzo 2021
- Agosto 2021
- Dicembre 2021
- Gennaio 2022



#### b) Previsioni di inflazione annuali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- Previsione media di Consensus Economics (agosto 2021)
- Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema (dicembre 2021)
- Previsione media di Consensus Economics (gennaio 2022)



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

Nota: nel pannello b) le aree ombreggiate blu e le aree ombreggiate gialle indicano gli intervalli di previsione inclusi nelle indagini di Consensus Economics.

**In un'ottica futura, il grado di incertezza che caratterizza le prospettive di inflazione sembra essere molto più elevato negli Stati Uniti che nell'area dell'euro.** Secondo le ultime previsioni di Consensus Economics pubblicate a gennaio 2022, l'inflazione complessiva nell'area dell'euro dovrebbe collocarsi al 3,1 per cento nel 2022 e all'1,6 per cento nel 2023. Ciò è sostanzialmente in linea con le

proiezioni macroeconomiche di dicembre 2021 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedevano un tasso di inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro pari al 3,2 per cento nel 2022 e all'1,8 nel 2023 e nel 2024. L'intervallo delle previsioni annuali di Consensus Economics, che può essere considerato una misura dell'incertezza, risulta particolarmente ampio per il 2022 e lievemente più ristretto per il 2023. Per il 2023 tutte le previsioni annuali incluse nell'edizione di gennaio 2022 dell'indagine di Consensus Economics indicano un tasso di inflazione nell'area dell'euro compreso tra lo 0,8 e il 2,2 per cento, mentre per gli Stati Uniti tutte le previsioni si collocano in un intervallo compreso tra l'1,9 e il 4 per cento, con un solo previsore che indica un tasso di inflazione inferiore al 2 per cento. Questo livello più elevato di inflazione negli Stati Uniti può essere ricondotto a differenze rispetto all'area dell'euro in termini di capacità produttiva inutilizzata e grado di tensione sul mercato del lavoro, fonte di maggiori pressioni salariali negli Stati Uniti. Al contempo, la pandemia è una situazione unica, che implica differenze notevoli rispetto agli andamenti dell'inflazione che si registrano in tempi "normali". Tali differenze accrescono l'incertezza circa le prospettive di inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro e vanno seguite con attenzione.

## Possibili effetti delle persistenti interruzioni lungo le catene di approvvigionamento sul prodotto potenziale dell'area dell'euro

a cura di Julien Le Roux

**Il presente riquadro indaga i possibili effetti a lungo termine che le attuali carenze dal lato dell'offerta potrebbero esercitare sulla crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro.** Sebbene inizialmente fossero state considerate di breve durata e limitate ad alcuni prodotti (ad esempio, i microprocessori) o paesi (ad esempio, quelli a forte vocazione manifatturiera), le carenze dal lato dell'offerta si sono accumulate nel tempo. Il persistere delle interruzioni lungo le catene globali del valore potrebbe indurre le imprese a considerare l'ipotesi di trovare nuovi fornitori, vie di trasporto, siti produttivi e, più in generale, nuove catene di approvvigionamento. In tal caso, i settori che in termini di crescita della produttività hanno ampiamente beneficiato dell'esposizione internazionale e della globalizzazione potrebbero subire un calo tendenziale della produttività totale dei fattori. A parità di altre condizioni, ciò potrebbe determinare un calo tendenziale della crescita del prodotto potenziale nei paesi più colpiti.

**Né la teoria economica né l'evidenza empirica forniscono conclusioni nette sugli effetti di lungo periodo che le carenze dell'offerta potrebbero avere sulle imprese che ristrutturano le proprie catene di approvvigionamento.** Da un lato, le aziende sarebbero disposte a sostenere gli elevati oneri di costituzione di nuove catene globali di approvvigionamento soltanto se ritenessero che le carenze dal lato dell'offerta fossero sufficientemente durature da giustificare la spesa. I dati delle indagini suggeriscono che, finora, i dirigenti aziendali non hanno previsto grandi variazioni di lungo periodo per le proprie catene di approvvigionamento. Tuttavia, i recenti andamenti segnati dalle catene del valore potrebbero costringerli a riconsiderare le loro opinioni al riguardo<sup>1</sup>. Dall'altro lato, è possibile che si verifichi un cambiamento sostanziale nella geografia delle catene di approvvigionamento, poiché le loro persistenti interruzioni risultano inevitabilmente molto costose per le imprese. Le sfide poste da questo processo di riorganizzazione potrebbero accentuarsi qualora la pandemia incoraggiasse un aumento del protezionismo e della deglobalizzazione. Riorganizzare o meno le catene di approvvigionamento delle aziende è, in ultima analisi, una questione di arbitraggio tra le spese di

---

<sup>1</sup> Alla domanda sulla persistenza dei vincoli dal lato dell'offerta, quasi il 45 per cento delle società non finanziarie ha risposto di attendersi una durata delle strozzature inferiore a un anno, mentre oltre il 30 per cento ha previsto che le carenze si protrarranno per oltre un anno; l'incertezza si riflette nel 25 per cento che non ha fornito una risposta (cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 7/2021 di questo Bollettino). Per maggiori dettagli sull'argomento, cfr. "Global Trade Report – Battling Out of Supply-Chain Disruptions", *Allianz Research*, Euler Hermes, 2021.

rilocalizzazione e il costo delle persistenti interruzioni delle forniture; entrambi gli esborsi possono essere molto elevati e di difficile previsione per le imprese<sup>2</sup>.

**Poiché l'area dell'euro è fortemente integrata nelle catene globali del valore, le attuali interruzioni e le possibili riorganizzazioni delle forniture hanno grande rilevanza per le sue economie.** I paesi dell'area dell'euro si confermano ampiamente coinvolti nelle catene produttive transfrontaliere e la loro partecipazione alle catene globali del valore è relativamente elevata rispetto alla maggior parte delle altre economie, comprese quelle di Cina e Stati Uniti<sup>3</sup>. I diversi gradi di partecipazione e le differenti posizioni lungo la catena del valore determinano la presenza di eterogeneità negli effetti esercitati dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) sui paesi dell'area dell'euro. Le maggiori economie di quest'ultima tendono a collocarsi più a monte nella catena di produzione mondiale rispetto ai paesi più piccoli dell'area. Nelle economie a monte l'impatto delle catene globali del valore sulla produttività totale dei fattori e sul prodotto potenziale dipende dagli incrementi di efficienza conseguiti suddividendo le mansioni sulla base del vantaggio comparato. Per contro, i paesi più piccoli dell'area dell'euro, in particolare alcuni paesi dell'Europa orientale, sono, ad esempio, generalmente più a valle e dipendono in ampia misura dalle catene globali del valore per l'adozione di tecnologie e la crescita della produttività totale dei fattori. È opportuno inoltre rilevare che nell'area dell'euro le catene globali del valore sono solitamente di natura regionale e tale caratteristica le rende in una certa misura meno sensibili agli shock extraeuropei<sup>4</sup>.

**È importante considerare se le attuali carenze possano verosimilmente determinare un cambiamento strutturale nelle catene globali del valore.** La partecipazione ha segnato un brusco incremento all'inizio degli anni 2000, per poi diminuire temporaneamente nel 2009. È in seguito tornata sui livelli precedenti la crisi nell'anno successivo. Negli ultimi anni la curva della partecipazione alle catene globali del valore si è appiattita (cfr. il grafico A). Dall'inizio della pandemia di coronavirus vi sono state alcune evidenze di una riorganizzazione delle imprese e delle loro catene del valore, ma rimangono finora prevalentemente aneddotiche e non ancora ampiamente diffuse<sup>5</sup>. Malgrado tali evidenze aneddotiche, gli effetti a lungo termine della pandemia sul commercio e sulle catene del valore sono ancora largamente incerti. Non è ancora chiaro se la pandemia abbia posto fine o meno al

---

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni su questi due aspetti, cfr. Antràs, P., "De-globalisation? Global Values in the post-COVID-19 age" e Lund, S., "De-globalization? The Recent Slowdown of Global Trade and Prospects for Future Rebalancing" in *Central Banks in a Shifting World*, atti del Forum della BCE sull'attività di banca centrale del 2020, BCE, novembre 2020, pagg. 28-89.

<sup>3</sup> La partecipazione alle catene globali del valore è un indicatore comunemente utilizzato per misurare il grado di integrazione di tali catene. La posizione di un paese nelle catene del valore può essere classificata come a monte (a valle) se il contenuto estero della produzione del paese è maggiore (minore) rispetto agli input forniti da tale paese ad altre economie. Per ulteriori definizioni, cfr. "The impact of global value chains on the euro area economy", *Occasional Paper Series*, n. 221, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2019.

<sup>4</sup> Cfr. Cigna, S., Gunnella, V. e Quaglietti, L., "Global value chains: measurement, trends and drivers", *Occasional Paper Series*, n. 289, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2022.

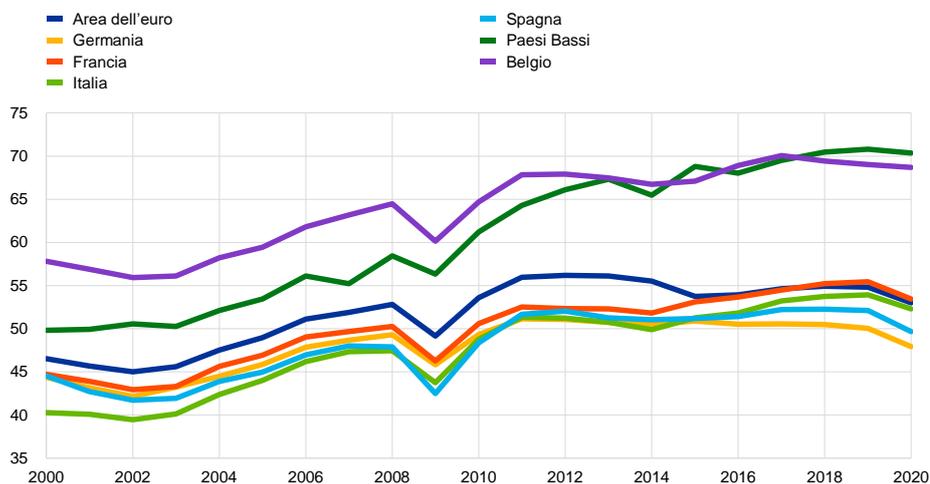
<sup>5</sup> All'inizio della pandemia, ad esempio, la corsa ai dispositivi di protezione individuale ha portato a un trasferimento della produzione nei paesi europei, tanto improvviso quanto breve. A titolo di ulteriore esempio, l'azienda IKEA® sta valutando la possibilità di trasferire in Turchia parte della produzione destinata al mercato europeo (cfr. "IKEA to shift more production to Turkey to shorten supply chain", Reuters, ottobre 2021.) Le imprese del settore tessile avrebbero intenzioni analoghe (cfr. "Hugo Boss moves production closer to home to shorten supply chain", Financial Times, dicembre 2021).

prolungato periodo di stagnazione nella partecipazione alle catene globali del valore, determinandone un ulteriore calo<sup>6</sup>.

## Grafico A

### Partecipazione alle catene globali del valore nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(percentuale delle esportazioni lorde)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sul World Input-Output Database (WIOD, cfr. [www.wiod.org](http://www.wiod.org)).

Note: la partecipazione alle catene globali del valore è misurata come la quota nelle esportazioni lorde della somma di: a) valore aggiunto interno incorporato nelle esportazioni di paesi terzi (partecipazione a monte nelle catene globali del valore); e b) valore aggiunto estero incorporato nelle esportazioni proprie (partecipazione a valle nelle catene globali del valore). I dati più recenti ricavati dalla banca dati WIOD si riferiscono al 2014. A partire dal 2015 la partecipazione alle catene globali del valore è stimata con una piccola regressione panel della crescita della partecipazione alle catene globali del valore sul grado di apertura commerciale (misurata in volume dalla somma di importazioni ed esportazioni in percentuale del prodotto interno lordo). La stima è effettuata per il periodo 2000-2014 in relazione ai sei maggiori paesi dell'area dell'euro e include effetti fissi per paese. I coefficienti di regressione sono statisticamente significativi al livello dell'1 per cento.

### L'effetto delle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento sulla crescita potenziale dipenderà verosimilmente da quanto queste dureranno.

In linea teorica, qualora le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento fossero transitorie, esse potrebbero non incidere sulla crescita potenziale dell'area dell'euro. Le temporanee carenze di prodotti o manodopera inducono un calo del grado di utilizzo della capacità produttiva da parte delle imprese, che inciderà sulla componente ciclica della produttività totale dei fattori<sup>7</sup>. L'andamento tendenziale della produttività totale dei fattori sarà influenzato soltanto se le carenze indurranno i produttori a modificare le proprie catene di approvvigionamento, sebbene vi sia ancora un certo dibattito sulla possibilità che l'effetto economico complessivo sia negativo o positivo. È probabile che il trasferimento della produzione entro i confini nazionali e la riduzione della lunghezza delle catene di approvvigionamento

<sup>6</sup> Gli episodi del passato, sebbene poco numerosi, possono far luce sulla situazione attuale. Ad esempio, il terremoto verificatosi in Giappone nel 2011 non ha indotto rilocalizzazioni, trasferimenti verso aree geografiche più prossime o diversificazioni della produzione di entità significativa (cfr. Freund, C., Mattoo, A., Mulabdic, A., Ruta, M., "Natural Disasters and the Reshaping of Global Value Chains", *Policy Research Working Papers*, n. 9719, Banca mondiale, Washington, DC, giugno 2021). Ciò è avvenuto nonostante la temporanea ipotesi iniziale secondo cui il terremoto avrebbe determinato tali conseguenze (cfr. *Interconnected Economies: Benefiting from GVCs – Synthesis Report*, OECD Publishing, 2013). Occorre tuttavia notare che, diversamente dalla situazione attuale, gli shock lungo le catene mondiali di approvvigionamento hanno mostrato la tendenza a essere concentrati geograficamente e/o su base settoriale.

<sup>7</sup> Per il legame tra produttività totale dei fattori e grado di utilizzo della capacità produttiva, cfr., ad esempio, Planas, C., Roeger, W., Rossia, A., "The information content of capacity utilization for detrending total factor productivity", *Journal of Economic Dynamics and Control*, volume 37, numero 3, marzo 2013, pagg. 577-590.

diminuiscano la crescita potenziale, poiché i processi produttivi globalizzati riflettono, presumibilmente, un'allocazione più efficiente delle risorse che beneficia dei vantaggi comparati tra i vari paesi. Interruzioni durature lungo le catene di approvvigionamento, inoltre, potrebbero costringere le imprese a rivedere o posticipare i rispettivi piani di investimento, modificando quindi l'evoluzione del loro stock di capitale. D'altro canto, le imprese multinazionali potrebbero riconfigurare e ottimizzare le proprie catene globali del valore. La maggiore capacità di tenuta che si accompagna a catene di approvvigionamento più corte e all'accesso locale ai beni strategici, stimolata dalla digitalizzazione, dall'adozione di commercio elettronico, sistemi di videoconferenza e robot, potrebbe rilanciare i flussi commerciali, modificare strutturalmente la loro composizione (più a favore dei servizi) e, in ultima istanza, avere un impatto positivo sull'andamento tendenziale della produttività totale dei fattori<sup>8</sup>.

**Un calcolo approssimativo, basato sulle elasticità storiche tra la partecipazione alle catene globali del valore e la crescita della produttività totale dei fattori, suggerisce che l'impatto delle attuali carenze dal lato dell'offerta sul prodotto potenziale sarebbe limitato.**

Se le strozzature dal lato dell'offerta perdureranno e non saranno transitorie, come attualmente ipotizzato nelle proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise, BMPE) di dicembre 2021<sup>9</sup>, il prodotto potenziale dell'area dell'euro potrebbe subire ripercussioni negative. L'effetto stimato di una possibile riorganizzazione delle catene globali del valore sulla produttività totale dei fattori si basa su un recente studio che ha evidenziato il nesso tra l'andamento della partecipazione alle catene globali del valore e la crescita della produttività totale dei fattori<sup>10</sup>. Si ipotizza che una riorganizzazione delle catene globali del valore eserciterebbe un impatto negativo principalmente attraverso la produttività totale dei fattori. Per evidenziare gli effetti di una possibile rilocalizzazione, si propongono due scenari avversi illustrativi.

**Si analizzano due scenari basati, da un lato, sull'atteso calo del commercio a seguito della crisi legata al coronavirus e, dall'altro, sulla flessione dell'interscambio osservata durante la grande crisi finanziaria.** Nel primo scenario si stima l'impatto della crisi indotta dalla pandemia sul commercio dell'area dell'euro utilizzando l'indice di apertura commerciale<sup>11</sup>. Sebbene leggermente diversa a livello concettuale, l'apertura commerciale è un'approssimazione empiricamente valida e tempestiva della partecipazione alle catene globali

<sup>8</sup> Cfr. Baldwin, R., Freeman, R., "Risks and Global Supply Chains: What We Know and What We Need to Know", *Working Paper Series*, n. 29444, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, ottobre 2021.

<sup>9</sup> Cfr. *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*, BCE, Francoforte sul Meno, 16 dicembre 2021.

<sup>10</sup> Cfr. Chiacchio, F., Gradeva, K., Lopez-Garcia, P., "The post-crisis TFP growth slowdown in CEE countries: exploring the role of Global Value Chains", *Working Paper Series*, n. 2143, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2018.

<sup>11</sup> Si sceglie di basare l'entità dello shock sull'apertura commerciale piuttosto che sulla partecipazione alle catene globali del valore perché gli ultimi valori relativi a quest'ultima si riferiscono al 2014. Tuttavia, l'apertura commerciale e le catene globali del valore evidenziano uno stretto legame: si stima, in un panel, un'elasticità pari a 0,6 tra l'apertura commerciale e la crescita della partecipazione alle catene globali del valore nel periodo tra il 2000 e il 2014. La stima è effettuata per i sei maggiori paesi dell'area dell'euro, con effetti fissi per paese. I coefficienti di regressione sono statisticamente significativi al livello dell'1 per cento.

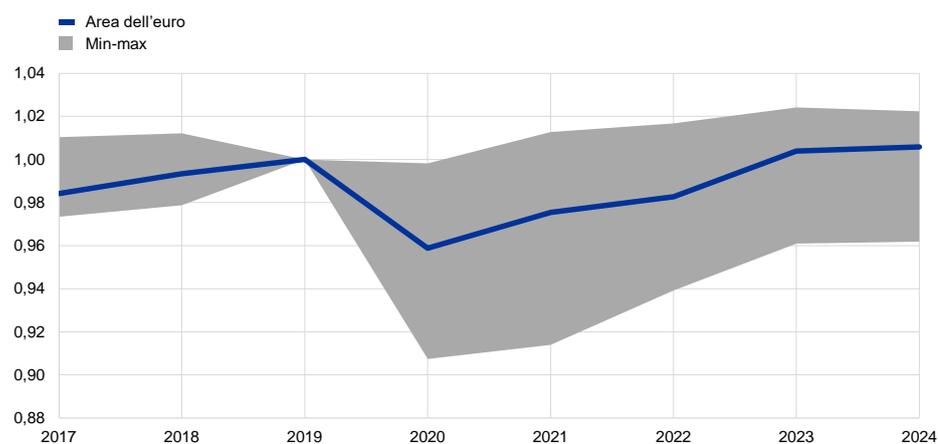
del valore<sup>12</sup>. In questo scenario ci si discosta dall'ipotesi di ripresa dell'apertura commerciale nell'orizzonte temporale di proiezione (contenuta nel BMPE di dicembre 2021), ipotizzando invece che la partecipazione alle catene globali del valore sia influenzata in modo permanente in proporzione al calo dell'apertura commerciale osservato nel 2021 e rispetto al livello previsto nel BMPE di dicembre 2019 (cfr. il grafico B). Ciò rappresenta una deviazione del -0,6 per cento nell'apertura commerciale dell'area dell'euro, con un elevato grado di eterogeneità tra paesi (cfr. il grafico B). Il secondo scenario considera direttamente la partecipazione alle catene globali del valore e ne ipotizza un calo permanente pari alla metà dello shock osservato durante la grande crisi finanziaria. In questo caso, ciò rappresenta una flessione di 1,8 punti percentuali della partecipazione dell'area dell'euro alle catene globali del valore. Rispetto al primo scenario, nel secondo la disparità degli shock tra i vari paesi è minore, per effetto del maggior grado di omogeneità, tra i paesi dell'area dell'euro, del calo segnato dal commercio durante la grande crisi finanziaria.

## Grafico B

### Apertura commerciale nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

Rapporto tra la proiezione di dicembre 2021 e la proiezione di dicembre 2019

(indice)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulle proiezioni macroeconomiche generali (BMPE) di dicembre 2019 e 2021.  
 Note: l'area grigia indica i valori minimi e massimi per i maggiori paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia) che, rispetto ad altri paesi, sono soggetti a una minore volatilità nella revisione dei rispettivi conti nazionali annuali. L'esercizio di previsione di dicembre 2019 è stato esteso agli anni 2023 e 2024, ipotizzando per il commercio e il PIL i medesimi tassi di crescita attesi per il 2022.

**In entrambi gli scenari, l'effetto della minore partecipazione alle catene globali del valore sul prodotto potenziale avrebbe un'entità limitata.** Al fine di determinare l'impatto sulla produttività totale dei fattori, nei due scenari sono applicate le elasticità calcolate in un documento di ricerca della BCE nel 2018<sup>13</sup>. Si ipotizza che l'effetto degli shock sia per metà permanente e quindi si trasmetta per

<sup>12</sup> L'utilizzo dell'indice di apertura commerciale come indicatore della partecipazione alle catene globali del valore consente di avere uno scenario controfattuale, ossia le proiezioni dell'Eurosistema formulate a dicembre 2019. È tuttavia possibile che nell'attuale periodo, a causa di diversi fattori (la normalizzazione del commercio dopo lo shock causato dal coronavirus, la ricostituzione delle scorte, ecc.), esso sia un indicatore predittivo delle catene globali del valore meno accurato di quanto risulterebbe in tempi normali.

<sup>13</sup> Cfr. Chiacchio, F., Gradeva, K., Lopez-Garcia, P., op. cit.

metà nella tendenza. Ne consegue che nell'area dell'euro l'andamento tendenziale della produttività totale dei fattori subirebbe una perdita compresa tra -0,1 e -0,3 punti percentuali. Il prodotto potenziale segnerebbe un arretramento analogo. Si tratta di un impatto limitato in un contesto in cui, secondo le previsioni economiche formulate dalla Commissione europea nell'autunno 2021, l'andamento tendenziale della produttività totale dei fattori dell'area dell'euro dovrebbe crescere, in termini cumulati, del 2,1 per cento nel periodo 2021-2023. Tale stima cela una certa eterogeneità tra paesi (cfr. la tavola A); in alcuni di essi potrebbe manifestarsi un impatto più negativo sulla produttività totale dei fattori e sul prodotto potenziale, qualora la pandemia dovesse interessare il commercio in modo duraturo.

### Tavola A

Impatto di un'inversione della partecipazione alle catene globali del valore sul livello tendenziale della produttività totale dei fattori

(punti percentuali)

	Area dell'euro	Germania	Spagna	Francia	Italia	Paesi Bassi
<b>Scenario 1</b>	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,3	-0,2
<b>Scenario 2</b>	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2

Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: nel complesso, gli ordini di grandezza dei due scenari sono piuttosto simili nei diversi paesi. Nel primo scenario, tuttavia, la Francia si configura come un'eccezione. La ragione risiede nella persistente debolezza che caratterizza il commercio del paese dall'inizio della crisi legata al coronavirus, riconducibile alla sua specializzazione settoriale (cfr. Berthou, A. e Gaulier, G., "French exports in 2020: aerodependence", *Eco Notepad*, Banque de France, agosto 2021).

### 3 Il dinamismo della produttività delle imprese nell'area dell'euro

a cura di Rodrigo Barrela, Vasco Botelho e Paloma Lopez-Garcia

**Il presente riquadro illustra come nel tempo i movimenti delle imprese lungo la distribuzione della produttività influenzino la crescita della produttività in termini aggregati<sup>1</sup>.** L'analisi si basa su dati a livello di impresa riguardanti sei paesi dell'area dell'euro; i dati sono stati trattati in modo da rappresentare l'insieme delle società non finanziarie con dipendenti. Le imprese si muovono lungo la distribuzione della produttività in funzione della loro capacità di reagire agli shock e a fattori strutturali che incentivano gli investimenti innovativi. Ciò vale sia per le imprese a bassa produttività che si sforzano di sopravvivere sul mercato, sia per quelle ad alta produttività che si trovano ad affrontare il rischio di rimanere indietro rispetto ai tempi. La produttività delle imprese è molto dinamica tra tutti i paesi, i settori e gli anni: il grafico A mostra che le imprese che lottano per la sopravvivenza nella fascia più bassa della distribuzione (ossia nel 5° percentile) in media sono state in grado di incrementare la propria posizione nella classifica della produttività di 30 percentili in un periodo di dodici anni. Nel contempo, le imprese che inizialmente si erano collocate nella parte superiore della distribuzione (ossia al 90° percentile) hanno registrato un calo di 20 percentili nella classifica della produttività. Ciò è significativo, poiché le variazioni della produttività delle imprese rappresentano, in media, oltre il 60 per cento della crescita annua della produttività aggregata<sup>2</sup>.

---

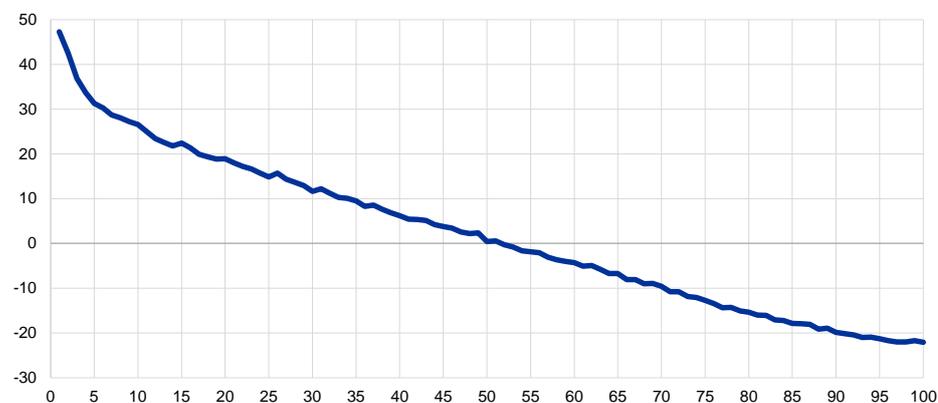
<sup>1</sup> Cfr. anche Gruppo di lavoro sulla produttività, l'innovazione e il progresso tecnologico, "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021, e l'articolo *Fattori determinanti alla base dell'andamento della produttività nei paesi dell'area dell'euro* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Vi è una certa eterogeneità nel contributo della crescita della produttività "a livello di impresa" tra paesi, settori e intervalli di tempo. Per calcolare il contributo delle variazioni della produttività a livello di impresa alla crescita annua della produttività aggregata, cfr. Melitz, M.J. e Polanec, S., "Dynamic Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit", *The RAND Journal of Economics*, vol. 46, n. 2, 2015, pagg. 362-375.

## Grafico A

### Variazione media del posizionamento delle imprese in termini di produttività tra il 2006 e il 2018

(asse delle ascisse: posizionamento di un'impresa in termini di produttività nel 2006, in percentili; asse delle ordinate: variazione percentuale del posizionamento di un'impresa in termini di produttività tra il 2006 e il 2018)



Fonti: Bureau van Dijk Orbis, base dati Bank for the Accounts of Companies Harmonised (BACH) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: variazione media del posizionamento delle imprese esistenti in termini di produttività in un periodo di dodici anni, subordinata alla classificazione iniziale dell'impresa nel 2006. Medie non ponderate tra paesi e settori. La classifica della produttività è costruita per ciascun settore, paese e anno.

### La produttività delle imprese è particolarmente dinamica tra le aziende giovani.

La crescita media annua della produttività delle imprese attive da meno di sei anni è pari all'8 per cento, a fronte del 2,5 per cento registrato dalle imprese attive da oltre 20 anni (cfr. il pannello a) del grafico B, istogramma giallo). Il contributo delle imprese giovani alla crescita della produttività aggregata è il risultato della selezione e degli insegnamenti appresi, poiché le imprese imparano ad adattare e mettere in pratica nuove idee, riottimizzando nel contempo i propri modelli imprenditoriali e processi operativi. Al tempo stesso, l'andamento medio della produttività delle imprese giovani sopravvissute è determinato da alcune di esse, le cosiddette "superstar", definite come il 10 per cento superiore delle imprese in termini di crescita della produttività tra tutte quelle attive da meno di sei anni<sup>3</sup>. Mentre l'impresa giovane mediana (in termini di crescita della produttività) registra incrementi di produttività medi annui di circa il 4 per cento nei primi sei anni della sua attività (cfr. il pannello a) del grafico B, istogramma arancione), la produttività delle imprese giovani "superstar" aumenta, in media, di circa il 100 per cento in ragione d'anno (cfr. il pannello a) del grafico B, istogramma blu)<sup>4</sup>.

### Le imprese giovani "superstar" si distinguono dalle altre per diversi aspetti.

In media, investono in misura maggiore rispetto alle aziende giovani concorrenti, in particolare in attività immateriali, impiegando al tempo stesso lavoratori più specializzati e in numero inferiore (cfr. il pannello b) del grafico B). Inoltre, pagano

<sup>3</sup> La distribuzione della crescita della produttività è sbilanciata in tutte le classi di età delle aziende, con le imprese "superstar" che trainano la crescita della produttività delle imprese sopravvissute. Tuttavia, ciò è molto più evidente nel caso delle imprese giovani. In genere le imprese "superstar" sono definite come il 10 per cento superiore delle imprese in termini di crescita della produttività.

<sup>4</sup> Per ulteriori evidenze sulla rilevanza delle imprese giovani "superstar" nel determinare la crescita media della produttività delle aziende giovani sopravvissute e sul loro contributo alla crescita della produttività aggregata dell'economia nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *Fattori determinanti alla base dell'andamento della produttività nei paesi dell'area dell'euro* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

salari più elevati e beneficiano di una maggiore produttività del lavoro. Ciò, a sua volta, potrebbe riflettere sia il loro più elevato investimento in capitale umano, sia un processo produttivo a maggiore intensità di capitale basato su una forte relazione complementare tra lavoro e capitale<sup>5</sup>.

---

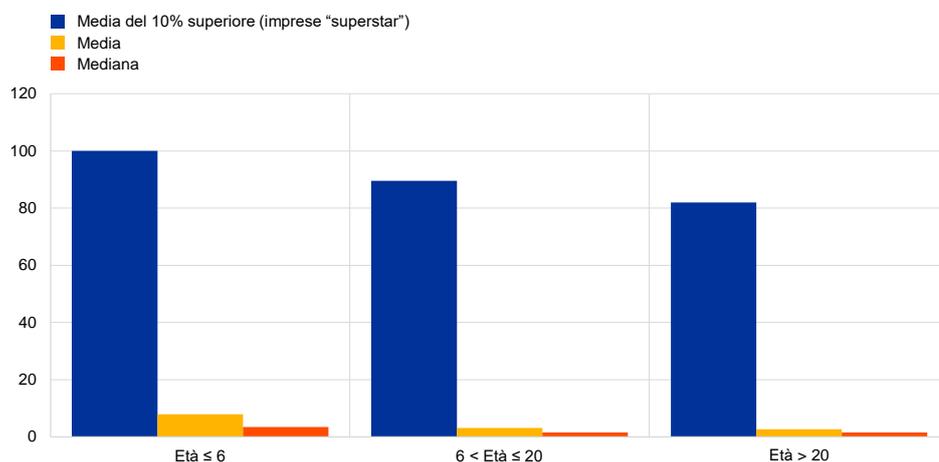
<sup>5</sup> Un investimento in capitale umano è un investimento dell'impresa nell'istruzione e nella crescita personale dei lavoratori (ad esempio, mediante il pagamento di corsi di istruzione o di formazione) con l'obiettivo che essi raggiungano in futuro una produttività più elevata. I risultati illustrati nel testo sono in linea con le evidenze recenti che collegano l'aumento delle imprese "superstar" a una diminuzione del livello della quota di reddito che remunera il fattore lavoro. Cfr. Autor, D. et al., "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n. 2, maggio 2020, pagg. 645-709, e Kehrig, M. e Vincent, N., "The Micro-Level Anatomy of the Labor Share Decline", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136, n. 2, maggio 2021, pagg. 1031-1087.

## Grafico B

### Dinamismo della produttività delle imprese per età e per caratteristiche delle imprese giovani

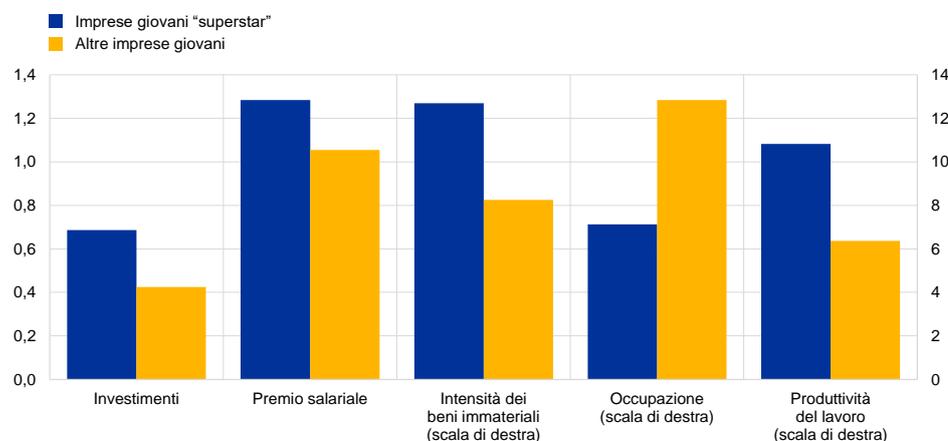
#### a) Crescita annua della produttività del lavoro delle imprese sopravvissute per classe di età in ciascun settore

(valori percentuali)



#### b) Caratteristiche medie delle imprese giovani "superstar" e di altre imprese giovani tenuto conto del paese, del settore e dell'anno

(scala di sinistra: rapporto; scala di destra: numero di dipendenti, intensità dei beni immateriali in migliaia di euro, produttività del lavoro in decine di migliaia di euro)



Fonti: Bureau van Dijk Orbis, base dati Bank for the Accounts of Companies Harmonised (BACH) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: un'impresa giovane è definita come un'impresa in attività da un massimo di sei anni. Le imprese giovani "superstar" sono quelle nel 10° percentile più elevato della distribuzione della crescita della produttività del lavoro per ciascun paese, settore e anno e per almeno due anni consecutivi. Nel pannello a) sono state utilizzate medie ponderate fra settori, paesi e anni. Nel pannello b) ogni istogramma rappresenta il coefficiente di una regressione di ciascuna variabile elencata nell'asse delle ascisse su una variabile dummy relativa all'impresa giovane "superstar" e una serie di effetti fissi che tengono conto dei diversi paesi, settori e anni.

La produttività è calcolata come valore aggiunto in termini reali per occupato a livello di impresa. L'intensità dei beni immateriali è calcolata come il rapporto tra il capitale immateriale e il numero di occupati. Gli investimenti sono calcolati come la variazione del capitale materiale fisso (valore reale) in rapporto a quello del periodo precedente. Il periodo considerato ha inizio dopo la grande crisi finanziaria per evitare potenziali flessioni.

**La produttività delle imprese nel tempo è divenuta meno dinamica.** Ciò deriva da una perdita di dinamismo in entrambi gli estremi della distribuzione della produttività. In primo luogo, si è verificato un calo significativo della quota di imprese a bassa produttività già esistenti che, nel tempo, migliorano il loro livello di produttività (cfr. il pannello a) del grafico C). In secondo luogo, le imprese ad alta produttività sono riuscite a rimanere alla frontiera più a lungo nel 2016 rispetto

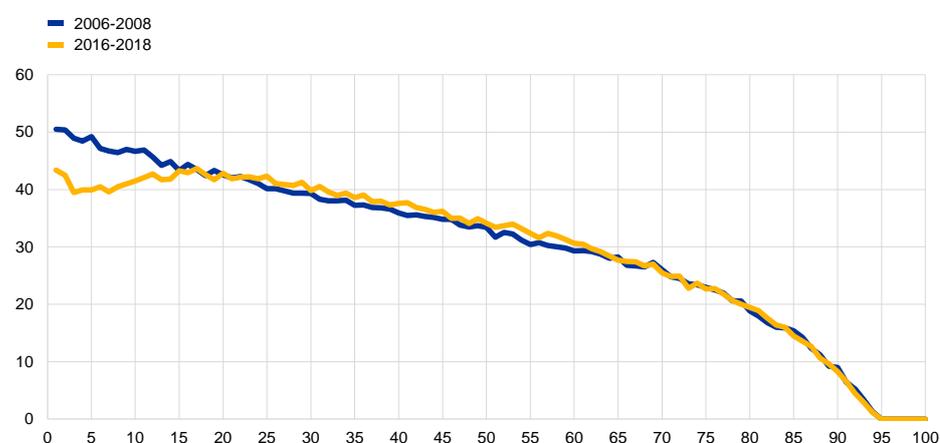
al 2006, sebbene con una certa eterogeneità tra i vari paesi (cfr. il pannello b) del grafico C). Il calo del dinamismo delle imprese lungo la distribuzione della produttività è diffuso sia nei settori a bassa tecnologia che in quelli ad alta tecnologia. Questi risultati sono coerenti con un aumento dell'età media delle imprese di frontiera e con una diminuzione dei tassi di ingresso nel mercato<sup>6</sup>.

### Grafico C

Calo del dinamismo della produttività delle imprese nella parte inferiore e superiore della distribuzione della produttività in sei paesi dell'area dell'euro

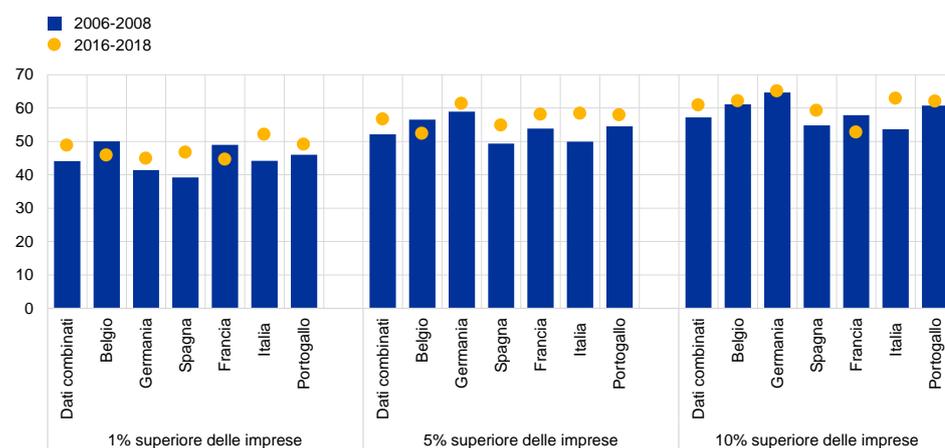
a) Quota di imprese che hanno registrato un miglioramento nella classifica della produttività di almeno cinque percentili tra il 2006 e il 2008 o tra il 2016 e il 2018

(valori percentuali)



b) Quota di imprese situate alla frontiera della produttività per tre anni consecutivi tra il 2006 e il 2008 o tra il 2016 e il 2018

(punti percentuali)



Fonti: Bureau van Dijk Orbis, base dati Bank for the Accounts of Companies Harmonised (BACH) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: La classifica della produttività è costruita per ciascun settore, paese e anno. La frontiera della produttività è definita come l'1, il 5 o il 10 per cento delle imprese con i livelli di produttività più elevati nei rispettivi settore, paese e classe di età. La frontiera della produttività per la coorte 2006-2008 riassume i risultati delle imprese che erano leader nel 2006 e la frontiera della produttività per la coorte 2016-2018 riassume i risultati delle imprese leader nel 2016. I dati combinati rappresentano una media non ponderata di tutte le imprese nei sei paesi analizzati.

<sup>6</sup> Le imprese di frontiera dell'area dell'euro hanno registrato una media di 20 anni di attività nel 2018, rispetto ai circa 14 anni del 2006. Tale incremento è comune nei vari paesi e potrebbe essere collegato alla diminuzione degli ingressi di imprese nel mercato nel lungo periodo e quindi alla minore concorrenza da parte di nuove imprese destabilizzanti.

**Sono da approfondire ulteriormente le cause del rallentamento osservato nel dinamismo della produttività delle imprese.** Il minore dinamismo potrebbe essere collegato a dinamiche di tipo “winner-takes-all” innescate dalle particolari caratteristiche delle nuove tecnologie, come ad esempio effetti di rete o elevati costi fissi. Tali dinamiche potrebbero determinare una maggiore concentrazione del mercato e una minore attività di ingresso nel mercato, come hanno dimostrato alcuni studi incentrati soprattutto sugli Stati Uniti<sup>7</sup>. Tuttavia, le evidenze per l’area dell’euro non sono nette e richiedono pertanto ulteriori approfondimenti. Per quanto riguarda il minore dinamismo delle imprese nell’area, le recenti evidenze dell’OCSE suggeriscono un legame tra l’aumento della concentrazione del mercato, i margini di profitto delle imprese e l’incidenza delle fusioni e acquisizioni negli ultimi dieci anni<sup>8</sup>. Il rallentamento del dinamismo delle imprese comporta una minore crescita della produttività e, di conseguenza, una bassa crescita del prodotto potenziale e un minore tasso di interesse naturale. Ciò evidenzia l’importante ruolo delle politiche strutturali volte ad accrescere la capacità di durata e tenuta della crescita economica derivante dagli investimenti delle imprese nell’innovazione tecnologica, nonché l’importanza di rafforzare il meccanismo per cui le imprese altamente produttive prosperano e quelle meno produttive si contraggono o escono completamente dal mercato.

---

<sup>7</sup> Cfr. Syverson, C., “Macroeconomics and Market Power: Context, Implications, and Open Questions”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n. 3, estate 2019, pagg. 23-43, e De Loecker, J., Eeckhout, J. e Unger, G., “The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n. 2, maggio 2020, pagg. 561-644.

<sup>8</sup> Cfr. Criscuolo, C., *Productivity and business dynamics through the lens of COVID-19: the shock, risks and opportunities*, ECB Forum on Central Banking 2021.

## 4 La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro

a cura di Vanessa Gunnella, Valerie Jarvis, Richard Morris e Máté Tóth

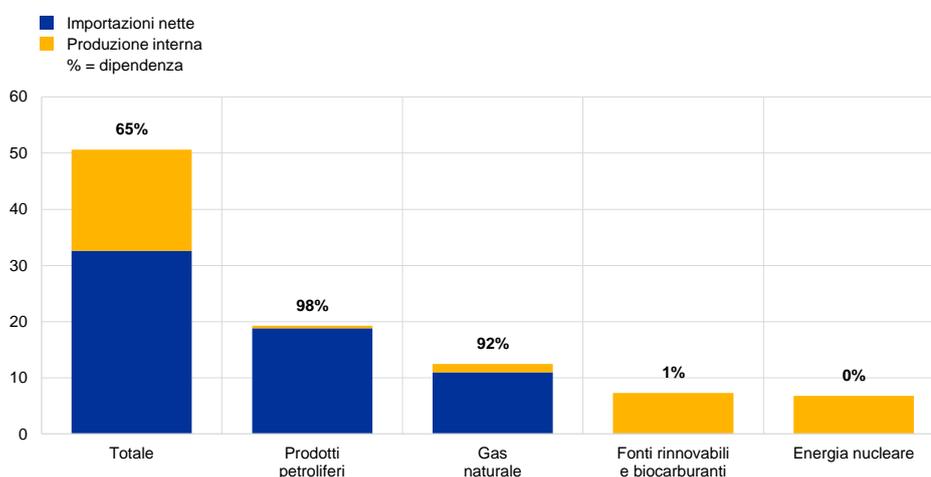
**Il gas naturale è la seconda risorsa energetica primaria dell'area dell'euro, dopo i prodotti derivati dal petrolio.** Si tratta della fonte di energia più importante nel settore manifatturiero e oltre il 90 per cento del gas consumato nell'area viene importato. L'area dell'euro presenta una forte dipendenza dalle importazioni di prodotti energetici derivati dal petrolio e di gas naturale, mentre le energie rinnovabili e l'energia nucleare sono per lo più prodotte internamente (cfr. il pannello a) del grafico A). A livello dell'intera economia, i prodotti energetici derivati dal petrolio sono quelli di cui si fa un più vasto consumo, soprattutto perché ampiamente utilizzati nel settore dei trasporti. Il gas è invece la fonte primaria di energia più consumata nel settore industriale e nei servizi (diversi da quelli di trasporto) e dalle famiglie (cfr. il pannello b) del grafico A). Il gas svolge anche il ruolo di principale risorsa energetica marginale nella generazione di energia elettrica, data la flessibilità offerta dagli impianti energetici alimentati a gas e da tutte le relative infrastrutture (ad esempio interconnessioni di rete, capacità di stoccaggio e terminali per il trattamento del gas naturale liquefatto) nel rispondere alle oscillazioni della domanda di energia elettrica. La transizione verso le energie rinnovabili, la cui offerta dipende dalla variabilità delle condizioni meteorologiche, ha accresciuto tale dipendenza. Il presente riquadro esamina l'impatto dei rincari del gas e di un possibile shock di razionamento sull'attività economica nell'area dell'euro.

## Grafico A

Dipendenza energetica e utilizzo dell'energia per tipo di fonte primaria nell'area dell'euro

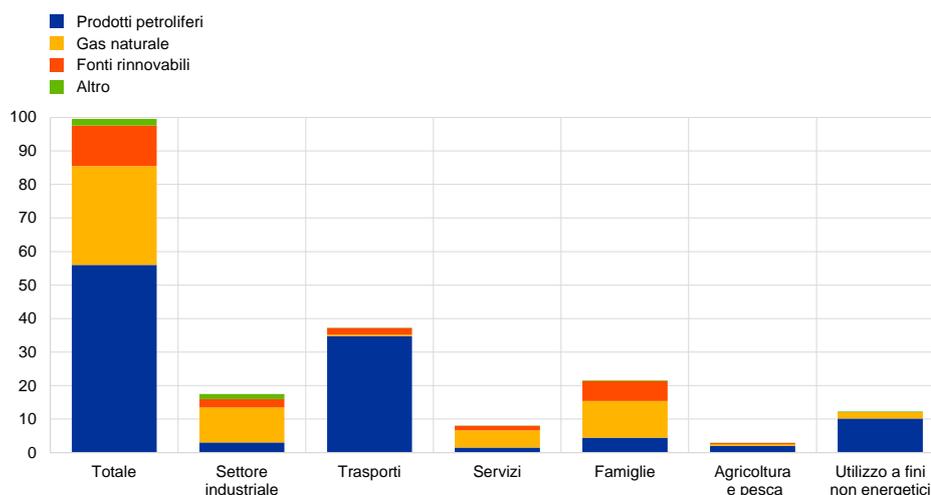
### a) Dipendenza energetica dell'area dell'euro

(milioni di terajoule)



### b) Utilizzo dell'energia per tipo di fonte primaria nel 2019

(utilizzo in percentuale dell'energia totale utilizzata)



Fonte: Eurostat (saldi energetici).

Note: per dipendenza si intende il rapporto tra le importazioni nette e l'energia disponibile lorda. L'interscambio interno all'area dell'euro non è incluso.

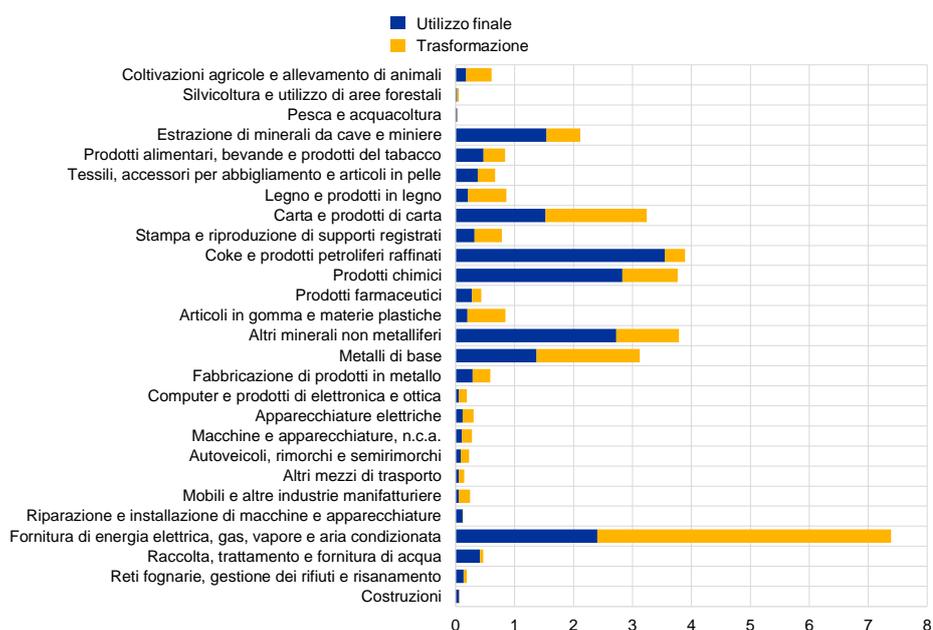
**Aumenti significativi dei prezzi del gas naturale possono frenare l'attività economica sia attraverso il canale dei consumi, sia mediante quello dei beni intermedi.** Nel caso del canale dei consumi, un aumento dei prezzi del gas (e dell'elettricità) riduce il reddito disponibile reale e il potere d'acquisto delle famiglie (per effetto del deterioramento delle ragioni di scambio dovuto al maggiore costo dell'energia importata) e quindi i consumi privati. Quanto al canale dei beni intermedi, il gas costituisce un input nei processi produttivi di molte imprese. Il grafico B fornisce una rappresentazione dell'utilizzo del gas naturale nei vari settori industriali (rispetto al prodotto dell'intera economia) basata sulla classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (NACE2), distinguendo tra utilizzo a scopo di trasformazione (cioè quando una forma di energia viene

trasformata in un'altra) e utilizzo finale (cioè quando l'energia viene consumata). Oltre al settore energetico stesso, nel quale il gas naturale viene per lo più trasformato in altre forme di energia, tra gli altri settori in cui tale risorsa è utilizzata su vasta scala, vi sono la realizzazione di prodotti chimici, l'estrazione di metalli di base e di minerali non metallici (vetro, cemento, ceramica, ecc.) e la produzione di alimenti e bevande.

### Grafico B

#### Utilizzo del gas per settore industriale nel 2019

(terajoule per unità di prodotto industriale)



Fonti: Eurostat (tavole relative all'offerta di energia e al suo utilizzo) ed elaborazioni degli esperti della BCE. La scomposizione per settori è basata sulla classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (NACE Rev. 2).

### Le interconnessioni lungo le catene di approvvigionamento amplificano la reazione dei produttori di beni e dei fornitori di servizi all'aumento dei prezzi del gas.

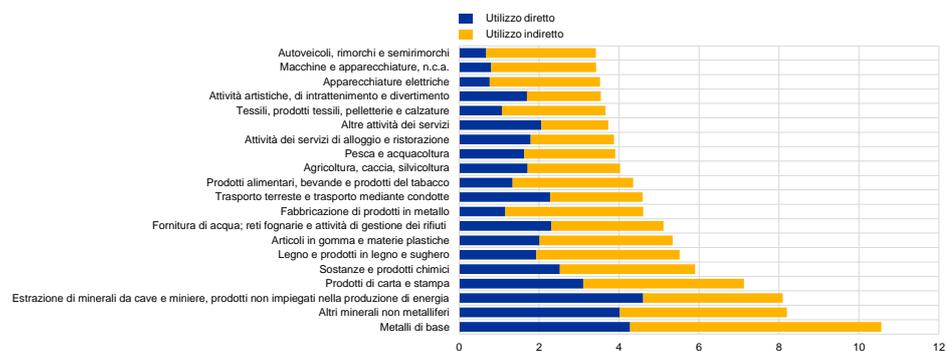
Tali fenomeni di amplificazione sono dovuti al fatto che oltre due terzi dei consumi energetici sono riconducibili all'utilizzo indiretto di energia nelle prime fasi dei processi produttivi. Nel grafico C sono rappresentati i 25 settori a maggiore intensità di energia nell'area dell'euro, misurata in base alla relativa percentuale di input dalle industrie di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata, dopo aver separato gli utilizzi diretti da quelli indiretti che avvengono attraverso input da altri settori. Molti settori industriali, soprattutto le attività estrattive e la lavorazione dei metalli e dei minerali, fanno un considerevole uso diretto di energia. In altri, l'energia elettrica e il gas vengono utilizzati prevalentemente in maniera indiretta, in particolare nei settori industriali a valle del processo produttivo, come quelli della fabbricazione di prodotti in metallo, alimentari, tessili, apparecchiature elettriche, macchine e apparecchiature, autoveicoli, ma anche nei settori dei servizi (legati ai trasporti, alla fornitura di acqua, e alle attività ricettive e di ristorazione). L'input complessivo in termini di fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata è particolarmente rilevante per i settori della lavorazione dei metalli di

base, dell'estrazione di minerali da cave e miniere, per i settori della carta e della stampa e per la fabbricazione di prodotti chimici.

### Grafico C

#### Utilizzo diretto e indiretto di gas ed energia elettrica per settore

(in percentuale del prodotto totale nel 2018)



Fonti: banca dati 2021 dell'OCSE sullo scambio di valore aggiunto (Trade in Value Added, TiVA) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

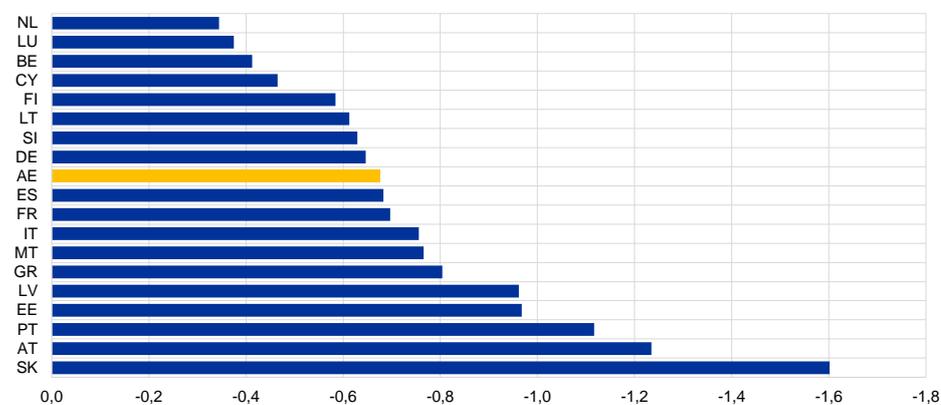
Nota: nel grafico C sono rappresentati i 25 settori a maggiore intensità di utilizzo di energia nell'area dell'euro, misurata in base alla relativa percentuale di input dalle industrie di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata e definiti secondo la Classificazione internazionale standard delle Nazioni Unite per tutte le attività economiche industriali (International Standard Industrial Classification for All Economic Activities, ISIC, Rev. 4).

**Quanto alle interruzioni nelle forniture, si stima che gli effetti diretti e indiretti di un ipotetico shock sul settore societario causato da un razionamento del gas pari al 10 per cento ridurrebbero il valore aggiunto lordo dell'area dell'euro di circa lo 0,7 per cento.** Per valutare l'effetto di un razionamento delle forniture, si ipotizza, a scopo esemplificativo, una riduzione del 10 per cento nella produzione di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata destinati ai processi produttivi di tutti gli altri settori. Come mostrato nel grafico B, questo settore, la cui attività consiste principalmente nella distribuzione di gas naturale e nella sua trasformazione in energia elettrica, è di gran lunga quello in cui il consumo diretto di gas è maggiore. Gli effetti del potenziale razionamento sono calcolati confrontando il valore aggiunto derivato da una struttura di input-output a coefficienti interi con quello ricavato da un'ipotetica struttura di input-output in cui l'offerta finale e intermedia di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata dell'area dell'euro viene razionata del 10 per cento. È opportuno notare che l'ambito di indagine del presente esercizio è limitato in quanto esso non tiene conto dell'impatto delle variazioni dei prezzi, della complementarità, degli effetti di sostituzione o di secondo impatto e degli effetti di equilibrio generale. Nel grafico D sono rappresentate le perdite stimate per i paesi dell'area dell'euro. L'esercizio contabile svolto suggerisce che il valore aggiunto lordo nell'area dell'euro potrebbe essere inferiore dello 0,7 per cento nello scenario di razionamento, con perdite particolarmente significative nei paesi in cui la produzione dipende in misura maggiore dal gas e in cui la produzione di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata rappresenta di per sé una quota considerevole del valore aggiunto.

## Grafico D

Impatto di una riduzione del 10 per cento nell'offerta di gas sul valore aggiunto lordo secondo simulazioni di input-output

(differenza percentuale in valore aggiunto)



Fonti: banca dati 2021 dell'OCSE sullo scambio di valore aggiunto (Trade in Value Added, TIVA), Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'impatto sui vari paesi viene stimato confrontando il prodotto derivato da una struttura di input-output a coefficienti interi con quello ricavato da un'ipotetica struttura di input-output in cui l'offerta finale e intermedia di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata destinati ai processi produttivi dell'area dell'euro viene razionata del 10 per cento.

**Un approccio alternativo alla valutazione dell'impatto macroeconomico dei rincari del gas consiste nell'utilizzare modelli di equilibrio generale che incorporano numerose specificazioni per la rappresentazione dell'energia.**

Il modello NIGEM (National Institute Global Econometric Model) è dotato di una specificazione relativa all'energia che consente di valutare a scopi illustrativi l'impatto dell'attuale impennata dei prezzi del gas (e del petrolio) sull'attività dell'area dell'euro. Il modello distingue fra quattro tipi di energia: petrolio, gas, carbone ed energie rinnovabili. Sebbene non preveda alcun meccanismo di razionamento diretto delle quantità, esso consente di simulare gli effetti sull'attività applicando shock ai prezzi mondiali dell'energia basati sugli andamenti attuali dei prezzi a pronti e dei contratti future. Le stime ricavate dal modello NIGEM suggeriscono che un aumento permanente pari a una deviazione standard dei prezzi del gas naturale rispetto ai livelli del primo trimestre del 2021 determinerebbe una deviazione del PIL dell'area dell'euro pari a circa lo 0,2 per cento rispetto ai livelli previsti nello scenario di base sul consueto orizzonte di proiezione di tre anni (in assenza di effetti legati a eventuali misure o al tasso di cambio).

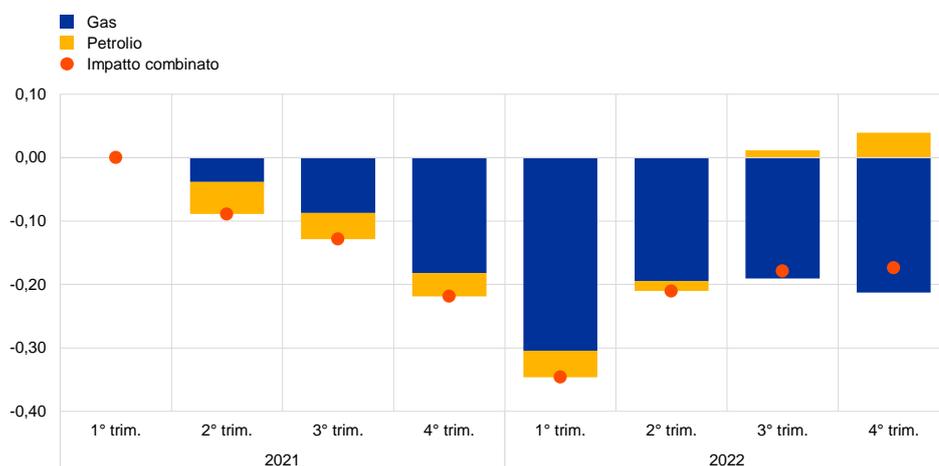
**Simulazioni controfattuali svolte a scopo esemplificativo e basate sul brusco rincaro del petrolio e del gas verificatosi dall'inizio del 2021 suggeriscono un significativo impatto negativo sull'attività dell'area dell'euro nel 2022, con un picco nel primo trimestre.** Alla data di aggiornamento dei dati utilizzati nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021, i prezzi a pronti del petrolio e del gas e i contratti future nell'area dell'euro indicavano che nel primo trimestre del 2022 le quotazioni del gas naturale nell'area avrebbero probabilmente raggiunto un massimo pari a quasi il 600 per cento rispetto ai livelli del primo

trimestre del 2021, per poi diminuire significativamente in seguito<sup>1</sup>. Tenendo conto di tali andamenti<sup>2</sup>, e sotto ipotesi standard di escludere gli effetti del tasso di cambio e di eventuali misure, le simulazioni meccaniche svolte utilizzando il modello NIGEM suggeriscono che l'attuale brusco rincaro del petrolio e del gas potrebbe ridurre il prodotto dell'area dell'euro di circa lo 0,2 per cento, rispetto ai livelli del PIL previsti nello scenario di base (cfr. il grafico E), entro la fine del 2022. Mentre l'impatto proporzionale dei rincari del gas naturale è in genere considerevolmente inferiore rispetto a quello associato all'aumento dei prezzi petroliferi, l'entità straordinaria dell'aumento dei prezzi del gas naturale osservato nei contratti future sull'energia fa sì che in questo caso le quotazioni del gas siano la principale determinante dell'impatto avverso sul PIL dell'area dell'euro.

### Grafico E

#### Impatto simulato dell'attuale andamento dei prezzi dei beni energetici sul PIL dell'area dell'euro

(deviazione percentuale dai livelli dello scenario di base)



Fonti: Bloomberg, modello NIGEM ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico mostra l'impatto simulato delle deviazioni dei prezzi dell'energia dai livelli del primo trimestre del 2021 sul PIL dell'area dell'euro, al netto degli effetti del tasso di cambio e di eventuali misure adottate.

<sup>1</sup> Mentre gli aumenti dei corsi petroliferi rispetto al livello registrato nel primo trimestre del 2021 (sostanzialmente equivalente alle medie nominali rilevate nel corso del biennio 2017-2019) sono in linea con i profili storici (come avvenuto da ultimo nel periodo precedente e successivo alla crisi finanziaria mondiale), la recente impennata dei prezzi del gas si colloca ben al di fuori delle precedenti deviazioni. Al momento della stesura del testo, le quotazioni del gas mostravano ancora un'elevata volatilità, nonostante a gennaio i prezzi a pronti siano scesi a circa la metà del valore dei contratti future di dicembre.

<sup>2</sup> I profili utilizzati nelle simulazioni di cui sopra riflettono le medie trimestrali dell'evoluzione rappresentata nel grafico A del riquadro 3 dal titolo "Andamenti dei prezzi delle materie prime energetiche e implicazioni per le proiezioni riguardanti la componente energetica dello IAPC", all'interno delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema* pubblicate sul sito Internet della BCE il 16 dicembre 2021.

## 5 Il ruolo dell'immigrazione nella debole dinamica delle forze di lavoro durante la pandemia di COVID-19

a cura di Katalin Bodnár e Derry O'Brien

### **L'andamento delle forze di lavoro più debole del previsto durante la pandemia di coronavirus (COVID-19) potrebbe in parte riflettere la debolezza dell'immigrazione netta.**

Nel terzo trimestre del 2021 la dimensione delle forze di lavoro dell'area dell'euro si è riportata attorno al livello precedente la pandemia registrato nel quarto trimestre del 2019<sup>1</sup>, pur rimanendo notevolmente inferiore al livello atteso prima dell'insorgere del COVID-19. Ciò riflette il forte impatto della pandemia sulle dinamiche sia della popolazione in età lavorativa sia del tasso di partecipazione alle forze di lavoro (labour force participation rate, LFPR)<sup>2</sup>. La modesta immigrazione netta potrebbe aver fornito un contributo, riconducibile ai moderati afflussi di immigrati e al rientro di alcuni lavoratori stranieri nei paesi di origine. Utilizzando i dati disponibili sui flussi di immigrazione per i paesi dell'area dell'euro, il presente riquadro esamina il ruolo dell'immigrazione nella debole dinamica delle forze di lavoro durante la pandemia e le implicazioni a più lungo termine.

### **La debolezza dell'immigrazione netta spiega in parte la stabilizzazione della popolazione in età lavorativa.**

La popolazione in età lavorativa è generalmente considerata indipendente dal ciclo economico<sup>3</sup> ed è influenzata da due fattori: l'ingresso e l'uscita naturali, nella e dalla popolazione, di residenti di età compresa tra 15 e 74 anni e l'immigrazione netta di persone appartenenti a quest'ultima fascia di età. La popolazione in età lavorativa era in crescita prima della pandemia e secondo le proiezioni avrebbe continuato ad aumentare fino al 2024, sebbene a un ritmo meno intenso<sup>4</sup>. Ciò dipendeva dal rallentamento o anche dal flusso netto negativo dell'ingresso e uscita naturali dei residenti fra i 15 e i 74 anni. Secondo le proiezioni, i flussi di immigrazione netti avrebbero fornito un contributo positivo alla popolazione in età lavorativa, più che compensando l'eventuale calo del numero dei residenti in età lavorativa. Tuttavia, dall'inizio della pandemia i flussi di immigrazione netti sono stati molto più deboli del previsto, determinando un profilo sostanzialmente piatto della popolazione in età lavorativa (cfr. il grafico A).

---

<sup>1</sup> Secondo i dati delle statistiche sociali europee integrate (Integrated European Social Statistics, IESS) dell'UE, nel terzo trimestre del 2021 la forza lavoro era inferiore dello 0,2 per cento rispetto al quarto trimestre del 2019, come indicato anche dai dati ricavati dall'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, LFS). Nel resto del presente riquadro viene utilizzata quest'ultima fonte di dati, in quanto fornisce la necessaria scomposizione.

<sup>2</sup> Per quanto concerne le determinanti delle recenti variazioni del tasso di partecipazione alle forze di lavoro, cfr. il riquadro *Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

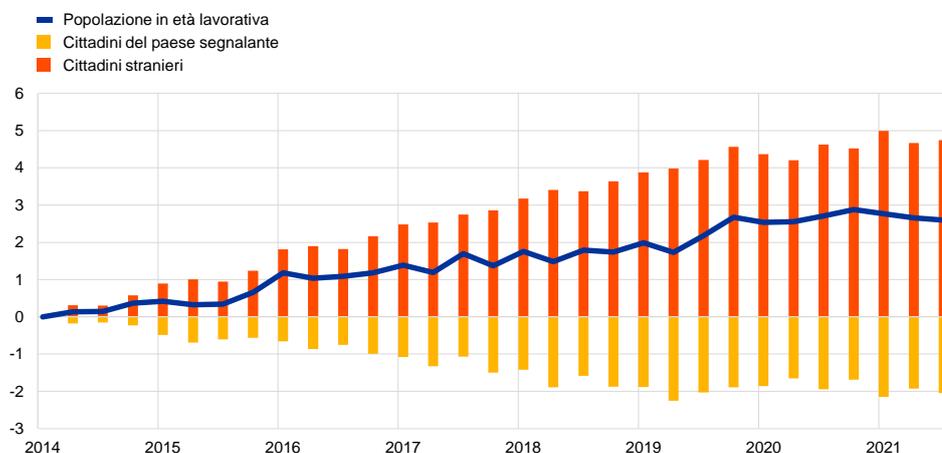
<sup>3</sup> Cfr. ad esempio la nota 8 a piè di pagina in Havik, K., Mc Morrow, K., Orlandi, F., Planas, C., Raciborski, R., Werner, R., Rossi, A., Thum-Thysen, A. e Vandermeulen, V., "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps", *Economic Papers*, n. 535, novembre 2014.

<sup>4</sup> Le proiezioni dello scenario di base dell'Eurostat, elaborate prima della pandemia, prevedevano un calo della popolazione in età lavorativa a partire dal 2024.

## Grafico A

### Popolazione in età lavorativa nell'area dell'euro

(milioni; variazione cumulata a partire dal primo trimestre del 2014)



Fonti: indagine condotta dall'Eurostat sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la scomposizione si basa sulla cittadinanza. Per "Cittadini stranieri" si intendono tutti coloro che non vivono nel proprio paese di cittadinanza (ad esempio, sono considerati tali i cittadini di un dato paese dell'area dell'euro che vivono in un altro paese dell'area).

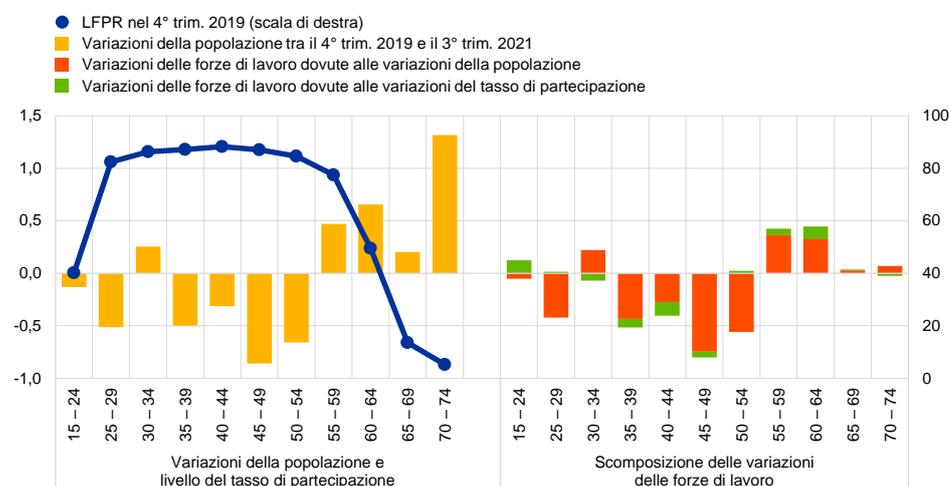
### **Il calo delle forze di lavoro in piena età lavorativa è dovuto soprattutto all'invecchiamento di lungo periodo della popolazione, ma potrebbe anche riflettere in parte la modesta immigrazione verso l'area dell'euro.**

In generale, dall'inizio della pandemia si è registrata una notevole diminuzione della popolazione delle coorti in piena età lavorativa (ossia di età compresa tra i 25 e i 54 anni), che tende ad avere un LFPR relativamente elevato, e si è osservato un aumento della popolazione di età compresa tra i 55 e i 64 anni, il cui LFPR è basso (cfr. il grafico B). Tali andamenti all'interno delle coorti di età sono in parte collegati alle tendenze demografiche generali che riflettono l'invecchiamento della popolazione. In effetti, la dimensione delle coorti che escono dalla fascia della piena età lavorativa e che entrano nella fascia di età compresa tra i 55 e i 64 anni è maggiore di quella delle coorti che entrano nella fascia compresa tra i 25 e i 54 anni di età. Tuttavia, è probabile che questi andamenti riflettano anche le tendenze dei flussi di immigrazione durante la pandemia, dal momento che gli immigrati verso l'area dell'euro tendono a collocarsi nel segmento della piena età lavorativa.

## Grafico B

### Fattori che influiscono sulle forze di lavoro per fasce di età e scomposizione della variazione delle forze di lavoro tra il quarto trimestre 2019 e il terzo trimestre 2021

(scala di sinistra: milioni, variazioni cumulate dal quarto trimestre 2019; scala di destra: percentuali della popolazione)



Fonti: Fonti: statistiche sociali europee integrate (Integrated European Social Statistics) dell'Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le serie sono destagionalizzate.

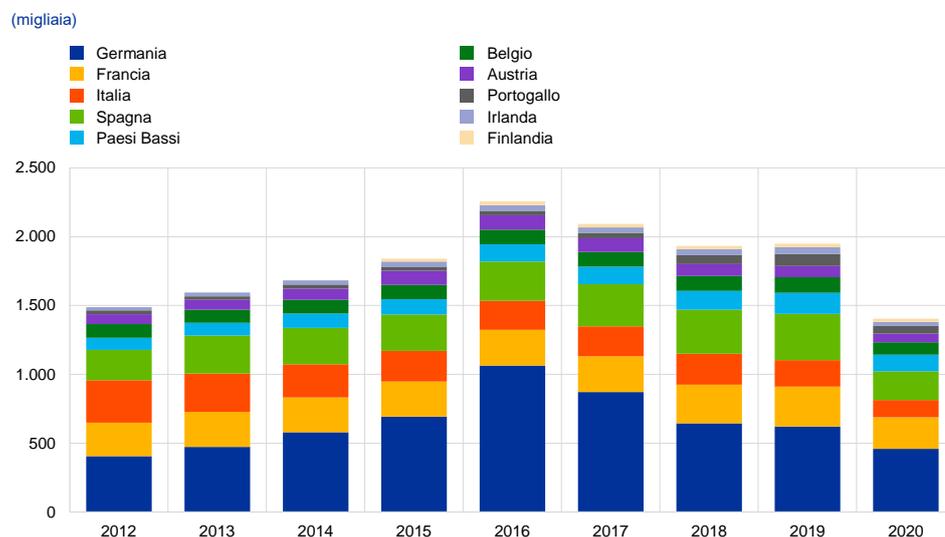
### L'immigrazione netta verso l'area dell'euro è stata inferiore rispetto all'aumento tendenziale osservato prima della pandemia.

A causa della limitata disponibilità di dati e dell'attuazione ancora in corso del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate (Integrated European Social Statistics, IESS)<sup>5</sup>, è possibile trarre solo conclusioni preliminari circa l'evoluzione dei flussi di immigrazione durante la pandemia. Sono utilizzati i dati dell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, EU-LFS) poiché i dati sottostanti sono disponibili in base alla cittadinanza. Secondo i dati EU-LFS, il numero dei cittadini stranieri in età lavorativa dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato dall'inizio della pandemia, in contrasto con la tendenza al rialzo osservata negli anni precedenti. Tale rallentamento è in parte riconducibile a un marcato calo, registrato nell'area dell'euro nel 2020, del numero di immigrati permanenti con cittadinanza estera, provenienti principalmente da paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, un fenomeno comune a molti paesi dell'area (cfr. il grafico C).

<sup>5</sup> Gli immigrati potrebbero non essere rilevati completamente nelle statistiche ufficiali, un problema che la pandemia potrebbe aver aggravato. L'indagine EU-LFS utilizza le famiglie come unità di campionamento, ma alcuni immigrati, in particolare i lavoratori stagionali, non vivono in famiglie nel paese di destinazione. Inoltre, quando gli immigrati si fermano in un paese solo per un breve periodo di tempo, essi potrebbero non essere rilevati nelle statistiche (ad esempio, alcuni paesi non raccolgono dati su periodi di permanenza non superiori a 12 mesi). In alcuni paesi l'indagine EU-LFS non rileva correttamente la cittadinanza; tuttavia, queste statistiche sono coerenti con i dati sulle forze di lavoro generalmente utilizzati. Infine, le statistiche ufficiali sull'immigrazione tendono ad avere un notevole ritardo di pubblicazione.

## Grafico C

### Afflussi di immigrati permanenti con cittadinanza estera in alcuni paesi dell'area dell'euro



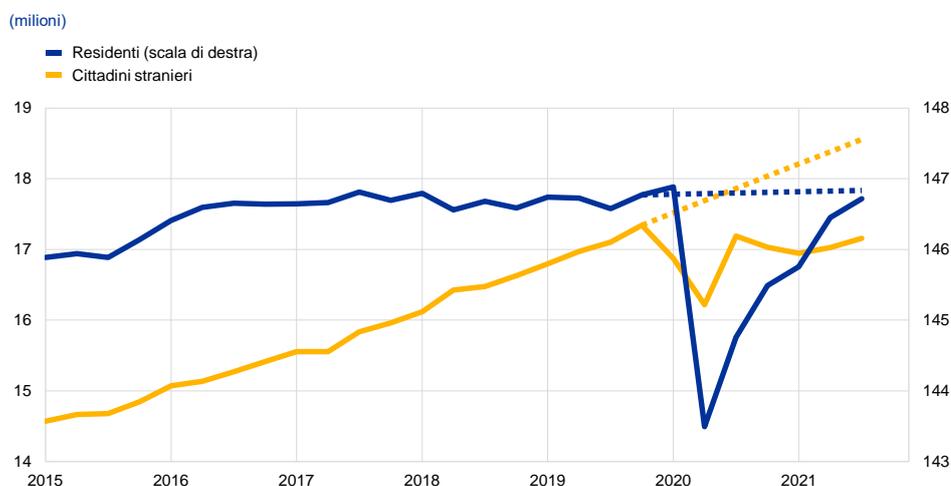
Fonte: Migration Outlook dell'OCSE, 2021.

Note: sono compresi solo i cittadini stranieri. Gli afflussi includono le variazioni di status, ossia le persone che sono entrate nel paese in via temporanea e successivamente hanno ottenuto il diritto di rimanere per un periodo più lungo.

**Nell'area dell'euro le forze di lavoro composte dai cittadini stranieri sono inferiori di circa 0,2 milioni di unità rispetto al periodo antecedente la pandemia, ma ben al di sotto della tendenza pre-pandemica.** Sebbene i dati siano caratterizzati da incertezze, il calo dei cittadini stranieri relativo al periodo precedente la pandemia sembra rappresentare oltre 0,1 punti percentuali della diminuzione, pari allo 0,2 per cento, delle forze di lavoro (cfr. il grafico D). Ciò è dovuto principalmente alla minore offerta di lavoro di individui in piena età lavorativa e dei lavoratori stranieri più giovani. Anche il tasso di disoccupazione tra i cittadini stranieri è salito molto di più di quello dei residenti, poiché è aumentato rispettivamente di 3,1 e 0,9 punti percentuali tra il quarto trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2021; ciò riflette la natura più ciclica del tasso di disoccupazione dei cittadini stranieri. È probabile che l'aumento di quest'ultimo abbia innescato maggiori flussi in uscita, scoraggiando al tempo stesso i potenziali migranti dal trasferirsi nell'area dell'euro.

## Grafico D

### Forze di lavoro dell'area dell'euro per cittadinanza



Fonte: indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, EU-LFS) condotta dall'Eurostat.  
Note: dati destagionalizzati a cura degli esperti della BCE. Le linee tratteggiate indicano un'estrapolazione della tendenza pre-pandemica nell'andamento delle forze di lavoro (tra il primo trimestre del 2018 e il quarto trimestre del 2019). L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2021.

#### **Durante la pandemia i flussi di immigrazione hanno risentito di diversi fattori.**

Le più deboli prospettive di occupazione e la diffusa incertezza indotte dalla pandemia potrebbero aver disincentivato i potenziali immigrati. Inoltre, è probabile che le restrizioni ai viaggi abbiano ostacolato l'afflusso di immigrati e abbiano altresì innescato alcuni deflussi (ad esempio, gli immigrati potrebbero essere ritornati nel proprio paese d'origine per il timore di non potersene recare in visita)<sup>6</sup>. La quota di cittadini stranieri è relativamente elevata nei settori fortemente colpiti dalle misure di chiusura, come i servizi di alloggio e ristorazione (cfr. il grafico E). Inoltre, i cittadini stranieri in generale tendono a lavorare in condizioni meno favorevoli<sup>7</sup>, più spesso hanno contratti a tempo determinato e, di conseguenza, maggiori probabilità di finire in esubero. In aggiunta, è possibile che abbiano minori probabilità di usufruire di misure di integrazione salariale e altri programmi di assistenza pubblica. Nondimeno, potrebbero aver agito alcune forze che hanno controbilanciato almeno in parte quelle menzionate in precedenza. Ad esempio, la percentuale di lavoratori stranieri in alcuni settori essenziali, come il commercio al dettaglio e la sanità, è relativamente elevata e ciò avrebbe sostenuto la loro occupazione<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Per ovviare a ciò, gli spostamenti a livello internazionale dei lavoratori stagionali in alcuni casi sono stati agevolati da accordi bilaterali. Cfr. anche "Essential but unprotected: highly mobile workers in the EU during the Covid-19 pandemic", ETUI Policy Brief, n. 9, 2020.

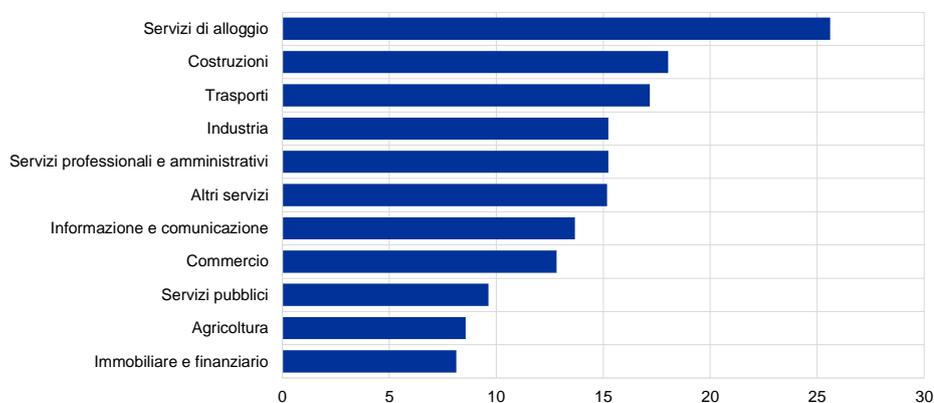
<sup>7</sup> Cfr. l'articolo *Offerta di lavoro e crescita dell'occupazione* nel numero 1/2018 di questo Bollettino.

<sup>8</sup> Cfr. ad esempio Bossavie, L., Garrote Sanchez, D., Makovec, M. e Özden, Ç., "Immigration and natives' exposure to COVID-related risks in the EU", VoxEU Column, 1° settembre 2021.

## Grafico E

### Percentuale di cittadini stranieri occupati per settore nel 2019 prima della pandemia

(in percentuale sull'occupazione totale)



Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, EU-LFS) condotta dall'Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico si basa sull'aggregazione di microdati relativi a 11 paesi dell'area dell'euro, ossia Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia.

**La quota di cittadini stranieri in percentuale dell'occupazione totale dell'area dell'euro potrebbe gradualmente convergere verso i livelli attesi prima della pandemia, ma nel complesso i rischi sono orientati verso il basso.** È probabile che i flussi di immigrazione riprendano con il graduale recupero del canale internazionale per la ricerca di posti di lavoro disponibili e l'incontro tra domanda e offerta. Tali afflussi potrebbero inoltre essere temporaneamente incentivati nel momento in cui i potenziali immigrati, attualmente in attesa che il pericolo di contagio e il rischio di ulteriori misure di chiusura si attenuino, decidano di venire a lavorare nell'area dell'euro. Tuttavia, è anche possibile che alcuni immigrati che erano tornati nel proprio paese di origine vi si siano ristabiliti in via permanente. Ciò potrebbe riflettere una riconsiderazione dell'equilibrio tra lavoro e vita familiare o migliori opportunità di impiego nei rispettivi paesi di origine, o potrebbe anche essere agevolato da accordi per il lavoro a distanza offerti da datori di lavoro dell'area dell'euro. Nel complesso, le prospettive per i flussi di immigrazione entro l'orizzonte di proiezione e oltre rimangono caratterizzate da un elevato grado di incertezza<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Le proiezioni relative ai flussi di immigrazione attualmente disponibili da parte dell'Eurostat non tengono ancora conto dell'impatto dello shock del COVID-19.

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

a cura di Johannes Gareis, Richard Morris e Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 74 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte principalmente tra il 10 e il 19 gennaio 2022<sup>1</sup>.

**Le società contattate hanno segnalato una domanda vigorosa o in crescita nella maggior parte dei settori, anche se molte hanno affermato che i vincoli dal lato dell'offerta continuavano a limitare la loro capacità di soddisfare tale domanda.** Al riguardo, nei mesi precedenti non si erano registrati cambiamenti di rilievo. I referenti del settore manifatturiero hanno continuato a segnalare lunghi tempi di consegna e livelli sostenuti degli ordinativi, la cui evasione, tuttavia, era resa difficile dalle carenze di input. La grave penuria di semiconduttori che interessava l'industria automobilistica (a seguito della diffusione della variante Delta del coronavirus (COVID-19) in Asia durante l'estate) si era in certa misura attenuata nel quarto trimestre del 2021. Proseguiva invece la carenza di chip e delle relative componenti elettroniche a livello di settore. Negli ultimi mesi, inoltre, non si erano attenuate le sporadiche carenze di altri input, che interessavano gran parte del settore, dovute alla congestione nei porti di spedizione via container e alla mancata capacità di trasporto su strada e di stoccaggio. L'offerta di beni manufatti aveva quindi difficoltà a tenere il passo con la domanda dei consumatori finali. Di conseguenza, le scorte di input e prodotti finiti erano esigue, mentre quelle di prodotti semilavorati (e di beni in transito) tendevano a essere elevate. Anche i referenti del settore delle costruzioni e immobiliare hanno segnalato una forte domanda, specie nel segmento dell'edilizia residenziale, in forte espansione. Nonostante la diffusione della variante Omicron a partire da novembre, le società contattate nel settore dei servizi hanno delineato un quadro delle condizioni economiche relativamente favorevole. Nel caso dei servizi legati a viaggi e turismo, malgrado qualche interruzione, la tendenza di fondo ha continuato a essere caratterizzata da una ripresa della domanda, favorita tra l'altro dalla riapertura, a novembre, dei confini statunitensi ai viaggiatori stranieri. I rivenditori al dettaglio, nel contempo, hanno osservato che lo scarso afflusso di clienti nei negozi era compensato da un elevato rapporto tra vendite e acquirenti e dal perdurare di una forte crescita dell'attività online. Anche le società operanti in diversi altri settori dei servizi hanno segnalato una crescita dell'attività, particolarmente vigorosa nei comparti legati al digitale (IT, consulenza) e nei servizi all'occupazione.

**Per il futuro, la maggior parte dei referenti ha continuato a dichiararsi ottimista circa le prospettive per l'attività nel 2022.** Secondo le società contattate, la diffusione della variante Omicron avrebbe determinato una moderazione dell'attività nelle settimane a venire, ma l'effetto atteso avrebbe avuto durata relativamente

---

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

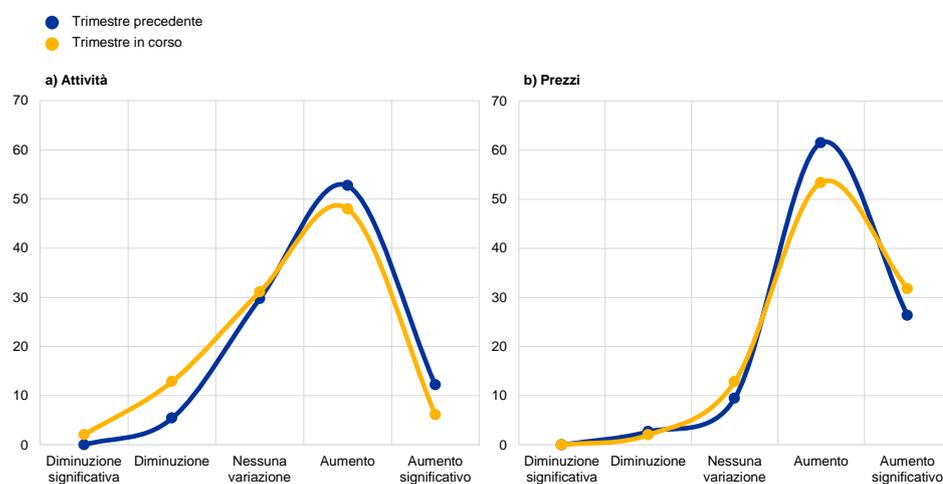
breve. In seguito, gli elevati livelli degli ordinativi avrebbero sostenuto l'attività nel settore manifatturiero per diversi mesi, mentre la riduzione delle misure di contenimento del COVID-19, superata l'ultima ondata della pandemia, avrebbe dato nuovo slancio alla ripresa dei servizi caratterizzati da interazione fisica. A tale riguardo, i referenti del settore dei viaggi hanno previsto un'estate relativamente normale nel 2022. Il principale rischio per queste prospettive favorevoli è stato identificato nell'impatto di un'inflazione più elevata e/o più persistente (soprattutto delle tariffe per la fornitura di energia) che erode il reddito disponibile reale delle famiglie indebolendo, quindi, la domanda dei consumatori finali. La recente diffusione della variante Omicron ha anche differito le aspettative di un'attenuazione delle attuali turbative lungo le catene di approvvigionamento, prevista, dalla maggior parte delle società contattate, tra almeno sei mesi o addirittura un anno.

**I referenti hanno continuato a segnalare condizioni più tese nel mercato del lavoro.** Sono state rilevate sia una forte domanda di lavoro sia una certa carenza di offerta, sebbene la situazione descritta sia stata significativamente diversificata tra imprese, settori e aree geografiche. Oltre al ruolo svolto dalla pandemia (che ha obbligato o incoraggiato i lavoratori a cambiare impiego spostandosi in altri settori, ad adeguare l'equilibrio tra attività professionale e vita privata o a ritornare in patria nel caso dei lavoratori migranti), si sono registrate carenze più persistenti in alcuni settori e in relazione a determinati profili. L'accelerazione del processo di digitalizzazione e decarbonizzazione ha generato una diffusa domanda di competenze specifiche, ancora non fornite dai sistemi di istruzione in quantità sufficiente. Nel contempo, le società contattate hanno segnalato una maggiore riluttanza delle persone ad accettare impieghi considerati poco attraenti (perché, ad esempio, implicanti turni, attività fuori sede o periodiche trasferte lontano da casa). Quasi tutti i referenti hanno osservato un tasso di abbandono superiore alla norma, probabilmente causato in parte dal passaggio alle selezioni online (che hanno accelerato il processo di assunzione) e dalla diffusione del lavoro da remoto, che ha rimosso o ridotto i vincoli geografici per alcune posizioni altamente qualificate.

## Grafico A

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

(percentuale di intervistati)



Fonte: BCE.

Note: i risultati relativi al trimestre precedente riflettono la valutazione elaborata dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dai referenti circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi nel quarto trimestre del 2021. I risultati per il trimestre in corso riflettono la valutazione in merito a quanto affermato dai referenti circa le prospettive per l'attività e i prezzi nel primo trimestre del 2022.

**La maggior parte delle società contattate ha segnalato un aumento dei prezzi e un contesto di determinazione degli stessi più dinamico, soprattutto nel settore industriale.** La maggior parte dei referenti nei settori manifatturiero e delle costruzioni ha affermato che nell'ultimo trimestre del 2021 i prezzi di vendita erano aumentati, in alcuni casi in misura significativa, e che sarebbero tornati a crescere nel primo trimestre del 2022. L'effetto dei rincari di molte materie prime e dei servizi logistici nel 2021 continuava a trasmettersi lungo la catena del valore e il contesto della domanda per il trasferimento di tali costi ai prezzi permaneva molto favorevole nella maggior parte dei settori. I prezzi dei beni energetici erano aumentati significativamente alla fine del 2021 e, per molte imprese, ciò si sarebbe tradotto anche in un ulteriore incremento di costi e prezzi nel 2022. Molte società contattate hanno affermato che i prezzi venivano adeguati più frequentemente che in passato per evitare la compressione dei margini e che avrebbero continuato ad aumentare per gran parte del 2022. Risultavano in crescita anche i prezzi in molti segmenti del settore dei servizi e ciò riguardava non solo i settori orientati alle imprese, come i trasporti e la consulenza, ma anche alcuni servizi orientati ai consumatori, come le telecomunicazioni. I referenti appartenenti o prossimi al settore del commercio al dettaglio, pur prevedendo un ulteriore aumento dei prezzi di vendita nei mesi a venire, hanno continuato a ritenere che la forte concorrenza e l'aumento delle vendite online limitassero in parte la trasmissione dell'aumento dei costi ai prezzi al consumo finali.

**La maggior parte delle società contattate ha previsto una lieve accelerazione della crescita salariale nel 2022.** Ciò è stato imputato a un elemento di recupero successivo al (quasi) congelamento dei salari attuato da molte imprese nel 2020 o nel 2021 in risposta alla pandemia, alle condizioni tese del mercato del lavoro in

alcune aree e all'aumento del costo della vita, soprattutto a causa dei prezzi dell'energia, molto evidenti nelle bollette delle famiglie. Riguardo a quest'ultimo aspetto, alcuni referenti hanno sottolineato l'importanza di accordi salariali che tengano conto dell'inflazione media attesa nel tempo anziché dei picchi mensili determinati dalla volatilità dei corsi energetici. In genere, le società contattate hanno dichiarato di attendersi il passaggio degli incrementi salariali da circa il 2 per cento degli ultimi tempi al 3 per cento o forse più nel 2022. Tassi di inflazione salariale significativamente più elevati sono stati indicati o previsti in relazione ai posti di lavoro per i quali era difficile assumere e mantenere personale, ad esempio nei settori delle costruzioni e dei trasporti su strada, nonché per gli esperti e gli ingegneri informatici.

## Costi abitativi: percezioni basate sulle indagini e segnali ricavati dalle statistiche sui prezzi

a cura di David Wittekopf, Friderike Kuik, Omiros Kouvavas e Gerrit Koester

**Un tema ricorrente nell'evento “La BCE ti ascolta”, realizzato nel contesto del riesame della strategia di politica monetaria, è stato l'accessibilità finanziaria delle abitazioni e l'opportunità di includere in modo più appropriato questa categoria di costi nello IAPC<sup>1</sup>.** Secondo più dell'80 per cento di tutti gli intervistati l'aumento dei costi abitativi è rilevante ai fini della misurazione dell'inflazione. Questo tema è stato affrontato nel riesame della strategia, suggerendo che i costi relativi alle abitazioni di proprietà (owner-occupied housing, OOH) possano essere inclusi nella misurazione dell'inflazione seguendo l'approccio dell'acquisizione netta<sup>2</sup>.

**La percezione dei costi abitativi, tuttavia, può essere analizzata basandosi su diverse fonti di dati.** Il presente riquadro esamina le percezioni dei costi abitativi da parte dei locatari e proprietari di immobili residenziali sulla base di microdati raccolti tramite indagini, mettendole a confronto con gli andamenti dei costi abitativi ricavati dalle statistiche macroeconomiche sui prezzi e illustrando le differenze concettuali tra le varie misure che sono rilevanti per l'interpretazione dei dati.

**Le indagini presso i consumatori rappresentano una fonte primaria delle percezioni dei costi abitativi nei paesi dell'area dell'euro.** Il pannello a) del grafico A mostra il rapporto tra i costi connessi alle abitazioni e il reddito disponibile sulla base delle statistiche dell'Unione europea sul reddito e sulle condizioni di vita (European Union Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC) per il 2019 (ultimo anno per il quale i dati sono disponibili)<sup>3</sup> e dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), per la quale sono disponibili dati più recenti (i più aggiornati sono relativi a ottobre 2021). La differenza tra le due indagini è in parte connessa alle definizioni, al grado di incertezza della misurazione e, aspetto più importante, agli andamenti che hanno caratterizzato la fase pandemica, i quali non si riflettono nell'indagine EU-SILC a causa della data di svolgimento della stessa.

---

<sup>1</sup> Cfr. “La BCE ti ascolta – Sintesi delle risposte ricevute sul portale “La BCE ti ascolta””. I risultati dell'indagine sono stati raccolti tra il 24 febbraio e il 31 ottobre 2020.

<sup>2</sup> Per un quadro più esaustivo dell'esito del riesame della strategia e il relativo indice dei prezzi, cfr. l'articolo *Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione* in questo numero del Bollettino.

<sup>3</sup> I dati dell'indagine EU-SILC per l'Italia si riferiscono al 2018 in quanto quelli per il 2019 non sono disponibili.

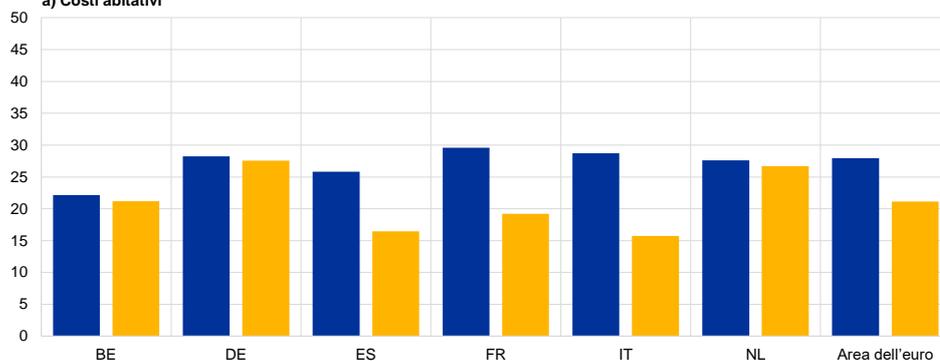
## Grafico A

### Rapporto fra costi abitativi dichiarati e reddito e quota di famiglie soggette a costi abitativi eccessivi in alcuni paesi dell'area dell'euro

(quote percentuali)

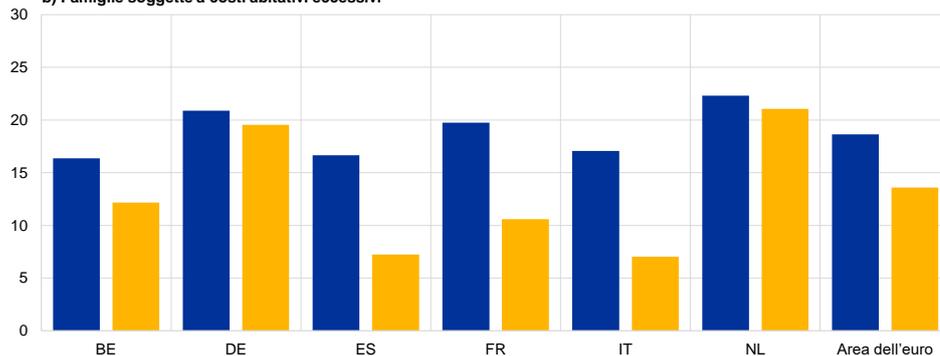
■ Costi abitativi come quota del reddito disponibile 2021 – CES  
■ Costi abitativi come quota del reddito disponibile 2019 – EU-SILC

#### a) Costi abitativi



■ Costi abitativi eccessivi 2021 – CES  
■ Costi abitativi eccessivi 2019 – EU-SILC

#### b) Famiglie soggette a costi abitativi eccessivi



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

Note: i dati dell'indagine CES si riferiscono a ottobre 2021, mentre quelli dell'indagine EU-SILC provengono dall'edizione del 2020. Le misure EU-SILC e CES si basano sui rispettivi microdati. La misura del costo eccessivo è anch'essa basata sui microdati e rispecchia il rapporto fra costi abitativi dichiarati e reddito disponibile delle famiglie. La quota di famiglie soggette a costi abitativi eccessivi corrisponde alla percentuale di famiglie con costi abitativi che superano il 40 per cento del reddito disponibile.

**Entrambe le indagini indicano che i costi abitativi costituiscono la voce di spesa più rilevante per le famiglie e che tale spesa risulta in effetti percepita da molte famiglie come difficile da sostenere.** Secondo i dati dell'indagine EU-SILC, nel 2019 i costi abitativi nell'area dell'euro rappresentavano, in media, il 21 per cento del reddito disponibile, con un elevato grado di eterogeneità tra i vari paesi. Considerando i maggiori paesi dell'area dell'euro, il rapporto fra costi abitativi e reddito disponibile è stato considerevolmente superiore alla media dell'area in Germania e nei Paesi Bassi, ma notevolmente inferiore alla media in Italia e Spagna. I dati dell'indagine CES di ottobre 2021 indicano un rapporto medio più elevato tra costi abitativi e reddito disponibile nell'area dell'euro (sulla base dei dati relativi a Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio) e una minore eterogeneità tra i maggiori paesi dell'area<sup>4</sup>. In base ai dati dell'indagine EU-SILC per il 2019,

<sup>4</sup> Poiché non sono disponibili dati sovrapponibili per l'indagine EU-SILC e per l'indagine CES non è chiaro in che misura le differenze tra i dati dell'indagine EU-SILC per il 2019 e quelli dell'indagine CES relativi a ottobre 2021 riflettano gli andamenti nel corso del tempo oppure differenze tra le indagini.

nell'area dell'euro circa il 14 per cento delle famiglie è eccessivamente gravato dai costi abitativi (vale a dire che i costi abitativi superano il 40 per cento del loro reddito disponibile), e anche in questo caso vi è considerevole eterogeneità tra i grandi paesi dell'area. I dati dell'indagine CSE relativi a ottobre 2021 mostrano una quota più elevata di famiglie soggette a costi eccessivi in media nell'area dell'euro (19 per cento) e, ancora una volta, una minore eterogeneità tra i grandi paesi dell'area.

**Esistono importanti differenze concettuali tra le tipologie di costi abitativi contemplate nelle percezioni e nelle statistiche sui prezzi.** Come illustrato nell'articolo *Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione*, in questo numero del Bollettino, gli andamenti dei prezzi di questo tipo possono essere misurati in diverse maniere. Alcuni approcci (ad esempio l'approccio dell'acquisizione netta) si basano direttamente sul costo da sostenere per acquisire un'abitazione, che è strettamente connesso con i prezzi delle abitazioni. Altri approcci (pagamenti, costi d'uso, equivalenza dell'affitto imputato) si basano sul costo corrente dell'utilizzo delle abitazioni di proprietà o sul suo prezzo ombra. In termini pratici, le misure che si ottengono differiscono notevolmente. Gli indici dei prezzi delle abitazioni di proprietà (owner-occupied housing price indices, OOHPI) adottano l'approccio dell'acquisizione netta. Per contro, nell'indagine EU-SILC i costi abitativi complessivi sono basati sull'approccio del quasi-pagamento e includono il pagamento degli interessi sui mutui (per i proprietari di abitazioni), i canoni di locazione (per i locatari), nonché i costi delle utenze, i costi assicurativi, i servizi e gli oneri, le imposte, le spese per manutenzione e riparazione, ma escludono i costi di acquisizione (per i proprietari). La tavola A suddivide i costi abitativi in tre categorie (costi che interessano solo i locatari, costi che interessano solo i proprietari di abitazioni e costi che interessano entrambe le categorie). I costi abitativi per i locatari inclusi nell'indagine EU-SILC possono essere abbinati in maniera relativamente stretta a quelli inclusi nello IAPC (cfr. la tavola A). Riguardo ai proprietari di abitazioni, vi è concettualmente solo un legame lasco con le statistiche macroeconomiche, come si può evincere dagli indici OOHPI. In particolare, i pagamenti degli interessi sui mutui sono inclusi nella misura dei costi delle abitazioni di proprietà impiegata nell'indagine EU-SILC, ma non nell'indice OOHPI, mentre altri servizi legati all'acquisizione di abitazioni, abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni, e agli acquisti di nuove abitazioni, rappresentano categorie rilevanti nell'indice OOHPI (con un peso totale pari al 77 per cento nell'indice), ma non sono incluse nell'indagine EU-SILC. Pertanto, la sovrapposizione tra i costi sostenuti dai proprietari di abitazioni inclusi nell'indagine EU-SILC e l'approccio basato sull'acquisizione netta dell'indice OOHPI è piuttosto limitata. Ciò rende complicato qualsiasi confronto e limita l'utilità dei dati desunti dall'indagine EU-SILC ai fini della individuazione dei costi sostenuti dai proprietari di abitazioni<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Per maggiori informazioni sui diversi approcci, cfr. il riquadro *Prassi internazionali per il trattamento delle abitazioni di proprietà nel calcolo degli indici dei prezzi al consumo* nell'articolo *Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione* in questo numero del Bollettino.

## Tavola A

Costi abitativi per locatari e proprietari e relativa copertura negli indici OOHPI, nelle sottocomponenti dello IAPC e nell'indagine EU-SILC

Costi abitativi	Costi abitativi inclusi nello IAPC	Costi abitativi inclusi negli indici OOHPI da includere nello IAPC <sup>1)</sup>	Totale dei costi abitativi inclusi nell'indagine EU-SILC
<b>Costi per locatari</b>			
Canoni di locazione	Canoni di locazione nello IAPC (7,47%)		Pagamenti del canone di locazione (locatari)
<b>Costi per locatari e proprietari</b>			
Costi di manutenzione	Manutenzione e riparazione (4,35%)	Grandi opere di riparazione e manutenzione (19,89 %)	Manutenzione e riparazione ordinarie
Utenze	Energia (elettricità e gas) (4,28%)		Costo delle utenze (acqua, elettricità, gas, riscaldamento)
Costi assicurativi	Assicurazioni connesse con l'abitazione (0,32%)	Assicurazioni connesse con abitazioni (2,64%)	Assicurazioni strutturali
Costi per rifiuti e acque reflue	Raccolta di rifiuti e acque reflue (1,09%)		Servizi/oneri (smaltimento delle acque reflue, smaltimento dei rifiuti, ecc.)
Imposte			Imposte sull'abitazione
<b>Costi per i proprietari</b>			
Pagamenti del mutuo			Pagamenti degli interessi sui mutui (proprietari; al netto degli sgravi fiscali, senza deduzione dei sussidi per l'alloggio)
Costi connessi con l'acquisizione di un'abitazione		Altri servizi connessi con l'acquisizione di abitazioni (12,52%)	
Prezzi delle abitazioni		Abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni (43,40%) Acquisti di nuove abitazioni (19,39%)	

Fonte: Eurostat.

Note: i costi abitativi complessivi desunti dall'indagine EU-SILC sono disponibili solo in termini aggregati; non sono disponibili dati o pesi per le singole componenti. Per l'indice OOHPI e le sottocomponenti dello IAPC, i contributi all'indice complessivo (pesi) sono indicati tra parentesi.

1) Per una spiegazione dettagliata delle componenti degli indici OOHPI e di cosa verrebbe incluso nello IAPC se si adottasse l'approccio dell'acquisizione netta, cfr. l'articolo *Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione* in questo numero del Bollettino.

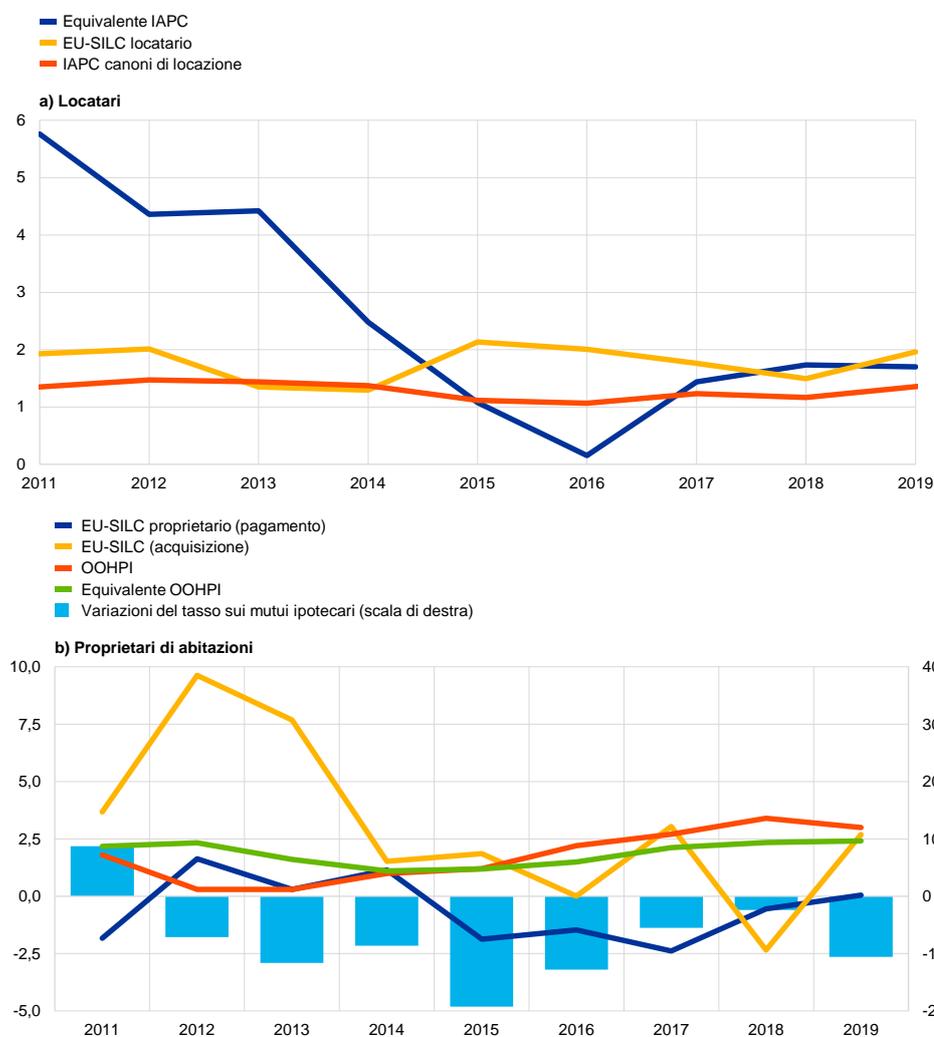
### Nell'ultimo decennio il tasso di crescita dei costi delle abitazioni valutati autonomamente dai locatari nell'area dell'euro, sulla base dei dati desunti dall'indagine EU-SILC, è stato simile a quello dei canoni di locazione nello IAPC.

Secondo l'indagine EU-SILC, nell'aggregato i costi abitativi valutati autonomamente sono aumentati di circa il 2 per cento per la maggior parte del periodo del campione (cfr. il pannello a) del grafico B). Fatta eccezione per gli ultimi tre anni, tali incrementi sono stati in qualche misura meno pronunciati di quelli osservati nelle componenti corrispondenti dei costi abitativi nello IAPC per i locatari, mentre rispecchiano più efficacemente la dinamica degli affitti nello stesso indice. Questa discrepanza potrebbe essere riconducibile al fatto che i partecipanti all'indagine EU-SILC sono meno consapevoli del costo di utenze, assicurazioni, servizi e oneri, imposte, manutenzioni e riparazioni rispetto al costo dell'affitto.

## Grafico B

Crescita dei costi abitativi dichiarati dai locatari raffrontati con alcune componenti dello IAPC e dei costi dichiarati dai proprietari di abitazioni raffrontati con alcune componenti dell'indice OOHPI e col tasso sui mutui ipotecari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: dati aggregati per l'area dell'euro. Per maggiori dettagli sulle serie incluse, cfr. la tavola A. Adottiamo un approccio a due fasi per ottenere i tassi di crescita dei costi abitativi complessivi per proprietà, paese e anno. In primo luogo, le informazioni a livello di famiglia sui costi abitativi complessivi sono aggregate utilizzando i pesi dell'indagine EU-SILC per le famiglie, a livello nazionale. Per ottenere il tasso di crescita per l'area dell'euro ponderiamo successivamente ciascun tasso di crescita specifico per paese e anno in base alle dimensioni del mercato immobiliare di riferimento (spesa per le abitazioni di proprietà, a prezzi aggiornati). Ciò implica che i tassi di crescita ricavati per i costi abitativi potrebbero includere anche, ad esempio, gli effetti di un miglioramento nella qualità media delle abitazioni. Il tasso sui mutui ipotecari è definito come il "il costo di finanziamento per le famiglie per l'acquisto di abitazioni – area dell'euro, tasso annualizzato concordato".

**Per contro, l'andamento dei costi legati al possesso di abitazioni in base ai dati dell'indagine EU-SILC si è notevolmente discostato dall'andamento dei prezzi delineato dall'OOHPI.** Mentre l'inflazione misurata sull'OOHPI ha mostrato incrementi costanti nel tempo, fino a raggiungere livelli nettamente superiori al 2 per cento fra il 2015 e il 2019, i costi delle abitazioni di proprietà dichiarati, secondo l'indagine EU-SILC, sono stati molto più volatili e, in media, sono diminuiti o aumentati appena ogni anno a partire dal 2016 (cfr. il pannello b) del grafico B). Una probabile causa della differenza tra i costi sulla base dell'OOHPI e i costi delle

abitazioni di proprietà in base all'indagine EU-SILC (OOH) è che i costi di altri servizi connessi con l'acquisizione di abitazioni, le abitazioni costruite in proprio, le grandi ristrutturazioni e l'acquisto di nuove abitazioni, che rappresentano gran parte dell'aumento dell'OOHPI fra il 2016 e il 2019, non sono inclusi nel calcolo dell'indagine EU-SILC. Inoltre, il tasso di interesse sui mutui ipotecari è incluso nell'indagine EU-SILC ma non nell'indice OOHPI. Poiché i tassi sui mutui ipotecari sono diminuiti fortemente dal 2012, ciò può contribuire a spiegare la diminuzione della misura EU-SILC relativa ai costi delle abitazioni di proprietà (OOH).

**Se si prendono in esame solo le famiglie che hanno acquistato un'abitazione di recente, i costi abitativi sostenuti dai proprietari che si desumono dall'indagine EU-SILC risultano maggiormente in linea con gli andamenti delineati dall'OOHPI.** Per le famiglie che hanno acquistato immobili negli ultimi anni, i tassi sui mutui ipotecari sono stati bassi, mentre sono aumentati i prezzi degli immobili residenziali, e di conseguenza anche l'entità dei mutui ipotecari. Tali effetti possono essere illustrati costruendo una misura che contempli unicamente i costi delle abitazioni di proprietà basati sull'indagine EU-SILC (OOH) nell'anno in cui l'acquisto ha avuto luogo. In questa misura la dinamica dei prezzi delle abitazioni incide maggiormente sui costi abitativi, il che a sua volta rappresenterebbe una migliore approssimazione degli indici OOHPI, nei quali gli andamenti dei prezzi degli immobili svolgono un ruolo importante. A differenza della misura più ampia dei costi delle abitazioni di proprietà in base all'indagine EU-SILC (OOH), questa misura più ristretta, sebbene imperfetta, sembra più in linea con gli andamenti dell'OOHPI (cfr. il grafico B).

**Uno dei principali vantaggi dei dati dell'indagine EU-SILC sulla percezione dei costi abitativi è che gli andamenti possono essere analizzati per diversi insiemi di locatari e proprietari.** L'aumento complessivo dei costi abitativi per i locatari registrato nel 2018 e nel 2019 è stato determinato principalmente dai contratti di locazione più recenti (la crescita dei canoni più rapida si è osservata nei contratti con durata inferiore a due anni), mentre i canoni dei contratti stipulati da più di dieci anni sono diminuiti in media nel medesimo biennio (cfr. il pannello a) del grafico C). In merito all'età degli acquirenti, gli immobili acquistati dalle famiglie più giovani sono stati colpiti, in media, in misura maggiore dagli aumenti dei prezzi. Il pannello b) del grafico C mostra i risultati per due fasce di età: 16-39 anni e da 40 anni in su<sup>6</sup>. La differenza nei tassi di crescita fra le due categorie, che risulta simile a quella dei canoni di locazione, è diventata significativa a partire dal 2017, a riflesso del fatto che i più giovani si confrontano con un mercato immobiliare più dinamico.

---

<sup>6</sup> La scelta di limitare l'indagine a due sole fasce di età è motivata dal voler assicurare che vi siano osservazioni sufficienti per ciascun intervallo, data la dimensione contenuta del campione. Il campione segue l'approssimazione relativa all'acquisizione descritta nelle note al grafico C, pertanto sono inclusi solo gli intervistati che hanno acquistato un'abitazione nello stesso anno.

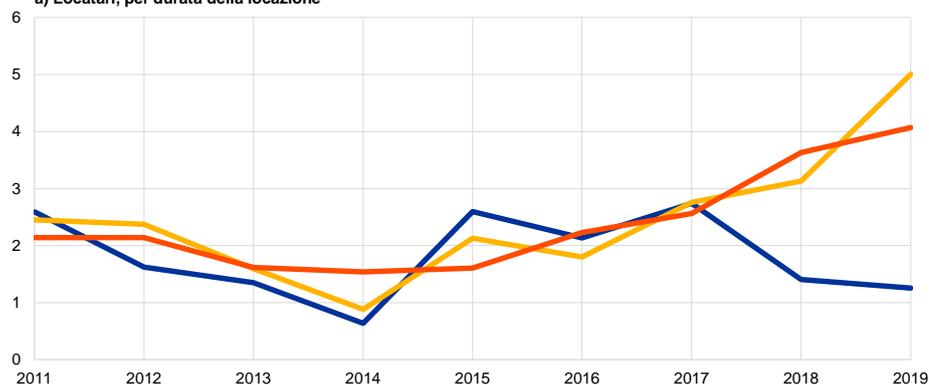
## Grafico C

Crescita dei costi abitativi dichiarati dai locatari, per durata del contratto, e dai proprietari di abitazioni (approssimazione dell'acquisizione), per età

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

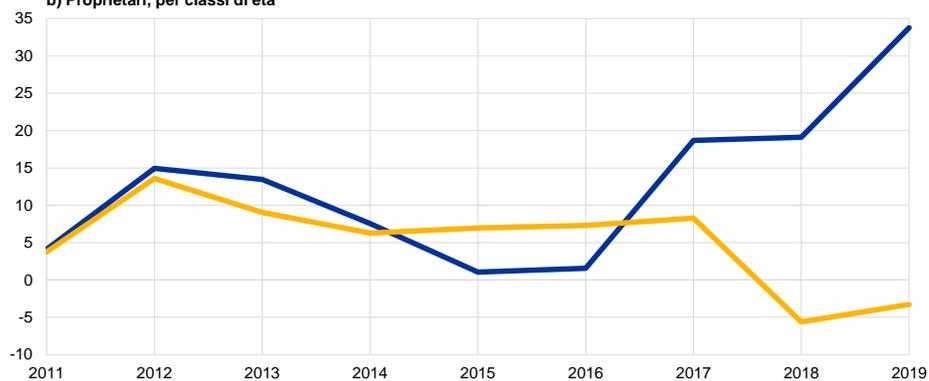
- Durata superiore a 10 anni
- Durata 1-2 anni
- Durata 2-10 anni

a) Locatari, per durata della locazione



- 16-39 anni
- 40 anni o più

b) Proprietari, per classi di età



Fonte: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: entrambe le misure si basano sui costi abitativi complessivi dichiarati. I tassi di crescita sono ricavati dai microdati dell'indagine EU-SILC. Per evitare errori di misurazione dovuti alla possibile divergenza dei periodi di riferimento sono state utilizzate medie mobili a tre anni. Nel pannello b), per approssimare il costo di acquisizione, sono inclusi solo i proprietari che hanno acquistato la propria abitazione nell'anno di segnalazione. I proprietari di età superiore a 70 anni sono esclusi.

## Indicizzazione di retribuzioni e pensioni a carico del settore pubblico nell'area dell'euro

a cura di Cristina Checherita-Westphal

**Uno shock inflazionistico può essere reso più persistente nel caso in cui la reazione delle retribuzioni (sia nel settore privato che in quello pubblico) e delle pensioni a un aumento dell'inflazione determini effetti di secondo impatto.**

Il fenomeno di trasmissione di questi effetti si verifica con maggiore probabilità in presenza di meccanismi di indicizzazione automatica delle retribuzioni e delle pensioni. Esso può tuttavia svolgere un ruolo importante anche nell'ambito delle trattative salariali, soprattutto in periodi di elevata inflazione. Gli effetti della trasmissione attraverso il canale delle retribuzioni, soprattutto nel settore privato, sono probabilmente più marcati e influenzano i prezzi sia dal lato della domanda, sia da quello della produzione; il canale delle pensioni, invece, influisce più probabilmente sulla domanda attraverso il reddito disponibile. Riguardo alle retribuzioni nel settore privato, secondo le conclusioni di varie analisi svolte dalla BCE e dall'Eurosistema, la probabilità che i meccanismi di formazione dei salari inneschino effetti di secondo impatto dovuti all'indicizzazione all'inflazione è relativamente limitata nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Ciò vale soprattutto nei casi in cui l'inflazione è trainata dai rincari dei beni energetici.

**Il presente riquadro fornisce una rassegna dei meccanismi di indicizzazione delle retribuzioni e delle pensioni nell'area dell'euro.**

Esso si basa sulle informazioni raccolte attraverso un questionario compilato dai membri del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPF) nell'ambito dell'esercizio di proiezione svolto a dicembre 2021 dagli esperti dell'Eurosistema. Il riquadro presenta inoltre una breve analisi delle retribuzioni e delle pensioni nell'aggregato dell'area dell'euro.

**Nell'area dell'euro la spesa per retribuzioni e pensioni del settore pubblico impegna cospicue risorse di bilancio, cresciute di recente.**

Si stima che nel 2020 la spesa per le retribuzioni del settore pubblico nell'area (redditi da lavoro dipendente, al netto dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro) sia stata pari a circa il 7,8 per cento del PIL, mentre le pensioni di vecchiaia e reversibilità hanno rappresentato circa il 12,7 per cento. Nei quasi venti anni (2001-2019) che hanno preceduto la crisi legata al coronavirus (COVID-19), i tassi di crescita medi delle retribuzioni per dipendente nel settore pubblico e privato e quelli medi delle pensioni sono stati notevolmente simili a livello aggregato dell'area dell'euro<sup>2</sup>. Questi si sono collocati intorno al 2,2-2,3 per cento, cioè su un livello superiore al tasso medio dell'inflazione misurata sullo IAPC, pari all'1,7 per cento. Questi dati celano differenze tra i vari periodi: le retribuzioni nel settore pubblico sono cresciute più

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, il riquadro *Prevalenza dell'indicizzazione salariale nel settore privato dell'area dell'euro e il suo potenziale ruolo nell'impatto dell'inflazione sui salari* nel numero 7/2021 di questo Bollettino e le *Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*.

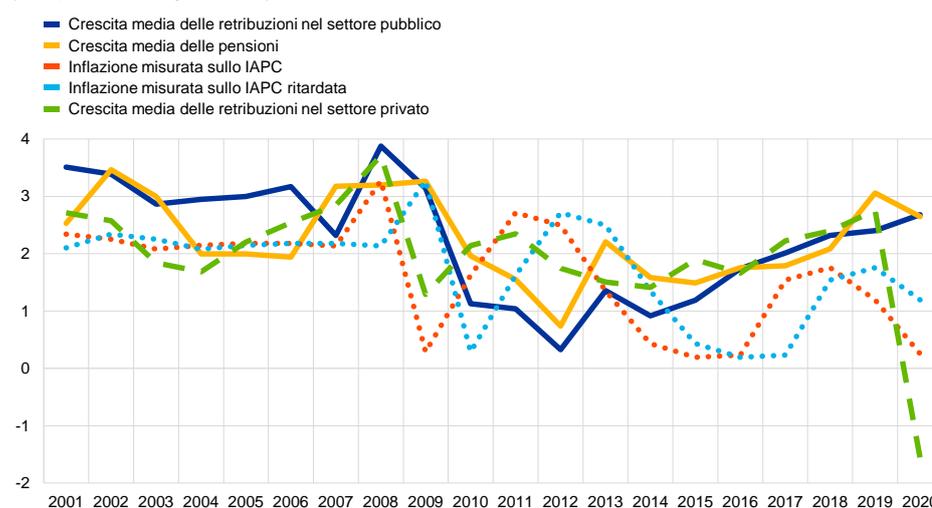
<sup>2</sup> Per il calcolo della media delle retribuzioni nel settore pubblico e delle pensioni cfr. le note del grafico A.

rapidamente dell'inflazione (e delle retribuzioni nel settore privato) prima e durante la grande crisi finanziaria e più lentamente durante la crisi del debito sovrano (cfr. il grafico A). A livello aggregato dell'area dell'euro, dal 2015 le retribuzioni e le pensioni medie a carico dello Stato sono aumentate a tassi ben superiori all'inflazione misurata sullo IAPC contemporanea o ritardata, segnando un recupero dopo la crescita contenuta registrata durante la crisi del debito sovrano<sup>3</sup>. Nel 2020, quando la pandemia di COVID-19 ha colpito l'area dell'euro, gli andamenti salariali hanno risentito di fattori una tantum. L'incremento delle retribuzioni nel settore pubblico ha riflettuto, fra l'altro, i premi salariali riconosciuti in campo sanitario, mentre il calo degli stipendi nel settore privato era legato alla copertura parziale fornita mediante fondi pubblici nell'ambito delle misure di integrazione salariale. Quanto all'andamento delle pensioni pubbliche, esso è stato più simile a quello dell'inflazione, soprattutto dopo la crisi del debito sovrano.

### Grafico A

Tasso di crescita medio delle retribuzioni e delle pensioni a carico del settore pubblico: aggregato dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE, *Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021* ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati relativi alle retribuzioni medie del settore pubblico sono calcolati a livello nazionale dividendo la spesa registrata alla voce "Retribuzioni e stipendi" della banca dati sulle statistiche di finanza pubblica (cui nel presente riquadro si fa riferimento con il concetto di retribuzioni del settore pubblico o spesa per retribuzioni del settore pubblico) per il numero dei dipendenti pubblici. Per pensione media si intende l'importo calcolato dividendo la spesa totale per le pensioni di vecchiaia e reversibilità per il numero delle pensioni erogate. Per aggregato dell'area dell'euro si intende una media ponderata per il PIL dei dati specifici relativi ai vari paesi. La retribuzione media del settore privato indica la retribuzione media per occupato in tale settore. Per quanto riguarda le pensioni medie, dati coerenti sono disponibili per la Francia dal 2010, per la Grecia dal 2014 e per il Lussemburgo dal 2007; tali paesi non sono inclusi nel computo dell'aggregato dell'area dell'euro quando i relativi dati non sono disponibili. I tassi di crescita sono calcolati su base annua. Per inflazione ritardata si intende l'inflazione di fine periodo sui dodici mesi ritardata di un anno.

**L'indicizzazione ai prezzi delle retribuzioni del settore pubblico è relativamente limitata e interessa circa un quinto della spesa ad esse legata nell'area dell'euro (cfr. il grafico B).** L'indicizzazione ai prezzi totale e parziale viene applicata in cinque paesi e rappresenta il 19 per cento della spesa per le retribuzioni nel settore pubblico dell'area dell'euro relativa al 2021. In due di essi (Belgio e

<sup>3</sup> In generale, l'indicizzazione delle retribuzioni e delle pensioni a carico del settore pubblico avviene sulla base di indici di prezzo nazionali che possono differire da quelli armonizzati. Tali indici possono anche escludere determinate componenti, nella maggior parte dei casi le voci che hanno effetti sulla salute, come il tabacco. L'indice dei prezzi utilizzato per l'indicizzazione delle retribuzioni nel settore pubblico (IAPC) in Italia non comprende i beni energetici.

Lussemburgo), le retribuzioni nel settore pubblico sono indicizzate ai prezzi in maniera totalmente automatica (sulla base di un indice retrospettivo legato al costo della vita); Cipro e Malta utilizzano meccanismi di indicizzazione simili ma più limitati, classificati come indicizzazione automatica parziale<sup>4</sup>. In Italia, nell'ambito della contrattazione per il rinnovo dei contratti, si tiene conto dell'inflazione attesa al netto dei beni energetici: se questa risulta più elevata dell'aumento delle retribuzioni del settore pubblico nel triennio contrattuale, la differenza viene erogata nel triennio successivo. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro le retribuzioni nel settore pubblico non sono automaticamente indicizzate all'inflazione, né questa incide formalmente nel processo di formazione dei salari. Essa tuttavia è o può essere tenuta in considerazione in via informale nella contrattazione salariale del settore pubblico<sup>5</sup>. Un congelamento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici è attualmente in vigore in Grecia e in Francia (in quest'ultima, fino alla fine del 2022; il blocco non si applica al settore dell'istruzione, della sanità e ai salari più bassi).

---

<sup>4</sup> Ad esempio, a Cipro le retribuzioni e le pensioni a carico del settore pubblico vengono adeguate retrospettivamente con integrazioni pari al 50 per cento dell'aumento dell'indice del costo della vita (il COLA, cioè l'indice dei prezzi al consumo, corretto per escludere le accise, nell'anno precedente), a condizione che vi sia stata una crescita positiva nel secondo e terzo trimestre di quell'anno; l'adeguamento non può avere segno negativo. A Malta, il governo può decidere di applicare un incremento degli stipendi pubblici superiore a quello dell'indice del costo della vita e i dipendenti a tempo parziale hanno diritto ad adeguamenti parziali.

<sup>5</sup> In Slovenia solo una piccola parte delle retribuzioni nel settore pubblico (ad esempio buoni pasto, indennità di missione e per l'alloggio) è indicizzata all'inflazione passata e anche il salario minimo è adeguato (almeno) all'inflazione. In Slovacchia, circa il 12 per cento dei dipendenti pubblici beneficia di un sistema retrospettivo di indicizzazione automatica delle retribuzioni legato ai livelli salariali dell'intera economia. In altri paesi, l'inflazione è utilizzata in modo retrospettivo come riferimento nell'ambito delle trattative salariali, ad esempio in Lituania e Austria, e in modo prospettico in Portogallo.

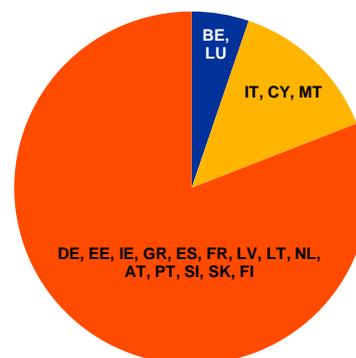
## Grafico B

### Indicizzazione delle retribuzioni del settore pubblico nei paesi dell'area dell'euro

#### a) Indicizzazione ai prezzi delle retribuzioni del settore pubblico per paese

(quota della spesa per retribuzioni del settore pubblico nell'area dell'euro nel 2021)

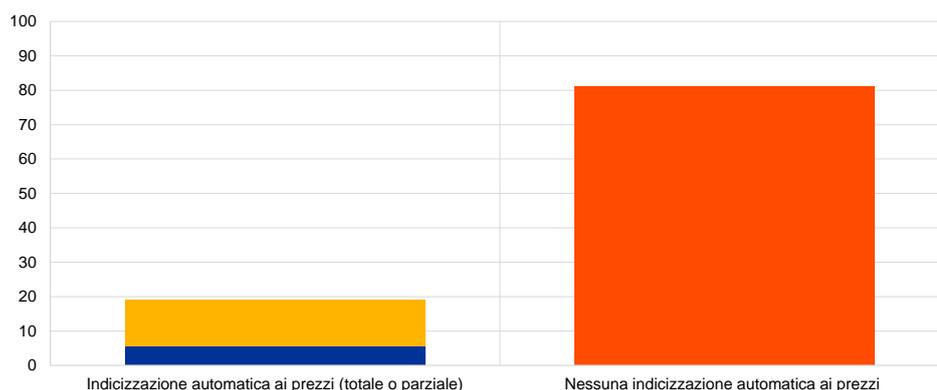
- Indicizzazione ai prezzi totalmente automatica
- Indicizzazione ai prezzi parzialmente automatica
- Nessuna indicizzazione automatica



#### b) Tipo di meccanismo di indicizzazione

(in percentuale della spesa per retribuzioni del settore pubblico nell'area dell'euro nel 2021)

- Retrospectivo
- Prospettico
- Inflazione senza incidenza nella formazione dei salari



Fonte: questionario compilato dal Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (WGPF), proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 ed elaborazioni della BCE.

Note: per maggiori dettagli sulle varie categorie cfr. il corpo del testo. Nel grafico a) con "indicizzazione ai prezzi parzialmente automatica" ci si riferisce alle limitazioni all'indicizzazione ai prezzi totale, sia in termini di importo (adeguamento inferiore al 100 per cento di un dato indice dei prezzi) sia in funzione di altre variabili determinanti e/o decisioni amministrative. Nel grafico b) l'istogramma di sinistra rappresenta Belgio, Lussemburgo, Cipro e Malta (porzione blu) e Italia (porzione arancione). L'istogramma di destra mostra la percentuale di paesi dell'area dell'euro in cui l'inflazione non ha un'incidenza formale nel processo di formazione dei salari, ma può essere presa in considerazione in via informale nelle trattative salariali.

**In quasi tutti i paesi dell'area dell'euro le pensioni a carico del settore pubblico sono indicizzate automaticamente, in tutto o in parte, a prezzi e salari, nella maggior parte dei casi secondo meccanismi retrospettivi (cfr. il grafico C).**

In base alle informazioni raccolte nel questionario è possibile distinguere quattro categorie, illustrate di seguito.

**a) Indicizzazione automatica ai prezzi totale:** vige in sei paesi (Belgio, Grecia, Spagna, Italia, Lussemburgo<sup>6</sup> e Slovacchia), che nel 2021 rappresentavano il 37 per cento della spesa pensionistica dell'area dell'euro. In Spagna tale sistema è stato sancito da una nuova legge che entrerà in vigore a partire dal 2022 e sostituirà

<sup>6</sup> In Lussemburgo, inoltre, le pensioni erogate dallo Stato sono indicizzate ogni due anni sulla base dell'andamento delle retribuzioni reali del settore privato.

il regime di non indicizzazione automatica esistente dal 2014. In Grecia è attualmente in vigore un blocco nominale delle retribuzioni, per cui il meccanismo di indicizzazione automatica delle pensioni si applicherà nuovamente a partire dal 2023.

**b) Indicizzazione automatica ai prezzi parziale:** esiste in dieci paesi dell'area dell'euro, corrispondenti a un terzo della spesa pensionistica dell'area. È definita parziale in quanto l'adeguamento pieno all'indice dei prezzi può essere soggetto a restrizioni e/o vengono automaticamente considerate altre variabili, in particolare il tasso di crescita delle retribuzioni nell'intera economia o nel settore privato. In quattro paesi appartenenti a questo gruppo (Francia, Cipro, Austria e Portogallo), l'indicizzazione ai prezzi totale può essere modificata o limitata durante il processo decisionale<sup>7</sup>. Nei restanti sei paesi (Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Slovenia e Finlandia) le pensioni sono indicizzate in maniera automatica a prezzi e salari, prevalentemente secondo meccanismi retrospettivi<sup>8</sup>.

**c) Indicizzazione alle retribuzioni dell'intera economia e al salario minimo:** viene applicata rispettivamente in Germania e nei Paesi Bassi, che nel 2021 rappresentavano complessivamente circa il 30 per cento della spesa pensionistica dell'area dell'euro.

**d) Assenza di meccanismi automatici di indicizzazione:** caratterizza la sola Irlanda, dove gli incrementi alle pensioni erogate dallo Stato sono di norma definiti ogni anno con la legge di bilancio.

---

<sup>7</sup> Ad esempio, in Francia l'indicizzazione riguarda le pensioni di base, mentre le rivalutazioni delle pensioni integrative dipendono da regimi specifici (senza alcun meccanismo automatico). In Estonia, Francia, Cipro e Austria il governo può decidere di applicare scostamenti dai meccanismi di indicizzazione in vigore. In Portogallo, l'indicizzazione delle pensioni è determinata in base a una formula retrospettiva in cui il principale parametro di riferimento relativo all'inflazione è adeguato al rialzo o al ribasso in funzione della crescita passata del PIL in termini reali; negli ultimi anni il governo ha concesso aumenti straordinari per le pensioni più basse.

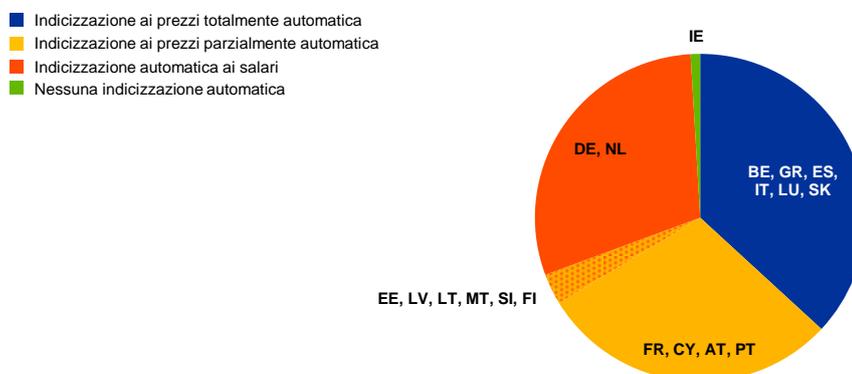
<sup>8</sup> In tutti i paesi, ad eccezione della Finlandia e (attualmente, ma non in futuro) di Malta, alle retribuzioni viene applicata una ponderazione dell'indice più elevata.

## Grafico C

### Indicizzazione delle pensioni pubbliche nei paesi dell'area dell'euro

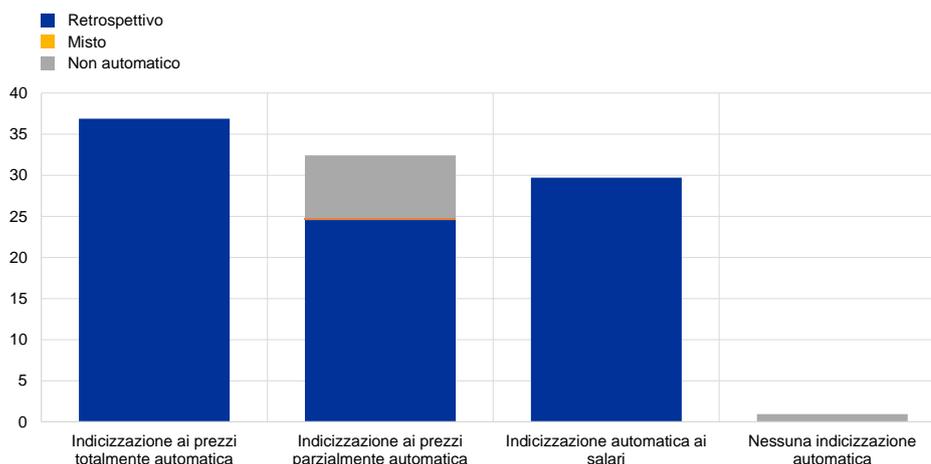
#### a) Indicizzazione delle pensioni pubbliche per paese

(quota della spesa pensionistica pubblica dell'area dell'euro nel 2021)



#### b) Tipo di meccanismo di indicizzazione

(in percentuale della spesa pensionistica pubblica dell'area dell'euro nel 2021)



Fonte: questionario del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche, proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 ed elaborazioni della BCE.

Note: le quattro categorie rappresentate nei due grafici sono identiche in termini di copertura geografica (cfr. il corpo del testo per maggiori dettagli). Nel secondo istogramma del grafico b) è compresa la Francia, dove la maggior parte della spesa pensionistica è riconducibile alle pensioni di base, che sono automaticamente indicizzate ai prezzi secondo un meccanismo retrospettivo (integrato nella porzione blu dell'istogramma); la restante parte è costituita dalle pensioni integrative, la cui rivalutazione dipende da regimi specifici (che non prevedono meccanismi automatici, cfr. la porzione grigia dell'istogramma). La sottile porzione gialla dell'istogramma centrale rappresenta le pensioni in Lituania, che vengono adeguate in base a un indicatore misto (prospettivo e retrospettivo).

**In prospettiva, secondo le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021, la crescita delle retribuzioni e delle pensioni a carico del settore pubblico non dovrebbe determinare significativi effetti di secondo impatto<sup>9</sup>.** A livello aggregato dell'area dell'euro, la crescita delle retribuzioni dei dipendenti pubblici dovrebbe mantenersi costantemente al di sotto di quella del settore privato, a indicare l'improbabilità di eventuali ricadute positive su quest'ultimo derivanti dal settore pubblico. In virtù della natura per lo più retrospettiva dei

<sup>9</sup> L'esercizio di proiezione svolto lo scorso dicembre copre il periodo 2021-2024. Le proiezioni sono state ultimate il 1° dicembre 2021 sulla base delle misure approvate o che probabilmente sarebbero state approvate in quel momento. Date le incertezze riguardo alla sua tempistica e attuazione, l'annunciato aumento del salario minimo in Germania non è stato incluso nello scenario di base delle proiezioni. Per maggiori dettagli, cfr. le [Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021](#).

meccanismi di indicizzazione, l'andamento della crescita media delle pensioni è analogo a quello dell'inflazione misurata sullo IAPC con un anno di ritardo, benché esso resti al di sopra di questo nell'orizzonte di proiezione. Al livello dei singoli paesi, nel medio periodo è opportuno prestare dovuta attenzione anche alle conseguenze, per le finanze pubbliche, degli aumenti delle retribuzioni e delle pensioni a carico dello Stato, bilanciando gli obiettivi di stabilità e sostenibilità, soprattutto nei paesi con un debito elevato e ingenti costi legati all'invecchiamento demografico.

# Articoli

## 1 Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione

a cura di Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves e Omiros Kouvavas

**Nel contesto delle decisioni di politica monetaria, gli indici dei prezzi al consumo (IPC) sono comunemente utilizzati come misura dell'inflazione.**

Nel riesame della strategia di politica monetaria pubblicato di recente dalla BCE si afferma che l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) resta la misura appropriata per la valutazione della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nell'ambito di tale riesame, tuttavia, si riconosce anche che l'inclusione dei costi relativi alle abitazioni di proprietà (owner-occupied housing, OOH) consentirebbe una rappresentazione più accurata dell'inflazione rilevante per le famiglie. Il presente articolo illustra il trattamento delle abitazioni di proprietà nel calcolo degli indici IPC in generale e dello IAPC in particolare, focalizzandosi sull'approccio dell'acquisizione netta raccomandato dal Consiglio direttivo. L'articolo introduce inoltre il nuovo indice analitico trimestrale che combina lo IAPC con l'indice dei prezzi delle abitazioni occupate dai proprietari (owner-occupied housing price index, OOHPI), così come calcolato dalla BCE<sup>1</sup>.

### 1 Abitazioni di proprietà nel contesto dello IAPC: fondamenti concettuali, andamenti e caratteristiche del mercato dell'edilizia residenziale

#### Abitazioni di proprietà e IAPC

**Il Sistema statistico europeo (SSE)<sup>2</sup> sta valutando come incorporare i costi relativi alle abitazioni occupate dai proprietari (OOH) sin dalle prime fasi dell'armonizzazione degli IPC nell'UE.** L'SSE ha avviato l'armonizzazione degli IPC nell'UE negli anni '90. Tuttavia finora la componente OOH non è stata inclusa nel calcolo degli indici armonizzati. A causa delle marcate differenze nel trattamento delle abitazioni di proprietà da parte degli Stati membri dell'UE nel calcolo degli IPC nazionali, non è stato raggiunto un accordo su un approccio comune per l'inclusione di questi indici nello IAPC. Inoltre, gli indici dei prezzi degli immobili residenziali basati sugli acquisti effettivi di abitazioni e appartamenti erano raramente disponibili.

**Sin dalla sua introduzione, nel 1997, lo IAPC ha incorporato soltanto una piccola parte dei costi abitativi relativi alle case di proprietà.** Lo IAPC

<sup>1</sup> Per una trattazione più tecnica, cfr. Ganoulis, I. et al. "Owner-occupied housing and inflation measurement", *Statistical Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> L'SSE comprende l'Eurostat e gli istituti statistici degli Stati membri dell'UE.

comprende le spese sostenute dai proprietari relative a materiali e servizi per riparazioni minori, le assicurazioni collegate alla residenza, i consumi di elettricità, gas e altri combustibili, la fornitura di acqua, lo smaltimento delle acque reflue e la raccolta dei rifiuti. Tuttavia la parte più importante dei costi sostenuti dalle famiglie per le abitazioni di proprietà (ovvero l'acquisto delle case e degli appartamenti e le spese correlate alla proprietà e alla residenza o, in alternativa, il costo stimato di vivere in un'abitazione di proprietà) non è stata inclusa nel calcolo dello IAPC.

**In linea con il fondamento concettuale dello IAPC, che prevede l'inclusione delle transazioni tra le famiglie e gli altri settori dell'economia, gli indici OOHPI sono stati concepiti in base all'approccio dell'acquisizione netta.** Nei primi anni 2000, l'SSE ha deciso di quantificare i costi connessi alle OOH secondo il cosiddetto "approccio dell'acquisizione netta". In senso lato, le acquisizioni di case e appartamenti da parte delle famiglie comprendono tutti gli acquisti di immobili residenziali. Ai fini della misurazione dei costi connessi alle abitazioni di proprietà in un indice dei prezzi al consumo come lo IAPC, tuttavia, si trascurano gli immobili residenziali acquistati a fini locativi (buy-to-let). Dal momento che gli acquirenti non intendono risiedere nell'immobile acquistato, quest'ultimo non rientra nelle "abitazioni occupate dai proprietari" e tali acquisti sono classificabili come investimenti, anziché come consumo<sup>3</sup>. Inoltre, il principio dello IAPC di includere le transazioni tra famiglie e altri soggetti economici, applicato alle abitazioni di proprietà, implica l'esclusione degli immobili residenziali venduti da famiglie ad altre famiglie<sup>4</sup>. L'acquisizione netta si determina sottraendo le vendite ai settori diversi dalle famiglie (deflussi) dagli acquisti effettuati da settori diversi dalle famiglie (afflussi). Pertanto, le vendite di immobili residenziali occupati dai proprietari a soggetti esterni al settore delle famiglie devono essere dedotte dal totale degli acquisti di immobili residenziali occupati dai proprietari effettuati dalle famiglie<sup>5</sup>. L'SSE ha elaborato inoltre indici dei prezzi per le altre componenti degli indici OOHPI relative agli immobili costruiti in proprio, alla manutenzione e alle grandi riparazioni, nonché alle spese collegate all'acquisto (trasferimento di proprietà) e alla proprietà delle abitazioni di residenza, come l'assicurazione dell'immobile. Nel 2013 gli Stati membri hanno iniziato a diffondere i propri indici OOHPI e le loro disaggregazioni sulla base di un atto giuridico specifico, inizialmente solo all'interno dell'SSE. Da allora ci sono stati ulteriori progressi. Nel 2016 l'Eurostat ha iniziato a pubblicare una serie autonoma di indici OOHPI, mentre i totali di tali indici per l'area dell'euro e l'UE sono stati diffusi per la prima volta a ottobre 2021.

## Importanza dell'inclusione delle abitazioni di proprietà nello IAPC

**L'inclusione nello IAPC dei costi collegati alle OOH, ove statisticamente possibile, ne migliorerebbe l'accuratezza come indicatore dell'inflazione e ne**

---

<sup>3</sup> Gli acquisti di immobili residenziali effettuati dalle famiglie allo scopo di concedere in locazione l'immobile ad altre famiglie sono intesi a generare reddito. Tali investimenti esulano dall'ambito della spesa per consumi ricompresa nello IAPC.

<sup>4</sup> Anche se queste transazioni possono implicare ampi effetti redistributivi e intergenerazionali tra le famiglie.

<sup>5</sup> Nella pratica, tuttavia, vendite di questo tipo sono rare.

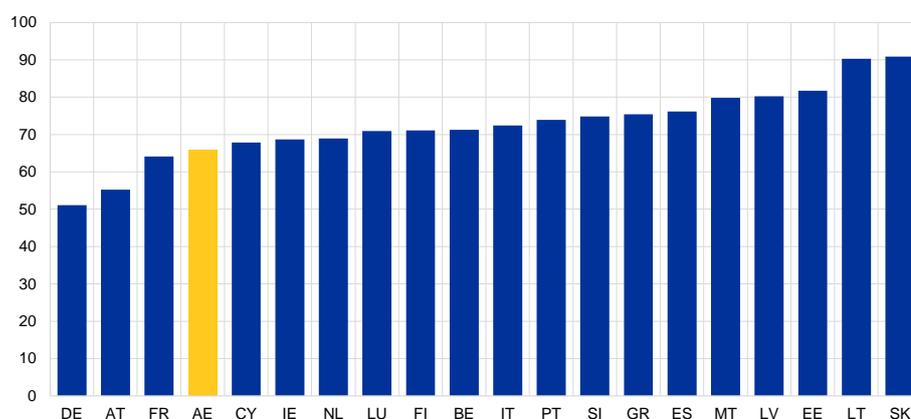
**accrescerebbe la rappresentatività e la comparabilità tra paesi.** Nell'ambito delle iniziative "La BCE ti ascolta" organizzate in occasione del riesame della strategia di politica monetaria della BCE è emerso che i cittadini europei considerano le variazioni dei prezzi degli immobili residenziali un importante elemento dell'inflazione complessiva<sup>6</sup>. Per un'analisi delle percezioni dei consumatori in merito ai costi collegati alle abitazioni di proprietà, cfr. il riquadro *Costi abitativi: percezioni basate sulle indagini e segnali ricavati dalle statistiche sui prezzi* in questo numero del Bollettino.

**Gli elevati tassi di proprietà delle abitazioni inducono a includere nello IAPC i costi connessi alle OOH.** Il grafico 1 illustra la percentuale di famiglie che risiedono in un'abitazione di proprietà sul totale delle famiglie nei paesi dell'area dell'euro. La quota di famiglie che risiedono in una abitazione di proprietà varia tra il 50 e il 90 per cento, con tassi prossimi o superiori al 70 per cento in 16 dei 19 paesi dell'area dell'euro. Alla luce dei tassi di proprietà delle abitazioni di residenza relativamente elevati e delle ampie differenze tra paesi, l'inclusione dei costi connessi alle abitazioni di proprietà nello IAPC migliorerà la rappresentatività della misura di inflazione in merito alla spesa delle famiglie all'interno di un paese e accrescerà la comparabilità tra paesi. L'eterogeneità tra paesi dei costi di tipo OOH si riflette nel calcolo dell'indice dei prezzi dell'area dell'euro mediante medie ponderate, dove le ponderazioni della spesa per questa voce possono variare considerevolmente da un paese all'altro. Tuttavia, se si includono tali costi in base all'approccio dell'acquisizione netta, occorre tenere presente che la più ampia rappresentazione della spesa sostenuta dalle famiglie per le abitazioni nell'indice di inflazione riflette in larga misura gli acquisti netti delle abitazioni di proprietà da parte del settore delle famiglie (l'aumento netto dello stock di abitazioni di proprietà), mentre i costi correlati alla proprietà (lo stock di OOH) sono inclusi sotto forma di spese per manutenzione, riparazioni, assicurazione e altri tipi di spesa.

### Grafico 1

#### Tassi di proprietà delle abitazioni nei paesi dell'area dell'euro nel 2019

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat (statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita, EU-SILC).

<sup>6</sup> Cfr. il Portale "La BCE ti ascolta".

## 2 Approcci applicati alle abitazioni di proprietà nel calcolo degli indici dei prezzi al consumo

**Generalmente le variazioni dei prezzi al consumo nel tempo possono essere misurate sulla base delle acquisizioni (spesa), dell'utilizzo (consumi o costi d'uso) o dei pagamenti<sup>7</sup>.** Gli indici dei prezzi basati sulle acquisizioni registrano i prezzi effettivi applicati alle transazioni di prodotti, compresi i beni durevoli, al momento dell'acquisto<sup>8</sup>. Per contro, gli approcci basati sull'utilizzo mirano a quantificare il costo d'uso dei beni durevoli nel periodo in cui questi vengono consumati. Infine, gli indici dei prezzi costruiti applicando l'approccio basato sui pagamenti rappresentano le variazioni, nel corso del tempo, dei prezzi connessi agli esborsi monetari in tutti i periodi in cui le famiglie pagano effettivamente i prodotti acquistati in precedenza. Nell'applicazione degli IPC a livello mondiale, gli approcci fondati sull'acquisizione, sull'utilizzo e sui pagamenti differiscono significativamente nel trattamento delle abitazioni di proprietà, in riferimento alle quali gli approcci basati sull'utilizzo vengono applicati sotto forma di canoni di locazione imputati o di costi d'uso.

**Gli approcci alternativi per includere i costi abitativi nella misurazione dell'inflazione si concentrano su specifici elementi dei segmenti del mercato immobiliare.** Il grafico 2 illustra i costi abitativi misurati in base ai canoni di locazione, ai prezzi delle abitazioni e agli indici OOHPI. L'andamento dei canoni di locazione nell'area dell'euro evidenzia tassi di inflazione considerevolmente stabili, con una media dell'1,6 per cento nel lungo periodo (20 anni)<sup>9</sup>, riflettendo in parte l'indicizzazione all'inflazione pregressa e la vischiosità dei contratti a lungo termine. Per contro, le variazioni dei prezzi delle abitazioni tendono a mostrare una maggiore correlazione con i cicli economici e, talvolta, anche con la dinamica dei mercati finanziari, con variazioni considerevoli attorno alla media di più lungo periodo del 3,3 per cento<sup>10</sup>. Gli indici OOHPI possono essere considerati una misura intermedia che migliora la cattura degli andamenti dei prezzi delle abitazioni e le variazioni dei prezzi per le spese correlate alla proprietà. I tassi di crescita sui dodici mesi degli indici OOHPI evidenziano una minore volatilità nel lungo periodo rispetto alle variazioni dei prezzi delle abitazioni. L'approccio scelto per includere nella misurazione dell'inflazione i costi connessi alle abitazioni di proprietà, che sia basato sull'imputazione degli affitti o sull'andamento dei prezzi delle abitazioni e degli appartamenti acquistati, incide quindi sull'indice che ne deriva. Gli indici dei prezzi delle abitazioni di proprietà che si fondano sull'equivalenza del valore locativo esercitano un effetto di contenimento sulla ciclicità dell'inflazione, mentre l'inclusione di un indice delle OOH basato sui prezzi implica l'aggiunta di una componente

---

<sup>7</sup> Cfr. *Consumer Price Index Manual: Concepts and Methods*, Fondo monetario internazionale, 2020, pagg. 3-4.

<sup>8</sup> Nello IAPC, i prezzi di servizi come i pacchetti vacanze sono presi in considerazione nel momento in cui può iniziare l'erogazione del servizio.

<sup>9</sup> La serie temporale lunga dello IAPC per i canoni di locazione effettivi delle abitazioni include altri canoni effettivi, ad esempio quelli effettivamente versati per le seconde case.

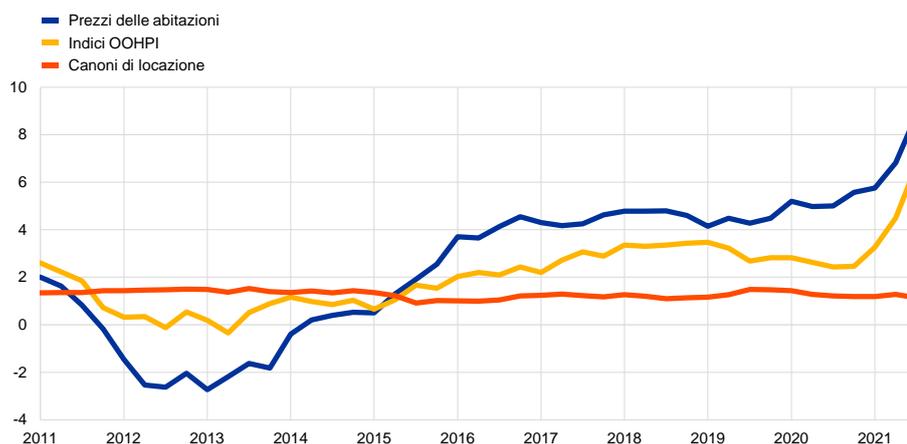
<sup>10</sup> Secondo la serie temporale lunga dell'indice della BCE dei prezzi degli immobili residenziali. I dati relativi al quarto trimestre del 2021 non erano disponibili al momento della pubblicazione del presente articolo. La media ventennale include una stima per tale trimestre.

caratterizzata da maggiore ciclicità, almeno per il periodo campione osservato (cfr. il grafico 2)<sup>11</sup>.

## Grafico 2

Misure dei costi abitativi: prezzi degli immobili residenziali, canoni di locazione e indici OOHPI nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Sebbene, quando presenti, i pesi assegnati alle abitazioni di proprietà nel calcolo dell'indice dei prezzi al consumo siano generalmente elevati, tali valori variano in misura significativa a seconda dei metodi di inclusione.** Tuttavia, il peso assegnato alle abitazioni di proprietà dipende dal fatto che la determinazione del prezzo di tali abitazioni avvenga prendendo a riferimento lo stock di case e appartamenti occupati dai proprietari, come negli approcci basati sull'equivalenza dell'affitto imputato e sui costi d'uso, oppure l'acquisto di immobili residenziali da settori diversi da quello delle famiglie, ossia l'afflusso netto di abitazioni di proprietà ("abitazioni di proprietà di nuova acquisizione da parte del settore delle famiglie"). Secondo le nostre stime, l'imputazione dei canoni di locazione relativi all'intero stock delle OOH comporterebbe un peso pari al 12 per cento per questo tipo di immobili nel calcolo dello IAPC dell'area dell'euro, mentre il peso ottenuto applicando l'approccio dell'acquisizione netta sarebbe pari al 9 per cento circa.

**Il Consiglio direttivo si è sempre espresso in favore dell'inclusione delle abitazioni di proprietà nel calcolo dello IAPC, anche se a determinate condizioni.** Un'ampia copertura della spesa delle famiglie nella misura dell'inflazione totale offre una rappresentazione più accurata del tasso di inflazione che per esse è rilevante. Tuttavia, l'integrazione delle variazioni di prezzo delle abitazioni di proprietà nello IAPC richiede un allineamento degli indici OOHPI agli standard dello IAPC. Il Consiglio direttivo ha affermato che la piena integrazione delle variazioni di prezzo delle OOH nel calcolo degli IAPC potrebbe incidere negativamente sulla loro frequenza e tempestività: gli indici dei prezzi delle abitazioni

<sup>11</sup> Va notato che i cicli dell'edilizia residenziale evidenziano una correlazione maggiore con i cicli finanziari piuttosto che con i cicli economici e, nella misura in cui questi differiscono, il grado di ciclicità che si manifesta negli indici OOHPI può variare. Nondimeno, nel campione attuale, gli indici OOHPI dell'area dell'euro e l'indice dei prezzi delle abitazioni mostrano un elevato grado di co-ciclicità.

di proprietà sono attualmente pubblicati con cadenza trimestrale, con un ritardo di circa 100 giorni, mentre l'intera serie di dati dello IAPC viene diffusa mensilmente con un ritardo di circa due settimane<sup>12</sup>. Inoltre, in linea di principio, lo IAPC dovrebbe cogliere le variazioni dei prezzi dei beni e dei servizi di consumo, piuttosto che le variazioni dei prezzi dei capitali. Un immobile residenziale occupato dal proprietario, tuttavia, non costituisce solo un bene di consumo, ma anche un bene capitale che funge da riserva di ricchezza e garantisce un flusso di consumo di servizi abitativi. Gli indici OOHPI includono tale componente legata al cespite. Di conseguenza, la parziale inclusione della dinamica dei prezzi dei beni capitali nello IAPC mediante gli indici OOHPI potrebbe risultare problematica.

**Nell'ambito del riesame della strategia di politica monetaria il Consiglio direttivo ha discusso il trattamento dei costi connessi alle abitazioni di proprietà negli approcci basati sugli affitti imputati e sull'acquisizione netta<sup>13</sup>.** Il

riesame si è focalizzato sulle caratteristiche statistiche di tali trattamenti delle OOH nel calcolo dello IAPC e delle loro potenziali implicazioni per la politica monetaria, inclusi gli aspetti di comunicazione. Gli approcci basati sui costi d'uso e sui pagamenti non sono stati considerati adeguati, soprattutto a causa dell'inclusione della spesa per interessi, circostanza che avrebbe determinato un collegamento diretto con i tassi di riferimento della BCE.

**L'approccio basato sugli affitti imputati si fonda sul duplice ruolo svolto dalle famiglie rispetto alle abitazioni di proprietà: consumatori e produttori di un flusso di servizi abitativi.** Quando le famiglie possiedono l'immobile in cui vivono, è possibile ricavare solo un prezzo ombra dei servizi abitativi (di alloggio) prodotti e consumati. L'approccio basato sull'equivalenza del valore locativo può essere considerato una misura del costo-opportunità di risiedere in un'abitazione, piuttosto che concederla in locazione. Nella contabilità nazionale, le OOH sono solitamente quantificate imputando i canoni di locazione, al fine di misurare il contributo che esse forniscono al prodotto interno lordo (PIL)<sup>14</sup>.

**L'approccio basato sull'acquisizione registra l'acquisto di un'abitazione trattandolo come acquisto di un bene di consumo durevole.** L'approccio basato sull'acquisizione tiene conto delle abitazioni di proprietà al momento del loro acquisto piuttosto che nel periodo in cui i servizi abitativi sono forniti ai soggetti che risiedono nell'immobile che possiedono. L'approccio basato sull'acquisizione netta, pertanto, considera le OOH alla stregua di qualsiasi altro bene di consumo durevole (come automobili e mobilio). Gli indici OOHPI comprendono gli acquisti di abitazioni effettuati per la prima volta dal settore delle famiglie, ovvero principalmente di nuove

---

<sup>12</sup> Le stime preliminari relative allo IAPC sono pubblicate alla fine di ciascun mese di segnalazione, seguite, dopo circa due settimane, dalla pubblicazione di una scomposizione completa per finalità di consumo e per categoria di prodotto.

<sup>13</sup> Per dettagli, cfr. "Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review", *Occasional Paper Series*, n. 265, BCE, settembre 2021.

<sup>14</sup> Nella contabilità nazionale, la produzione propria di servizi abitativi da parte dei soggetti che risiedono nell'abitazione di loro proprietà viene registrata come produzione delle famiglie. Tale produzione, tuttavia, non può essere osservata o registrata direttamente. Pertanto, nella contabilità nazionale il valore di produzione di questo servizio viene quantificato applicando l'approccio basato sull'equivalenza del valore locativo oppure (in alcuni casi, ad esempio quando i mercati degli affitti non sono rappresentativi di quelli delle abitazioni di proprietà, come nel caso di mercati molto sottili) utilizzando la somma dei costi di costruzione in proprio dei servizi abitativi da parte delle famiglie.

abitazioni acquistate direttamente dalle imprese di costruzione o costruite autonomamente. Sono inclusi anche case e appartamenti preesistenti acquistati a fini abitativi presso altri settori istituzionali, ad esempio il settore pubblico, mentre sono escluse le vendite di immobili residenziali da parte delle famiglie a soggetti economici di altra natura. Nel complesso, dal momento che non comprendono le compravendite di abitazioni tra famiglie, questi indici tendono a essere meno volatili rispetto agli indici dei prezzi delle abitazioni (cfr. il grafico 2). Ciò si deve a due ragioni: a) gli indici dei prezzi delle abitazioni rappresentano variazioni dei prezzi di tutti gli acquisti di case e appartamenti da parte delle famiglie, compresi quelli effettuati sul mercato secondario; b) gli indici OOHPI includono altri costi meno volatili collegati alle abitazioni di proprietà, come le assicurazioni, le grandi riparazioni e i costi di manutenzione. Occorre tenere presente sia la limitata copertura degli acquisti di abitazioni da parte degli indici OOHPI sia l'impatto di altre componenti, soprattutto in riferimento ai risultati diversi rispetto alle più note dinamiche complessive dei prezzi nei mercati immobiliari. I possibili approcci volti ad attenuare l'impatto della dinamica dei prezzi dei cespiti negli indici OOHPI implicherebbero una deviazione ancora più ampia dei risultanti indici modificati da quelli dei prezzi delle abitazioni.

**In seguito al riesame della strategia di politica monetaria della BCE, il Consiglio direttivo ha raccomandato l'approccio dell'acquisizione netta per l'inclusione nello IAPC dei costi connessi alle abitazioni di proprietà.**

Un'inclusione più completa dei costi correlati alle abitazioni di proprietà nello IAPC rappresenterebbe meglio il tasso di inflazione rilevante per le famiglie. Sebbene i costi relativi all'alloggio rappresentino un'ampia quota della spesa delle famiglie, lo IAPC attualmente include solo una parte dei costi sostenuti dai proprietari per l'abitazione di proprietà. L'approccio basato sull'acquisizione netta, che prende a riferimento i prezzi di transazione effettivamente pagati dalle famiglie per l'acquisto delle abitazioni, è il metodo preferito dal Consiglio direttivo per il conseguimento di un'ampia inclusione dei costi connessi alle OOH. Tuttavia, gli indici dei prezzi delle abitazioni di proprietà misurati applicando l'approccio dell'acquisizione netta incorporano attualmente un elemento di investimento, mentre la componente rilevante per la politica monetaria è quella del consumo. Di conseguenza, la compilazione degli indici OOHPI deve necessariamente prestare maggiore attenzione all'elemento del consumo piuttosto che ai prezzi dei beni capitali. In riferimento a tali indici, sarebbe altresì auspicabile una diffusione a maggiore frequenza e più tempestiva.

## Riquadro 1

### Prassi internazionali per il trattamento delle abitazioni di proprietà nel calcolo degli indici dei prezzi al consumo

a cura di Bernhard Goldhammer

A livello internazionale si riscontra notevole eterogeneità nel modo in cui le abitazioni occupate dai proprietari (owner-occupied houses, OOH) sono incorporate negli indici dei prezzi al consumo (IPC), anche nel caso in cui gli indici dei prezzi sono utilizzati come misure della stabilità dei prezzi da parte delle banche centrali (cfr. la tavola A). Nella maggior parte dei casi illustrati nella tavola A, quando si incorporano le OOH si applica l'“approccio basato sugli affitti imputati”. Negli IPC

trimestrali di Australia e Nuova Zelanda si applica l'“approccio dell'acquisizione netta”. Nell'UE gli indici OOHPI che si avvalgono dell'approccio basato sull'acquisizione sono pubblicati in modo indipendente su base trimestrale. In Canada, Islanda e Svezia (per il computo del relativo IPC nazionale) si calcola il valore delle abitazioni di proprietà tramite l'“approccio basato sui costi d'uso”; anche le rispettive banche centrali fanno riferimento a questi indici per la politica monetaria. L'approccio basato sui costi d'uso include la spesa per interessi sui mutui, il deprezzamento e le spese ricorrenti. Mentre profitti/perdite patrimoniali e costi opportunità sono, in teoria, voci che rientrano in una valutazione esaustiva dei costi d'uso, l'incremento o la diminuzione di prezzo delle attività immobiliari nel tempo, nella pratica, non sono inclusi nell'applicazione agli IPC dell'approccio basato sui costi d'uso. I costi opportunità relativi a investimenti alternativi (ad es.: in azioni) sono esclusi (come in Canada e in Svezia) o approssimati. Infine, l'approccio basato sui pagamenti include la spesa per interessi sui mutui, le spese legali e delle agenzie immobiliari e i costi di gestione. L'approccio basato sui pagamenti è (o era) applicato in due IPC nazionali (Irlanda e, fino al 2019 per gli appartamenti, Austria) e come misura indipendente alternativa delle OOH nel Regno Unito.

## Tavola A

Trattamento delle OOH nel calcolo degli IPC in alcuni paesi

Approcci di incorporazione delle OOH	Finalità di politica monetaria	Altre finalità
<b>Costi d'uso del capitale</b>	Canada, Islanda, Svezia (IPC con un tasso di interesse sui mutui fisso)	Canada, Islanda, Svezia
<b>Approccio basato sugli affitti imputati</b>	Giappone, Norvegia, Svizzera, Stati Uniti (indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali)	Danimarca, Germania, Cipro, Giappone, Paesi Bassi, Norvegia, Svizzera, Regno Unito, Stati Uniti (indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali e IPC)
<b>Approccio basato sull'acquisizione netta</b>	Repubblica Ceca, Australia*, Nuova Zelanda*	Paesi dell'area dell'euro (IAPC - indici separati dei prezzi delle OOH), Repubblica Ceca, Australia*, Nuova Zelanda*, Finlandia**)
<b>Approccio basato sui pagamenti</b>		Irlanda, Austria (per gli appartamenti, fino al 2019)
<b>OOH non incorporate</b>	Area dell'euro, Regno Unito	La maggior parte degli IPC negli Stati membri dell'UE non citati sopra, Austria (dal 2020) e IPC di molti altri paesi.

Fonte: “Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review”, op. cit., pag. 49, aggiornato in base a informazioni più recenti.

Note: dove gli Stati membri dell'UE sono citati in modo esplicito, si fa riferimento all'IPC nazionale e non allo IAPC. \* IPC su base trimestrale.

\*\* Aggiornamento su base mensile con un indice di approssimazione.

Sia in Australia che in Nuova Zelanda alle OOH si applica l'approccio basato sull'acquisizione netta in modo simile: gli indici dei prezzi relativi alle OOH si basano principalmente sui prezzi di vendita di abitazioni standard di nuova costruzione, al netto del prezzo del terreno<sup>15</sup>. L'approccio basato sull'equivalenza del valore locativo si applica in Giappone e negli Stati Uniti (in entrambi i casi anche per finalità di politica monetaria) e nel Regno Unito. La sua applicazione nell'IPC statunitense mostra quanto possa essere complicato calcolare le equivalenze del valore locativo in un'ottica di elevata rappresentatività dei costi connessi alle OOH: l'affitto figurativo (owners' equivalent rent, OER) statunitense si basa su informazioni sui prezzi diverse dai dati usati per l'elaborazione dell'indice relativo agli affitti reali. L'“affitto di mercato”, impiegato per l'indice dei prezzi dei canoni di locazione effettivi, include le utenze domestiche fornite dal proprietario, che

<sup>15</sup> Eiglsperger, M. e Goldhammer, B., *Consumer price indices, owner-occupied housing and measures of underlying inflation in monetary policy of selected central banks*, lavoro di ricerca preparato in occasione del “Meeting of the Group of Experts on Consumer Price Indices” tenutosi a Ginevra, Svizzera, il 7-9 maggio 2018, versione corretta, agosto 2018, pagg. 10 e 12.

sono invece escluse dall'“affitto puro” usato per il calcolo dell'OER<sup>16</sup>. I pesi complessivi, per gli affitti reali e imputati, sono estrapolati dall'indagine statunitense sulla spesa per consumi, in cui viene richiesto ai locatari di indicare il canone effettivo versato e ai proprietari di abitazioni di fornire un affitto ipotetico che esigerebbero da un locatario<sup>17</sup>. I pesi estrapolati per ogni strato del patrimonio immobiliare a uso abitativo prendono in considerazione il numero di locatari e proprietari in ciascuna area geografica<sup>18</sup>. L'approccio statunitense usato per l'OER suggerisce che un semplice adattamento dei pesi complessivi dei canoni effettivi in modo da includere sia questi ultimi sia gli affitti imputati potrebbe non produrre risultati sufficientemente rappresentativi. L'indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali (il principale indicatore di inflazione impiegato dal Federal Reserve System per finalità di politica monetaria) si avvale degli stessi dati sui prezzi dell'OER nell'IPC statunitense, ma attribuisce un peso ben inferiore agli affitti imputati. Ciò deriva da differenze nell'ambito considerato, in quanto l'indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali si riferisce a una più ampia quota delle spese concernenti i consumi delle famiglie (incluse quelle non corrisposte direttamente, come l'istruzione pubblica), e dalle diverse fonti di dati utilizzate per i pesi (l'indagine sulla spesa per consumi per l'IPC e i dati della contabilità nazionale per l'indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali)<sup>19</sup>.

Nel Regno Unito l'Ufficio per le statistiche nazionali (Office for National Statistics, ONS) include anche gli affitti imputati nell'indice dei prezzi al consumo che comprende i costi relativi alle abitazioni di proprietà. Tuttavia, per finalità di politica monetaria, la Bank of England impiega l'IPC, che esclude le OOH. L'Ufficio per le statistiche nazionali pubblica tre indici indipendenti alternativi relativi alle OOH, che impiegano gli approcci basati sull'equivalenza del valore locativo, sull'acquisizione netta e sui pagamenti<sup>20</sup>. Se si confrontano questi tre indici emergono importanti differenze negli andamenti dei prezzi (cfr. il grafico A). Mentre l'indice dei prezzi basato sull'equivalenza del valore locativo mostra una crescita piuttosto stabile nel tempo, gli indici OOHPI basati sulle acquisizioni evidenziano una dinamica dei prezzi caratterizzata da una spiccata volatilità, e ancora di più l'indice dei prezzi che si avvale dell'approccio basato sui pagamenti.

---

<sup>16</sup> Ptacek, F., “Updating the rent sample for the CPI Housing Survey”, *Monthly Labor Review*, Bureau of Labor Statistics, agosto 2013, pagg. 9-10.

<sup>17</sup> “How the CPI measures price change of Owners' equivalent rent of primary residence (OER) and Rent of primary residence (Rent)”, *CPI Factsheets*, Bureau of Labor Statistics, aprile 2009, pagg. 1-2.

<sup>18</sup> Ptacek, F., op. cit., pagg. 10-11.

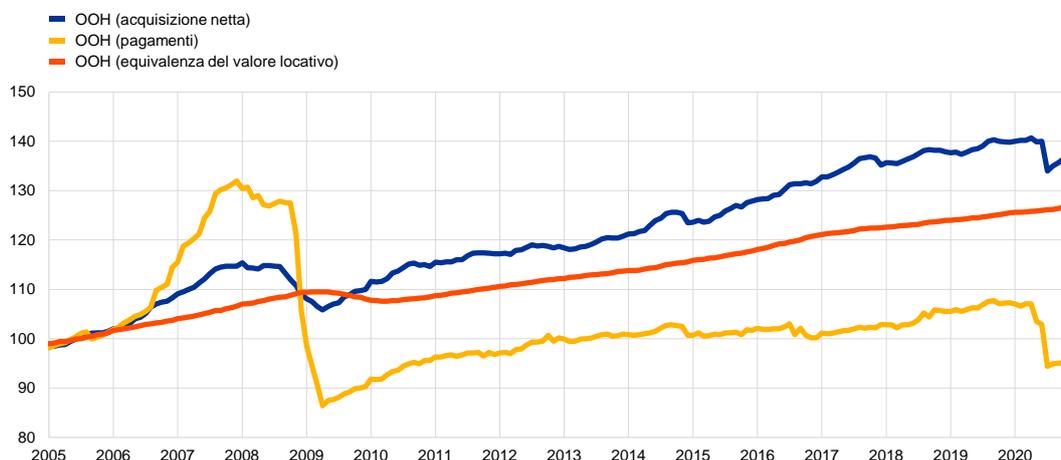
<sup>19</sup> Johnson, N., *A comparison of PCE and CPI: Methodological Differences in U.S. Inflation Calculation and their Implications*, Bureau of Labor Statistics, 2017.

<sup>20</sup> Cfr., ad esempio, “Measures of owner occupier's housing costs, UK: January to March 2020”, Ufficio nazionale delle statistiche del Regno Unito, 2020. L'edizione del 17 giugno 2020 indica la data del 16 giugno 2021 per la pubblicazione successiva, che tuttavia è stata rinviata. La prossima data di pubblicazione non è ancora nota. I dati fino a dicembre 2020 sono disponibili in “Measures of owner occupiers' housing costs”, Ufficio per le statistiche nazionali del Regno Unito, 2021.

## Grafico A

Indici dei prezzi relativi alle OOH nel Regno Unito, che impiegano gli approcci basati sull'equivalenza del valore locativo, sull'acquisizione netta e sui pagamenti

(indice: gennaio 2005 = 100)



Fonte: Ufficio per le statistiche nazionali del Regno Unito.

Negli IPC di Canada e Svezia si applicano varianti dell'approccio basato sui costi d'uso. In entrambi i casi sono inclusi deprezzamento e spesa per interessi, ma non i costi opportunità e le plusvalenze. Poiché includere i tassi di interesse potrebbe comportare il rischio di una politica monetaria autoindotta, l'ufficio delle statistiche svedese realizza un IPC che mantiene i tassi di interesse fissi nel tempo per la Sveriges Riksbank. In Canada l'approccio basato sui costi d'uso stima il profilo reale della spesa per interessi relativa ai contratti di mutuo attivi e i prezzi di case e appartamenti il cui acquisto è stato finanziato tramite quei contratti. Tale prospettiva di lungo periodo comporta una rappresentazione degli andamenti dei prezzi delle case su un orizzonte temporale di 25 anni<sup>21</sup>.

### 3 Il nuovo indice analitico trimestrale della BCE basato sull'approccio dell'acquisizione netta

#### Nuovo indice analitico che combina IAPC e indici dei prezzi delle OOH

**I nuovi indici analitici trimestrali elaborati dagli esperti della BCE combinano gli indici IAPC e OOHPI, per l'area dell'euro e i suoi paesi, sulla base di dati ricavati da fonti pubbliche.** Il riesame della strategia di politica monetaria ha definito un piano per l'integrazione di un indice OOHPI nello IAPC<sup>22</sup>. La prima fase prevede la combinazione degli indici OOHPI trimestrali (che includono una

<sup>21</sup> Cfr. Xu, A., Yélou, C. e Soumare, A., "New approach for estimating the mortgage interest cost index", *Prices Analytical Series*, Statistics Canada, novembre 2017.

<sup>22</sup> Cfr. "Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE", BCE, 2021.

componente relativa al prezzo dei beni capitali) con gli indici IAPC. Gli esperti della BCE hanno predisposto elaborazioni analitiche per tutti i paesi dell'area dell'euro, a eccezione della Grecia<sup>23</sup>, e per l'area nel suo insieme. Tali indici analitici avranno un uso principalmente interno, finché gli indici sperimentali non saranno pubblicati dall'SSE (l'Eurostat e gli uffici statistici dell'UE conducono il proprio lavoro indipendentemente dalle deliberazioni interne della BCE). I pesi attribuiti alla spesa negli indici OOHPI, che devono essere approssimati in questi nuovi calcoli degli esperti, sono stati per lo più ricavati dai dati delle contabilità nazionali<sup>24</sup>. Sono stati utilizzati soltanto dati statistici pubblicati; i dati dettagliati sulla spesa (in milioni di euro), disaggregati per componente dell'indice OOHPI, non sono ancora stati resi disponibili al pubblico. I calcoli, pertanto, devono avvalersi di alcune approssimazioni: gli "investimenti fissi lordi"<sup>25</sup> per i nuovi immobili residenziali rappresentano i principali dati pubblici dai quali sono state ricavate le altre spese. Gli indici IAPC combinati con quelli OOHPI sono elaborati come indici trimestrali di tipo Laspeyres concatenati; i pesi sono aggiornati in base ai prezzi secondo la metodologia per il calcolo dello IAPC<sup>26</sup>.

**Negli ultimi dieci anni, sulla base dei calcoli preliminari effettuati dagli esperti della BCE, lo IAPC dell'area dell'euro combinato con l'indice OOHPI ha restituito tassi di inflazione che non evidenziano grandi differenze rispetto a quelli dello IAPC al netto dei costi connessi alle OOH (cfr. il grafico 3).** Dal 2011 la differenza tra lo IAPC dell'area dell'euro combinato con l'indice delle OOH e lo IAPC non combinato è stata limitata e ha raggiunto, al massimo, 0,3 punti percentuali. Poiché l'inflazione complessiva include alcune voci molto volatili che potrebbero non fornire informazioni sulle prospettive a medio termine, è prassi comune, ai fini della politica monetaria, esaminare anche le misure di esclusione che approssimano l'inflazione di fondo, delle quali un esempio rilevante è costituito dallo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (HICPX). La loro combinazione con gli indici OOHPI influisce anche sui risultati di tali misure di esclusione per l'inflazione di fondo, in parte perché il peso relativo dell'indice OOHPI è più elevato nei tassi di inflazione che escludono determinate spese. La differenza del tasso di inflazione per l'HICPX dell'area dell'euro, soprattutto negli ultimi anni, ma anche nella prima metà del 2012, è stata più pronunciata. La differenza più ampia è stata pari a circa 0,4-0,6 punti percentuali nel secondo e nel terzo trimestre del 2021, quando l'inflazione misurata sullo IAPC (al netto delle abitazioni di proprietà) era ancora influenzata da fattori correlati alla pandemia di coronavirus (COVID-19). Dal 2012 al 2020, tuttavia, le differenze non hanno superato gli 0,3 punti percentuali in termini assoluti, anche quando l'inclusione delle variazioni dell'indice OOHPI ha ridotto i tassi di variazione dell'indice combinato. Più in generale, le proprietà degli indici combinati in relazione ai cicli economico, del mercato degli immobili residenziali, del

<sup>23</sup> L'indice OOHPI relativo alla Grecia non è ancora stato fornito dall'ufficio statistico greco.

<sup>24</sup> Nel corso del riesame della strategia di politica monetaria, i calcoli interni della BCE per la combinazione degli indici IAPC e OOHPI hanno fatto riferimento alle ponderazioni approssimate degli indici OOHPI sulla base dei dati di contabilità nazionale relativi agli affitti imputati. I risultati di tali calcoli sono esposti, ad esempio, in "Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review", op. cit., pagg. 48-65.

<sup>25</sup> Tali dati delle contabilità nazionali rappresentano le spese per l'acquisto di nuove abitazioni, al netto dei costi del terreno.

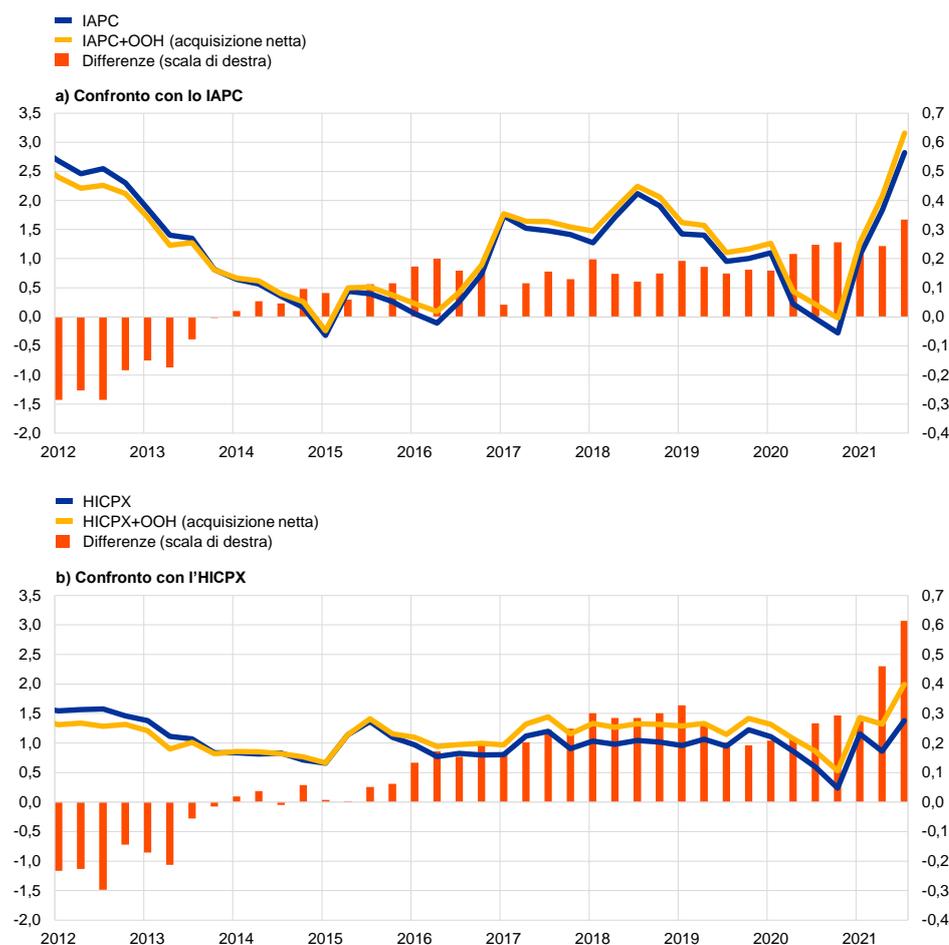
<sup>26</sup> Per maggiori dettagli sulla metodologia di calcolo dello IAPC, cfr. "Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) – Methodological Manual", Eurostat, novembre 2018.

settore delle costruzioni e finanziario dovranno essere valutate in maniera più approfondita non appena saranno disponibili serie temporali più lunghe con dati ufficiali degli indici OOHPI.

### Grafico 3

Nuovo indice analitico combinato che comprende le OOH secondo l'approccio basato sull'acquisizione netta: risultati preliminari delle elaborazioni degli esperti della BCE

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scala di destra: differenze in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### Confronto con l'approccio basato sugli affitti imputati

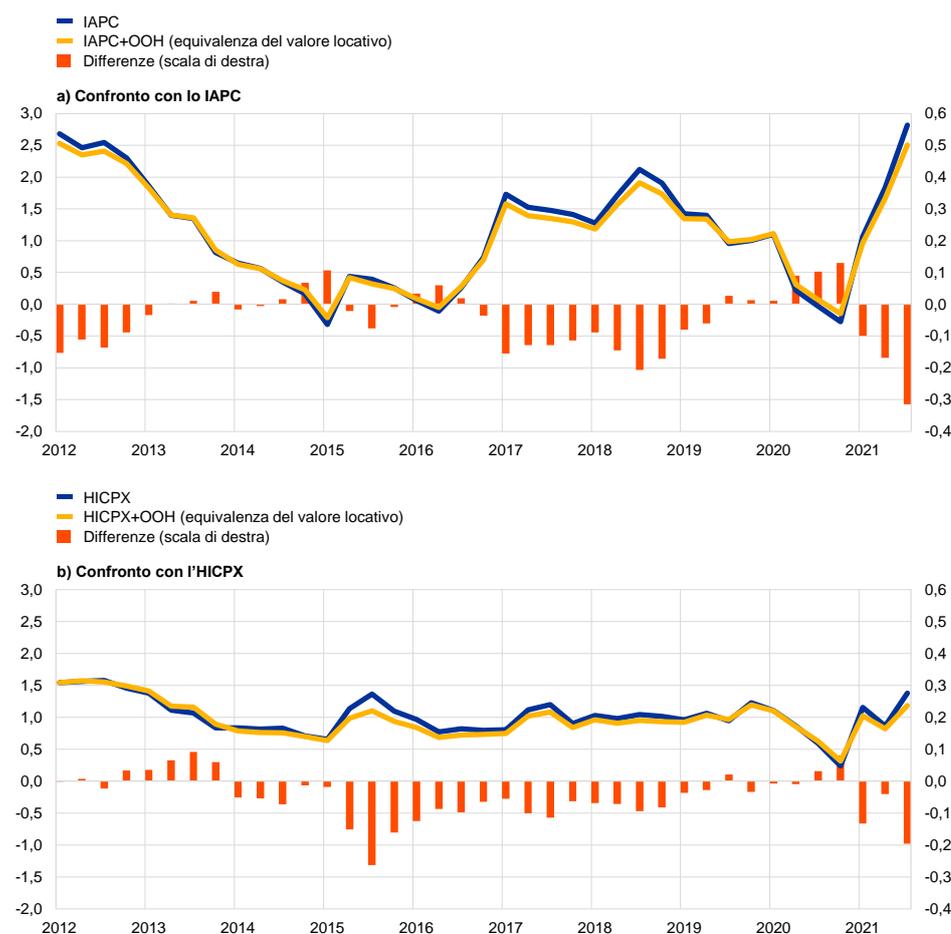
**Nel riesame della strategia di politica monetaria, il metodo dell'acquisizione netta e quello del valore locativo imputato sono stati confrontati sulla base di stime preliminari formulate dagli esperti della BCE.** Le approssimazioni effettuate dalla BCE degli affitti imputati per le OOH sono state ricavate direttamente dall'indice dei prezzi IAPC per i canoni di locazione effettivi. Il rispettivo peso attribuito all'indice degli affitti imputati per le OOH nello IAPC combinato è stato desunto dai dati delle contabilità nazionali relativi agli affitti imputati inclusi nelle statistiche sui consumi delle famiglie.

**Se incluso nell'inflazione complessiva dell'area dell'euro, l'impatto assoluto sia dell'approccio dell'acquisizione netta sia di quello basato sull'equivalenza del valore locativo è limitato; tuttavia, gli impatti sono differenti sotto il profilo qualitativo.** L'indice combinato con gli indici OOHPI calcolati con il metodo dell'acquisizione netta amplifica la ciclicità, mentre la misura che utilizza gli indici basati sull'equivalenza del valore locativo attenua le variazioni cicliche. Il grafico 4 mostra che l'aggiunta delle OOH sotto forma di affitti imputati tende a esercitare un impatto molto ridotto sull'inflazione e, a differenza dell'approccio dell'acquisizione netta, per lo più anticiclico. I risultati per l'HICPX (pannello b) sono molto simili a quelli relativi all'inflazione complessiva (pannello a), con un impatto sull'HICPX lievemente maggiore. La modesta entità di queste differenze nei tassi di inflazione è dovuta principalmente alla bassa volatilità dell'inflazione delle locazioni (cfr. il grafico 2).

#### Grafico 4

Indice calcolato applicando l'approccio basato sull'equivalenza del valore locativo alle OOH

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scala di destra: differenze in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Secondo le stime preliminari della BCE formulate su dati a partire dal 2011, i pesi aggregati per l'area dell'euro secondo l'approccio basato sulle**

### acquisizioni non sono stati molto più volatili rispetto ai pesi degli affitti

**imputati.** Una possibile preoccupazione riguardante l'utilizzo dell'approccio dell'acquisizione netta è il fatto che i pesi degli indici OOHPI potrebbero variare considerevolmente nel tempo; ciò può implicare una distorsione al rialzo dell'inflazione media riflessa in un indice combinato legato agli andamenti tipici dei cicli del mercato degli immobili residenziali in combinazione con l'obbligo di aggiornamento annuale, per lo IAPC, delle ponderazioni della spesa<sup>27</sup>. Il pannello a) del grafico 5 confronta per l'area dell'euro il peso delle acquisizioni nette basate su stime della BCE (ricavato dagli investimenti fissi lordi in miliardi di euro e dai pesi relativi dei sottoindici OOHPI dell'Eurostat) con le quote di spesa relative agli affitti imputati nelle contabilità nazionali a prezzi correnti<sup>28</sup>. Per gli anni tra il 2011 e il 2020, il coefficiente di variazione del peso delle acquisizioni nette è stato pari a 0,044, a fronte di un coefficiente di 0,025 per il peso basato sugli affitti imputati; il valore minimo del primo è stato pari all'8,3 per cento e quello massimo al 9,5 per cento<sup>29</sup>. Nei singoli paesi, tuttavia, è più probabile che i pesi degli indici OOHPI mostrino una maggiore volatilità nel tempo, in particolare dove i cicli del settore delle costruzioni sono pronunciati. Durante la crisi legata al COVID-19, diversi paesi (inclusi Francia e Italia) hanno evidenziato bruschi movimenti di questo tipo. Se, da un lato, non è ancora noto come gli uffici statistici nazionali renderebbero i pesi dell'acquisizione netta rappresentativi del rispettivo anno precedente (in linea con gli standard degli indici OOHPI), dall'altro le stime degli esperti della BCE riportate nel pannello b) del grafico 5 suggeriscono che i periodi in cui si verificano variazioni significative nel tempo dei pesi dell'acquisizione netta possono differire da quelli in cui variano le quote dei canoni di locazione imputati. Pertanto, quando si analizza l'impatto della combinazione tra lo IAPC e i costi relativi alle OOH quantificati in base all'approccio dell'acquisizione netta rispetto allo IAPC a cui vengono aggiunti i canoni di locazione imputati, anche le differenze nella compilazione dei rispettivi pesi possono giocare un ruolo<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> Cfr. Whelan, K., "How Should Housing Be Treated in the HICP? – In-Depth Analysis Requested by the ECON Committee", *Monetary Dialogue Papers*, Parlamento europeo, novembre 2021, pagg. 12-13.

Poiché devono essere calcolati secondo gli stessi criteri utilizzati per le ponderazioni dello IAPC, i pesi degli indici OOHPI mirano a rappresentare gli andamenti della spesa dell'anno precedente, con l'acquisizione dei principali dati dall'anno a esso anteriore.

<sup>28</sup> I dettagli sulla compilazione di tali pesi sono illustrati in Ganoulis et al., op. cit.

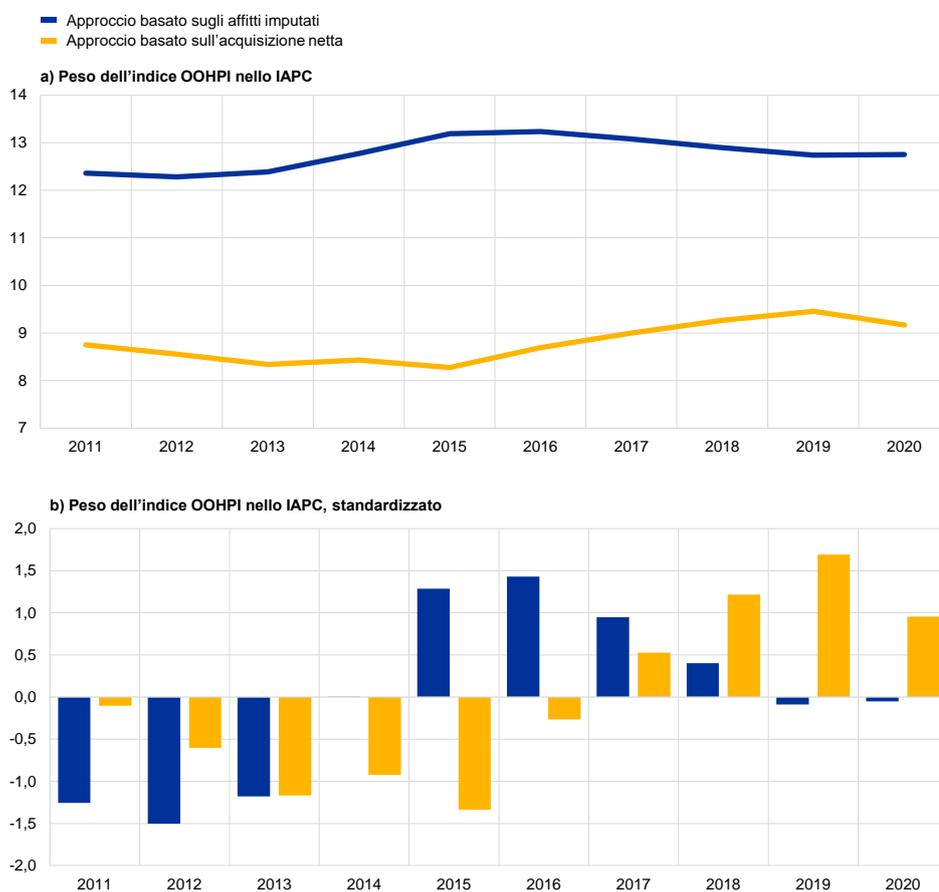
<sup>29</sup> Media: 8,8 per cento; deviazione standard: 0,39 punti percentuali.

<sup>30</sup> Nel corso del riesame della strategia di politica monetaria, tuttavia, le elaborazioni degli esperti della BCE per la combinazione degli indici IAPC con gli indici OOHPI da un lato e i canoni di locazione imputati dall'altro hanno fatto riferimento agli stessi pesi approssimati delle OOH che costituiscono una componente dello IAPC. Tali pesi erano derivati dai dati di contabilità nazionale relativi ai canoni di locazione imputati. I risultati di tali calcoli sono esposti, ad esempio, in "Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review", op. cit., pagg. 48-65. Cfr. altresì la nota 24.

## Grafico 5

Confronto del peso dell'indice OOHPI nello IAPC secondo gli approcci basati sui canoni di locazione imputati e sull'acquisizione netta

(pannello a): valori percentuali; pannello b): unità standardizzate)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le deviazioni standard riportate nel pannello b) rappresentano deviazioni dalla media, divise per la deviazione standard, nel periodo tra il 2011 e il 2020.

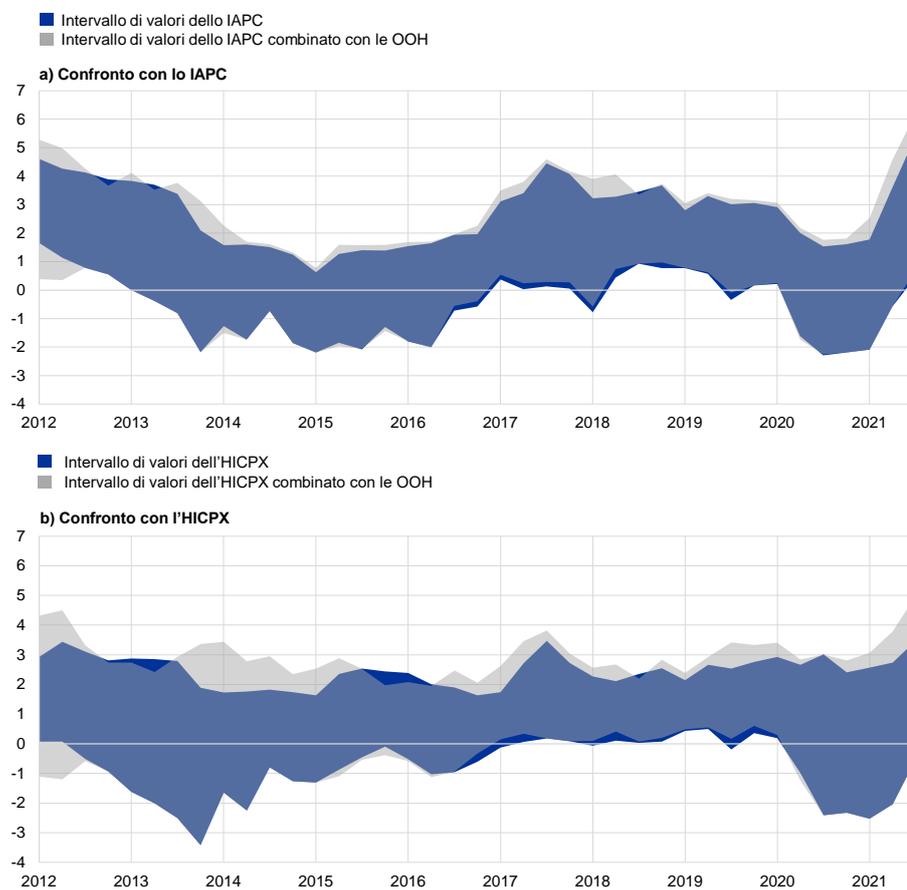
## Implicazioni per la variabilità tra paesi e contributi a essa della combinazione tra indici OOHPI e IAPC

**Nel complesso, secondo le stime preliminari della BCE, la dispersione dell'inflazione tra paesi non sembra essere influenzata in misura significativa dall'inclusione degli indici OOHPI.** Il grafico 6 mostra l'inflazione minima e massima nei paesi dell'area dell'euro per ciascun trimestre a partire dal 2012 sia per lo IAPC sia per i nuovi indici che includono quelli OOHPI. Le differenze tra gli intervalli di valori delle due misure sembrano molto esigue sia per l'inflazione complessiva sia per quella misurata sull'HICPX. Il grafico 7 riporta le deviazioni standard dell'inflazione nei vari paesi sia per lo IAPC sia per l'HICPX. In linea con il grafico 6, l'impatto dell'inclusione delle OOH sulla dispersione complessiva dell'inflazione sembra essere limitato.

## Grafico 6

### Indici IAPC combinati con gli indici OOHPI nei paesi dell'area dell'euro: intervallo tra valori massimi e minimi<sup>31</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i pannelli a) e b) riportano l'intervallo dei tassi di inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX nei paesi dell'area dell'euro a seconda che venga aggiunto (area grigia) o meno (area blu scuro) il valore relativo alle OOH. L'area di colore blu chiaro indica la sovrapposizione degli intervalli.

<sup>31</sup> L'indice OOHPI per la Grecia non è disponibile. Nello IAPC dell'area dell'euro combinato con l'indice OOHPI è incluso lo IAPC della Grecia.

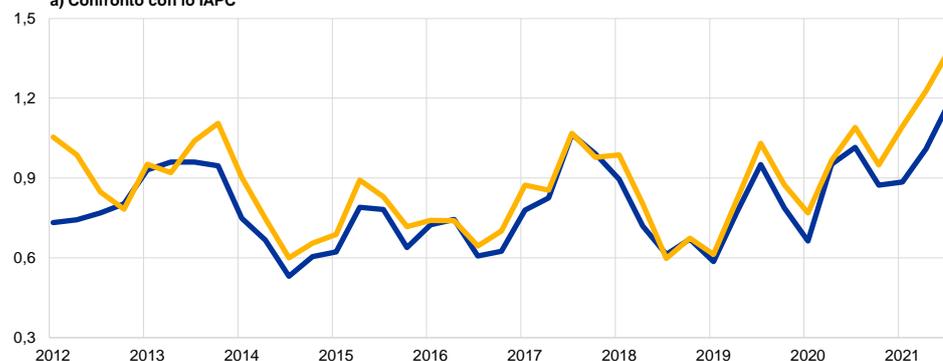
## Grafico 7

### Indici IAPC combinati con gli indici OOHPI nei paesi dell'area dell'euro: deviazione standard

(punti percentuali)

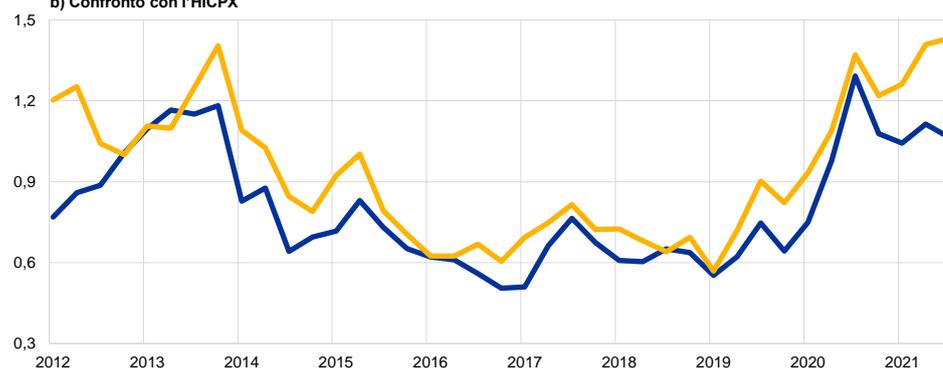
- Deviazione standard dello IAPC per i 19 paesi dell'area dell'euro
- Deviazione standard dello IAPC + OOH per i 19 paesi dell'area dell'euro

#### a) Confronto con lo IAPC



- Deviazione standard dell'HICPX per i 19 paesi dell'area dell'euro
- Deviazione standard dell'HICPX + OOH per i 19 paesi dell'area dell'euro

#### b) Confronto con l'HICPX



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Data la possibilità che, con l'aggiunta degli indici OOHPI, i cicli del mercato degli immobili residenziali abbiano effetti specifici sull'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, tali dinamiche devono essere individuate, monitorate e previste.** Le analisi dell'inflazione condotte presso la BCE saranno ampliate e approfondite in tal senso. Spesso le serie temporali attualmente disponibili non sono sufficientemente lunghe da consentire un'analisi ampia delle proprietà cicliche dei mercati degli immobili residenziali nei paesi dell'area dell'euro prima del 2011. Tuttavia, è possibile desumere alcune indicazioni dagli andamenti osservati negli anni 2000. Secondo stime interne della BCE, i rapidi rincari delle abitazioni osservati in diversi paesi dell'area dell'euro fino alla crisi finanziaria mondiale nel 2008 non si sarebbero riflessi con particolare evidenza sull'inflazione misurata sullo IAPC dell'area se fossero stati aggiunti i valori relativi alle OOH, data la presenza, in altri paesi dell'area dell'euro, di modeste dinamiche aventi segno opposto.

**Nel periodo a partire dal 2012 la differenza complessiva tra l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC e le variazioni dello IAPC combinato con l'indice OOHPI è stata principalmente determinata dagli andamenti in**

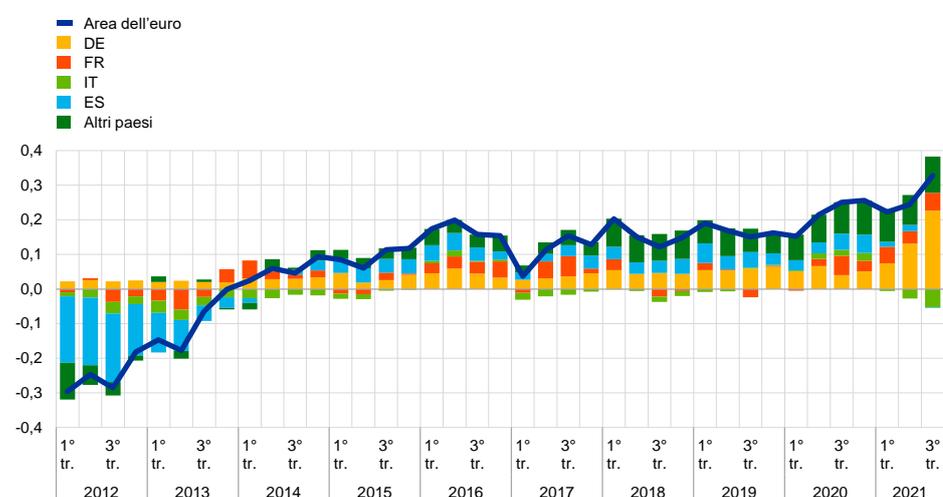
**alcuni paesi.** Il grafico 8 mostra i contributi dei singoli paesi alla differenza. Nel 2012 e nel 2013 la differenza è stata in larga misura determinata dagli andamenti osservati in Spagna. Da allora, i fattori alla base della differenza dell'inflazione nell'area dell'euro determinata dall'aggiunta dell'indice OOHPI allo IAPC hanno presentato una distribuzione più uniforme tra i vari paesi dell'area. Gli andamenti degli ultimi trimestri, tuttavia, sono per lo più riconducibili al brusco aumento registrato in Germania.

### Grafico 8

Contributi alla differenza tra l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC e le variazioni dello IAPC combinato con l'indice OOHPI

#### Contributi dei paesi alle differenze nell'area dell'euro

(punti percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

#### Gli andamenti dell'indice OOHPI sono spesso connessi a determinanti dei prezzi degli immobili residenziali che possono variare da un paese all'altro. I

finanziamenti (ossia i mutui ipotecari) sono una determinante importante dei prezzi di transazione delle abitazioni di proprietà e svolgono un ruolo molto più ampio di quello che hanno nel caso dei beni di consumo durevoli come autovetture e mobili. Anche il ruolo dell'edilizia residenziale come opportunità di investimento può variare nel tempo a seconda dell'evoluzione dei profili di rischio-rendimento tra le diverse classi di attività. Le restrizioni dal lato dell'offerta, come la limitata disponibilità di terreni edificabili, sono altresì una determinante comune dell'inflazione delle abitazioni e, di conseguenza, degli indici OOHPI. Gli andamenti di medio-lungo periodo, come i cambiamenti demografici e socioeconomici (ad esempio il numero dei componenti delle famiglie e la struttura per età), potrebbero avere un impatto più duraturo sui costi delle abitazioni e, quindi, anche sugli indici OOHPI.

## 4 Sfide per il futuro: verso l'integrazione degli indici OOHPI nello IAPC

**La diffusione trimestrale degli indici OOHPI da parte dell'SSE ha rappresentato un'importante tappa verso una più completa inclusione della spesa sostenuta dalle famiglie per le abitazioni nello IAPC dell'area dell'euro e dei suoi paesi.**

Tuttavia la piena integrazione degli indici OOHPI nel calcolo degli IAPC richiede una segnalazione a cadenza mensile e tempestiva nella diffusione. Inoltre, per l'utilizzo ai fini della politica monetaria di uno IAPC dell'area dell'euro in cui le abitazioni di proprietà siano stabilmente integrate, occorre riconsiderare l'attuale presenza di un elemento di investimento negli indici OOHPI. La BCE sostiene ulteriori progetti di ricerca sui metodi di misurazione ottimali. Tali metodi dovrebbero essere orientati a incorporare meglio la componente relativa al consumo da quella connessa all'investimento, essendo solo la prima rilevante per la politica monetaria.

**Nel suo riesame della strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha definito un piano di azione per una migliore definizione degli indici OOHPI.** Con l'SSE quale principale attore, il percorso potrebbe prevedere quattro fondamentali tappe: a) la diffusione trimestrale degli IAPC combinati con gli OOHPI quali indici analitici della BCE (presentati in questo articolo); b) l'elaborazione di un indice sperimentale da parte dell'SSE, atteso per il 2023; le decisioni dell'SSE al riguardo saranno indipendenti dalle deliberazioni interne alla BCE; c) l'adeguamento del quadro giuridico dello IAPC finalizzato a rendere dati statistici ufficiali gli IAPC trimestrali combinati con gli indici OOHPI, atteso non prima del 2026; d) l'integrazione dei costi relativi alle abitazioni di proprietà nello IAPC, con frequenza mensile e tempestività; ciò potrebbe aprire la strada al passaggio a uno IAPC inclusivo dei costi delle OOH quale principale indice per le finalità di politica monetaria.

**L'SSE è impegnato nell'ulteriore sviluppo e nell'adeguamento degli atti giuridici relativi agli indici OOHPI.** L'imminente regolamento di attuazione degli indici OOHPI, che stabilirà requisiti rivisti ed estesi per la compilazione trimestrale di tali indici da parte degli istituti di statistica dell'UE, dovrebbe entrare in vigore nella seconda metà del 2022, con applicazione da parte degli uffici statistici nazionali a partire da gennaio 2024. Tuttavia, affinché gli indici OOHPI combinati con gli IAPC siano resi dati statistici ufficiali, è necessario adeguare il relativo regolamento quadro<sup>32</sup>. A seconda della progressione del lavoro dell'SSE, il processo di aggiornamento di tale regolamento in relazione agli indici OOHPI richiederà più o meno tempo.

**Nel processo di inclusione degli indici OOHPI nel calcolo degli IAPC, la BCE esaminerà in dettaglio le loro proprietà.** La BCE monitorerà da vicino i progressi statistici in merito alla compilazione degli indici OOHPI e degli indici combinati, in termini sia di metodi che di adeguamento del quadro giuridico di riferimento per gli IAPC e gli indici OOHPI. Le caratteristiche statistiche degli andamenti dei nuovi indici

---

<sup>32</sup> [Regolamento \(UE\) 2016/792 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2016 relativo agli indici dei prezzi al consumo armonizzati e all'indice dei prezzi delle abitazioni, e recante abrogazione del Regolamento \(CE\) n. 2494/95 del Consiglio \(GU L 135 del 24.5.2016, pag. 1\).](#)

OOHPI devono essere valutate in modo esaustivo, in particolare per quanto riguarda il loro impatto sull'uso di questi indicatori ai fini della politica monetaria della BCE.

**Anche le caratteristiche degli indici OOHPI devono essere analizzate in termini di qualità statistica, con particolare riguardo alla regolare revisione all'indietro dei dati.** Un aspetto importante è che, al momento della pubblicazione, gli indici OOHPI rappresentano dei risultati soltanto preliminari. A differenza degli IAPC, gli indici OOHPI vengono frequentemente rivisti all'indietro man mano che si rendono disponibili nuovi dati per i rispettivi periodi di riferimento. Di conseguenza, l'utilizzo degli indici OOHPI deve confrontarsi con la maggiore incertezza statistica che caratterizza questo tipo di dati per i periodi di segnalazione recenti.

**Nell'ambito dell'Eurosistema si sta pianificando un lavoro di follow-up per la previsione degli indici dei prezzi delle abitazioni.** Si tratta di un esercizio complesso, dal momento che la componente degli indici OOHPI relativa ai prezzi dei cespiti (al contrario di quella dei costi di costruzione) non è della stessa tipologia di altri indicatori ciclici.

**La possibilità di scorporare le componenti degli indici OOHPI relative al consumo da quelle relative agli investimenti dipende dal raggiungimento di un'interpretazione condivisa e dalla definizione di un trattamento da applicare nella pratica.** Al momento non vi è unanime consenso sulla definizione di consumi e investimenti negli acquisti di abitazioni da parte delle famiglie, che rappresentano un'importante componente degli indici OOHPI e ciò incide sia sulle variazioni di prezzo sia sui pesi. Per i calcoli nel presente articolo sono stati utilizzati "prezzi lordi" e "pesi netti", come per la compilazione degli indici OOHPI da parte dell'SSE. I prezzi lordi sono i prezzi effettivi delle transazioni. Le abitazioni acquisite dalle famiglie per essere concesse in locazione (quindi come investimento) non vengono considerate nei prezzi e nei pesi degli indici OOHPI. Le spese per i terreni (cespiti non prodotti) sono escluse solo dai pesi dell'acquisizione netta. L'indice dei prezzi delle OOH per le abitazioni acquistate per la prima volta dal settore delle famiglie, tuttavia, riflette le variazioni di prezzo che comprendono il prezzo dei terreni (il prezzo lordo), mentre l'indice dei prezzi per le case costruite in proprio non tiene conto del prezzo dei terreni. Ulteriori affinamenti di ciò che è incluso ed escluso nell'elaborazione dei pesi e degli indici di prezzo richiederebbero un'intesa sulla classificazione di alcune componenti come consumo o come investimento, anche in relazione al trattamento dei terreni.

**La compilazione mensile degli indici OOHPI presenta delle difficoltà statistiche.** Per utilizzare i prezzi delle transazioni di acquisto di nuove abitazioni è necessario registrare una quantità di transazioni sufficiente per ciascun periodo di segnalazione. Tuttavia, su base mensile, il numero di transazioni potrebbe essere esiguo, in particolare nei paesi più piccoli. In aggiunta, i ritardi nella segnalazione, che già incidono negativamente sui report trimestrali delle transazioni relative agli immobili residenziali, sono ancora più rilevanti in caso di frequenza mensile.

**Sono necessarie ulteriori ricerche sulla compilazione degli indici OOHPI con frequenza mensile e tempestività.** È molto probabile che entrambi gli aspetti richiedano l'applicazione di metodi non ancora definiti per gli IAPC. Ciò comporta la

necessità di un approccio innovativo ma attento, in considerazione delle potenziali implicazioni per le pratiche di compilazione e l'utilizzo degli indici.

**Progetti di ricerca a lungo termine condotti in collaborazione con l'SSE, il Fondo monetario internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) potrebbero gettare nuova luce sui metodi di misurazione ottimali.** È necessario promuovere progetti di ricerca, in particolare allo scopo di isolare meglio la componente dei cespiti negli indici dei prezzi delle abitazioni di proprietà basati sulle acquisizioni nette. Nel complesso, l'integrazione degli indici OOHPI nello IAPC costituisce un progetto a lungo termine che vede l'SSE quale principale attore. Date le sfide future, le attività statistiche saranno sostenute, ove opportuno, dall'Eurosistema, sotto forma di regolare riscontro da parte degli utilizzatori.

**Durante il periodo di transizione il principale indice di riferimento per la politica monetaria resterà l'attuale IAPC.** Questo periodo di transizione durerà finché gli indici OOHPI non avranno raggiunto gli standard qualitativi e di tempestività necessari per la piena integrazione nello IAPC mensile. Nel frattempo, considerando che la piena inclusione delle abitazioni occupate dai proprietari nello IAPC costituisce un progetto di respiro pluriennale, per le proprie valutazioni di politica monetaria il Consiglio direttivo prenderà in considerazione le misure di inflazione che tengono conto delle stime iniziali del costo delle abitazioni di proprietà nel più ampio insieme di indicatori supplementari dell'inflazione.

## 2 Next Generation EU: una prospettiva a livello di area dell'euro

a cura di Maximilian Freier, Charlotte Grynberg, Marguerite O'Connell, Marta Rodríguez-Vives e Nico Zorell

### 1 Introduzione

**Next Generation EU (NGEU) è uno dei capisaldi della risposta strategica comune dell'Europa alle sfide economiche poste dalla pandemia di coronavirus (COVID-19).** Quest'ultima ha innescato un forte rallentamento economico nell'UE e un riacutizzarsi delle divergenze tra paesi. A luglio 2020 l'Unione europea ha reagito vigorosamente con l'annuncio del Next Generation EU, un programma di investimenti e riforme rivolto a tutti i paesi dell'Unione. Nel breve termine, la sua finalità è sostenere la ripresa, mentre nel medio periodo esso è concepito per agire da catalizzatore della modernizzazione delle economie dell'UE, con effetti positivi sulla loro crescita, resilienza e convergenza. Per conseguire tali obiettivi, il programma offre sostegno finanziario agli Stati membri dell'UE a condizione che questi realizzino progetti concreti di investimenti e riforme nel periodo 2021-2026. Se attuato efficacemente, il Next Generation EU dovrebbe quindi fornire uno stimolo significativo allo stock di capitale e al prodotto potenziale degli Stati membri dell'UE.

**Grazie al volume dei suoi finanziamenti, ai meccanismi di solidarietà tra paesi previsti dal programma e al fatto che tali finanziamenti sono collegati ai risultati delle politiche nazionali, Next Generation EU offre un'opportunità unica per dare impulso al processo di trasformazione negli Stati membri.**

Il Next Generation EU mette in campo un volume di finanziamenti senza precedenti, pari a un massimo di 807 miliardi di euro a prezzi correnti, ossia al 6 per cento del PIL dell'UE del 2020, di cui gli Stati membri dell'Unione hanno richiesto finora 581 miliardi. Dei sette strumenti del programma, il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) è di gran lunga il più consistente, poiché rappresenta il 90 per cento della dotazione complessiva<sup>1</sup>. Circa la metà dei fondi dell'RRF viene resa disponibile sotto forma di sovvenzioni non rimborsabili accordate agli Stati membri, l'altra metà sotto forma di prestiti. Inoltre, per i paesi che sono stati più colpiti dalla crisi pandemica, che in aggiunta presentano un PIL pro capite più basso e/o livelli di debito in rapporto al PIL relativamente più elevati, sono stati resi disponibili maggiori finanziamenti in termini relativi. Nel concepire il Next Generation EU con queste caratteristiche, gli Stati membri hanno dimostrato una forte solidarietà reciproca. Al tempo stesso, i finanziamenti dell'RRF sono messi a disposizione degli Stati membri subordinatamente all'attuazione di piani nazionali per la ripresa e la

<sup>1</sup> L'RRF è costituito da prestiti (fino a 385,8 miliardi di euro) e sovvenzioni (338,0 miliardi di euro). I fondi provenienti dagli altri sei programmi sono più contenuti: REACT-EU (50,6 miliardi di euro), Horizon Europe - Orizzonte Europa (5,4 miliardi), InvestEU (6,1 miliardi), Rural Development - Fondo per lo sviluppo rurale (8,1 miliardi), Just Transition Fund - Fondo per una transizione giusta (10,9 miliardi) e RescEU (2 miliardi).

resilienza (Recovery and resilience plans, RRP), che prevedono investimenti e riforme concreti in linea con gli orientamenti dell'Unione europea<sup>2</sup>. Ciascuno di tali piani deve essere valutato dalla Commissione europea e approvato dal Consiglio dell'UE.

**Dal programma Next Generation EU si potrebbero trarre utili insegnamenti in riferimento all'assetto della governance economica e a una potenziale capacità di bilancio permanente per l'area dell'euro nel futuro.**

Il Next Generation EU è stato concepito come misura una tantum. Contestualmente, la BCE sostiene da tempo una funzione di stabilizzazione macroeconomica comune volta a completare l'architettura economica e istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM). La capacità di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe essere studiata in modo tale da integrare una serie di incentivi a favore di solide politiche di bilancio ed economiche nazionali e, in particolare, di riforme volte ad affrontare le sfide strutturali nazionali e a rafforzare il rispetto del quadro di sorveglianza macroeconomica e dei conti pubblici previsto dall'UE<sup>3,4</sup>.

**Il presente articolo fornisce una panoramica del Next Generation EU dal punto di vista dell'area dell'euro, con particolare attenzione ai piani nazionali di riforma e investimento.**

Alla fine del 2021, gli RRP di tutti i paesi dell'area dell'euro tranne i Paesi Bassi (che non hanno ancora presentato il proprio piano) erano stati valutati dalla Commissione e approvati dal Consiglio ed erano entrati nella fase attuativa. Tutti gli RRP sono stati soggetti alle stesse norme dell'UE, agli orientamenti operativi della Commissione e alla valutazione tra pari nei consessi dell'UE, il che agevola l'analisi orizzontale. Alla luce di questi elementi, la sezione 2 esamina gli aspetti di bilancio degli RRP, in particolare gli investimenti programmati e il loro impatto macroeconomico rispetto alle attese. Le informazioni non presenti negli RRP, ad esempio quelle sui profili temporali delle misure di bilancio e sulla loro classificazione statistica, sono integrate da ipotesi formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, che sono soggette a incertezze. Nella sezione 3 si effettua una valutazione delle riforme strutturali incluse negli RRP. La sezione 4 analizza gli elementi di governance posti in essere per l'RRF, che possono sostenere

---

<sup>2</sup> I finanziamenti dell'RRF sono resi disponibili in due fasi. Nella fase di approvazione, successivamente alla valutazione degli RRP da parte della Commissione e all'approvazione del Consiglio, viene erogato un finanziamento anticipato fino al 13 per cento delle sovvenzioni e dei prestiti approvati per ciascuno dei rispettivi Stati membri. Gli ulteriori esborsi avvengono progressivamente durante la fase attuativa, sulla base del conseguimento dei traguardi e degli obiettivi concordati nell'ambito degli RRP, che vengono monitorati regolarmente.

<sup>3</sup> Cfr. la relazione dei cinque Presidenti *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, 2015 e il Parere della BCE, del 9 novembre 2018, su una proposta di regolamento relativo all'istituzione della Funzione europea di stabilizzazione degli investimenti (CON/2018/51) (GU C 444 del 10.12.2018, pag. 11).

<sup>4</sup> Il Next Generation EU si fonda su precedenti tentativi di istituire strumenti volti a incentivare l'attuazione delle riforme strutturali necessarie a livello nazionale. Entrambe le proposte avanzate in precedenza, come lo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività (Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness, BICC), concepito per sostenere l'attuazione delle riforme strutturali nei paesi dell'area dell'euro, e il programma di sostegno alle riforme, inteso a fornire sostegno finanziario e tecnico agli Stati membri dell'UE impegnati nell'attuazione delle riforme stesse, erano costruiti attorno all'idea di premiare gli interventi mirati a rafforzare il coordinamento delle politiche economiche dell'UE, allo scopo di sostenere la competitività e la convergenza. Cfr. la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un quadro di governance per lo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività della zona euro (COM(2019) 354 final), nonché la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce il programma di sostegno alle riforme (COM(2018) 391 final).

un'efficace attuazione del Next Generation EU. Nella sezione 5 sono esposte le osservazioni conclusive.

## 2 Interventi di bilancio programmati

**Tutti gli Stati membri dell'area dell'euro intendono utilizzare appieno le sovvenzioni disponibili nell'ambito dell'RRF, mentre finora solo alcuni governi nazionali hanno richiesto i prestiti previsti in tale ambito<sup>5</sup>.** Le sovvenzioni

ammontano complessivamente a 262,1 miliardi di euro per gli Stati membri dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico 1). I prestiti dell'RRF sono stati richiesti fino al limite massimo del 6,8 per cento del reddito nazionale lordo solo da Grecia e Italia. Slovenia, Portogallo e Cipro finora hanno fatto un limitato ricorso ai finanziamenti disponibili in forma di prestiti, portando a 138,9 miliardi di euro l'importo complessivo dei prestiti richiesti dai paesi dell'area dell'euro. Sebbene vi siano altri paesi dell'area per i quali i prestiti nell'ambito dell'RRF sarebbero disponibili a condizioni favorevoli rispetto ai tassi di mercato, per il momento questi hanno scelto di non utilizzarli.

**Quasi due terzi dei finanziamenti nell'ambito dell'RRF richiesti nell'area dell'euro sono attualmente assegnati a Italia e Spagna.** Al momento ci si attende

che il finanziamento complessivo da mobilitare per i paesi dell'area dell'euro sia di 401 miliardi di euro nel periodo 2021-2026, pari al 3,5 per cento del PIL dell'area nel 2020. Al momento si stima che quasi la metà (il 48 per cento) sarà assorbita dall'Italia (cfr. il pannello b) del grafico 1). Tale importo ammonta a 191,5 miliardi di euro di sovvenzioni e prestiti, pari all'11,6 per cento del PIL del paese nel 2020. La Spagna, a sua volta, assorbirà il 17 per cento dei finanziamenti richiesti nell'ambito dell'RRF, che ammontano a 69,5 miliardi di euro in sovvenzioni, pari al 6,2 per cento del PIL nel 2020. Francia e Germania riceveranno complessivamente un altro 16 per cento dei finanziamenti dell'RRF. Infine, circa il 19 per cento sarà destinato ai paesi di minori dimensioni dell'area dell'euro: tra questi, la Grecia è il principale destinatario di tali fondi (8 per cento, sotto forma di sovvenzioni e prestiti).

**Il programma Next Generation EU consente all'UE di emettere un volume significativo di debito a livello europeo.** L'emissione di nuovo debito nell'ambito del Next Generation EU è prevista tra la metà del 2021 e il 2026 e implica l'emissione di obbligazioni fino a 150 miliardi di euro l'anno per finanziare le sovvenzioni non rimborsabili e i prestiti dell'RRF<sup>6,7</sup>. Tale attività rafforza il ruolo

<sup>5</sup> Benché il Next Generation EU e l'RRF siano istituiti al livello dell'UE, l'81 per cento del totale dei fondi dell'RRF viene assegnato ai paesi dell'area dell'euro.

<sup>6</sup> Nel 2020 la Commissione europea è diventata un nuovo attore sui mercati obbligazionari raccogliendo 100 miliardi di euro per finanziare il programma relativo allo strumento di prestito per attenuare i rischi di disoccupazione in emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE). Successivamente all'approvazione da parte di tutti gli Stati membri, il 31 maggio 2021, della decisione sulle risorse proprie, che stabilisce le modalità di finanziamento del bilancio dell'UE, a giugno 2021 la Commissione ha iniziato a indebitarsi sul mercato per finanziare il programma Next Generation EU. Un'altra novità consiste nel fatto che il 30 per cento dei finanziamenti nell'ambito del Next Generation EU (250 miliardi di euro) sarà emesso in obbligazioni verdi da utilizzare esclusivamente per investimenti verdi e sostenibili nell'Unione europea.

<sup>7</sup> Nell'ambito dell'RRF, le sovvenzioni saranno registrate come debito dell'UE, mentre i prestiti saranno contabilizzati nel debito nazionale degli Stati membri beneficiari.

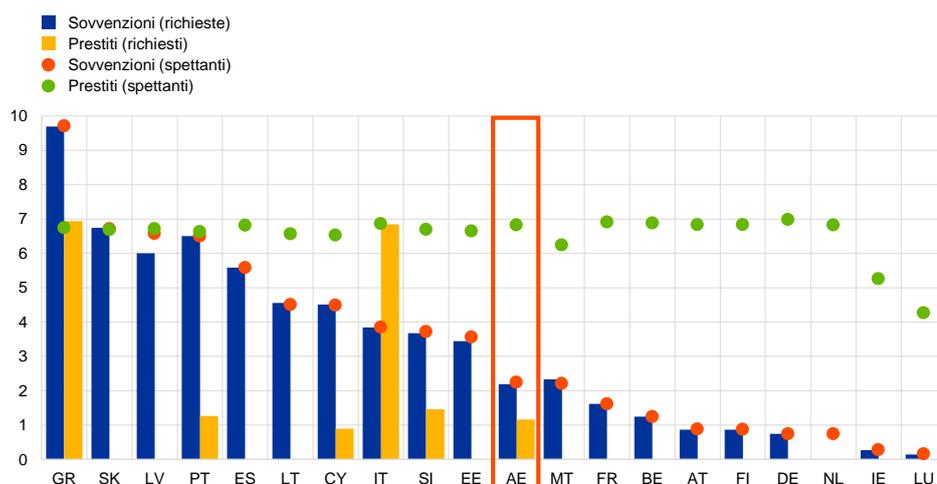
della Commissione sui mercati dei capitali quale principale fornitore di attività prive di rischio denominate in euro<sup>8</sup>. Il Next Generation EU fornisce nuovo impulso all'UE per riformare il sistema di risorse proprie e introdurre di nuove nei prossimi anni, anche per tener conto dei rimborsi<sup>9</sup>.

### Grafico 1

#### Fonti di finanziamento nell'ambito dell'RRF nei paesi dell'area dell'euro

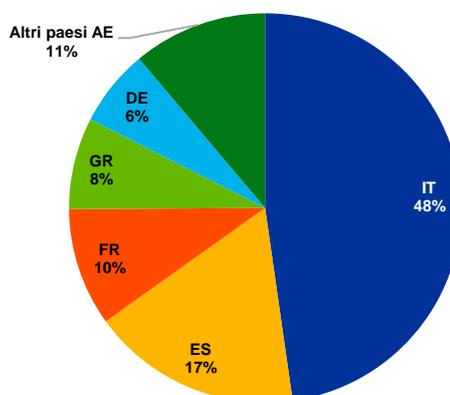
##### a) Fondi richiesti e spettanti nell'ambito dell'RRF nei paesi dell'area dell'euro

(2021-2026; in percentuale del PIL del 2020)



##### b) Volume dei finanziamenti richiesti nell'ambito dell'RRF nei paesi dell'area dell'euro

(2021-2026; percentuale del totale di sovvenzioni e prestiti utilizzati)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le sovvenzioni spettanti ai vari paesi sono riportate in base ai dati della Commissione europea. L'ammontare massimo dei prestiti spettanti ai vari paesi è pari al 6,8 per cento del rispettivo reddito nazionale lordo (RNL) del 2019. Per i Paesi Bassi non sono disponibili informazioni sulle sovvenzioni e sui prestiti nell'ambito dell'RRF, poiché tale paese deve ancora presentare il proprio RRP alla Commissione europea.

**Per gli Stati membri dell'area dell'euro, i piani nazionali per la ripresa e la resilienza (RRP) includono programmi di spesa finanziati dall'RRF favorevoli alla crescita.** In linea con gli obiettivi programmatici del Next Generation EU, ci si attende che quasi l'80 per cento delle spese collegate agli RRP nell'area dell'euro sia destinato a progetti di investimento con moltiplicatori di bilancio relativamente

<sup>8</sup> Cfr. "EU and ECB policy responses to the COVID-19 pandemic and the international role of the euro", *The international role of the euro*, Banca centrale europea, giugno 2021.

<sup>9</sup> Cfr. Le Conclusioni del Consiglio europeo del 17-21 luglio 2020.

elevati rispetto ad altre componenti della spesa. Quasi il 50 per cento della spesa è costituito da investimenti diretti e circa il 30 per cento assume la forma di sostegno agli investimenti privati mediante trasferimenti in conto capitale (sovvenzioni al settore privato, partnership tra settore pubblico e privato, ecc.). Di conseguenza, l'utilizzo dell'RRF dovrebbe far aumentare di circa 2,5 punti percentuali la quota degli investimenti pubblici/PIL dell'area dell'euro nel periodo 2021-2026 (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 2). Le restanti misure riguarderanno principalmente i sussidi, le prestazioni sociali e gli altri trasferimenti correnti da attuare soprattutto nei primi anni di entrata in vigore dei piani. Nel complesso, gli RRP dei governi nazionali dell'area dell'euro comportano un impatto sulle variabili macroeconomiche maggiore di quanto non accadrebbe se i fondi dell'RRF fossero stati destinati alla spesa sociale o alla riduzione del debito<sup>10</sup>.

---

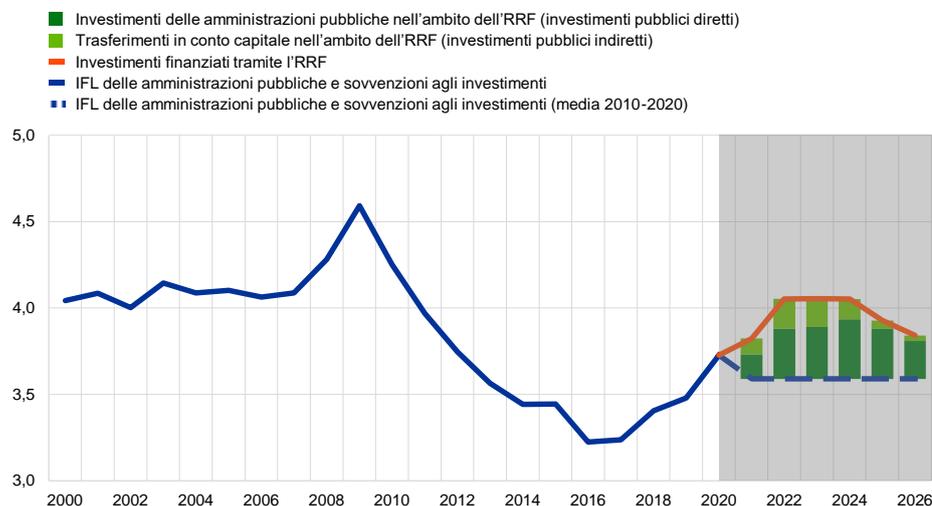
<sup>10</sup> Precedenti lavori di ricerca a cura di esperti della BCE mostrano l'impatto macroeconomico atteso di alcuni scenari stilizzati comprendenti l'utilizzo delle sovvenzioni e dei prestiti nell'ambito del Next Generation EU a fini di: a) investimenti pubblici produttivi, b) spesa pubblica improduttiva e c) sostituzione o rimborso del debito sovrano esistente; cfr. Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinot, P. e Valenta, V., "[The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, n. 255, BCE, gennaio 2021.

## Grafico 2

### Profilo di spesa finanziata dall'RRF per categoria statistica

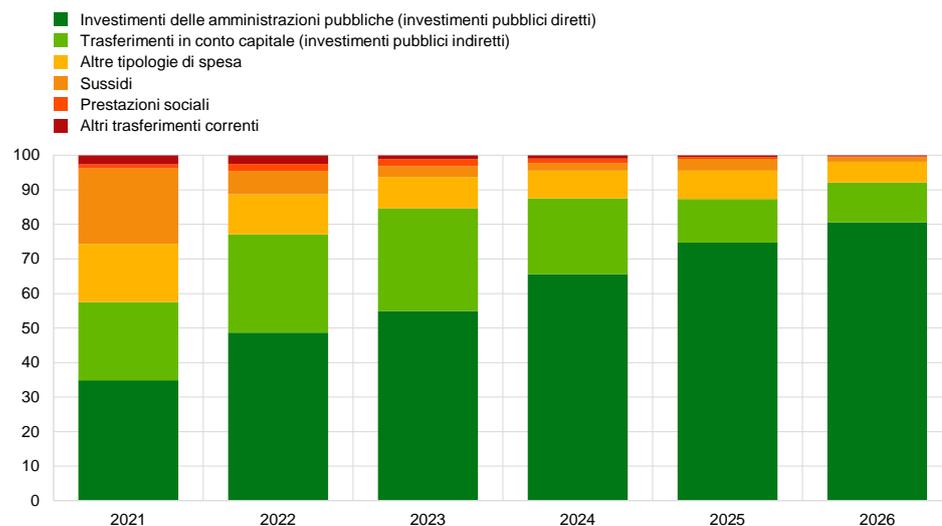
#### a) Investimenti pubblici dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



#### b) Profilo di spesa finanziata dai fondi dell'RRF richiesti nell'area dell'euro

(2021-2026; in percentuale dell'importo totale richiesto)



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

Note: gli "Investimenti finanziati tramite l'RRF" comprendono sia a) gli investimenti delle amministrazioni pubbliche (investimenti pubblici diretti, porzioni verde scuro degli istogrammi) sia b) i trasferimenti in conto capitale (investimenti pubblici indiretti, porzioni verde chiaro degli istogrammi). Nella contabilità nazionale, IFL sta per investimenti fissi lordi. Il rapporto investimenti pubblici/PIL (linee blu) comprende gli investimenti fissi lordi delle amministrazioni pubbliche e le sovvenzioni per investimenti. Non sono incluse le informazioni relative ai Paesi Bassi, in quanto tale paese non ha ancora presentato l'RRF alla Commissione europea. Nel caso della Grecia, i trasferimenti in conto capitale comprendono i pagamenti diretti al settore privato per la realizzazione di nuovi progetti di investimento, che sono statisticamente registrati come raccordo disavanzo-debito (deficit-debt adjustment, DDA).

**Le simulazioni macroeconomiche condotte dagli esperti della BCE segnalano che il Next Generation EU fornirà un significativo contributo positivo alla ripresa nell'area dell'euro.** I modelli macroeconomici utilizzati dalla BCE indicano che la spesa aggiuntiva effettuata con i fondi dell'RRF aumenterà il livello del PIL reale dell'area dell'euro di circa lo 0,5 per cento nel 2023, un effetto che persisterà in larga misura negli anni successivi (cfr. il riquadro 1). Se da un lato gli effetti dovrebbero essere più marcati nei paesi che maggiormente beneficiano del

programma, dall'altro si riverbereranno positivamente su tutti i paesi anche grazie a effetti di propagazione legati al commercio derivanti dall'aumento della domanda nel mercato interno dell'UE. Ciò è in linea con altri studi che pure enfatizzano l'importanza degli effetti di propagazione<sup>11</sup>. Anche la natura transfrontaliera di alcuni progetti di investimento (ad esempio quelli relativi all'idrogeno e quelli sulla tecnologia 5G) contribuirebbe a rafforzare il mercato interno dell'UE<sup>12</sup>.

**L'effettivo impatto macroeconomico del Next Generation EU nel medio termine potrebbe risultare superiore a quanto attualmente stimato, a causa degli effetti sul clima di fiducia e delle riforme strutturali.** In primo luogo, l'accordo politico sul Next Generation EU, unitamente alla politica monetaria accomodante, ha prodotto significativi effetti positivi sul clima di fiducia nell'area dell'euro dopo lo shock pandemico. Ciò si riflette nel calo dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato nelle economie più vulnerabili, che rispecchia il segnale secondo cui in tempi di crisi gli Stati membri dell'UE sono rimasti uniti e solidali<sup>13</sup>. In secondo luogo le simulazioni effettuate dalla BCE, così come quelle pubblicate dalla Commissione, al momento non tengono conto dell'impatto positivo delle riforme strutturali, che potrebbe essere molto significativo. Ci si attende che gli investimenti finanziati tramite l'RRF siano particolarmente produttivi laddove vengano rafforzati con adeguate riforme strutturali. Gli investimenti e altre spese produttive accrescono direttamente lo stock di capitale; ciò può aumentare la produttività totale dei fattori e/o creare occupazione, aumentando così il livello del prodotto potenziale. Le riforme strutturali incorporate nei piani per la ripresa e la resilienza sono potenzialmente in grado di rafforzare l'impatto degli investimenti programmati (cfr. la sezione 3).

**Nondimeno, nell'ambito degli RRP possono manifestarsi anche alcuni rischi al ribasso, che è difficile quantificare in questa fase.** Fra questi figurano la possibilità che i tassi di assorbimento si rivelino inferiori alle attese e una riduzione degli investimenti diversi da quelli realizzati tramite l'RRF, con una riallocazione dei finanziamenti a categorie di spesa meno produttive<sup>14</sup>. Pertanto, è essenziale raggiungere i traguardi e gli obiettivi concordati nella fase di attuazione degli RRP (cfr. la sezione 4).

**Se adeguatamente attuati, gli RRP possono anche contribuire a ridurre quelle divergenze tra paesi che la crisi pandemica ha ulteriormente aggravato nell'area dell'euro.** Nel medio periodo, i fondi Next Generation EU possono

---

<sup>11</sup> Cfr. Pfeiffer, P., Varga, J. e in 't Veld, J., "Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment", *European Economy Discussion Papers*, n. 144, Commissione europea, luglio 2021, e Bańkowski, K., Domingues, J., Dorrucchi, E., Freier, M., Jacquinet, P., Modery, W., Rodríguez-Vives, M., Valenta, V. e Zorell, N., "The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

<sup>12</sup> Tuttavia, alcune stime preliminari indicano che solo il 4 per cento circa dei fondi complessivi assegnati ai paesi dell'area dell'euro sarà destinato a progetti di investimento che coinvolgono più paesi.

<sup>13</sup> **L'impatto dei fondi dell'RRF sui conti pubblici riflette un elemento di redistribuzione.** La condivisione dei rischi è rafforzata attraverso una capacità di bilancio comune, poiché questa volta una quota dei finanziamenti non deve essere rimborsata dal paese beneficiario. L'elemento redistributivo (attraverso la componente delle sovvenzioni) alleggerisce la situazione della finanza pubblica dello Stato membro beneficiario, ossia non accresce direttamente il suo disavanzo o il suo stock di debito. L'elemento di aggregazione si trova nell'equazione del disavanzo degli Stati membri (attraverso i contributi netti al bilancio dell'UE).

<sup>14</sup> Rispetto ai precedenti programmi dell'UE, tuttavia, la capacità di assorbimento potrebbe essere migliorata per alcuni paesi per effetto delle riforme di governance realizzate a livello nazionale, i cui dettagli sono descritti negli RRP (ad esempio, l'istituzione di responsabili dell'audit e dei progetti).

contribuire a compensare parte della frammentazione causata dalla crisi. Il pannello a) del grafico 3 mostra che nel 2026 l'aumento del livello del PIL, trainato dal Next Generation EU, sarebbe maggiore quanto minore il PIL pro capite dei singoli paesi nel 2019. In tal modo, inoltre, i finanziamenti ottenuti tramite il Next Generation EU allentano il vincolo di bilancio dei paesi vulnerabili e contribuiscono a evitare una contrazione di bilancio potenzialmente forte, come quella osservata in alcuni paesi nel contesto della crisi finanziaria mondiale.

**Nel più lungo periodo, lo strumento Next Generation EU potrebbe anche attenuare alcune delle divergenze strutturali più radicate nelle economie dell'area dell'euro.** Ad esempio, i finanziamenti dell'RRF possono innescare un processo di convergenza degli investimenti. La spesa pubblica finanziata tramite l'RRF in percentuale del PIL è infatti particolarmente elevata nei paesi con uno stock di capitale netto pro capite relativamente basso (cfr. il pannello b) del grafico 3). In aggiunta, il miglioramento delle prospettive di crescita e il minor costo del finanziamento potrebbero migliorare la sostenibilità del debito nei paesi vulnerabili<sup>15</sup>. Inoltre, in futuro ciò potrebbe creare maggiori margini di bilancio per la stabilizzazione economica.

---

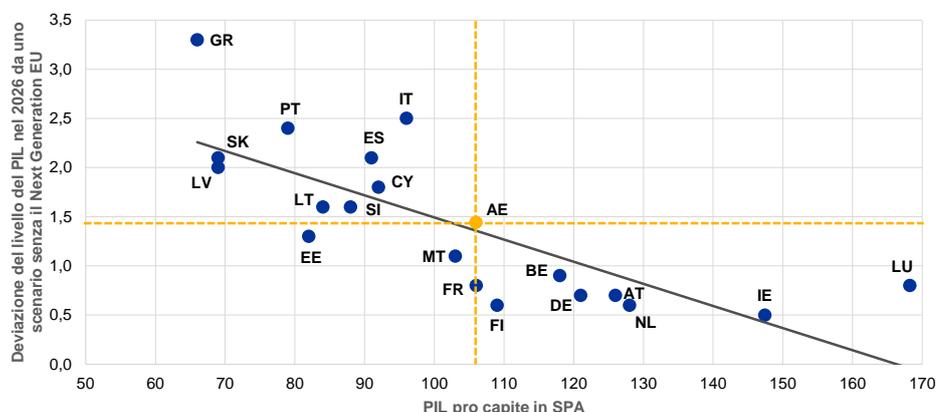
<sup>15</sup> Ci si attende inoltre che il Next Generation EU produca l'effetto di migliorare la sostenibilità del debito nei paesi con un debito elevato. Ciò può avvenire attraverso quattro canali principali: a) effetti sul clima di fiducia; b) effetti di solidarietà dovuti al fatto che una quota significativa delle risorse del Next Generation EU è costituita da sovvenzioni non rimborsabili di importo relativamente maggiore per i paesi con un debito elevato; c) miglioramento delle prospettive di crescita e d) l'impatto positivo sul prodotto potenziale nel più lungo termine.

### Grafico 3

#### Contributo del Next Generation EU all'attenuazione delle divergenze economiche

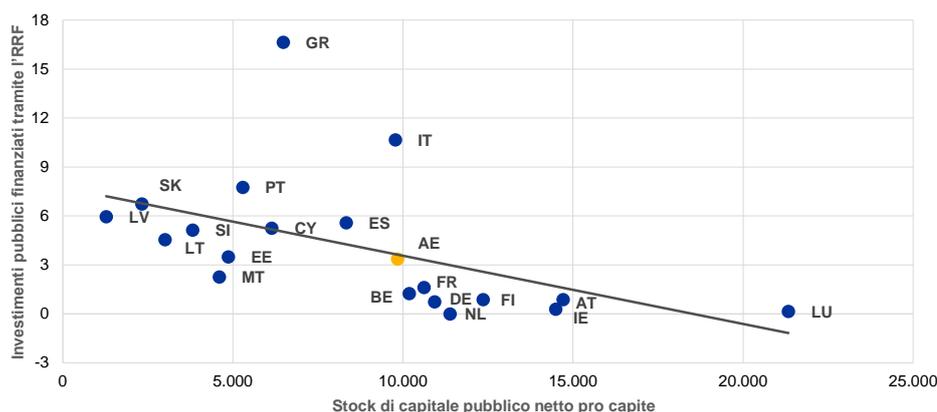
##### a) Impatto stimato del Next Generation EU sul livello del PIL entro il 2026 e PIL pro capite nel 2019

(asse delle ascisse: UE-27=100, 2019; asse delle ordinate: valori percentuali)



##### b) Spesa pubblica totale finanziata tramite l'RRF e stock di capitale pubblico pro capite

(asse delle ascisse: euro, 2019; asse delle ordinate: in percentuale del PIL del 2019)



Fonti: Commissione europea; Pfeiffer, P., Varga, J. e in 't Veld, J., "Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment", *European Economy Discussion Papers*, n. 144, Commissione europea, luglio 2021; elaborazioni e ipotesi degli esperti della BCE. Note: pannello a): per IE e LU è stato utilizzato il reddito nazionale lordo (RNL) pro capite in unità standard di potere d'acquisto (SPA). Per la crescita stimata riconducibile ai fondi del Next Generation EU, Pfeiffer, P. et al. utilizzano il modello QUEST che ipotizza un'erogazione lineare nell'arco di sei anni e l'assenza di riforme strutturali. Lo scenario rappresentato nel grafico considera gli effetti di propagazione e ipotizza un'elevata produttività. Per ulteriori dettagli sull'impatto stimato dello strumento Next Generation EU sul PIL, cfr. Pfeiffer, P. et al. Pannello b): la spesa pubblica è basata sul totale di sovvenzioni e prestiti richiesti dai paesi dell'area dell'euro.

**Oltre al contributo alla ripresa e alla resilienza dell'economia, i finanziamenti dell'RRF sono finalizzati a promuovere la transizione verde e digitale delle economie dell'UE. Il regolamento sull'RRF<sup>16</sup> impone agli Stati membri di assegnare almeno il 37 per cento della spesa finanziata dal dispositivo alla transizione verde, ossia a misure in ambiti quali la mobilità sostenibile, l'efficienza energetica nonché quello relativo a energia e reti pulite. Almeno il 20 per cento della spesa totale deve a sua volta essere destinato alla digitalizzazione dell'economia, con particolare riferimento ai servizi pubblici e al settore societario, agli investimenti in capitale**

<sup>16</sup> Regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 febbraio 2021, che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza (GU L 57 del 18.2.2021, pag. 17).

umano e in connettività. Tutti gli RRP dell'area dell'euro soddisfano tali requisiti, seppur con differenze significative tra i vari paesi.

## Riquadro 1

### L'impatto macroeconomico dei piani di spesa finanziati con il programma Next Generation EU

a cura di Krzysztof Bańkowski, Maximilian Freier e Pascal Jacquinot

Per valutare l'impatto macroeconomico del programma Next Generation EU (NGEU), il presente riquadro illustra le caratteristiche, le ipotesi e i risultati di due modelli utilizzati dagli esperti della BCE, ossia un modello DSGE su larga scala (EAGLE) e un modello semistrutturale (ECB-MC)<sup>17</sup>. Data l'elevata incertezza in merito agli effetti del programma Next Generation EU, i due modelli sono utilizzati per effettuare una verifica incrociata dei risultati.

#### Caratteristiche e ipotesi dei modelli

I due modelli integrano strumenti/shock di politica di bilancio e sono pertanto idonei ad analizzare politiche quali l'attuazione del programma Next Generation EU. Inoltre, presentano alcune caratteristiche distintive. In particolare, il modello EAGLE incorpora la specificazione di legami commerciali dettagliati ed evidenzia quindi gli effetti di propagazione derivanti dall'aumento della domanda nel mercato interno dell'UE; il modello tiene anche conto degli effetti positivi degli investimenti pubblici sulla produttività totale dei fattori. Inoltre, la sua natura prospettica (forward-looking) consente di identificare le pressioni deflazionistiche associate agli effetti futuri che gli investimenti previsti dal programma Next Generation EU avranno dal lato dell'offerta. Per contro, nel modello ECB-MC sono incluse aspettative retrospettive (backward-looking) in base alle quali le decisioni degli operatori economici non tengono conto degli effetti futuri del programma. La forza di quest'ultimo modello deriva piuttosto dalla sua natura semistrutturale e dalla stretta aderenza ai dati. Nonostante le differenze, i moltiplicatori di bilancio per gli investimenti pubblici associati ai due modelli rientrano nell'intervallo tipico (attorno all'unità) coerente con la letteratura in materia, che evidenzia la potenza relativamente elevata di questo strumento di bilancio<sup>18,19</sup>. Infine, le stime riportate di seguito non riflettono l'impatto delle riforme strutturali legate al Next Generation EU o eventuali effetti sulla fiducia (che si riflettono sull'evoluzione dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani).

<sup>17</sup> L'acronimo inglese DSGE (dynamic stochastic general equilibrium) sta per modelli dinamici stocastici di equilibrio generale. Riguardo ai modelli utilizzati nell'analisi, cfr. Gomes, S., Jacquinot, P. e Pisani, M., "The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, vol. 29, n. 5, 2012, pagg. 1686-1714; e Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, settembre 2019.

<sup>18</sup> Per una rassegna dei valori tipici dei moltiplicatori di bilancio, compresi quelli associati agli investimenti pubblici, cfr. Coenen et al., "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4(1), gennaio 2012, pagg. 22-68 (rassegna basata sui modelli strutturali utilizzati da varie istituzioni); e Gechert, S. e Rannenberg, A., "Which Fiscal Multipliers are Regime-dependent? A Meta-regression Analysis", *Journal of Economic Surveys*, vol. 32, n. 4, settembre 2018, pagg. 1160-1182 (rassegna basata su vari studi comprendenti sia modelli strutturali sia modelli in forma ridotta).

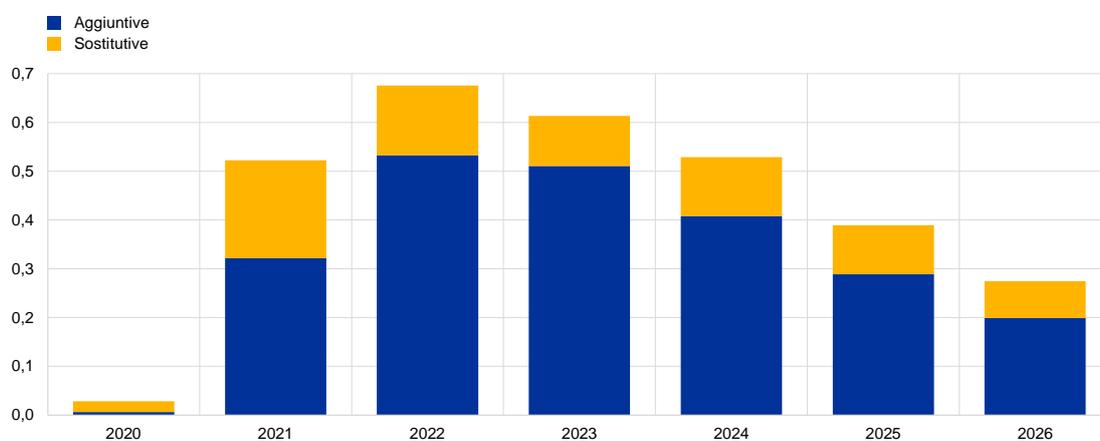
<sup>19</sup> Il moltiplicatore degli investimenti pubblici a lungo termine (non scontato) insito nel modello EAGLE è compreso tra i valori 2,5 e 5, a seconda della produttività del capitale pubblico (rispettivamente bassa ed elevata). Per dettagli tecnici cfr. Clancy, D., Jacquinot, P. e Lozej, M., "Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union", *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, sezione C, 2016, pagg. 305-326.

Per l'area dell'euro nel suo complesso, l'utilizzo delle risorse del dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) è in una certa misura anticipato rispetto alla durata prevista del dispositivo stesso (da metà 2021 al 2026) (cfr. il grafico A). Si stima che quasi il 77 per cento delle sovvenzioni e dei prestiti nell'area dell'euro saranno destinati a finanziare interventi fiscali aggiuntivi<sup>20</sup>. Da solo, cioè escludendo le risorse del programma di sostegno per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks, SURE) e quelle delle altre componenti del Next Generation EU, il dispositivo RRF fornisce uno stimolo di bilancio pari allo 0,3 per cento circa del PIL nel 2021 e a circa lo 0,5 per cento del PIL nel 2022 e nel 2023. Tale stimolo dovrebbe gradualmente esaurirsi negli anni successivi.

## Grafico A

### Risorse dell'RRF utilizzate per finanziare misure di bilancio aggiuntive o sostitutive

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurosystema e ipotesi degli esperti della BCE.

## Risultati dell'analisi con i modelli

L'analisi suggerisce che l'impulso dato al livello del PIL dell'area dell'euro attraverso l'attuazione del Next Generation EU, che raggiungerà lo 0,5 per cento circa nel 2022 e nel 2023, dovrebbe sostanzialmente persistere negli anni successivi (cfr. il grafico B). Gli effetti dovrebbero essere relativamente più pronunciati nei paesi che beneficiano del programma in modo particolare, ma saranno visibili in tutti gli Stati. Quanto all'impatto a breve termine sull'inflazione, esso dipende per lo più dal modello utilizzato. I modelli prospettici che ipotizzano la piena razionalità degli agenti economici, come il modello EAGLE, tendono a evidenziare che il brusco aumento dell'inflazione indotto dalla domanda viene rapidamente compensato da pressioni disinflazionistiche legate agli incrementi della capacità produttiva attesi in futuro. D'altro canto, i modelli con aspettative retrospettive, come l'ECB-MC, tendono per lo più a riflettere la domanda aggiuntiva passata e contemporanea, che spinge gradualmente i prezzi al rialzo. Per questo motivo, i risultati relativi all'inflazione dipenderanno da quali forze finiranno per prevalere. L'impatto sull'inflazione dell'area dell'euro non dovrebbe comunque essere significativo nel medio termine. L'attuazione del programma Next Generation EU dovrebbe portare a una lieve riduzione del rapporto debito pubblico/PIL nell'area, misurato aggregando il debito dei singoli Stati membri, ossia non tenendo conto dell'emissione dei titoli comuni dell'UE. Ciò riflette per lo più la natura sostitutiva delle

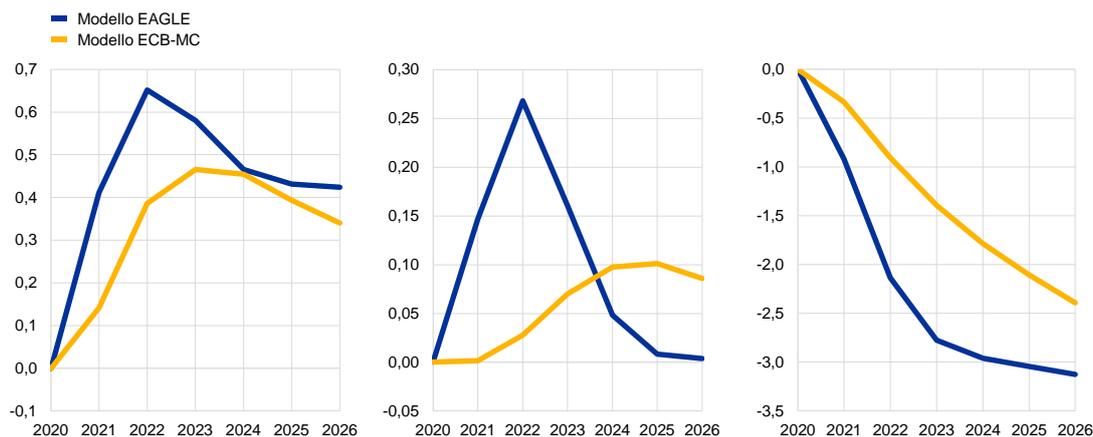
<sup>20</sup> Il restante 23 per cento delle sovvenzioni e dei prestiti è di natura "sostitutiva", cioè viene utilizzato per finanziare misure di bilancio che sarebbero state adottate anche in assenza del Next Generation EU e, pertanto, non fornisce ulteriore impulso economico. Tuttavia, questo è vero solo per alcuni paesi.

sovvenzioni del Next Generation EU, utilizzate per finanziare progetti che sarebbero stati realizzati anche in assenza del programma.

### Grafico B

Simulazione degli effetti delle misure dell'RRF sul livello del PIL nell'area dell'euro (pannello di sinistra), sull'inflazione armonizzata sui dodici mesi (pannello centrale) e sul rapporto debito pubblico/PIL (pannello di destra)

(pannello di sinistra: deviazione percentuale dallo scenario di riferimento; pannelli centrale e di destra: deviazione in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Rispetto alle analisi precedenti, i risultati attuali tendono a tracciare un quadro più moderato dell'impatto macroeconomico del programma Next Generation EU<sup>21</sup>. Ciò è dovuto al fatto che essi si basano sui piani di investimento e sulle altre voci di spesa effettivamente incluse negli RRP dei governi dell'area dell'euro, che sostituiscono le ipotesi stilizzate formulate nei passati scenari.

## 3 Piani per le riforme strutturali

**Le riforme strutturali previste dai piani per la ripresa e la resilienza si concentrano fortemente sul settore pubblico, sulle condizioni strutturali per le transizioni verde e digitale e su politiche "soft" per il mercato del lavoro.** I piani elaborati dai paesi dell'area dell'euro prevedono più di 600 riforme strutturali. Il 39 per cento di tali riforme pertiene al settore pubblico (cfr. la figura 1); questa categoria include, ad esempio, misure tese a migliorare il funzionamento del sistema giudiziario o della sanità pubblica. Il 24 per cento delle riforme riguarda le condizioni strutturali in tema ambientale/digitale, come ad esempio la revisione della normativa edilizia nell'ottica di una maggiore sostenibilità ambientale. Vi sono anche sinergie con altri ambiti di riforma, in particolare con le riforme del settore pubblico che vanno a loro volta a sostegno della transizione verde e digitale, ad esempio promuovendo

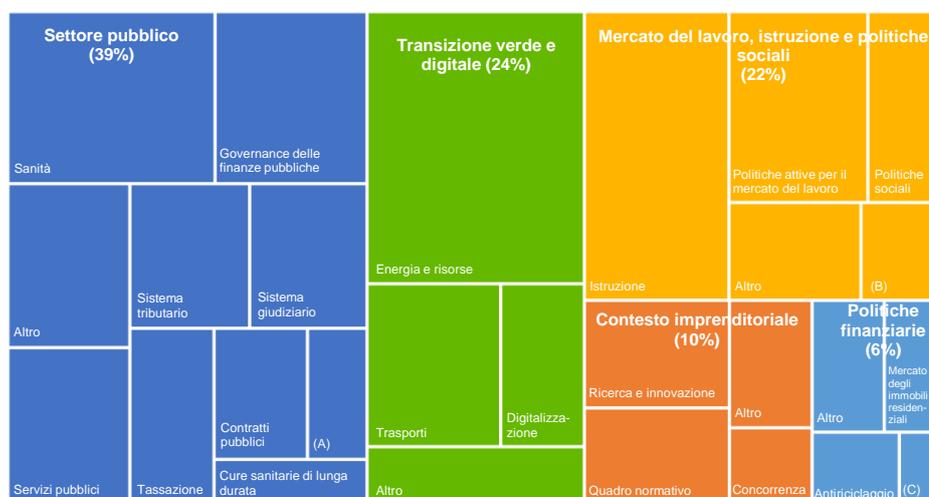
<sup>21</sup> Secondo le analisi condotte in passato, i fondi del programma Next Generation EU, se utilizzati per investimenti pubblici produttivi, potrebbero incrementare il prodotto in termini reali nell'area dell'euro di circa l'1,5 per cento del PIL nel medio termine (cfr. Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinet, P. e Valenta, V., "The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 255, BCE, gennaio 2021).

la governance elettronica. Il 22 per cento delle riforme nel loro insieme riguarda il mercato del lavoro, l'istruzione e le politiche sociali. All'interno di questa categoria sono particolarmente frequenti misure inerenti alle competenze digitali e alle politiche attive per il mercato del lavoro. Gli interventi che riguardano il contesto imprenditoriale e le politiche finanziarie sono meno rappresentati.

**Figura 1**

Scomposizione delle riforme previste dagli RRP nei paesi dell'area dell'euro per area di intervento

(percentuale sul totale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: (A) pensioni; (B) normativa a tutela dell'occupazione, normativa in materia di contratti di lavoro; (C) normativa in materia di insolvenza. La classificazione si basa su una valutazione elaborata dagli esperti della BCE ed è stata applicata al livello dei singoli traguardi e obiettivi.

**L'insieme delle riforme inserite negli RRP sfrutta sinergie con investimenti pubblici finanziati dal dispositivo per la ripresa e la resilienza e potrebbe quindi accrescere la capacità del Next Generation EU di modernizzare le economie dell'area dell'euro.** L'insieme delle riforme è nel complesso idoneo a facilitare un'attuazione rapida ed efficace dei progetti previsti dagli RRP, eliminando gli ostacoli amministrativi e regolamentari. Ciò è particolarmente importante alla luce dei risultati relativamente modesti registrati da alcuni paesi nell'attuare le riforme e nell'impiegare efficacemente i fondi strutturali messi a disposizione dall'UE<sup>22</sup>. I piani di riforma, inoltre, possono essere in grado di ridurre le inefficienze del settore pubblico in maniera più generalizzata e migliorare le condizioni strutturali per gli investimenti privati in progetti verdi e digitali, con effetti positivi sul prodotto potenziale nel medio termine. Le politiche di attivazione e le iniziative relative alle competenze previste dagli RRP, a loro volta, potrebbero agevolare l'adeguamento del mercato del lavoro dopo la pandemia.

**Negli RRP, un maggiore accento posto sugli istituti del mercato del lavoro e dei beni e servizi, nonché sul contesto dell'attività d'impresa, avrebbe potuto incrementare l'impatto del Next Generation EU in termini di prodotto**

<sup>22</sup> Cfr. Darvas, Z., "Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?", post pubblicato sul blog di Bruegel, 24 settembre 2020.

**potenziale e resilienza.** Le riforme “classiche” che tendono alla liberalizzazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, o che riguardano il contesto dell’attività d’impresa in senso più ampio, occupano uno spazio di minor rilievo negli RRP. Tali riforme sono importanti: c’è infatti ampio consenso sul fatto che solide politiche strutturali in questi ambiti promuovano l’efficienza allocativa, il potenziale di crescita e la resilienza dell’economia<sup>23</sup>. Dalla prospettiva dell’area dell’euro, strutture e istituzioni economiche solide contribuiscono altresì a ridurre l’incidenza e l’impatto degli shock asimmetrici e a sostenere l’efficacia della politica monetaria della BCE, contribuendo di conseguenza al regolare funzionamento dell’UEM<sup>24</sup>. Interventi di riforma in questo senso dovrebbero pertanto essere realizzati al di fuori degli RRP, segnatamente nel contesto del Semestre europeo, ossia il ciclo annuale di coordinamento delle politiche dell’UE.

**I maggiori beneficiari dei fondi nell’ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza si sono impegnati ad attuare più riforme strutturali rispetto agli altri, il che favorisce la convergenza economica nell’area dell’euro.**

Secondo la Commissione, i piani presentati dai paesi dell’area dell’euro sono relativamente ben allineati con le raccomandazioni specifiche per paese (country-specific recommendations, CSR) formulate nel contesto del Semestre europeo (cfr. il grafico 4). Si tratta di un requisito stabilito nel regolamento del dispositivo. Al tempo stesso, il numero di riforme previste dai piani per la ripresa e la resilienza è complessivamente più elevato nei paesi che nell’ambito del dispositivo ricevono fondi particolarmente elevati in rapporto al PIL<sup>25</sup>. Considerati nel loro insieme, questi fatti stilizzati sull’ampiezza e la profondità delle riforme suggeriscono che i piani dei principali paesi destinatari dell’RRF sono particolarmente ambiziosi. Ciò è sostanzialmente in linea con il regolamento del dispositivo, che richiede un equilibrio tra investimenti e riforme. La distribuzione delle riforme tra paesi favorisce anche la convergenza economica, poiché i principali beneficiari tendono a mostrare performance inferiori rispetto agli altri paesi in termini di qualità delle istituzioni e reddito pro capite.

---

<sup>23</sup> Cfr. Masuch, K., Anderton, R., Setzer, R. e Benatal, N. (a cura di), “Structural policies in the euro area”, *Occasional Paper Series*, n. 210, BCE, giugno 2018; e Sondermann, D., “Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 40(1), 2018, pagg. 97-117.

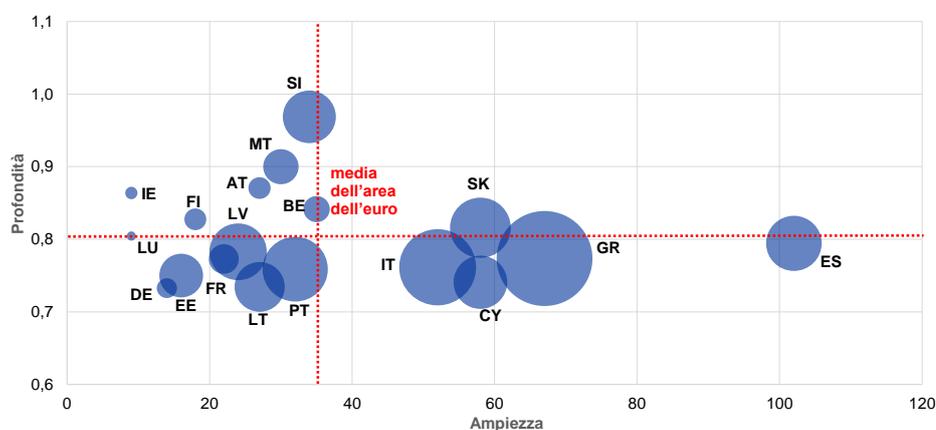
<sup>24</sup> Cfr. Masuch et al., *ibid.*

<sup>25</sup> Tale confronto fra paesi è robusto rispetto all’utilizzo di indicatori alternativi, come il numero di traguardi e obiettivi relativi alle riforme, ed è confermato da un’approfondita valutazione qualitativa dei piani per la ripresa e la resilienza. È importante notare, tuttavia, che la posizione relativa dei singoli paesi potrebbe variare a seconda della metrica applicata. Pertanto, tali indicatori non dovrebbero essere utilizzati per stilare una graduatoria dei vari paesi.

## Grafico 4

### Profondità e ampiezza dei piani per la ripresa e la resilienza

(asse delle ascisse: numero delle riforme; asse delle ordinate: punteggio, 0 = nessuna copertura, 1 = copertura totale; dimensione del cerchio: sovvenzioni e prestiti dell'RRF, percentuale del PIL del 2019)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base di dati della Commissione europea.

Note: l'asse delle ascisse ("ampiezza") indica il numero di riforme per ciascun RRP, mentre l'asse delle ordinate ("profondità") riporta la misura in cui ciascun RRP risponde alle raccomandazioni specifiche per paese secondo la valutazione della Commissione europea. Quest'ultimo indicatore viene calcolato come punteggio medio non ponderato dei singoli elementi delle raccomandazioni specifiche per paese. La dimensione del cerchio rispecchia il volume di sovvenzioni e prestiti nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza richiesti da un paese in percentuale del proprio PIL relativo al 2019. Le linee tratteggiate rappresentano le medie non ponderate dell'area dell'euro.

**Gli ampi piani di riforma innescati dal dispositivo per la ripresa e la resilienza contrastano con il debole slancio riformatore osservato nell'ultimo decennio nel contesto del Semestre europeo.** In una prospettiva pluriennale, secondo la Commissione europea solo al 6 per cento delle raccomandazioni specifiche per paese formulate tra il 2011 e il 2019 è stata data piena attuazione nell'ambito del Semestre europeo. Finora il dispositivo sembra essere stato più efficace nell'allineare i piani di intervento nazionali alle priorità dell'UE, anche se la fase attuativa sarà fondamentale. Inoltre, alcune riforme non vengono considerate come aggiuntive, in quanto erano già state pianificate o attuate prima dell'adozione degli RRP.

**Nonostante la concentrazione delle riforme nelle fasi iniziali, è probabile che dal punto di vista macroeconomico gli effetti collaterali avversi siano relativamente modesti e compensati dall'impulso di bilancio positivo dell'RRF.**

I piani per la ripresa e la resilienza prevedono che, complessivamente, i traguardi e gli obiettivi relativi alle riforme vengano raggiunti prima rispetto a quelli afferenti agli investimenti (cfr. il grafico 5). Questa successione è rilevante dal punto di vista macroeconomico, in quanto alcune riforme possono avere effetti avversi nel breve termine sull'attività economica prima che se ne manifestino gli effetti positivi<sup>26</sup>. Tuttavia, sulla base delle informazioni attualmente disponibili circa gli RRP, è difficile individuare esempi chiari di riforme programmate nel breve termine che potrebbero rischiare di frenare la ripresa. In particolare, solo alcune delle riforme del mercato del lavoro in programma riguardano modifiche della normativa in materia di tutela dell'occupazione, per le quali alcuni studi hanno riscontrato significativi costi di

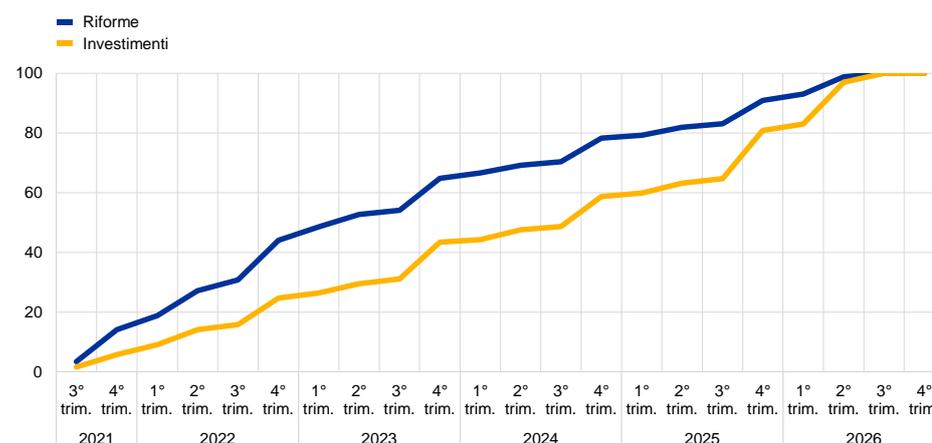
<sup>26</sup> Cfr. "Time for a supply-side boost? Macroeconomic effects of labor and product market reforms in advanced economies", *World Economic Outlook*, capitolo 3, Fondo monetario internazionale, aprile 2016.

transizione nel breve periodo. Gli effetti dinamici delle riforme afferenti al settore pubblico e alla transizione digitale ed ecologica sono più difficili da valutare, date le scarse sovrapposizioni con la letteratura in materia. Nondimeno, sembra plausibile che le famiglie e le imprese traggano un beneficio immediato da misure che accelerino i processi amministrativi, decongestionino i tribunali, assicurino pagamenti più rapidi nelle commesse pubbliche e migliorino la formazione digitale.

### Grafico 5

#### Conseguimento cumulato dei traguardi e degli obiettivi degli RRP

(percentuale sul totale)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la somma dei traguardi e degli obiettivi da conseguire. I traguardi rappresentano risultati qualitativi, come l'adozione di normativa, mentre gli obiettivi costituiscono risultati quantitativi.

## 4 Governance

**Il dispositivo per la ripresa e la resilienza istituisce un nuovo quadro di governance con diversi elementi innovativi, che potrebbero costituire un fattore decisivo per il successo del Next Generation EU e fornire insegnamenti per il quadro di governance economica.** In primo luogo, il dispositivo per la ripresa e la resilienza definisce un chiaro quadro di riferimento per l'approvazione dei piani nazionali di riforma e investimento, nonché per la loro attuazione. In secondo luogo, il regolamento del dispositivo stabilisce un equilibrio di ruoli per gli Stati membri, la Commissione europea e il Consiglio, che si è tradotto in una stretta cooperazione tra i governi nazionali e tali istituzioni. Inoltre, può accrescere il coinvolgimento nazionale nella definizione delle politiche e l'efficacia delle valutazioni tra pari. In terzo luogo, e aspetto più importante, gli esborsi sono subordinati al raggiungimento dei traguardi e degli obiettivi fissati nei piani per la ripresa e la resilienza di ciascuno Stato membro, fornendo incentivi positivi e garantendo la responsabilità (accountability) per gli investimenti e le riforme attuati. Pertanto, il dispositivo potrebbe fornire utili insegnamenti per il quadro di governance economica e per una potenziale capacità di bilancio permanente per l'area dell'euro in futuro.

### **Il processo di approvazione dei piani per la ripresa e la resilienza e delle richieste di erogazione dei fondi riguarda la Commissione e il Consiglio.**

Come mostrato nella figura 2, nella fase di approvazione gli Stati membri presentano i loro piani, che definiscono un pacchetto di riforme e investimenti che comprende i traguardi e gli obiettivi previsti per la loro attuazione. Tali piani sono valutati dalla Commissione e approvati dal Consiglio<sup>27</sup>. Nella successiva fase di attuazione, gli Stati membri presentano richieste di erogazione fino a due volte l'anno. La Commissione deve valutare se i traguardi e gli obiettivi collegati a ciascun pagamento sono stati raggiunti, tenendo in considerazione il parere del Comitato economico e finanziario (CEF) del Consiglio<sup>28</sup>. La Commissione decide quindi se approvare l'erogazione della parte pertinente di sovvenzioni e prestiti allo Stato membro interessato<sup>29</sup>. Alla fine del 2021, erano stati approvati gli RRP di tutti i paesi dell'area dell'euro tranne i Paesi Bassi (che non hanno ancora presentato il proprio piano) ed erano stati erogati 50 miliardi di euro di prefinanziamento. Il 27 dicembre 2021 la Commissione ha erogato il primo pagamento di 10 miliardi di euro alla Spagna. Durante le fasi di approvazione e di attuazione, la Commissione deve tenere il Parlamento europeo informato in modo esauriente, sia attraverso la regolare trasmissione di informazioni, sia attraverso la partecipazione ai periodici dialoghi sulla ripresa e la resilienza. Inoltre, la Commissione deve predisporre relazioni sull'attuazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza. Il primo rapporto di revisione sarà redatto entro il 31 luglio 2022, tenendo conto di indicatori comuni e di un quadro di valutazione per la ripresa e la resilienza previsto dal regolamento sul dispositivo. Entro il 20 febbraio 2024 seguirà un'approfondita relazione di valutazione intermedia.

---

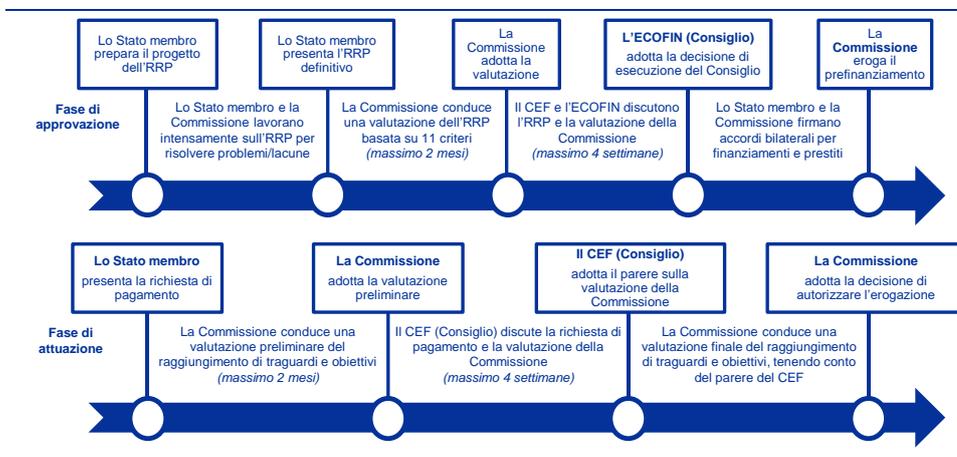
<sup>27</sup> Su tale base, la Commissione effettua le prime erogazioni, sotto forma di prefinanziamento fino al 13 per cento dell'importo totale assegnato a ciascun paese.

<sup>28</sup> Il Consiglio, a maggioranza qualificata, può altresì impedire l'adozione di una decisione di erogazione della Commissione mediante la procedura d'esame. Inoltre, nell'ambito del CEF, gli Stati membri che nutrano timori di gravi scostamenti rispetto alle varie tappe fissate possono portare la questione all'attenzione del Consiglio europeo per la discussione.

<sup>29</sup> Cfr. Bańkowski, K., Domingues, J., Dorrucchi, E., Freier, M., Jacquinet, P., Modery, W., Rodríguez-Vives, M., Valenta, V. e Zorell, N., "The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

**Figura 2**

**Procedure previste dal dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF)**



Fonte: elaborazioni degli autori sulla base del regolamento sull'RRF.  
Nota: CEF sta per Comitato economico e finanziario.

**Grazie alla sua struttura e alle sue caratteristiche procedurali, il dispositivo è in grado di rafforzare la cooperazione tra la Commissione e gli Stati membri.**

Gli Stati membri hanno predisposto piani per la ripresa e la resilienza nell'ambito del quadro stabilito dal regolamento del dispositivo e sotto la guida della Commissione. A differenza dei precedenti strumenti per le riforme strutturali dell'UE, gli Stati membri e la Commissione hanno avviato un ampio dialogo bilaterale sui progetti dei piani, prima che questi fossero presentati formalmente, per affrontare le lacune e le problematiche. La Commissione rileva che tale processo può promuovere la fiducia reciproca e la comprensione delle priorità e delle sfide politiche a livello nazionale e dell'UE, assicurando al tempo stesso l'assunzione, a livello nazionale, di responsabilità rispetto ai piani<sup>30</sup>.

**Il dispositivo per la ripresa e la resilienza è inoltre in grado di rafforzare il processo di valutazione tra pari in seno al Consiglio.** Il Consiglio svolge un ruolo importante in entrambe le fasi dei piani per la ripresa e la resilienza. Ciò consente agli Stati membri di esaminare la progettazione e l'attuazione di elementi importanti della politica economica in ciascuno Stato membro. I traguardi e gli obiettivi dettagliati contenuti nei piani sono potenzialmente in grado di accrescere la trasparenza e la responsabilità per il proprio operato. Tuttavia, l'efficacia di tale processo di valutazione tra pari dipenderà in maniera cruciale dalla volontà e dalla capacità degli Stati membri di esaminare attentamente le richieste di altri Stati membri. Ad esempio, nella fase attuativa, la natura altamente tecnica delle singole tappe principali e intermedie comporta un notevole onere amministrativo di monitoraggio della loro efficace attuazione. Il Consiglio potrebbe dover fare affidamento sulla valutazione della Commissione per i suoi dibattiti, in particolare negli Stati membri più piccoli. Ciò potrebbe limitare la capacità degli Stati membri di

<sup>30</sup> Cfr. la comunicazione della Commissione europea, "L'economia dell'UE dopo la COVID-19: implicazioni per la governance economica", COM(2021) 662 final, 19 ottobre 2021.

effettuare un solido controllo e, pertanto, sarà importante garantire che siano rafforzati i benefici della sorveglianza multilaterale.

**Attraverso la sua struttura e le sue caratteristiche procedurali, il dispositivo offre inoltre un nuovo modo di considerare il coordinamento delle politiche economiche.** Mettendo in relazione le erogazioni di sovvenzioni e prestiti nell'ambito del dispositivo con il completamento delle riforme e degli investimenti, esso fornisce, in linea di principio, maggiori incentivi all'attuazione delle riforme da parte degli Stati membri. Il dispositivo adotta inoltre un approccio prospettico alla politica economica, ponendo l'accento sulla necessità di rendere le economie dell'UE più sostenibili, più resilienti e più preparate alle sfide future. Oltre alle raccomandazioni specifiche per paese formulate nell'ambito del Semestre europeo, che si concentrano principalmente sugli squilibri macroeconomici e sulle riforme strutturali, il dispositivo assegna un'elevata priorità alle misure volte a sostenere le transizioni verde e digitale. A tal fine, esso include diverse caratteristiche fondamentali di un sistema di incentivi finanziari positivi per le riforme, come auspicato nella letteratura sull'economia politica (cfr. il riquadro 2). Non solo i piani sono concepiti per affrontare le sfide critiche comuni in modo specifico per ciascuno Stato membro, ma anche la valutazione continua del raggiungimento delle varie tappe promuove il coinvolgimento e la responsabilità a livello nazionale, oltre a un dialogo continuo tra gli Stati membri e la Commissione.

## Riquadro 2

### Meccanismi di incentivazione finanziaria alle riforme strutturali nella letteratura sull'economia politica

a cura di Navid Armeli e Marguerite O'Connell

Nella letteratura sull'economia politica sono stati discussi vari modi di utilizzare i meccanismi di incentivi finanziari per promuovere le riforme strutturali. Secondo i riscontri ottenuti, ai fini dell'attuazione delle riforme, tali incentivi risultano più efficaci rispetto alla mera minaccia di sanzioni<sup>31</sup>. Inoltre, gli incentivi finanziari possono essere utili per superare il problema delle resistenze opposte da attori del sistema politico aventi interessi di parte che beneficiano dello status quo istituzionale<sup>32</sup>.

La letteratura ha individuato due principali criteri che dovrebbero essere soddisfatti affinché gli incentivi positivi raggiungano il massimo della loro efficacia. In primo luogo, per evitare fenomeni

<sup>31</sup> Cfr. Dolls, M., Fuest, C., Krolage, C., Neumeier, F. e Stöhlker, D., "Incentivising structural reforms in Europe? A blueprint for the European Commission's Reform Support Programme", *EconPol Policy Brief*, vol. 3, n. 14, febbraio 2019; Grüner, H., "The political economy of structural reform and fiscal consolidation revisited", *Economic Papers*, n. 487, Commissione europea, aprile 2013; Steinbach, A., "Structural reforms in EU member states: exploring sanction-based and reward-based mechanisms", *European Journal of Legal Studies*, vol. 9, n. 1, 2016, pagg. 173-210; Kiess, S., French, D., Sloan, N., Vallance, D. e Williams, D., *The use of sanctions and rewards in the public sector*, UK National Audit Office, 2008; Welch, S. e Thompson, K., "The impact of Federal Incentives on State Policy Innovation", *American Journal of Political Science*, vol. 24, n. 4, 1980, pagg. 715-729.

<sup>32</sup> Cfr. Banerji, A., Ebeke, C., Koloskova, K., Schölermann, H. e Siminits, J., "Can Structural Reforms Foster Real Convergence in the Euro Area?", in *IMF Country Reports*, n. 17/236, FMI, luglio 2017, pagg. 15-22; Fernandez, R. e Rodrik, D., "Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty", *American Economic Review*, vol. 81, n. 5, pagg. 1146-1155, 1991. La Commissione europea ha accolto l'idea di incentivi positivi nella sua proposta di programma di sostegno alle riforme (COM(2018) 391 final), volto a promuovere le riforme strutturali attraverso il finanziamento di programmi di riforma nell'ambito del Semestre europeo.

di rischio morale, è necessario applicare condizioni ex ante e criteri di selezione trasparenti, unitamente a una chiara indicazione della ripartizione delle responsabilità a livello nazionale ed europeo<sup>33</sup>. Il sostegno finanziario dovrebbe quindi essere concesso su base condizionale e nel rispetto di un insieme trasparente di regole. Inoltre, i sistemi di incentivi positivi dovrebbero incoraggiare la complementarità nella sequenza delle riforme. In secondo luogo, tali sistemi di incentivi devono rafforzare il sentimento di coinvolgimento nella realizzazione delle riforme e la responsabilità per il proprio operato a livello nazionale. A tal fine, essi devono essere sufficientemente specifici per ciascun paese e tenere conto dell'assetto istituzionale e delle capacità amministrative nazionali<sup>34</sup>. I programmi di riforma volti ad affrontare le sfide comuni non dovrebbero essere disgiunti dai problemi specifici dei singoli paesi e non dovrebbero dare l'impressione di essere stati formulati da soggetti esterni. Il coinvolgimento è più forte quando l'elettorato nazionale percepisce i vantaggi derivanti dall'attuazione delle riforme<sup>35</sup>. Affinché ciò avvenga, è importante comunicare che l'UE sostiene positivamente le riforme piuttosto che semplicemente sanzionarne l'inosservanza. Infine, i fondi devono essere ben mirati e utilizzanti in modo efficiente, promuovendo riforme fondamentali capaci di produrre effetti di propagazione transfrontalieri in tutta l'Unione.

Il modo in cui è concepito l'RRF e la sua chiara attenzione ai risultati sostanzialmente soddisfano i criteri stabiliti in letteratura. Il fatto che le risorse dell'RRF siano subordinate alla realizzazione degli obiettivi attraverso l'attuazione delle riforme fornisce un incentivo positivo al rispetto delle regole. Inoltre, esso incoraggia l'attuazione delle riforme attenuando gli effetti negativi a breve termine e consentendo ai paesi di integrare le modifiche legislative con risorse adeguate, come ad esempio un miglioramento dei sistemi digitali. I piani per la ripresa e la resilienza (Recovery and resilience plans, RRP) sono concepiti per far fronte alle più importanti sfide comuni secondo modalità specifiche per ciascuno Stato membro. Ci si attende pertanto che i finanziamenti producano significativi effetti di propagazione a livello transfrontaliero, oltre a contribuire al bene pubblico europeo<sup>36</sup>, in particolare agevolando la transizione verde e digitale. I traguardi e gli obiettivi devono essere conseguiti nell'intervallo temporale contemplato dall'RRF e le misure ad essi relative non devono essere annullate dallo Stato membro interessato<sup>37</sup>. Ciò promuove un dialogo continuo tra gli Stati membri e la Commissione europea e consente un processo di valutazione reciproca più efficace.

Ciononostante, alcuni aspetti dell'RRF non sono del tutto in linea con i criteri evidenziati in letteratura al fine di garantire la massima efficacia degli incentivi finanziari. Ad esempio, in alcuni casi gli RRP potrebbero non essere sufficientemente dettagliati da assicurare trasparenza e

---

<sup>33</sup> Cfr. Dolls et al., op. cit.

<sup>34</sup> Cfr. Banerji, A., Barkbu, B., John, J., Kinda, T., Saksonovs, S., Schölermann, H., Wu, T. e Kang, K., "Building a better Union: incentivising Structural Reforms in the Euro Area", *IMF Working Paper*, n. 201, FMI, 2015; Steinbach, op. cit.

<sup>35</sup> Cfr. Grüner, H., "Externalities, Institutions and Public Perception: The Political Economy of European Integration Revisited", *European Economy Discussion Paper*, n. 57, Commissione europea, luglio 2017.

<sup>36</sup> Il concetto di bene pubblico europeo attinge da quello di benessere sociale ed economico legato al bene pubblico, con cui si intende che, a differenza dei beni privati, il concetto di bene pubblico giustifica l'erogazione di servizi da parte dello Stato laddove si verificano determinate inadempienze da parte del mercato. All'interno di un sistema federale, il bene pubblico può essere fornito da differenti livelli dell'amministrazione pubblica. Una data politica può essere considerata un bene pubblico europeo se i benefici netti derivanti dalla sua attuazione a livello europeo sono superiori ai benefici che si avrebbero dalla sua attuazione a livello nazionale, ossia quando essa rappresenta un valore aggiunto europeo. Cfr. Thöne, M. e Kreuter, H., "European public goods – their contribution to a strong Europe", *Vision Europe*, Paper n. 3, FiFo Institute for Public Economics e Bertelsmann Stiftung, settembre 2020.

<sup>37</sup> Cfr. l'articolo 24, paragrafo 3, del [regolamento sull'RRF](#).

chiarezza nella loro attuazione. Infine, resta da vedere quanto l'RRF, concepito come un programma una tantum la cui conclusione è prevista nel 2026, possa incoraggiare riforme strutturali di lungo termine che superano l'orizzonte temporale considerato.

---

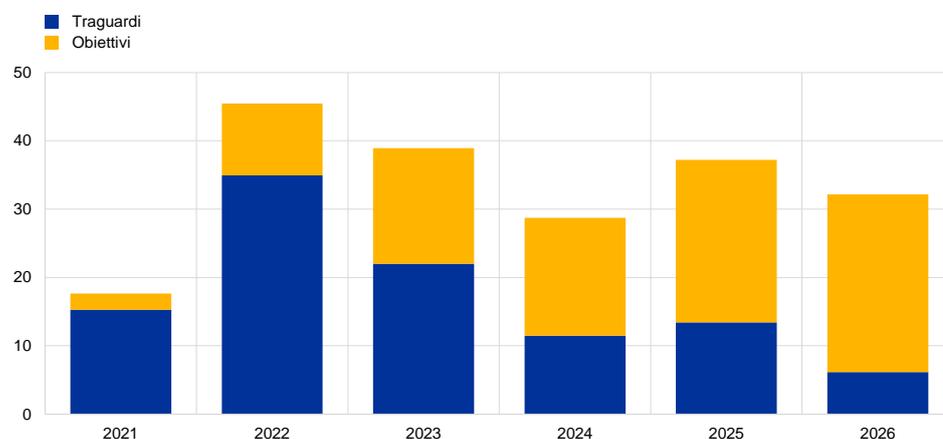
**Alcune debolezze nella formulazione dei piani per la ripresa e la resilienza potrebbero complicare l'efficace attuazione del Next Generation EU e ritardare l'individuazione degli scostamenti.** Il contenuto di alcune riforme all'interno dei piani non è specificato nel dettaglio, il che potrebbe comportare ambiguità riguardo all'azione politica attesa dagli Stati membri. Inoltre, gli obiettivi puramente quantitativi sono relativamente scarsi rispetto alle riforme e sono concentrati verso la fine del periodo di intervento sia per le riforme sia per gli investimenti (cfr. il grafico 6). Ciò accresce il rischio che alcune riforme strutturali non siano attuate con efficacia e che gli scostamenti vengano rilevati solo in una fase relativamente avanzata. Pertanto, un quadro chiaro sull'efficacia del Next Generation EU potrebbe emergere solo verso la fine della sua durata prevista.

## Grafico 6

### Scomposizione dei piani per la ripresa e la resilienza in traguardi e obiettivi

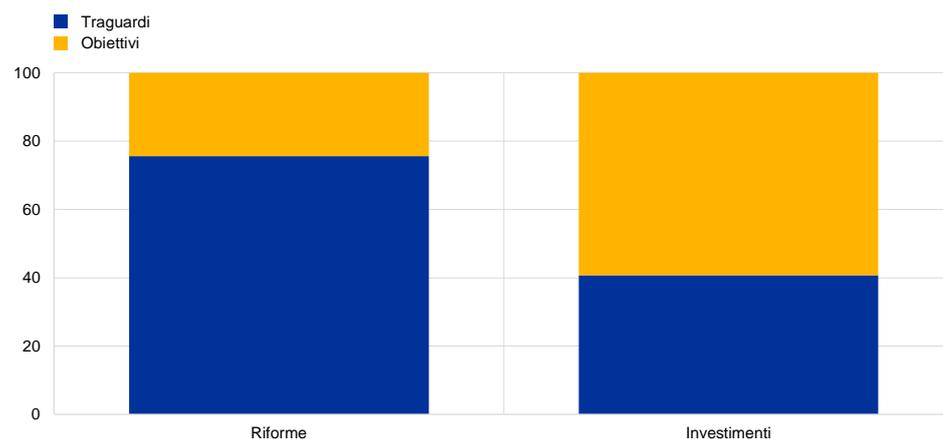
#### a) Profilo temporale

(numero medio di investimenti e riforme per paese)



#### b) Scomposizione per tipologia di misure

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i traguardi rappresentano risultati qualitativi, come l'adozione di normativa, mentre gli obiettivi costituiscono risultati quantitativi.

## 5 Osservazioni conclusive

### Come risposta immediata alla crisi legata alla pandemia di COVID-19, il Next Generation EU dovrebbe fornire un contributo significativo alla ripresa in Europa.

Nel corso del programma, i finanziamenti del Next Generation EU allentano i vincoli di bilancio degli Stati membri. Ciò contribuirà a evitare la necessità di una contrazione di bilancio potenzialmente forte come quella osservata in alcuni paesi nel contesto della crisi finanziaria mondiale. Le simulazioni effettuate dagli esperti della BCE suggeriscono che lo stimolo di bilancio fornito a breve termine sia elevato e dovrebbe aumentare il PIL in termini reali. Inoltre, il fatto che le erogazioni dei fondi nell'ambito del Next Generation EU sono subordinate al conseguimento dei traguardi e degli obiettivi previsti dai piani per la ripresa e la resilienza dovrebbe avere effetti positivi sul clima di fiducia. Parallelamente all'orientamento

accomodante della politica monetaria, la risposta della politica di bilancio e strutturale può contribuire a prevenire effetti negativi a lungo termine nell'area dell'euro.

**Nel medio periodo, il Next Generation EU può agire da catalizzatore per la modernizzazione e la convergenza economica delle economie dell'area dell'euro.** Gli investimenti e le riforme previsti dai piani dei paesi dell'area dell'euro si integrano a vicenda e nel complesso sono ben concepiti per sostenere la transizione verso un'economia verde e digitale, anche sbloccando gli investimenti privati necessari. I piani per la ripresa e la resilienza comprendono anche riforme strutturali in grado di migliorare ulteriormente la crescita potenziale e la resilienza, in particolare nei principali paesi che ne beneficiano. L'aumento delle prospettive di crescita e il minor costo del finanziamento (ovvero il risparmio sugli interessi) a loro volta contribuiranno a ridurre i timori per la sostenibilità del debito nei paesi vulnerabili e in futuro potrebbero creare maggiori margini di bilancio per la stabilizzazione economica. Nei paesi con elevati rischi legati al debito, ciò è essenziale anche nell'ottica di ridurre i livelli di debito pubblico attraverso condizioni economiche più favorevoli e una migliore sostenibilità dei conti pubblici. Al tempo stesso, le riforme strutturali e il recupero degli investimenti in alcuni Stati membri potrebbero accrescere la convergenza economica.

**Il Next Generation EU dovrebbe produrre un beneficio netto per tutti i paesi dell'area dell'euro.** In primo luogo, in un'economia dell'area dell'euro strettamente integrata, sostenere la ripresa dei paesi più vulnerabili avrà conseguenze positive in tutti i paesi attraverso gli effetti di propagazione. Tali effetti derivano, non da ultimo, dalle conseguenze sul clima di fiducia che il Next Generation EU produce sull'economia dell'area dell'euro. In secondo luogo, l'impulso di trasformazione del Next Generation EU può sostenere ulteriormente la transizione strutturale verso economie più sostenibili in tutta l'area.

**L'efficacia del Next Generation EU dipenderà in modo determinante da un'attuazione tempestiva ed efficace dei piani per la ripresa e la resilienza.** I rischi connessi all'attuazione delle politiche di bilancio sono legati alla capacità di assorbimento inferiore alle attese e alla sostituzione della spesa per investimenti produttivi con quella sociale e per consumi. Per quanto riguarda le riforme strutturali, alcune misure non sono definite nel dettaglio e gli obiettivi "quantitativi" sono relativamente scarsi rispetto alle riforme e di norma previsti per la fine del periodo di intervento. Nel loro insieme, tali caratteristiche accrescono il rischio che alcune riforme non siano attuate con efficacia e che gli scostamenti vengano rilevati solo in una fase relativamente avanzata. In tale contesto, un monitoraggio e un'attuazione accurati dei meccanismi di segnalazione e di revisione a livello europeo e nazionale sono essenziali per il successo del progetto Next Generation EU. Carenze in questo senso potrebbero compromettere la sua efficacia e la fiducia dell'opinione pubblica in questo nuovo strumento. Infine, a seconda dell'esperienza maturata con l'attuazione del progetto temporaneo Next Generation EU, una capacità di bilancio centralizzata più permanente potrebbe svolgere un ruolo fondamentale nel rafforzamento della stabilizzazione macroeconomica e della convergenza nell'area dell'euro nel più lungo periodo.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,7	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	.	5,7	.	.	8,1	.	.	.	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 1° trim.	0,7	1,5	-1,3	-0,7	0,2	-0,2	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
2° trim.	0,4	1,6	5,4	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
3° trim.	1,7	0,6	1,1	-0,9	3,5	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
4° trim.	.	1,7	.	.	1,6	0,3	.	.	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2021 ago.	-	-	-	-	-	-	4,4	3,1	5,3	3,2	-0,4	0,8	3,0
set.	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4
ott.	-	-	-	-	-	-	5,2	3,5	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
nov.	-	-	-	-	-	-	5,8	3,8	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 gen. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	5,1

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni <sup>1)</sup>					
	Indice composito dei responsabili degli acquisti						Indice mondiale dei responsabili degli acquisti <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-4,0
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	.	.	.
2021 1° trim.	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,5	1,9	7,3
2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,9	1,8	1,9
3° trim.	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-1,1	-0,5	-1,8
4° trim.	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	.	.	.
2021 ago.	51,2	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,6	51,5	49,5	-0,8	-0,2	-1,5
set.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,1	-0,5	-1,8
ott.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,5	-0,6	-0,3
nov.	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,2	55,6	50,7	-0,1	0,1	-0,3
dic.	54,5	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	.	.	.
2022 gen.	.	50,8	.	.	.	52,4	50,8	.	49,0	.	.	.

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

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi overnight (Eonia) <sup>3)</sup>	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 lug.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
ago.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
set.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
ott.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
dic.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 gen.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Il 3 gennaio 2022 lo European Money Markets Institute ha definitivamente dismesso l'Eonia.

### 2.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 lug.	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
ago.	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16
set.	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46
ott.	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34
nov.	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07
dic.	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 gen.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

### 2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2020	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2	
2021	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 lug.	453,8	4.062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4.363,7	28.118,8
ago.	468,5	4.177,0	1.014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4.454,2	27.692,7
set.	465,5	4.158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4.449,6	29.893,6
ott.	461,4	4.132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4.460,7	28.586,2
nov.	478,7	4.306,4	1.020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1.002,3	380,2	286,3	933,0	4.668,9	29.370,6
dic.	469,1	4.207,9	1.020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4.677,0	28.514,2
2022 gen.	471,0	4.252,3	1.031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4.573,8	27.904,0

Fonte: Refinitiv.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 dic.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,77	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 gen.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,80	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31
mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
apr.	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
mag.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
giu.	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,71	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
lug.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,77	15,67	5,31	5,24	5,85	1,98	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
ago.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,71	5,70	5,30	5,90	2,04	1,33	1,47	1,24	1,28	1,59	1,32
set.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,64	5,43	5,24	5,87	1,93	1,32	1,46	1,25	1,29	1,58	1,30
ott.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,55	5,21	5,83	2,01	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
nov. <sup>6)</sup>	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,90	5,04	5,19	5,81	2,08	1,32	1,48	1,30	1,32	1,60	1,32

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 gen.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
mag.	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
giu.	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
lug.	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,43	1,37	1,28	1,32	1,16	1,48
ago.	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,79	1,94	2,02	1,56	1,45	1,37	1,23	1,11	1,14	1,44
set.	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	2,00	2,00	1,52	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
ott.	-0,03	-0,36	0,17	1,73	1,81	2,09	1,99	1,55	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
nov. <sup>6)</sup>	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,02	2,03	1,50	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39

Fonte: BCE.

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

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

## 2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 giu.	1.542	481	152	.	90	694	126	451	216	57	.	34	106	39
lug.	1.540	478	150	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
ago.	1.540	493	148	.	99	678	121	415	232	41	.	25	93	25
set.	1.571	506	142	.	99	697	127	474	220	45	.	39	124	46
ott.	1.527	485	136	.	103	686	117	419	203	39	.	41	105	32
nov.	1.525	498	136	.	97	680	113	427	223	44	.	31	102	27
<b>A lungo termine</b>														
2018	15.748	3.688	3.162	.	1.249	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.315	3.817	3.397	.	1.324	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.290	3.892	3.203	.	1.464	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 giu.	18.092	3.980	3.361	.	1.498	8.473	780	341	75	87	.	29	136	15
lug.	18.187	3.992	3.397	.	1.503	8.515	780	300	56	97	.	18	119	10
ago.	18.214	3.990	3.390	.	1.501	8.554	779	132	27	32	.	4	66	3
set.	18.313	4.021	3.423	.	1.522	8.558	788	303	72	79	.	22	114	15
ott.	18.399	4.039	3.493	.	1.527	8.553	787	294	64	102	.	22	92	13
nov.	18.548	4.063	3.541	.	1.555	8.597	792	268	49	84	.	35	90	9

Fonte: BCE.

1) A fini comparativi, i dati annuali si riferiscono alle cifre medie mensili nell'anno.

### 2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2018	16.962,7	4.190,4	3.332,4	.	1.320,6	7.445,8	673,5	7.023,4	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.598,3	4.367,4	3.577,7	.	1.408,7	7.558,1	686,5	8.586,6	538,4	1.410,6	6.637,6
2020	18.819,4	4.346,8	3.347,6	.	1.561,4	8.720,3	843,3	8.448,2	469,3	1.321,5	6.657,4
2021 giu.	19.634,2	4.461,5	3.512,9	.	1.588,3	9.166,3	905,1	9.773,2	564,9	1.521,5	7.686,9
lug.	19.727,4	4.470,0	3.546,6	.	1.603,3	9.202,9	904,7	9.895,0	559,2	1.526,8	7.809,0
ago.	19.753,9	4.483,4	3.538,1	.	1.600,1	9.232,7	899,6	10.166,4	587,9	1.612,9	7.965,7
set.	19.883,7	4.527,4	3.565,2	.	1.620,6	9.255,6	914,9	9.899,5	597,2	1.616,9	7.685,4
ott.	19.926,0	4.524,1	3.628,6	.	1.629,9	9.239,3	904,0	10.292,4	613,8	1.700,7	7.977,8
nov.	20.072,9	4.560,7	3.676,6	.	1.652,2	9.277,6	905,7	9.991,8	566,5	1.608,4	7.816,9
<b>Tasso di crescita</b>											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,1	3,1	0,8
2021 giu.	4,4	-0,3	4,0	.	4,1	6,6	9,7	2,3	1,9	6,4	1,5
lug.	4,5	0,3	4,7	.	3,8	6,1	10,1	2,3	1,9	6,5	1,5
ago.	4,0	0,8	3,8	.	3,5	5,3	9,2	2,3	1,8	7,7	1,3
set.	4,0	1,0	4,0	.	3,7	5,0	8,6	2,4	1,8	8,0	1,4
ott.	4,2	1,4	4,8	.	4,0	5,3	5,6	2,2	1,7	6,3	1,4
nov.	4,9	2,2	6,3	.	4,8	5,7	5,3	2,0	1,9	6,2	1,2

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2019	98,1	93,1	92,9	88,9	77,5	87,0	115,4	92,3
2020	99,6	93,5	94,1	89,4	76,9	87,5	119,4	93,8
2021	99,6	93,4	94,5	.	.	.	120,8	94,2
2021 1° trim.	100,7	94,6	95,2	90,0	74,5	87,6	121,7	95,3
2° trim.	100,5	94,1	94,9	88,9	72,7	85,5	121,9	94,9
3° trim.	99,5	93,3	94,4	88,0	72,3	84,6	120,5	93,9
4° trim.	97,7	91,7	93,6	.	.	.	119,1	92,6
2021 ago.	99,3	93,2	94,3	-	-	-	120,4	93,9
set.	99,4	93,2	94,5	-	-	-	120,4	93,8
ott.	98,4	92,3	93,7	-	-	-	119,5	93,0
nov.	97,6	91,6	93,4	-	-	-	118,8	92,5
dic.	97,1	91,1	93,8	-	-	-	119,0	92,3
2022 gen.	96,6	90,6	93,9	-	-	-	118,6	91,7
			<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 gen.	-0,5	-0,5	0,1	-	-	-	-0,4	-0,7
			<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 gen.	-4,6	-4,9	-1,9	-	-	-	-3,1	-4,5

Fonte: BCE.

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

### 2.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 1° trim.	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
2° trim.	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
3° trim.	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
4° trim.	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2021 ago.	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
set.	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
ott.	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
nov.	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
dic.	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 gen.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
			<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>									
2022 gen.	-0,1	0,1	-3,1	0,1	-2,4	0,9	-1,3	-1,6	-0,1	0,8	-0,1	0,1
			<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>									
2022 gen.	-8,6	-0,5	-6,4	0,0	-0,1	2,9	0,4	-6,5	1,5	2,6	-3,6	-7,0

Fonte: BCE.

## 2 Andamenti finanziari

### 2.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, conto finanziario

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2020 4° trim.	28.404,4	28.923,5	-519,1	11.051,2	9.359,9	10.737,8	12.825,4	-94,4	5.830,0	6.738,2	879,7	14.839,8
2021 1° trim.	29.716,7	30.252,6	-535,9	11.390,2	9.479,9	11.486,1	13.623,3	-132,1	6.123,2	7.149,4	849,4	15.477,1
2° trim.	30.235,9	30.621,4	-385,5	11.421,3	9.467,6	12.003,1	13.994,9	-123,6	6.066,0	7.158,9	869,0	15.367,0
3° trim.	30.985,5	31.256,9	-271,4	11.649,1	9.436,7	12.222,1	14.310,7	-92,6	6.204,5	7.509,5	1.002,4	15.733,0
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2021 3° trim.	258,1	260,3	-2,3	97,0	78,6	101,8	119,2	-0,8	51,7	62,5	8,3	131,0
<i>Transazioni</i>												
2020 4° trim.	80,6	-48,6	129,1	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,2	2,1	-
2021 1° trim.	528,3	429,9	98,4	101,6	-7,3	266,3	178,5	6,0	157,6	258,7	-3,1	-
2° trim.	177,2	89,5	87,8	-28,7	-19,9	226,8	57,7	1,0	-28,4	51,7	6,5	-
3° trim.	369,7	288,4	81,3	49,0	-78,2	117,3	64,6	14,1	66,9	302,1	122,4	-
2021 giu.	-21,0	-52,0	31,0	-8,4	18,4	81,3	33,3	3,7	-102,1	-103,7	4,5	-
lug.	190,5	152,7	37,7	34,9	-26,4	38,7	59,3	21,7	95,5	119,9	-0,3	-
ago.	155,1	143,8	11,3	-10,2	-54,8	35,2	11,9	-8,3	16,6	186,7	121,9	-
set.	24,1	-8,1	32,2	24,2	3,0	43,5	-6,6	0,7	-45,2	-4,5	0,8	-
ott.	262,8	249,6	13,1	15,2	-7,0	39,9	19,3	4,6	199,9	237,4	3,2	-
nov.	118,9	76,0	43,0	42,5	30,7	54,8	-40,5	21,9	-0,9	85,8	0,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2021 nov.	1.238,0	880,6	357,4	52,9	-99,8	877,9	164,6	17,7	158,2	815,8	131,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 nov.	10,3	7,3	3,0	0,4	-0,8	7,3	1,4	0,1	1,3	6,8	1,1	-

Fonte: BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
	Totale costruzioni				Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2018	11.600,2	11.132,8	6.223,1	2.369,5	2.430,6	1.177,5	746,1	500,5	109,6	467,4	5.571,6	5.104,2
2019	11.982,5	11.576,9	6.378,6	2.456,6	2.652,7	1.253,7	770,3	621,7	89,0	405,6	5.765,4	5.359,7
2020	11.400,3	10.976,3	5.902,0	2.573,6	2.494,9	1.216,4	681,9	589,6	5,8	424,0	5.173,4	4.749,5
2020 4° trim.	2.927,3	2.787,0	1.486,4	661,0	642,0	318,7	183,2	138,3	-2,4	140,3	1.364,7	1.224,4
2021 1° trim.	2.940,0	2.806,3	1.469,6	662,3	646,7	325,3	185,5	134,0	27,7	133,8	1.401,7	1.268,0
2° trim.	3.010,9	2.888,5	1.531,7	675,5	661,9	337,5	187,6	135,0	19,4	122,4	1.465,0	1.342,6
3° trim.	3.113,7	2.985,6	1.609,8	686,6	669,1	343,6	186,7	136,9	20,1	128,1	1.525,4	1.397,3
<i>in percentuale del PIL</i>												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,9	10,7	6,0	5,2	0,1	3,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2021 1° trim.	-0,2	-0,3	-2,3	-0,6	0,0	0,5	1,8	-3,7	-	-	1,2	1,0
2° trim.	2,2	2,4	3,9	2,1	1,2	1,9	0,3	0,8	-	-	2,5	3,0
3° trim.	2,3	2,1	4,3	0,5	-0,9	-0,9	-1,5	0,2	-	-	1,4	1,0
4° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,9	3,7	0,4	-	-	3,6	3,8
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,7	3,3	1,8	22,0	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,3	-7,0	-4,6	-12,0	-5,9	-	-	-9,1	-9,1
2021 1° trim.	-1,1	-3,8	-5,7	2,8	-5,9	2,7	6,9	-31,5	-	-	-0,1	-5,8
2° trim.	14,4	12,3	12,3	7,8	18,5	19,7	30,0	3,4	-	-	26,0	21,7
3° trim.	3,9	3,9	2,7	2,7	3,1	3,2	2,4	3,5	-	-	9,7	10,1
4° trim.	4,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2021 1° trim.	-0,2	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
2° trim.	2,2	2,3	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-	-
3° trim.	2,3	2,0	2,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021 1° trim.	-1,1	-3,7	-3,0	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,1	2,5	-	-
2° trim.	14,4	11,9	6,3	1,9	3,9	2,1	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-
3° trim.	3,9	3,6	1,4	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	1,0	0,3	-	-
4° trim.	4,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Attività economica

### 3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2018	10.395,4	175,4	2.055,6	525,8	1.963,1	499,9	477,2	1.170,0	1.210,2	1.960,3	358,0	1.204,8
2019	10.740,8	178,3	2.100,7	561,2	2.041,4	531,3	478,8	1.204,6	1.249,8	2.025,5	369,3	1.241,7
2020	10.268,7	176,6	1.971,0	552,4	1.799,8	544,9	469,0	1.210,9	1.167,9	2.054,3	321,8	1.131,6
2020 4° trim.	2.634,0	43,8	521,7	146,7	458,4	139,5	117,2	305,6	301,7	522,1	77,5	293,3
2021 1° trim.	2.647,1	44,0	533,3	145,9	455,6	141,4	118,2	306,0	302,1	523,3	77,3	292,9
2° trim.	2.699,8	44,9	536,0	150,3	480,5	144,7	118,1	308,2	305,9	530,4	80,9	311,1
3° trim.	2.783,6	45,6	545,1	150,5	521,1	146,1	118,9	310,8	316,1	541,8	87,7	330,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 4° trim.	-0,4	0,7	3,5	2,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,4	1,7	-1,4	-11,5	0,0
2021 1° trim.	0,1	-2,7	1,0	-1,0	-1,0	1,9	1,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-2,6
2° trim.	1,9	0,5	0,6	1,9	4,6	1,9	0,6	0,8	1,3	1,7	6,0	4,9
3° trim.	2,3	-0,9	0,1	-0,6	7,2	1,3	0,4	0,5	2,9	1,5	10,8	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,8	-0,7	1,9	2,2	1,5	6,4	0,2	1,4	4,0	0,7	1,3	1,7
2019	1,6	1,6	0,2	2,1	2,4	5,7	0,3	1,5	1,7	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-0,5	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,2	-6,5
2020 4° trim.	-4,5	-0,6	-1,2	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,7	-5,7	-1,5	-21,9	-3,6
2021 1° trim.	-1,3	-0,9	3,1	0,6	-8,1	3,6	1,5	0,1	-2,8	0,8	-16,5	0,4
2° trim.	14,3	-0,7	21,7	18,6	23,0	11,1	4,3	3,6	15,5	9,9	15,8	15,3
3° trim.	4,0	-2,5	5,2	2,3	7,0	4,0	1,9	0,9	6,2	1,9	3,6	3,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 4° trim.	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 1° trim.	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
3° trim.	2,3	0,0	0,0	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 4° trim.	-4,5	0,0	-0,2	0,0	-2,4	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,8	-
2021 1° trim.	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
2° trim.	14,3	0,0	4,0	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,7	2,0	0,5	-
3° trim.	4,0	0,0	1,0	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 3 Attività economica

### 3.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2018	100,0	85,9	14,1	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,6	1,9	0,0	-0,4	1,5	2,6	1,6	3,8	-1,0	2,4	2,8	1,4	0,3
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,4	-1,8	0,7	-3,6	1,4	-0,5	-0,2	-2,4	0,9	-3,4
2020 4° trim.	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-2,3	0,8	-4,7	1,6	-0,4	1,7	-2,2	1,2	-4,0
2021 1° trim.	-1,7	-1,8	-1,4	0,0	-2,2	1,4	-5,4	2,1	-0,5	1,3	-1,6	1,4	-4,8
2° trim.	2,0	2,4	-0,1	3,4	-0,4	4,8	0,5	4,6	0,7	2,2	4,5	2,7	1,6
3° trim.	2,0	2,3	0,5	0,9	0,3	3,0	1,5	5,5	0,7	1,4	4,4	2,1	1,0
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,3	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,8	2,2	0,0	-0,1	1,5	3,2	1,8	3,8	-0,9	3,1	3,1	1,2	0,7
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,6	-7,5	-6,3	-13,7	-1,7	-2,8	-6,6	-8,0	-2,0	-13,4
2020 4° trim.	-6,3	-5,8	-8,8	-1,2	-5,5	-2,9	-13,5	-0,5	-1,7	-2,6	-5,6	-0,7	-12,4
2021 1° trim.	-2,8	-3,1	-1,6	2,0	-1,4	4,9	-11,1	1,8	1,0	3,4	-1,8	2,1	-8,5
2° trim.	16,3	14,9	23,2	7,7	14,7	25,3	23,8	11,7	6,2	20,1	18,5	8,3	25,0
3° trim.	3,0	3,3	1,8	-0,2	2,2	2,7	3,9	7,5	1,3	4,7	6,3	1,3	1,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,2	0,4
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,3	-5,6	-9,7	-0,3	-5,8	-7,0	-10,5	-3,1	-2,3	-6,4	-5,8	-2,9	-10,4
2020 4° trim.	-4,7	-4,0	-7,4	0,3	-3,3	-3,6	-9,2	-2,1	-1,2	-4,2	-3,5	-1,9	-8,7
2021 1° trim.	-1,1	-1,3	-0,1	2,0	0,8	3,5	-6,0	-0,4	1,4	2,1	-0,2	0,6	-3,9
2° trim.	14,0	12,2	23,3	4,2	15,1	19,6	23,1	6,8	5,5	17,5	13,4	5,5	23,0
3° trim.	1,0	1,0	1,3	-1,1	1,9	-0,2	2,3	1,9	0,5	3,3	1,9	-0,8	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 3 Attività economica

### 3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,6		19,4		51,4		48,6		
2019	164,133	3,6	12,448	7,6	3,3	10,131	6,8	2,316	16,0	6,373	7,3	6,074	8,0	2,2
2020	162,271	3,6	12,817	7,9	3,0	10,325	7,0	2,492	17,8	6,592	7,6	6,225	8,2	1,8
2021	.	.	12,652	7,7	.	10,174	6,8	2,479	16,9	6,425	7,4	6,228	8,2	.
2021 1° trim.	162,187	3,7	13,445	8,3	3,2	10,849	7,3	2,596	18,3	6,829	7,9	6,616	8,8	2,1
2° trim.	163,542	3,5	13,016	8,0	3,3	10,431	7,0	2,585	17,7	6,582	7,5	6,433	8,4	2,3
3° trim.	164,423	3,3	12,448	7,6	3,1	10,002	6,7	2,446	16,4	6,323	7,2	6,125	8,0	2,6
4° trim.	.	.	11,700	7,1	.	9,413	6,3	2,287	15,3	5,964	6,8	5,737	7,5	.
2021 lug.	-	-	12,560	7,7	-	10,118	6,8	2,442	16,5	6,345	7,3	6,215	8,1	-
ago.	-	-	12,371	7,5	-	9,965	6,7	2,405	16,2	6,270	7,2	6,101	7,9	-
set.	-	-	12,102	7,4	-	9,724	6,5	2,378	15,9	6,165	7,1	5,937	7,7	-
ott.	-	-	11,953	7,3	-	9,614	6,4	2,340	15,6	6,083	7,0	5,870	7,6	-
nov.	-	-	11,666	7,1	-	9,366	6,3	2,300	15,4	5,927	6,8	5,739	7,5	-
dic.	-	-	11,481	7,0	-	9,260	6,2	2,222	14,9	5,881	6,7	5,600	7,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili. Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.

2) Non destagionalizzati.

3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

### 3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2019	-1,1	-1,1	-2,6	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,4	-7,2	-11,8	-4,2	-4,6	-5,8	-0,9	3,7	-2,4	-14,4	-8,6	-25,0
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,1
2021 1° trim.	4,7	5,1	4,9	8,7	1,3	-0,1	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,2	0,0	3,4
2° trim.	23,1	25,2	25,6	31,3	18,5	5,5	17,9	11,9	2,1	18,7	29,8	25,1	53,8
3° trim.	6,1	6,9	7,7	5,1	9,3	-0,9	0,8	2,5	0,2	4,1	3,5	13,1	-23,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-25,2
2021 lug.	8,5	9,5	11,2	7,6	11,1	-0,6	2,2	3,4	1,3	4,9	4,2	-	-22,0
ago.	5,7	6,7	6,9	4,8	9,8	-1,9	-2,3	1,4	-1,4	3,3	1,4	-	-24,8
set.	4,1	4,5	5,0	2,9	7,1	-0,1	2,2	2,8	0,7	4,0	4,9	-	-24,2
ott.	0,2	0,5	2,4	-2,3	1,7	-1,1	3,6	1,7	-1,4	3,0	8,6	-	-28,6
nov.	-1,5	-2,0	1,9	-9,8	5,9	3,7	0,5	7,8	0,9	11,8	19,5	-	-21,8
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-25,1
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2021 lug.	0,8	1,3	0,3	2,3	1,8	-0,4	-0,6	-2,2	-0,5	-3,8	0,9	-	-4,8
ago.	-1,7	-2,0	-1,3	-2,5	-2,3	0,6	-1,0	0,8	-0,9	2,4	-0,5	-	-3,4
set.	-0,9	-1,0	-0,3	-1,5	0,2	1,2	1,2	0,0	0,8	-1,3	1,1	-	2,0
ott.	-1,3	-1,3	-0,2	1,3	-4,1	0,5	0,6	0,3	0,1	0,3	0,7	-	-2,1
nov.	2,3	2,4	0,9	1,5	2,6	1,2	-0,2	1,0	0,6	1,6	-1,5	-	0,5
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	2,8

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

1) Compreso il commercio all'ingrosso.

## 3 Attività economica

### 3.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 1° trim.	94,6	-2,4	79,8	-13,7	-5,7	-16,6	-14,7	85,9	58,4	58,5	46,9	49,9
2° trim.	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
3° trim.	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
4° trim.	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2021 ago.	116,3	13,9	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0
set.	116,4	14,2	-	-4,0	7,5	1,4	15,1	-	58,6	55,6	56,4	56,2
ott.	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
nov.	116,2	14,3	-	-6,8	9,0	3,7	18,2	-	58,4	53,8	55,9	55,4
dic.	113,8	14,6	-	-8,4	10,1	1,1	10,9	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 gen.	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,8	9,1	88,1	58,7	55,4	51,2	52,4

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

### 3.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,3	2,0	7,7	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	4,0	35,3	6,3	74,9	2,0	7,9	1,8
2020	19,4	96,1	-0,6	4,1	-3,5	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-14,5	2,0
2020 4° trim.	19,4	96,1	0,2	4,1	1,9	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-20,7	2,0
2021 1° trim.	20,6	96,6	-0,4	4,6	11,0	6,9	3,9	32,4	5,9	83,2	4,0	-10,6	2,2
2° trim.	19,0	96,7	3,2	4,1	31,1	5,9	4,3	34,3	7,6	80,6	4,5	19,1	2,3
3° trim.	18,5	97,0	0,8	3,9	16,9	6,6	5,6	34,5	8,1	79,8	4,6	14,7	2,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020 4° trim.	1.022,3	938,1	84,2	583,9	480,7	224,0	200,2	183,9	177,6	30,5	79,6	23,8	24,6
2021 1° trim.	1.048,5	952,9	95,6	601,5	501,1	226,9	202,9	189,7	174,5	30,4	74,5	15,6	12,4
2° trim.	1.071,5	992,1	79,4	617,9	536,3	233,4	208,7	190,3	174,9	29,9	72,3	18,3	11,5
3° trim.	1.109,5	1.040,8	68,7	626,3	554,4	249,5	234,4	191,9	176,6	41,8	75,3	30,7	13,2
2021 giu.	351,5	329,2	22,2	202,2	177,6	78,7	68,1	60,6	59,8	9,9	23,6	8,0	4,9
lug.	371,7	340,8	30,9	210,4	182,7	82,1	74,4	64,1	59,6	15,1	24,1	12,5	5,3
ago.	368,8	354,0	14,8	207,8	185,5	82,4	83,4	63,7	60,2	14,9	25,0	8,0	3,3
set.	369,0	346,0	23,0	208,1	186,3	85,0	76,6	64,1	56,8	11,8	26,2	10,2	4,6
ott.	375,0	355,7	19,4	215,3	199,0	90,2	72,6	59,0	58,7	10,6	25,4	8,5	4,3
nov.	389,5	365,9	23,6	225,5	209,9	92,7	69,8	60,7	60,6	10,7	25,6	5,6	3,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2021 nov.	4.336,9	4.017,2	319,7	2.483,4	2.162,8	967,4	854,0	752,8	702,2	133,3	298,2	93,5	58,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2021 nov.	36,2	33,5	2,7	20,7	18,0	8,1	7,1	6,3	5,9	1,1	2,5	0,8	0,5

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

#### 3.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup>

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2020 4° trim.	-2,7	-5,5	567,4	264,9	114,8	177,0	479,2	491,7	260,5	87,2	134,8	379,8	35,2
2021 1° trim.	0,7	0,3	581,8	280,7	115,0	174,2	487,3	512,5	284,7	91,6	129,8	383,3	46,9
2° trim.	34,4	33,9	596,2	291,4	117,0	177,3	493,4	559,1	324,0	92,2	136,0	405,3	53,5
3° trim.	13,6	22,7	606,9	304,7	118,4	171,6	500,9	579,4	343,9	93,3	135,2	414,7	59,0
2021 giu.	24,0	29,0	198,3	98,4	38,3	58,0	163,7	187,2	109,1	30,7	45,2	135,5	18,2
lug.	12,0	18,1	201,7	99,4	40,7	57,6	167,0	188,9	112,5	30,5	43,9	134,8	19,7
ago.	19,5	29,2	202,9	103,1	39,2	56,7	166,9	194,1	115,1	31,6	45,2	140,2	19,7
set.	10,2	21,6	202,2	102,3	38,4	57,2	167,1	196,4	116,3	31,2	46,1	139,8	19,6
ott.	7,3	24,3	207,0	104,1	37,6	60,6	170,5	205,2	123,6	30,4	47,4	143,0	22,7
nov.	14,4	32,0	213,2	.	.	.	174,2	214,5	.	.	.	147,1	.
<b>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2020 4° trim.	-1,4	-0,8	104,0	105,6	100,1	105,7	103,5	105,2	102,0	108,0	110,7	109,1	84,4
2021 1° trim.	0,8	0,2	104,5	108,6	100,8	101,5	103,9	104,9	103,3	112,7	105,5	108,3	85,5
2° trim.	29,3	20,4	104,7	109,1	101,7	101,7	103,4	109,8	110,4	113,7	108,4	112,1	85,0
3° trim.	4,4	5,4	103,4	109,6	100,8	96,5	101,9	107,9	108,9	111,8	105,0	110,7	85,3
2021 mag.	29,3	20,5	105,0	109,6	101,2	101,9	103,5	110,1	111,1	113,6	108,0	113,0	87,3
giu.	19,1	15,9	104,4	110,1	100,0	100,2	102,8	109,3	109,3	114,4	108,1	112,1	83,7
lug.	4,8	3,1	104,2	109,0	104,5	97,7	103,0	106,8	108,6	109,6	103,6	108,7	86,1
ago.	9,1	11,4	103,3	110,7	100,1	95,5	101,3	108,7	109,4	114,5	105,3	112,4	86,2
set.	0,1	2,5	102,7	109,2	97,9	96,4	101,3	108,3	108,7	111,4	106,0	110,9	83,5
ott.	-2,9	2,5	104,0	109,6	95,0	101,3	102,7	110,1	111,8	105,2	108,0	111,6	88,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2021 1° trim.	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,5	-0,6	1,5	6,5	0,6	1,0	1,4	
2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,3	1,8	2,4	
3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,7	0,6	1,2	4,3	0,5	2,7	3,5	
4° trim.	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,5	0,9	1,1	-0,2	9,1	1,0	4,6	5,1	
2021 ago.	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,3	0,7	0,1	1,0	0,2	2,9	3,5	
set.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,6	1,4	0,4	3,3	3,6	
ott.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,1	-0,1	5,6	0,3	4,0	4,6	
nov.	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,7	0,2	2,9	0,5	4,8	5,2	
dic.	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,3	0,4	0,1	4,9	5,6	
2022 gen. <sup>3)</sup>	110,7	5,1	2,3	.	2,4	.	0,6	0,8	1,4	6,0	.	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						Di locazione
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2021 1° trim.	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5
2° trim.	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
3° trim.	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6
4° trim.	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7
2021 ago.	2,0	1,7	3,0	6,0	2,6	15,4	1,4	1,1	2,3	0,7	1,0	1,6
set.	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5
ott.	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7
nov.	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7
dic.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8
2022 gen. <sup>3)</sup>	3,6	3,1	5,2	.	2,3	28,6	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.pdf>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) Stima preliminare.

## 4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,4	1,7
2020 4° trim.	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9
2021 1° trim.	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,7	6,1	-1,6
2° trim.	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,7	7,3	-4,3
3° trim.	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,7	9,0	.
2021 giu.	110,9	10,3	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-
lug.	113,7	12,4	8,4	6,8	12,8	2,5	2,7	2,8	1,9	30,1	-	-	-
ago.	115,0	13,5	9,2	7,5	14,3	3,1	2,8	2,9	2,2	32,0	-	-	-
set.	118,1	16,1	10,4	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
ott.	124,5	21,9	11,9	9,0	16,9	4,0	3,4	3,2	2,7	62,4	-	-	-
nov.	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,0	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL							Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>		Importazioni <sup>1)</sup>	Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale								100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6		
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3	
2020	107,1	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8	
2021	.	.	.	.	.	.	.	59,8	29,5	21,3	37,2	28,9	21,7	37,1	
2021 1° trim.	108,1	1,5	1,5	1,1	2,4	1,1	0,9	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6	
2° trim.	108,3	0,5	1,5	1,5	-1,3	2,4	4,3	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4	
3° trim.	109,5	2,7	3,5	2,6	3,0	4,4	7,1	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7	
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	69,4	30,7	30,1	31,3	33,7	33,4	34,0	
2021 ago.	-	-	-	-	-	-	-	59,5	29,9	29,0	30,7	32,1	32,5	31,8	
set.	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,8	23,5	29,9	29,9	27,1	33,0	
ott.	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7	
nov.	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8	
dic.	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,2	32,6	26,4	33,8	38,2	29,4	
2022 gen.	-	-	-	-	-	-	-	75,5	.	.	.	.	.	.	

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

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

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

## 4 Prezzi e costi

### 4.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 1° trim.	10,9	4,9	-1,8	-3,5	8,2	74,0	54,0	56,5	48,6
2° trim.	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
3° trim.	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
4° trim.	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2021 ago.	37,0	27,1	11,7	28,0	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
set.	38,4	30,4	13,1	25,0	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
ott.	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
nov.	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
dic.	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 gen.	47,7	42,5	21,0	37,0	57,9	83,5	70,4	72,7	58,0

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea e Markit.

### 4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,4	2,5	2,3	3,2	2,6	2,4	2,0
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,5	2,2
2020	110,3	3,1	3,7	1,0	2,8	3,8	1,8
2020 4° trim.	116,6	2,9	3,5	0,6	2,2	4,3	2,0
2021 1° trim.	104,8	1,5	2,3	-1,1	1,2	2,0	1,4
2° trim.	116,0	-0,1	-0,5	1,2	-0,9	1,8	1,8
3° trim.	107,6	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	1,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html/html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html/html)).

## 4 Prezzi e costi

### 4.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5 Moneta e credito

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2		10	11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5	8	9						
<b>Consistenze</b>												
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14.469,2
2021 <sup>(a)</sup>	1.464,6	9.793,1	11.257,8	927,2	2.507,7	3.434,9	14.692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15.483,5
2021 1° trim.	1.392,9	9.137,6	10.530,4	991,4	2.477,0	3.468,4	13.998,9	109,3	617,9	15,8	743,1	14.741,9
2° trim.	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,2	14.949,2
3° trim.	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	601,0	38,7	760,1	15.218,8
4° trim. <sup>(a)</sup>	1.464,6	9.793,1	11.257,8	927,2	2.507,7	3.434,9	14.692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15.483,5
2021 lug.	1.427,4	9.428,9	10.856,3	931,1	2.490,4	3.421,5	14.277,8	115,7	618,0	35,6	769,3	15.047,1
ago.	1.435,8	9.519,2	10.955,1	914,2	2.487,1	3.401,3	14.356,4	112,7	617,9	37,2	767,8	15.124,1
sett.	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	601,0	38,7	760,1	15.218,8
ott.	1.451,6	9.664,2	11.115,8	926,9	2.495,7	3.422,6	14.538,5	133,5	618,9	39,8	792,2	15.330,7
nov.	1.459,8	9.697,8	11.157,5	928,7	2.499,4	3.428,1	14.585,7	126,0	645,0	38,9	809,9	15.395,6
dic. <sup>(a)</sup>	1.464,6	9.793,1	11.257,8	927,2	2.507,7	3.434,9	14.692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15.483,5
<b>Transazioni</b>												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1.579,8
2021 <sup>(a)</sup>	105,1	901,0	1.006,1	-118,7	67,3	-51,4	954,7	11,6	24,0	11,6	47,2	1.001,9
2021 1° trim.	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,3	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7
2° trim.	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
3° trim.	25,0	254,5	279,4	-34,4	11,7	-22,6	256,8	5,5	-12,8	10,0	2,7	259,5
4° trim. <sup>(a)</sup>	21,2	190,3	211,5	16,8	14,4	31,2	242,8	-3,7	59,0	-28,2	27,1	269,8
2021 lug.	8,0	77,6	85,6	-5,0	0,9	-4,1	81,5	3,8	4,3	8,1	16,2	97,6
ago.	8,4	81,1	89,5	-17,2	4,7	-12,5	76,9	-3,1	-0,1	1,3	-2,0	75,0
sett.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,4	4,8	-16,9	0,6	-11,5	86,9
ott.	8,2	47,4	55,6	23,9	2,3	26,2	81,8	13,2	18,0	1,5	32,7	114,5
nov.	8,1	44,2	52,3	-5,1	3,6	-1,5	50,8	-8,0	26,2	-4,1	14,0	64,8
dic. <sup>(a)</sup>	4,9	98,7	103,6	-2,0	8,5	6,5	110,1	-8,9	14,9	-25,6	-19,6	90,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021 <sup>(a)</sup>	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	6,9
2021 1° trim.	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1
2° trim.	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
3° trim.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	1,0	-	7,5	7,6
4° trim. <sup>(a)</sup>	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	6,9
2021 lug.	8,9	11,3	11,0	-13,7	3,5	-1,8	7,6	5,0	6,8	-	10,5	7,8
ago.	8,6	11,4	11,0	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,3	7,7	-	12,7	8,0
sett.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	1,0	-	7,5	7,6
ott.	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,8	3,9	199,2	11,2	7,7
nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,5	8,2	94,8	12,2	7,4
dic. <sup>(a)</sup>	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	6,9

Fonte: BCE.

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

## 5 Moneta e credito

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
<b>Consistenze</b>													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.988,5	2.531,8	310,0	143,5	3,2	7.651,2	4.956,1	437,2	2.257,1	0,9	1.097,1	234,6	501,2
2021 <sup>(p)</sup>	3.248,5	2.823,0	290,3	128,7	6,5	8.081,7	5.373,6	373,1	2.334,2	0,7	1.236,0	228,9	550,2
2021 1° trim.	3.060,5	2.609,4	300,2	143,5	7,5	7.813,5	5.104,5	422,0	2.286,1	0,9	1.133,2	217,0	491,1
2° trim.	3.100,2	2.660,9	290,8	140,0	8,5	7.906,0	5.197,8	407,0	2.300,5	0,7	1.164,8	222,5	494,6
3° trim.	3.160,5	2.736,3	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,5	227,4	515,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	3.248,5	2.823,0	290,3	128,7	6,5	8.081,7	5.373,6	373,1	2.334,2	0,7	1.236,0	228,9	550,2
2021 lug.	3.108,6	2.679,9	284,9	135,9	7,8	7.944,3	5.236,6	399,2	2.307,7	0,8	1.186,6	227,3	499,3
ago.	3.128,9	2.707,2	282,4	130,7	8,7	7.988,4	5.282,3	394,6	2.310,8	0,7	1.186,9	227,1	501,9
sett.	3.160,5	2.736,3	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,5	227,4	515,6
ott.	3.187,9	2.758,2	292,6	128,9	8,2	8.040,1	5.332,2	383,5	2.323,3	1,0	1.244,5	239,3	508,6
nov.	3.211,8	2.783,6	291,2	129,5	7,5	8.058,1	5.353,6	377,9	2.325,6	1,0	1.233,0	232,0	517,1
dic. <sup>(p)</sup>	3.248,5	2.823,0	290,3	128,7	6,5	8.081,7	5.373,6	373,1	2.334,2	0,7	1.236,0	228,9	550,2
<b>Transazioni</b>													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,7	469,6	55,8	-6,8	-2,9	612,0	560,6	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021 <sup>(p)</sup>	254,4	279,9	-21,7	-6,9	3,0	421,4	408,8	-64,8	77,6	-0,2	146,3	-7,7	46,8
2021 1° trim.	67,0	72,8	-9,9	0,0	4,2	160,8	146,1	-15,7	30,5	0,0	27,5	-18,2	-10,0
2° trim.	42,0	53,6	-9,2	-3,4	1,1	93,3	93,9	-14,9	14,4	-0,1	34,2	5,6	3,6
3° trim.	61,0	69,3	-8,0	-1,2	0,9	108,3	111,2	-18,3	15,4	-0,1	44,2	1,9	21,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	84,3	84,3	5,4	-2,3	-3,1	59,0	57,6	-15,9	17,2	0,1	40,4	2,9	31,3
2021 lug.	16,0	23,3	-5,9	-0,8	-0,7	30,0	33,8	-7,8	4,1	0,0	21,9	4,7	4,7
ago.	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,6	-0,2	2,6
sett.	26,2	24,9	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	22,9	-2,6	14,7
ott.	27,9	22,6	8,7	-2,0	-1,4	19,4	18,1	-5,3	6,2	0,4	34,6	12,0	-7,0
nov.	19,8	23,1	-2,9	0,5	-0,8	16,9	20,5	-5,8	2,2	-0,1	-1,5	-5,8	5,3
dic. <sup>(p)</sup>	36,6	38,7	-0,4	-0,7	-1,0	22,7	18,9	-4,8	8,8	-0,2	7,3	-3,3	33,0
<b>Variazioni percentuali</b>													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021 <sup>(p)</sup>	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3
2021 1° trim.	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	6,0	40,9	4,6	-5,7	4,1
2° trim.	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
3° trim.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3
2021 lug.	6,8	10,4	-14,2	-5,4	47,1	7,3	10,6	-12,6	4,3	-28,6	14,7	-4,1	4,4
ago.	6,9	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,6	-1,8	6,1
sett.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
ott.	7,4	10,5	-10,1	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,2	-0,4	6,0
nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	8,9	-14,4	3,4	0,0	15,5	-3,9	6,9
dic. <sup>(p)</sup>	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito			
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Consistenze</b>													
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,6	849,9	
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.721,5	6.118,8	911,7	167,8	1.548,1	865,3	
2021 <sup>(p)</sup>	6.551,8	997,2	5.552,9	14.811,2	12.337,8	12.721,6	4.865,7	6.366,1	944,8	161,1	1.584,7	888,6	
2021 1° trim.	6.069,4	994,5	5.073,2	14.457,5	12.058,9	12.411,5	4.777,0	6.176,5	953,7	151,6	1.518,4	880,2	
2° trim.	6.217,0	1.003,7	5.211,7	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.746,7	6.239,8	942,0	149,1	1.523,1	887,2	
3° trim.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,6	12.182,5	12.536,2	4.774,8	6.311,0	952,0	144,7	1.532,4	896,7	
4° trim. <sup>(p)</sup>	6.551,8	997,2	5.552,9	14.811,2	12.337,8	12.721,6	4.865,7	6.366,1	944,8	161,1	1.584,7	888,6	
2021 lug.	6.305,8	1.006,9	5.297,2	14.530,9	12.114,7	12.475,5	4.747,8	6.273,3	945,7	147,9	1.527,9	888,3	
ago.	6.347,9	1.004,0	5.342,2	14.556,8	12.137,3	12.492,9	4.759,2	6.292,7	939,4	146,0	1.524,0	895,5	
sett.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,6	12.182,5	12.536,2	4.774,8	6.311,0	952,0	144,7	1.532,4	896,7	
ott.	6.392,0	987,4	5.402,9	14.682,5	12.231,0	12.591,9	4.795,0	6.334,3	947,1	154,6	1.556,0	895,5	
nov.	6.476,2	987,3	5.487,3	14.738,6	12.309,2	12.658,5	4.820,3	6.359,6	968,7	160,6	1.542,0	887,4	
dic. <sup>(p)</sup>	6.551,8	997,2	5.552,9	14.811,2	12.337,8	12.721,6	4.865,7	6.366,1	944,8	161,1	1.584,7	888,6	
<b>Transazioni</b>													
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4	
2020	1.042,0	13,5	1.028,4	737,0	538,1	559,9	288,2	209,1	23,9	16,9	170,7	28,2	
2021 <sup>(p)</sup>	665,6	-0,6	675,8	558,5	469,6	501,7	172,2	259,3	47,8	-9,7	80,3	8,6	
2021 1° trim.	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,8	39,2	-16,4	2,7	8,3	
2° trim.	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,5	75,3	-10,9	-2,4	4,8	5,0	
3° trim.	150,5	-4,7	155,2	132,0	117,5	120,5	39,9	65,8	18,8	-7,0	9,6	4,9	
4° trim. <sup>(p)</sup>	201,2	-1,2	202,2	222,6	169,1	218,3	95,0	57,4	0,6	16,0	63,2	-9,6	
2021 lug.	63,1	3,2	59,9	44,5	42,7	42,5	14,6	25,3	4,1	-1,2	4,1	-2,3	
ago.	51,1	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1	
sett.	36,4	-4,8	41,2	54,9	44,2	49,0	15,0	20,7	12,4	-3,9	8,6	2,1	
ott.	31,9	-12,0	43,9	79,2	47,5	59,5	19,2	23,0	-4,6	9,9	35,4	-3,7	
nov.	65,0	1,0	64,0	52,1	72,6	65,4	25,3	23,0	18,7	5,6	-13,8	-6,7	
dic. <sup>(p)</sup>	104,2	9,7	94,3	91,4	49,0	93,5	50,5	11,4	-13,4	0,5	41,6	0,8	
<b>Variazioni percentuali</b>													
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5	
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4	
2021 <sup>(p)</sup>	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0	
2021 1° trim.	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3	
2° trim.	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5	
3° trim.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	5,8	-10,1	3,0	7,3	
4° trim. <sup>(p)</sup>	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0	
2021 lug.	12,4	1,0	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,1	-4,9	4,5	6,9	
ago.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,1	-6,0	2,7	7,1	
sett.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	5,8	-10,1	3,0	7,3	
ott.	10,5	-1,2	13,1	3,7	3,3	3,4	1,9	4,3	5,8	-5,6	4,6	7,7	
nov.	10,8	-1,2	13,5	3,7	3,6	3,7	2,4	4,4	5,6	0,5	3,2	6,2	
dic. <sup>(p)</sup>	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.721,5	4.842,9	898,1	1.011,2	2.812,1	6.118,8	6.387,3	700,2	4.723,8	694,8
2021 <sup>(p)</sup>	4.865,7	4.996,3	887,2	1.006,8	2.971,7	6.366,1	6.628,7	697,7	4.970,2	698,2
2021 1° trim.	4.777,0	4.899,0	894,4	1.017,8	2.864,9	6.176,5	6.439,7	696,3	4.786,6	693,6
2° trim.	4.746,7	4.867,8	832,9	971,6	2.942,2	6.239,8	6.498,6	693,7	4.851,9	694,2
3° trim.	4.774,8	4.889,8	835,1	972,0	2.967,7	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.865,7	4.996,3	887,2	1.006,8	2.971,7	6.366,1	6.628,7	697,7	4.970,2	698,2
2021 lug.	4.747,8	4.861,9	828,2	968,1	2.951,4	6.273,3	6.531,5	695,6	4.874,6	703,1
ago.	4.759,2	4.873,8	828,1	969,4	2.961,7	6.292,7	6.552,2	695,4	4.894,9	702,4
sett.	4.774,8	4.889,8	835,1	972,0	2.967,7	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
ott.	4.795,0	4.912,9	859,2	971,4	2.964,3	6.334,3	6.590,2	698,9	4.935,1	700,3
nov.	4.820,3	4.932,4	869,8	979,7	2.970,8	6.359,6	6.615,2	702,3	4.956,8	700,5
dic. <sup>(p)</sup>	4.865,7	4.996,3	887,2	1.006,8	2.971,7	6.366,1	6.628,7	697,7	4.970,2	698,2
<b>Transazioni</b>										
2019	115,0	142,5	-13,1	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,2	-54,1	138,6	203,6	209,1	193,9	-11,8	210,6	10,4
2021 <sup>(p)</sup>	172,2	203,6	-3,5	1,7	174,0	259,3	263,7	8,3	254,4	-3,3
2021 1° trim.	55,9	58,1	-3,9	6,8	52,9	60,8	58,1	-2,2	63,3	-0,3
2° trim.	-18,5	-22,2	-57,6	-42,9	82,0	75,3	70,6	2,4	72,0	0,9
3° trim.	39,9	44,2	4,0	1,8	34,1	65,8	67,6	4,1	63,9	-2,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	95,0	123,5	53,9	36,0	5,1	57,4	67,3	4,0	55,1	-1,7
2021 lug.	14,6	10,5	-3,0	-1,2	18,8	25,3	25,0	1,7	23,8	-0,2
ago.	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,3	-0,7
sett.	15,0	19,6	7,0	2,2	5,8	20,7	21,4	2,1	19,9	-1,3
ott.	19,2	25,4	23,8	-1,0	-3,6	23,0	22,8	2,7	20,3	0,0
nov.	25,3	22,5	10,6	9,3	5,4	23,0	24,0	4,6	18,7	-0,3
dic. <sup>(p)</sup>	50,5	75,6	19,5	27,8	3,3	11,4	20,5	-3,3	16,1	-1,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 <sup>(p)</sup>	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	5,4	-0,5
2021 1° trim.	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
2° trim.	1,4	1,9	-11,8	-2,1	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
3° trim.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	5,4	-0,5
2021 lug.	1,3	1,7	-11,4	-3,1	7,2	4,5	4,1	0,4	5,7	0,4
ago.	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,2	0,1	5,8	0,2
sett.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
ott.	1,9	2,5	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,2
nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	5,9	4,4	4,2	1,6	5,5	-0,3
dic. <sup>(p)</sup>	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	5,4	-0,5

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Moneta e credito

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,3	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,5	1.437,6	489,7	130,1	139,2
2021 <sup>(p)</sup>	796,9	6.889,2	1.839,1	37,1	1.998,3	3.014,7	1.371,8	434,8	118,8	136,4
2021 1° trim.	704,0	6.891,1	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,0	1.409,5	400,7	127,2	130,2
2° trim.	680,1	6.847,1	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,1	1.411,7	359,7	123,7	134,5
3° trim.	690,9	6.856,4	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,1	1.379,8	410,0	139,0	146,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	796,9	6.889,2	1.839,1	37,1	1.998,3	3.014,7	1.371,8	434,8	118,8	136,4
2021 lug.	686,8	6.889,7	1.860,9	39,4	1.962,6	3.026,7	1.441,8	345,2	133,4	133,2
ago.	708,7	6.873,4	1.851,2	39,0	1.960,7	3.022,5	1.450,1	351,5	125,3	128,4
sett.	690,9	6.856,4	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,1	1.379,8	410,0	139,0	146,0
ott.	739,5	6.872,1	1.842,8	38,1	2.002,6	2.988,6	1.397,0	470,9	140,0	147,6
nov.	706,9	6.905,2	1.831,0	37,7	2.011,9	3.024,6	1.398,5	394,3	144,5	149,9
dic. <sup>(p)</sup>	796,9	6.889,2	1.839,1	37,1	1.998,3	3.014,7	1.371,8	434,8	118,8	136,4
<b>Transazioni</b>										
2019	-25,0	107,9	-5,5	-2,9	28,0	88,3	312,6	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-35,0	-14,9	-8,0	-101,2	89,0	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021 <sup>(p)</sup>	53,0	-39,5	-74,4	-5,0	-38,5	78,5	-114,4	-94,3	-11,3	-2,8
2021 1° trim.	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,0	10,9	-120,7	-2,9	-8,9
2° trim.	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
3° trim.	10,8	0,0	-18,6	-1,5	8,3	11,8	-40,8	28,6	15,3	11,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	106,6	7,3	-13,1	-1,6	7,3	14,6	-67,9	27,9	-20,2	-9,6
2021 lug.	6,7	-0,6	-7,6	-0,7	8,1	-0,4	7,8	-11,6	9,7	-1,3
ago.	22,0	-9,4	-10,0	-0,4	-3,9	4,9	4,3	-0,5	-8,0	-4,8
sett.	-17,9	10,0	-1,0	-0,4	4,1	7,3	-52,9	40,7	13,7	17,6
ott.	48,6	17,1	-7,6	-0,5	23,9	1,3	4,9	64,2	0,9	1,6
nov.	-32,3	-12,1	-13,3	-0,5	0,8	0,9	-32,7	-63,9	4,6	2,2
dic. <sup>(p)</sup>	90,2	2,3	7,8	-0,6	-17,3	12,4	-40,2	27,5	-25,7	-13,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 <sup>(p)</sup>	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0
2021 1° trim.	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2° trim.	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
3° trim.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0
2021 lug.	-9,5	-0,5	-3,0	-9,4	-4,0	3,7	-	-	-17,9	-23,5
ago.	-12,0	-0,8	-3,9	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
sett.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
ott.	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,4	-	-	-5,9	-4,3
nov.	-5,6	-0,5	-5,1	-11,2	-1,4	3,4	-	-	-2,4	1,9
dic. <sup>(p)</sup>	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 4° trim.	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 1° trim.	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7
2° trim.	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
3° trim.	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	4,7

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 4° trim.	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 1° trim.	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	98,3	3,1	13,9	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 4° trim.	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 1° trim.	14,2	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	5,5	10,3
2° trim.	3,9	5,4	-1,1	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,7	-0,4	5,8
3° trim.	1,1	4,8	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,7	-2,8	5,3

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

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

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi			
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	11,0	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2020 3° trim.	15,8	14,4	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
4° trim.	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 1° trim.	15,7	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
2° trim.	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
2021 lug.	15,4	14,1	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
ago.	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
set.	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
ott.	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
nov.	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
dic.	15,2	13,9	4,6	1,4	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>									
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2020 4° trim.	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2021 1° trim.	-8,8	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4
2° trim.	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2
3° trim.	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6
<b>Debito pubblico</b>									
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3
2020 4° trim.	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3
2021 1° trim.	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4
2° trim.	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9
3° trim.	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 4° trim.	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 1° trim.	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
2° trim.	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
3° trim.	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
<b>Debito pubblico</b>										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 4° trim.	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 1° trim.	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
2° trim.	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
3° trim.	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2022**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 2 febbraio 2022.

Per la terminologia tecnica, è disponibile sul sito della BCE un [glossario in lingua inglese](#).

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-22-001-IT-N (online)