



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 2 / 2022



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	10
2 Andamenti finanziari	22
3 Attività economica	28
4 Prezzi e costi	35
5 Moneta e credito	42
6 Andamenti della finanza pubblica	50
Riquadri	54
1 Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: il punto della situazione	54
2 Il ruolo del rischio di credito nelle recenti valutazioni delle obbligazioni societarie a livello mondiale	58
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022	66
4 Tassi di risparmio societario durante la pandemia	73
5 Il ruolo del ciclo delle scorte nell'attuale ripresa	79
6 La ripresa del mercato del lavoro nell'area dell'euro secondo i risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE	85
7 Quali sottocomponenti sospingono i costi relativi alle abitazioni di proprietà?	90
Articoli	94
1 Rischi finanziari nel settore societario cinese: mercato immobiliare e non solo	94
2 Una valutazione delle vulnerabilità delle imprese nell'area dell'euro	113
Statistiche	S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia avrà un impatto rilevante sull'attività economica e sull'inflazione, attraverso il rincaro dell'energia e delle materie prime, le turbative del commercio internazionale e il peggioramento del clima di fiducia. L'entità di tali effetti dipenderà dall'evoluzione del conflitto, dall'impatto delle sanzioni attuali e da eventuali ulteriori misure.

L'impatto della guerra va valutato alla luce delle solide condizioni di fondo dell'economia dell'area dell'euro, che beneficia dell'ingente sostegno delle politiche economiche. La ripresa dell'economia è agevolata dal graduale dissolversi dell'impatto della variante Omicron del coronavirus (COVID-19). Le strozzature dal lato dell'offerta hanno mostrato segnali di attenuazione, mentre il mercato del lavoro è migliorato ulteriormente. Nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2022 dagli esperti della BCE, che incorporano una prima valutazione delle implicazioni della guerra in Ucraina, la crescita del PIL è stata rivista al ribasso per il breve termine a causa del conflitto.

L'inflazione ha continuato a rivelarsi superiore alle attese per via dei costi dell'energia inaspettatamente elevati. I rincari sono inoltre divenuti più generalizzati. Lo scenario di base delineato per l'inflazione nelle nuove proiezioni degli esperti ha subito una significativa revisione al rialzo. Le aspettative di inflazione a più lungo termine desunte da una serie di misure si sono riancorate all'obiettivo di inflazione della BCE. Il Consiglio direttivo considera sempre più probabile che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio periodo.

Negli scenari alternativi sull'impatto economico e finanziario della guerra, l'attività economica potrebbe essere rallentata in misura significativa da un maggiore incremento dei prezzi dell'energia e delle materie prime e da un più forte effetto frenante sugli scambi e sul clima di fiducia. L'inflazione potrebbe essere considerevolmente più elevata nel breve termine. Tuttavia, in tutti gli scenari, l'inflazione dovrebbe comunque diminuire progressivamente e collocarsi su livelli prossimi all'obiettivo di inflazione del 2 per cento nel 2024.

Sulla base della propria valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione e tenuto conto del contesto di incertezza, il Consiglio direttivo ha rivisto il calendario del programma di acquisto di attività (PAA) per i prossimi mesi. Gli acquisti netti mensili nel quadro del PAA saranno pari a 40 miliardi di euro ad aprile, 30 miliardi di euro a maggio e 20 miliardi di euro a giugno. La calibrazione degli acquisti netti per il terzo trimestre sarà guidata dai dati e rifletterà l'evolversi della valutazione delle prospettive da parte del Consiglio direttivo. Se i nuovi dati confermeranno l'aspettativa che le prospettive di inflazione a medio termine non si indeboliranno, neanche dopo la conclusione degli acquisti netti di attività, il Consiglio direttivo porrà

termine agli acquisti netti nel quadro del PAA nel terzo trimestre. Se invece le prospettive di inflazione a medio termine muteranno e le condizioni di finanziamento risulteranno incoerenti con ulteriori progressi verso il conseguimento dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento, il Consiglio direttivo sarà pronto a rivedere il calendario degli acquisti netti di attività in termini di entità e/o durata. Qualsiasi adeguamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE avverrà in un momento successivo rispetto al termine degli acquisti netti nel quadro del PAA e sarà graduale. Il profilo dei tassi di interesse di riferimento della BCE continuerà a essere determinato dalle indicazioni prospettiche (forward guidance) del Consiglio direttivo e dal suo impegno strategico a stabilizzare l'inflazione al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo si attende pertanto che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari a quelli attuali finché non vedrà l'inflazione raggiungere il 2 per cento ben prima della fine dell'orizzonte di proiezione e in maniera durevole per il resto dell'orizzonte di proiezione, e finché non riterrà che i progressi conseguiti dall'inflazione di fondo siano sufficientemente avanzati da essere coerenti con lo stabilizzarsi dell'inflazione al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo ha inoltre confermato le altre misure di politica monetaria.

Attività economica

L'economia mondiale è cresciuta a un ritmo sostenuto nel 2021, nonostante le difficoltà collegate alla recrudescenza della pandemia di coronavirus e alle strozzature dal lato dell'offerta. Gli indicatori ricavati dalle indagini segnalano una perdurante crescita dell'attività economica nel primo trimestre del 2022. Tuttavia, la guerra russo-ucraina genera notevole incertezza per le prospettive mondiali, altrimenti robuste. Le indagini recenti sull'attività economica indicano che, da gennaio a febbraio, la crescita ha acquisito slancio, con l'attenuarsi delle pressioni della pandemia e dal lato dell'offerta. Tuttavia, a causa delle ripercussioni economiche del conflitto e della graduale riduzione delle misure di stimolo, le proiezioni sulla crescita mondiale sono state riviste al ribasso, in particolare per il 2022 e il 2023, rispetto all'esercizio di dicembre. Secondo le stime, il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) sarebbe cresciuto del 6,3 per cento nel 2021; stando alle proiezioni, il ritmo di crescita dovrebbe ridursi al 4,1 per cento nel 2022 e al 3,6 per cento sia nel 2023 che nel 2024. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro rallenterebbe dal 9,9 per cento del 2021 al 4 per cento nel 2022, al 3,2 nel 2023 e al 3,6 nel 2024. Rispetto alle importazioni mondiali, la domanda estera dell'area dell'euro risente maggiormente del conflitto, data la quota relativamente elevata dell'interscambio dell'area derivante dalla Russia e dai paesi dell'Europa centrale e orientale maggiormente esposti alle condizioni avverse determinate dal conflitto. Rispetto alle proiezioni precedenti, il ritmo di espansione della domanda estera nell'area dell'euro è stato lasciato invariato per il 2022 (con l'impatto dell'invasione che compensa interamente l'effetto di trascinamento positivo del 2021) ed è stato rivisto al ribasso per il 2023 e il 2024. Le strozzature dal lato dell'offerta dovrebbero iniziare ad attenuarsi nel corso del 2022, per poi riassorbirsi pienamente entro il 2023. I prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per il 2022 e il 2023, a causa della sovrapposizione tra

rincari delle materie prime, strozzature dal lato dell'offerta e ripresa della domanda. Mentre il futuro corso della pandemia continua a rappresentare un importante fattore di rischio per lo scenario di base delle proiezioni relative all'economia mondiale, la guerra russo-ucraina amplifica notevolmente l'incertezza. I rischi estremi al ribasso derivanti da un ulteriore inasprimento delle tensioni potrebbero essere significativi e compromettere la ripresa mondiale, alimentando al contempo le pressioni inflazionistiche.

Il conflitto russo-ucraino avrà un impatto rilevante sull'attività economica nell'area dell'euro attraverso il rincaro dell'energia e delle materie prime, le turbative del commercio internazionale e il peggioramento del clima di fiducia. Tuttavia le condizioni di fondo sono solide, grazie all'ampio sostegno delle politiche adottate. L'economia è cresciuta del 5,3 per cento nel 2021, con il PIL che ha riguadagnato il livello precedente la pandemia a fine anno. Tuttavia, la crescita ha rallentato allo 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2021 e ci si attende che rimanga debole nel primo trimestre del 2022. Le prospettive per l'economia dipenderanno dal corso del conflitto russo-ucraino e dall'impatto delle sanzioni economiche e finanziarie e di altre misure. Al tempo stesso stanno venendo meno altre circostanze sfavorevoli alla crescita. Secondo lo scenario di base delle proiezioni degli esperti, l'economia dell'area dell'euro continuerebbe a crescere in maniera sostenuta nel 2022, seppure a ritmi meno intensi rispetto a quanto atteso prima dell'inizio della guerra. Le misure introdotte per contenere la diffusione della variante Omicron hanno avuto un impatto minore rispetto a quelle adottate nelle precedenti ondate e sono, al momento, in fase di revoca. Anche le turbative dal lato dell'offerta causate dalla pandemia mostrano segnali di attenuazione e il mercato del lavoro ha continuato a rafforzarsi. L'impatto su cittadini e imprese del forte shock ai prezzi dei beni energetici potrebbe essere parzialmente attutito mediante il ricorso ai risparmi accumulati durante la pandemia e gli interventi fiscali di ristoro.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2022 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro continua a migliorare dopo i disavanzi molto elevati raggiunti in conseguenza della crisi causata dal coronavirus. I rischi per questo scenario di base, tuttavia, sono considerevoli e sempre più orientati verso maggiori disavanzi di bilancio, principalmente per via della guerra in Ucraina. Secondo lo scenario di base, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL sarebbe sceso al 5,5 per cento nel 2021, dal livello massimo del 7,2 per cento toccato nel 2020. Stando alle proiezioni, esso dovrebbe diminuire ulteriormente fino al 3,1 per cento nel 2022 e al 2 per cento entro la fine dell'orizzonte di previsione. Quanto all'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, la forte espansione del 2020 è stata seguita da un moderato inasprimento nel 2021, se si considerano le correzioni per le sovvenzioni del fondo Next Generation EU (NGEU). Nel 2022 tale orientamento dovrebbe inasprirsi ulteriormente, soprattutto per effetto della revoca di una parte considerevole del sostegno di emergenza offerto durante la crisi legata al coronavirus. Tale irrigidimento sarebbe di entità soltanto marginale negli ultimi due anni dell'orizzonte di previsione e continuerebbe a sostenere l'economia in maniera significativa. Alla luce degli elevati rischi di varia origine che attualmente si profilano, e in parte si stanno già concretizzando, le misure di bilancio, anche a livello dell'UE,

contribuirebbero a proteggere l'economia. Le politiche di bilancio devono continuare a essere in grado di reagire rapidamente in funzione dell'evolvere della situazione. La disponibilità a ricorrere a misure di bilancio non è in contraddizione con l'esigenza di una credibile normalizzazione dei conti pubblici nel medio termine.

Nel medio periodo, secondo lo scenario di base delle proiezioni degli esperti, la crescita sarà trainata dal vigore della domanda interna, sostenuta da un mercato del lavoro più solido. Con l'aumento del numero di occupati, le famiglie dovrebbero percepire redditi più elevati e spendere di più. A queste prospettive di crescita contribuiscono anche la ripresa mondiale e il continuo sostegno della politica monetaria e di quella di bilancio. Tale sostegno rimane cruciale, soprattutto in questa difficile situazione geopolitica. Per il 2022 ci si attende una crescita dell'area dell'euro ancora robusta, anche se il suo ritmo sarà più lento rispetto a quanto previsto prima dello scoppio della guerra. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti a marzo prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 5,4 per cento nel 2021, al 3,7 nel 2022, al 2,8 nel 2023 e all'1,6 nel 2024. Rispetto all'esercizio di dicembre, le prospettive sono state riviste al ribasso per il 2022 e il 2023. Tale revisione si basa sull'ipotesi che le attuali turbative all'offerta di energia e le ripercussioni negative della guerra sul clima di fiducia siano temporanee e che le catene di approvvigionamento mondiali non siano significativamente compromesse. In uno scenario avverso – caratterizzato dall'imposizione di sanzioni più severe alla Russia con conseguenti turbative nelle catene globali del valore, rincari dei beni energetici e alcuni tagli temporanei alla produzione nell'area dell'euro, nonché ulteriori turbolenze finanziarie e una più persistente incertezza – la crescita dell'area dell'euro nel 2022 sarebbe di 1,2 punti percentuali inferiore a quella prospettata nello scenario di base. Nel 2023 la differenza sarebbe limitata e nel 2024 la crescita risulterebbe lievemente più vigorosa a causa degli effetti di recupero. Nel caso di uno scenario grave (in cui, oltre alle caratteristiche dello scenario avverso, si ipotizzi una reazione più marcata dei prezzi dell'energia ai più stringenti tagli all'offerta e una più forte ridefinizione dei prezzi nei mercati finanziari), la crescita del PIL potrebbe collocarsi di 1,4 punti percentuali al di sotto del valore previsto dallo scenario di base per il 2022 e di 0,5 punti percentuali al di sotto del valore previsto per il 2023, con effetti di recupero relativamente modesti nel 2024.

Inflazione

L'inflazione è salita al 5,8 per cento a febbraio, dal 5,1 di gennaio, con ulteriori aumenti attesi nel breve termine. La componente energetica dell'inflazione, che ha raggiunto il 31,7 per cento a febbraio, continua a essere il principale fattore alla base del tasso di inflazione complessivamente elevato e sospinge al rialzo i prezzi in molti altri settori. Anche i prezzi dei beni alimentari sono aumentati, per effetto di fattori stagionali, degli elevati costi di trasporto e del rincaro dei fertilizzanti. I costi dell'energia hanno segnato un ulteriore incremento nelle ultime settimane e i prezzi di alcuni prodotti alimentari e materie prime subiranno maggiori pressioni a causa della guerra in Ucraina. I rincari sono divenuti più diffusi. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo negli ultimi mesi si è portata a livelli superiori al 2 per cento. Ciononostante, la persistenza dell'aumento di questi indicatori è incerta,

in considerazione del ruolo dei fattori temporanei legati alla pandemia e degli effetti indiretti del rincaro dell'energia. Gli indicatori basati sul mercato segnalano che le quotazioni dell'energia rimarranno elevate più a lungo di quanto precedentemente atteso, ma registreranno una moderazione nell'orizzonte temporale di riferimento. Anche le pressioni sui prezzi derivanti dalle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale dovrebbero attenuarsi. Le condizioni del mercato del lavoro hanno continuato a migliorare, con il tasso di disoccupazione che, a gennaio, è sceso al 6,8 per cento. Sebbene la carenza di manodopera stia interessando sempre più settori, la dinamica salariale resta nel complesso contenuta. Nel tempo, il ritorno dell'economia al pieno utilizzo della capacità produttiva dovrebbe sostenere una crescita lievemente più rapida delle retribuzioni. Diverse misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati finanziari e dalle indagini si collocano intorno al 2 per cento. Questi fattori forniranno altresì un ulteriore contributo all'inflazione di fondo e favoriranno una stabilizzazione durevole dell'inflazione complessiva sull'obiettivo del 2 per cento.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti a marzo 2022 prevedono un tasso annuo di inflazione del 5,1 per cento nel 2022, del 2,1 per cento nel 2023 e dell'1,9 per cento nel 2024, valori notevolmente più elevati rispetto all'esercizio di dicembre, in particolare per il 2022. Livelli superiori rispetto alle proiezioni di dicembre sono stati previsti anche per l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare, che in media toccherebbe il 2,6 per cento nel 2022, l'1,8 nel 2023 e l'1,9 nel 2024. Se si concretizzasse lo scenario avverso descritto in precedenza, l'inflazione potrebbe risultare di 0,8 punti percentuali superiore nel 2022. Con il riequilibrarsi dei mercati di petrolio e gas, i forti rincari dell'energia si riassorbirebbero gradualmente, determinando un calo dell'inflazione al di sotto dello scenario di base, soprattutto nel 2024. Nello scenario più grave, l'inflazione sarebbe superiore di 2 punti percentuali nel 2022 e significativamente più elevata anche nel 2023. Nel 2024, i più marcati effetti di secondo impatto compenserebbero le ripercussioni negative sull'inflazione dei prezzi dell'energia in calo, lasciando l'inflazione invariata rispetto allo scenario di base.

Valutazione dei rischi

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive economiche siano notevolmente aumentati e orientati verso il basso. Benché siano diminuiti i rischi legati alla pandemia, la guerra in Ucraina potrebbe incidere maggiormente sul clima di fiducia e causare un nuovo inasprimento dei vincoli dal lato dell'offerta. I costi dell'energia persistentemente elevati, unitamente alla perdita di fiducia, potrebbero deprimere la domanda più del previsto e frenare consumi e investimenti. Gli stessi fattori costituiscono rischi per le prospettive di inflazione, orientati verso l'alto nel breve termine. La guerra in Ucraina pone un notevole rischio al rialzo, in particolare per le quotazioni dell'energia. Se le pressioni sui prezzi si traducevano in aumenti salariali maggiori di quanto anticipato o vi fossero persistenti implicazioni avverse dal lato dell'offerta, l'inflazione potrebbe anche collocarsi su livelli più elevati nel medio periodo. Tuttavia, un eventuale indebolimento della domanda nel medio periodo potrebbe anche ridurre le pressioni sui prezzi.

Condizioni finanziarie e monetarie

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha causato considerevole volatilità nei mercati finanziari. Dall'inizio delle ostilità, i tassi di interesse di mercato privi di rischio hanno parzialmente invertito la tendenza al rialzo osservata dopo la riunione del Consiglio direttivo di febbraio e le quotazioni azionarie sono scese. Le sanzioni finanziarie contro la Russia, compresa l'esclusione di alcune banche russe dalla rete SWIFT, finora non hanno comportato gravi tensioni nei mercati monetari né carenze di liquidità nel sistema bancario dell'area dell'euro. I bilanci delle banche continuano a godere, nel complesso, di un buono stato di salute, grazie alle solide posizioni patrimoniali e ai minori livelli di crediti deteriorati. Attualmente la redditività delle banche è pari ai livelli precedenti la pandemia. I tassi sul credito bancario alle imprese sono lievemente aumentati, mentre quelli sui mutui alle famiglie si mantengono stabili a livelli storicamente bassi. I flussi di credito alle imprese sono diminuiti, dopo il forte incremento registrato nell'ultimo trimestre del 2021. I prestiti alle famiglie, in particolare per l'acquisto di abitazioni, mostrano una buona tenuta.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della propria valutazione aggiornata e considerato il contesto di incertezza, il Consiglio direttivo ha rivisto il calendario del programma di acquisto di attività (PAA) per i prossimi mesi. Gli acquisti netti mensili nel quadro del PAA saranno pari a 40 miliardi di euro ad aprile, 30 miliardi di euro a maggio e 20 miliardi di euro a giugno. La calibrazione degli acquisti netti per il terzo trimestre sarà guidata dai dati e rifletterà l'evolversi della valutazione delle prospettive da parte del Consiglio direttivo. Se i nuovi dati confermeranno l'aspettativa che le prospettive di inflazione a medio termine non si indeboliranno neanche dopo la conclusione degli acquisti netti di attività, il Consiglio direttivo porrà termine agli acquisti netti nel quadro del PAA nel terzo trimestre. Se invece le prospettive di inflazione a medio termine muteranno e le condizioni di finanziamento risulteranno incoerenti con ulteriori progressi verso il conseguimento dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento, il Consiglio direttivo sarà pronto a rivedere il calendario degli acquisti netti di attività in termini di entità e/o durata.

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.

I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,50 per cento.

Qualsiasi adeguamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE avverrà in un momento successivo rispetto al termine degli acquisti netti nel quadro del PAA e sarà graduale. Il profilo dei tassi di interesse di riferimento della BCE continuerà a

essere determinato dalle indicazioni prospettiche (forward guidance) del Consiglio direttivo e dal suo impegno strategico a stabilizzare l'inflazione al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo si attende pertanto che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari a quelli attuali finché non vedrà l'inflazione raggiungere il 2 per cento ben prima della fine dell'orizzonte di proiezione e in maniera durevole per il resto dell'orizzonte di proiezione, e finché non riterrà che i progressi conseguiti dall'inflazione di fondo siano sufficientemente avanzati da essere coerenti con lo stabilizzarsi dell'inflazione al 2 per cento nel medio periodo.

Per il primo trimestre del 2022 il Consiglio direttivo sta conducendo gli acquisti netti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) a un ritmo inferiore rispetto al trimestre precedente. Interromperà gli acquisti netti di attività nell'ambito di tale programma 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 conseguire 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 dei mercati 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 è in atto una ripresa dalle conseguenze della pandemia. Gli acquisti netti nell'ambito del PEPP potrebbero anche essere riavviati, se necessario, per contrastare gli shock negativi legati alla pandemia.

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.

In considerazione del contesto di forte incertezza determinato dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e del rischio di ripercussioni a livello regionale che potrebbero incidere negativamente sui mercati finanziari dell'area dell'euro, il Consiglio direttivo ha deciso di estendere le operazioni di pronti contro termine dell'Eurosistema per le banche centrali (Eurosystem repo facility for central banks, EUREP) fino al 15 gennaio 2023. L'EUREP continuerà pertanto a integrare i regolari accordi che forniscono liquidità in euro alle banche centrali al di fuori dell'area. Nel loro insieme, tali strumenti costituiscono un sistema di sostegno completo volto a far fronte a eventuali fabbisogni di liquidità in euro, in caso di disfunzioni nei mercati all'esterno dell'area che potrebbero incidere negativamente sull'ordinata trasmissione della politica monetaria della BCE. Il Consiglio direttivo valuterà caso per caso eventuali richieste di singole linee di liquidità da parte di banche centrali non appartenenti all'area dell'euro.

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.

Contesto esterno

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2022 segnalano una dinamica modesta dell'attività economica mondiale al volgere dell'anno, riconducibile al fatto che la variante Omicron del coronavirus (COVID-19) ha iniziato a diffondersi rapidamente, che le strozzature dal lato dell'offerta non si sono riassorbite e che i prezzi delle materie prime sono rimasti elevati. La guerra russo-ucraina genera notevole incertezza per le prospettive a livello mondiale, soprattutto nel breve termine. Secondo le stime, il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) sarebbe aumentato del 6,3 per cento nel 2021, mentre il ritmo di crescita dovrebbe poi moderarsi al 4,1 per cento nel 2022 e al 3,6 sia nel 2023 sia nel 2024. Rispetto alle proiezioni precedenti, la crescita mondiale è stata rivista al rialzo per il 2021, anno in cui il significativo sostegno fornito dalle politiche ha alimentato la domanda mondiale di beni, e al ribasso per il 2022 e per il 2023 in particolare, per effetto delle ricadute economiche della guerra russo-ucraina e del graduale venir meno delle misure di stimolo. Dopo una forte ripresa nel 2021 (12,1 per cento), la crescita delle importazioni mondiali dovrebbe moderarsi nel 2022 in ragione del calo dell'attività e dell'impatto negativo sul commercio della guerra russo-ucraina. Nel 2023 e nel 2024 le importazioni mondiali dovrebbero aumentare a un ritmo più contenuto, di riflesso agli effetti del conflitto in atto, della decelerazione generalizzata nelle varie regioni e dell'ipotesi di una graduale normalizzazione della domanda di beni di consumo. Ci si attende che la crescita della domanda estera dell'area dell'euro diminuisca dal 9,9 per cento del 2021 al 4 nel 2022, al 3,2 nel 2023 e al 3,6 nel 2024. Rispetto alle importazioni mondiali, la domanda estera dell'area dell'euro risente maggiormente del conflitto, dato il maggior peso nel commercio dell'area che hanno la Russia e i paesi dell'Europa centrale e orientale, più esposti agli andamenti sfavorevoli derivanti dal conflitto rispetto ad altri paesi esterni all'area. Rispetto alle proiezioni precedenti, il tasso di incremento della domanda estera dell'area dell'euro rimane invariato per il 2022, con l'impatto dell'invasione che compensa interamente l'effetto di trascinamento positivo del 2021, ed è stato rivisto al ribasso per il 2023 (-1,1 punti percentuali) e per il 2024 (-0,3 punti percentuali). Le strozzature dal lato dell'offerta dovrebbero iniziare ad attenuarsi nel 2022 e riassorbirsi pienamente entro il 2023. I prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per il 2022 e per il 2023, in una concomitanza di rincari delle materie prime, strozzature dal lato dell'offerta e ripresa della domanda. Mentre il futuro corso della pandemia continua a rappresentare un importante fattore di rischio per lo scenario di base delle proiezioni per l'economia mondiale, la guerra russo-ucraina amplifica notevolmente l'incertezza. In prospettiva i rischi al ribasso estremi connessi con un ulteriore inasprimento del conflitto potrebbero rivelarsi significativi e compromettere la ripresa a livello mondiale, alimentando al tempo stesso le spinte inflazionistiche.

Attività economica e commercio a livello mondiale

L'economia mondiale è cresciuta a ritmi sostenuti nel corso del 2021, nonostante le difficoltà legate alla recrudescenza della pandemia e alle

strozzature dal lato dell'offerta. Nel 2021 i contagi da COVID-19 sono aumentati in momenti diversi nelle varie parti del mondo e hanno gravato sull'attività economica anche laddove non sussistevano forti misure di contenimento. Ciononostante, il PIL in termini reali ha continuato a recuperare, trainato dal significativo sostegno fornito dalle politiche e dalla forte ripresa della domanda mondiale di beni manifatturieri, con la domanda dei consumatori che ha penalizzato i servizi in conseguenza delle misure di contenimento connesse con la pandemia. In un contesto in cui i produttori hanno faticato a soddisfare la maggiore domanda di beni aumentando l'offerta in pari misura e le interruzioni in ambito logistico hanno ostacolato la fornitura tempestiva di fattori di produzione, le gravi tensioni nelle reti produttive mondiali hanno iniziato a gravare sul ciclo economico mondiale già verso la fine del 2020, dando luogo a condizioni sfavorevoli per la ripresa economica nel 2021¹. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre scorso, per il 2021 la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) è stata rivista al rialzo di 0,3 punti percentuali, al 6,3 per cento.

Gli indicatori ricavati dalle indagini indicano che l'espansione dell'attività è proseguita nel primo trimestre del 2022 e che le turbative dal lato dell'offerta hanno toccato il picco massimo dalla fine dello scorso anno. A febbraio l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) esclusa l'area dell'euro è salito a 53,1 (da 51 a gennaio), trainato principalmente dal settore dei servizi, che ha segnato una ripresa dopo il calo osservato al volgere dell'anno a causa della diffusione della variante Omicron. Anche il PMI mondiale relativo al prodotto nel settore manifatturiero è aumentato, ma in misura minore, dando segnali di una crescita positiva ma moderata. Nel complesso, ci si attende che l'impatto economico della variante Omicron sia contenuto e si limiti al primo trimestre del 2022. Non si può escludere, tuttavia, l'emergere di nuove e più aggressive varianti del virus, pertanto il COVID-19 continua a rappresentare un rischio al ribasso per l'economia mondiale nonostante la forte protezione offerta dai vaccini. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, per il primo trimestre del 2022 la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) è stata rivista al ribasso di 0,7 punti percentuali, allo 0,5 per cento sul trimestre precedente, in ampia misura a causa della variante Omicron. Di recente l'indice PMI mondiale relativo ai tempi di consegna dei fornitori (esclusa l'area dell'euro) è migliorato lievemente, ma continua a essere restrittivo e a segnalare tempi di consegna lunghi, mentre il trasporto marittimo si conferma fortemente congestionato. Nel contempo, data la forte crescita osservata negli ultimi mesi nell'interscambio di merci e nella produzione automobilistica, sembra che i vincoli dal lato dell'offerta in alcuni settori possano aver superato il picco. Nel complesso, le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2022 dagli esperti della BCE continuano a ipotizzare che le strozzature dal lato dell'offerta cominceranno ad attenuarsi gradualmente nel corso del 2022 e a riassorbirsi appieno entro il 2023. Ciò avverrà in un contesto in cui la domanda dei consumatori torna a spostarsi dai beni ai servizi e c'è un incremento

¹ Cfr. il riquadro 1 in questo numero del Bollettino.

della capacità di trasporto e della disponibilità di semiconduttori, sulla scorta di investimenti programmati.

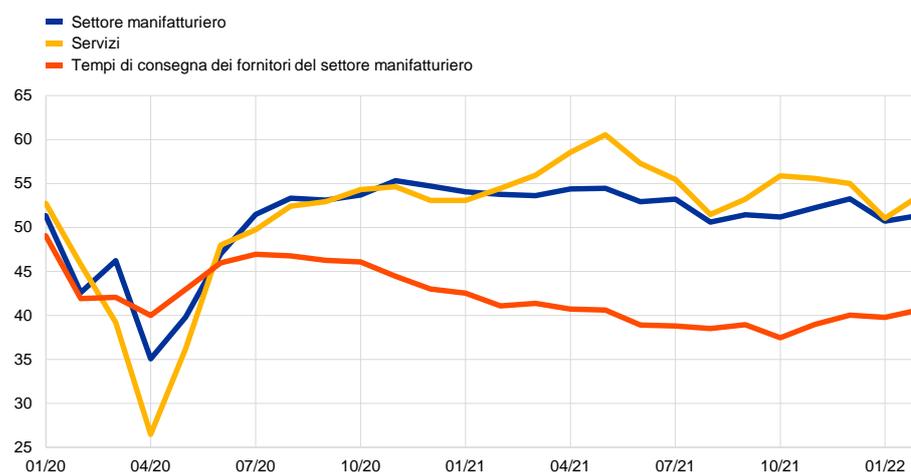
La guerra russo-ucraina genera notevole incertezza per le prospettive mondiali, altrimenti robuste.

L'invasione russa dell'Ucraina ha generato nervosismo nell'economia mondiale e si ritiene che graverà sulle prospettive a livello internazionale principalmente attraverso tre canali. In primo luogo, le pesanti sanzioni finanziarie e commerciali (esclusa l'energia) imposte alla Russia incideranno significativamente sull'attività economica e sul commercio di tale paese nell'orizzonte di proiezione. L'esclusione di alcune banche russe da SWIFT si traduce in turbative più ampie, che incidono anche sul commercio mondiale, ostacolando profondamente il finanziamento del commercio per le imprese russe. In secondo luogo, il conflitto ha esercitato significative pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime, in quanto la Russia ricopre un ruolo di rilievo nei mercati dell'energia dell'UE, mentre l'Ucraina rappresenta uno dei maggiori esportatori di materie prime alimentari, principalmente cereali, verso l'Unione. I prezzi delle materie prime avevano già risentito in misura significativa delle crescenti tensioni geopolitiche registrate nel corso del 2021 e l'invasione dell'Ucraina li ha spinti ulteriormente verso l'alto². Infine, la guerra russo-ucraina danneggia il clima di fiducia a livello mondiale, generando effetti negativi sia dal punto di vista finanziario, sia da quello dell'economia reale. Ci si attende che il conseguente peggioramento delle condizioni finanziarie, assieme alle protratte tensioni geopolitiche e all'incertezza, influisca a sua volta sugli investimenti.

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



Fonti: IHS Markit ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

² Sebbene finora le sanzioni non abbiano interessato direttamente il settore energetico, è probabile che alcune turbative dal lato dell'offerta si siano già verificate. Ciò è dovuto al fatto che le imprese sono sempre più riluttanti ad acquistare petrolio dalla Russia; quelle di maggiori dimensioni stanno cedendo le proprie attività connesse con il petrolio russo e banche e compagnie di assicurazione sono sempre più restie a finanziare o assicurare il commercio russo di materie prime.

Il sostegno che le politiche forniscono alla crescita sta diminuendo nell'orizzonte di proiezione.

Il continuo verificarsi, nel corso del 2021, di eventi inflazionistici inattesi ha indotto le banche centrali ad annunciare un più rapido rientro dalle misure di stimolo legate alla pandemia e alcune economie emergenti (EME) sono entrate nel ciclo di inasprimento già nel 2021. Di conseguenza, le condizioni finanziarie sono diventate più restrittive, gravando quindi sulla crescita economica in Brasile e in altri paesi. Anche in alcune grandi economie avanzate la politica monetaria si sta facendo meno accomodante. La Bank of England ha avviato un inasprimento a dicembre 2021 e da allora ha innalzato tre volte i tassi di interesse. Negli Stati Uniti il Federal Reserve System ha iniziato a ritirare lo stimolo di politica monetaria e a marzo 2022 ha aumentato il tasso obiettivo sui federal funds. Ci si attende ora un ritmo di inasprimento della politica monetaria più rapido rispetto a quanto previsto alcuni mesi fa e si ipotizza una riduzione del ritmo mensile degli acquisti netti alla prossima riunione. L'orientamento di politica monetaria rimane accomodante in Cina, dove la banca centrale ha recentemente ridotto l'aliquota della riserva obbligatoria per le banche e abbassato diversi tassi di riferimento principali in risposta ai fattori avversi alla crescita. Anche in Giappone la politica monetaria rimane accomodante, con l'inflazione che si colloca al di sotto dell'obiettivo fissato dalla banca centrale.

Le condizioni finanziarie internazionali hanno fatto registrare un inasprimento sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti.

Dopo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, le condizioni finanziarie nelle economie avanzate sono divenute meno accomodanti, pur rimanendo distese negli Stati Uniti, se le si considera alla luce della posizione dell'economia nel ciclo economico. Inizialmente gli andamenti erano dominati dall'attenuarsi dei timori per i rischi al ribasso posti dalla variante Omicron e dalle crescenti aspettative di un inasprimento della politica monetaria da parte del Federal Reserve System. Più di recente, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha avuto un impatto restrittivo sulle condizioni finanziarie, in un contesto caratterizzato da un deterioramento della propensione al rischio, in particolare nei mercati europei. Nelle economie emergenti le condizioni finanziarie hanno continuato a inasprirsi in un contesto in cui il clima di avversione al rischio si è sommato all'inasprimento della politica monetaria nell'ultimo anno, soprattutto nelle grandi economie emergenti, in presenza di inflazione elevata (ad eccezione della Cina).

La crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe subire una graduale moderazione nell'orizzonte di proiezione.

A partire dal 2022 il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe far registrare tassi di crescita più contenuti. Ciò riflette l'impatto di breve durata della variante Omicron e, in prospettiva, l'effetto della guerra russo-ucraina. L'inflazione in aumento dovrebbe mantenere i consumi privati su livelli contenuti, mentre le condizioni più tese nel mercato del lavoro e il minore sostegno fornito dalle politiche, che sono solo in parte controbilanciati dall'attenuarsi delle strozzature dal lato dell'offerta, dovrebbero continuare a frenare l'economia. Ciò vale in particolare per gli Stati Uniti, dove si ipotizza che il sostegno offerto della politica monetaria venga riassorbito a partire dal 2022. Inoltre, lo stimolo di bilancio incorporato nell'attuale scenario di base è inferiore rispetto a quanto ipotizzato fino alle proiezioni macroeconomiche

formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021. Poiché non ci si attende che il Congresso approvi il Build Back Better Act, lo scenario di base include solo le misure adottate nel corso dell'estate. In Russia la crescita economica dovrebbe risentire fortemente degli effetti della guerra in Ucraina e delle sanzioni imposte. Guardando alle altre economie emergenti, si prevede che la crescita rallenti in Brasile, principalmente a causa di un inasprimento molto marcato della politica monetaria in risposta alle crescenti pressioni inflazionistiche, e in Turchia, date le turbolenze sui mercati connesse con l'elevata incertezza sul piano delle politiche e con l'inflazione molto elevata, che hanno inciso negativamente su consumi e investimenti. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021, la crescita del PIL mondiale in termini reali è stata rivista al ribasso nell'orizzonte di proiezione (-0,4 punti percentuali nel 2022, -0,3 punti percentuali nel 2023 e -0,1 punti percentuali nel 2024). Nel 2022 l'impatto avverso dei fattori elencati sopra è in parte compensato da un effetto di trascinamento positivo dalla fine del 2021, mentre le revisioni al ribasso per gli anni successivi sono riconducibili a una più debole crescita a livello mondiale dovuta alla guerra russo-ucraina, nonché a una minore crescita sia negli Stati Uniti, sia in alcune grandi economie emergenti. Le proiezioni indicano una crescita del PIL in termini reali pari al 4,1 per cento nel 2022 e al 3,6 per cento sia nel 2023 sia nel 2024.

Negli Stati Uniti ci si attende che l'attività economica abbia rallentato al volgere dell'anno per effetto della variante Omicron e del minore sostegno pubblico. L'economia statunitense ha registrato una forte espansione nel quarto trimestre del 2021, trainata principalmente da un significativo reintegro delle scorte. La crescita dovrebbe essere diminuita al volgere dell'anno a causa dell'impatto della variante Omicron e del calo dei consumi privati indotto dalla riduzione dei trasferimenti pubblici. Successivamente l'attività economica dovrebbe segnare una ripresa, sebbene solo graduale, giacché si ritiene che la guerra russo-ucraina graverà sull'attività, soprattutto nel secondo trimestre. L'inflazione al consumo, sia complessiva sia di fondo, negli scorsi mesi ha continuato a essere superiore alle aspettative, inducendo quindi la Federal Reserve a ritirare progressivamente il suo stimolo di politica monetaria e ad aumentare i tassi a marzo 2022. Nel contempo, il numero complessivo di rialzi dei tassi prefigurato per il 2022 dalle proiezioni pubblicate di recente, a marzo 2022, dal Federal Open Market Committee è stato portato a sette, con un "overshooting" del tasso neutrale di lungo periodo per il 2023-2024. Negli Stati Uniti la crescita dovrebbe moderarsi nell'orizzonte di previsione per effetto di un minore impulso fiscale e di un inasprimento della politica monetaria. L'inflazione complessiva raggiungerebbe un picco superiore al 7 per cento nel primo trimestre del 2022 per poi diminuire, pur rimanendo al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Federal Reserve, in linea con un output gap positivo.

In Cina l'attività economica è rimasta contenuta al volgere dell'anno, indebolita dal protrarsi di circostanze sfavorevoli. La crescita del PIL in termini reali è diminuita nella seconda metà del 2021 su base annua, riflettendo le turbolenze nel settore degli immobili residenziali e ai nuovi focolai di COVID-19. Queste circostanze sfavorevoli hanno continuato a gravare su investimenti e consumi al volgere

dell'anno, tanto che si ipotizza un rallentamento della crescita del PIL e dell'interscambio nel primo trimestre del 2022. Nel secondo trimestre ci si attende che l'effetto della guerra russo-ucraina limiti lievemente il vigore del recupero previsto. L'inflazione al consumo complessiva è scesa dall'1,5 per cento di dicembre allo 0,9 a gennaio (sul periodo corrispondente), soprattutto a causa della deflazione dei prezzi dei beni alimentari connessa con la normalizzazione dei prezzi della carne suina e con la ripresa dell'offerta di beni alimentari dopo le turbative causate dalle condizioni meteorologiche avverse. L'inflazione di fondo misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasta invariata all'1,2 per cento (sul periodo corrispondente). Agli inizi del 2022 i rincari delle materie prime hanno determinato revisioni al rialzo delle previsioni di inflazione, ma non ci si aspettano variazioni significative nelle prospettive di inflazione per il 2022-2024. La politica economica sta diventando più accomodante per controbilanciare gli andamenti avversi alla crescita.

In Giappone la ripresa dovrebbe consolidarsi ulteriormente in una prospettiva di più lungo periodo, dopo il temporaneo rallentamento della crescita osservato agli inizi del 2022.

La ripresa economica ha segnato un recupero verso l'ultima parte del 2021, dopo che, alla fine dell'estate, le misure di contenimento sono state revocate e si è assistito a un primo allentamento di alcuni vincoli dal lato dell'offerta. Sebbene per gli inizi del 2022 sia atteso un rallentamento dell'economia per effetto della variante Omicron e dei perduranti vincoli dal lato dell'offerta, in una prospettiva di più lungo termine si intravede una ripresa più consolidata, sulla scorta dei recenti annunci di ulteriori misure di stimolo fiscale. Si ritiene che le ripercussioni della guerra russo-ucraina siano piuttosto contenute in questa fase e limitate principalmente al breve periodo. La crescita economica dovrebbe successivamente moderarsi e tornare gradualmente su valori tendenziali. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC dovrebbe aumentare nel breve periodo, in parte per il venir meno di alcuni fattori temporanei (fra cui il calo delle tariffe di telefonia mobile), rimanendo comunque al di sotto dell'obiettivo fissato dalla banca centrale nell'orizzonte di proiezione.

Nel Regno Unito le prospettive dovrebbero rimanere piuttosto modeste, a fronte di forti pressioni sui prezzi e di perduranti strozzature dal lato dell'offerta.

Il ritmo della ripresa economica si è confermato debole nell'ultimo trimestre del 2021, principalmente a causa della rapida diffusione della variante Omicron nel mese di dicembre, che si è andata ad aggiungere alle tensioni derivanti dalle strozzature dal lato dell'offerta e dalla carenza di manodopera in alcuni settori. Se da un lato il freno esercitato dalla variante Omicron sembra di breve durata, dall'altro ci si attende che le ripercussioni della guerra russo-ucraina gravino sulla crescita nel breve periodo. A più lungo termine, ci si attende che altri ostacoli, di natura più strutturale, in parte connessi con la Brexit, continuino a gravare sull'attività economica del Regno Unito nell'orizzonte di proiezione. L'inflazione al consumo si è rivelata superiore alle attese a gennaio a causa degli elevati prezzi dei beni alimentari e dei costi dei servizi in aumento. L'inflazione complessiva dovrebbe raggiungere un massimo prossimo al 7 per cento nel secondo trimestre del 2022, sullo sfondo delle attese di ulteriori rialzi dei tassi da parte della Bank of England, per poi successivamente moderarsi.

Negli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale gli andamenti avversi, non da ultimo quelli riconducibili alla guerra in Ucraina, dovrebbero far diminuire il ritmo dell'espansione. Nella seconda metà del 2021 l'attività economica in Europa centrale e orientale ha continuato a espandersi a ritmi robusti, sospinta dai solidi consumi delle famiglie. In prospettiva, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe moderarsi a fronte delle ricadute economiche della guerra in Ucraina, delle persistenti strozzature dal lato dell'offerta, delle pressioni sui prezzi e di un temporaneo aumento dei nuovi contagi da COVID-19. L'attività economica dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta nel medio periodo, trainata da una domanda interna in ripresa. Gli andamenti nei mercati dell'energia e i dati più recenti segnalano il protrarsi delle spinte inflazionistiche per il 2022 e il 2023, mentre le proiezioni indicano una normalizzazione verso tassi più contenuti alla fine dell'orizzonte di previsione.

In Russia ci si attende che nel 2022 l'economia entri in recessione a seguito dell'invasione dell'Ucraina e delle conseguenti sanzioni imposte dai paesi occidentali. Verso la fine del 2021 lo slancio della crescita è stato vigoroso, ma ci si attende che le pesanti sanzioni e il clima di fiducia negativo riducano in misura significativa il finanziamento interno ed esterno, facciano diminuire consumi e investimenti e compromettano il commercio internazionale della Russia. Il considerevole deprezzamento del rublo ha indotto la banca centrale ad aumentare il tasso di riferimento dal 9,5 al 20 per cento e a imporre controlli sui movimenti di capitali per stabilizzare i mercati. In prospettiva, è probabile che il deprezzamento del rublo e gli shock sui prezzi all'importazione derivanti dalle sanzioni facciano sì che l'inflazione si mantenga su livelli elevati e ritorni verso l'obiettivo del 4 per cento stabilito dalla Banca centrale russa solo con gradualità, nel medio periodo. Le prospettive rimangono offuscate dai significativi rischi geopolitici.

In Brasile ci si attende che il rapido inasprimento della politica monetaria e il contesto estero meno favorevole gravino sulla crescita nel 2022. Nell'ultimo trimestre del 2021 la crescita economica ha segnato una ripresa, a fronte del minor freno esercitato dalle esportazioni nette. Nel contempo la ripresa della domanda interna si è mantenuta su livelli modesti a causa dell'elevata inflazione, dei tassi di interesse in aumento, del peggioramento del clima di fiducia sui mercati e del persistere delle strozzature dal lato dell'offerta. È probabile che il rapido inasprimento della politica monetaria e il contesto estero meno favorevole gravino sulla crescita nel 2022, mentre si prevede che l'impatto della variante Omicron sia solo di breve durata. Ci si attende che la crescita economica registri una certa ripresa oltre il 2022, a fronte di un miglioramento del clima di fiducia nei mercati e di un riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta. Tuttavia, margini di bilancio limitati e progressi insufficienti sul fronte delle riforme strutturali continueranno a frenare le prospettive di crescita nel medio periodo. Alla luce della recente impennata dei prezzi delle materie prime, l'inflazione al consumo dovrebbe tornare all'obiettivo solo nel 2023.

In Turchia l'attività economica dovrebbe registrare un brusco rallentamento dopo la forte espansione osservata nel 2021, in un contesto in cui l'incertezza sul piano delle politiche e gli squilibri macroeconomici sono esacerbati dalla

notevole esposizione alle ripercussioni della guerra russo-ucraina. In Turchia nel 2021 l'attività economica ha segnato una forte ripresa per effetto delle politiche economiche accomodanti, della domanda differita e della vigorosa domanda estera. Nonostante le crescenti spinte inflazionistiche e al deprezzamento, lo scorso dicembre la banca centrale ha ridotto il tasso di riferimento per la quarta volta consecutiva, portandolo al 14 per cento. Di conseguenza, i mercati valutari e azionari hanno registrato una volatilità storicamente elevata, successivamente frenata da ingenti interventi sul mercato valutario e dall'introduzione di un nuovo sistema di depositi a termine in lira protetti. L'inflazione ha raggiunto il 36,1 per cento a dicembre 2021 ed è salita a quasi il 55 per cento a febbraio 2022. In prospettiva, il rallentamento dei consumi privati indotto dall'aumento del costo della vita, a cui si aggiunge la flessione degli investimenti, dovrebbe gravare sulle prospettive di crescita. È probabile che le ripercussioni economiche della guerra russo-ucraina si rivelino significative per la Turchia, alla luce dei considerevoli flussi di turisti provenienti da entrambi i paesi e della dipendenza della Turchia dalle importazioni (di beni energetici) dalla Russia. Il conflitto potrebbe quindi incidere seriamente sulla crescita e sulla stabilità macroeconomica, andando ad aggiungersi alle pressioni inflazionistiche, riducendo le esportazioni e ampliando il disavanzo di conto corrente, il che a sua volta potrebbe esacerbare il già consistente deprezzamento della lira.

L'interscambio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ha registrato una crescita robusta nel 2021, sospinto dalla forte domanda di beni, nonostante le turbative lungo le catene di approvvigionamento. Il vigore dell'interscambio mondiale si è dimostrato superiore alle attese nella seconda metà del 2021, grazie alla robusta dinamica osservata nei paesi emergenti dell'Asia e, nel quarto trimestre, negli Stati Uniti. Le tensioni che hanno interessato le reti produttive mondiali continuano a essere avvertite soprattutto nel settore del trasporto marittimo, in cui i prezzi rimangono elevati. Per contro, la ripresa della produzione automobilistica mondiale segnala una lieve attenuazione della carenza di semiconduttori negli ultimi mesi. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre scorso, per il 2021 la crescita delle importazioni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) è stata rivista al rialzo di 1 punto percentuale, al 12,1 per cento.

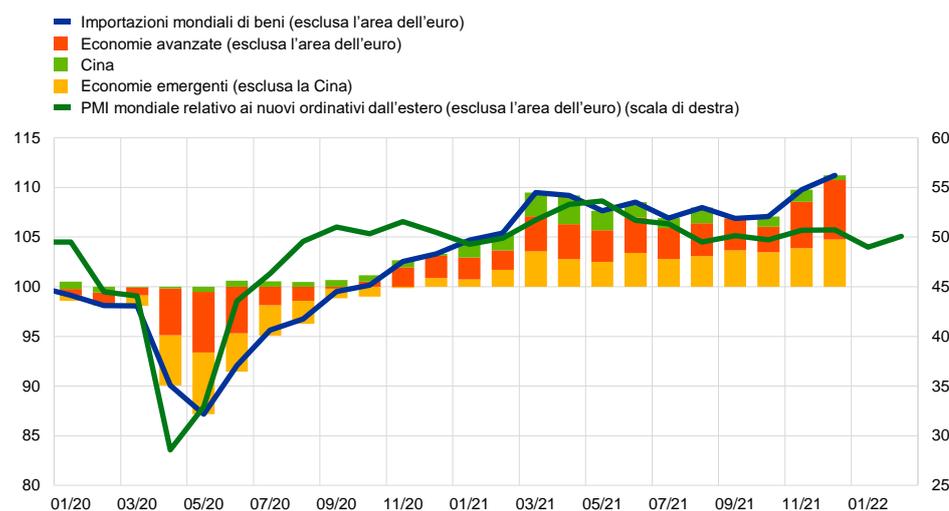
Gli indicatori ad alta frequenza più recenti segnalano una crescita modesta dell'interscambio al volgere dell'anno, che dovrebbe tuttavia rivelarsi temporanea. Tra dicembre e gennaio, con l'intensificarsi della pandemia, gli scambi di servizi (come evidenziato dagli indicatori settimanali sulle prenotazioni nel settore alberghiero e sul numero di voli) sono diminuiti. Tale volatilità si è dimostrata solo temporanea, dal momento che i timori circa la gravità dell'impatto della variante Omicron hanno iniziato a dissiparsi. Per il primo trimestre del 2022 i dati ad alta frequenza segnalano il protrarsi della crescita dell'interscambio, riconducibile alla forte domanda, in particolare di acciaio e prodotti tecnologici, e a strozzature lievemente meno pregiudizievoli. Gli ordinativi dall'estero di Taiwan, una spia della domanda di tecnologie su scala globale, sono aumentati nettamente a partire dalla metà del 2021, raggiungendo i massimi storici a novembre. La produzione di acciaio ha segnato una forte ripresa verso la fine del 2021, dopo la brusca contrazione osservata nel terzo trimestre a fronte di un rallentamento nel settore immobiliare

cinese e di nuove ondate di contagi da COVID-19. Ci si attende che questa vigorosa ripresa prosegua nella prima parte del 2022.

Grafico 2

Importazioni mondiali di beni e PMI mondiale per i nuovi ordinativi dall'estero (esclusa l'area dell'euro)

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



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022 per i dati relativi al PMI e a dicembre 2021 per le importazioni mondiali di beni.

La crescita delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe normalizzarsi gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione. Il risultato superiore alle aspettative registrato nella seconda metà del 2021 dà luogo a un considerevole effetto di trascinamento nel 2022, che compensa ampiamente la più debole dinamica derivante dalle revisioni all'attività mondiale e dagli effetti negativi della guerra russo-ucraina sull'interscambio. Ci si attende che nel 2023 le importazioni mondiali aumentino a un ritmo più moderato, in ragione degli effetti del conflitto in atto, del rallentamento generalizzato nelle varie regioni e dell'ipotesi per cui la domanda di beni di consumo gradualmente si normalizzerà. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre scorso, la crescita delle importazioni mondiali è stata rivista al rialzo per il 2022 (di 0,7 punti percentuali) per via dell'effetto di trascinamento positivo, e al ribasso per il 2023 e il 2024 (rispettivamente di 0,7 e 0,2 punti percentuali).

Anche la domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe registrare una graduale moderazione nell'orizzonte di proiezione, di riflesso alle ripercussioni della guerra russo-ucraina. Dopo un totale stimato pari al 9,9 per cento per il 2021, la crescita della domanda estera nell'area dell'euro dovrebbe moderarsi al 4,0 per cento nel 2022, al 3,2 nel 2023 e al 3,6 nel 2024. In confronto alle importazioni mondiali, la domanda estera dell'area dell'euro risente maggiormente del conflitto, data la considerevole incidenza che hanno sul commercio dell'area la Russia e i paesi dell'Europa centrale e orientale, più esposti agli andamenti sfavorevoli derivanti dal conflitto in confronto ad altri paesi esterni all'area. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre

scorso, il tasso di incremento della domanda estera dell'area dell'euro rimane invariato per il 2022, con l'impatto dell'invasione che compensa interamente l'effetto di trascinamento positivo del 2021, e rivisto al ribasso per il 2023 (di 1,1 punti percentuali) e per il 2024 (di 0,3 punti percentuali).

Data l'incertezza molto elevata che caratterizza le previsioni, si ritiene che il quadro complessivo dei rischi che gravano sulle prospettive mondiali sia orientato verso il basso per l'attività economica e verso l'alto per l'inflazione.

Se da un lato la pandemia continua a rappresentare un importante rischio al ribasso per le prospettive mondiali, dall'altro l'invasione russa in Ucraina ha significativamente accresciuto l'incertezza, intaccando la crescita a livello mondiale. In prospettiva, i rischi al ribasso estremi, derivanti da un ulteriore inasprimento del conflitto, potrebbero rivelarsi significativi e compromettere la ripresa mondiale, alimentando al tempo stesso le pressioni inflazionistiche. Le imprese potrebbero trasferire i rincari delle materie prime (che si traducono in un incremento dei costi di produzione) ai consumatori nella forma di prezzi dei beni finali più elevati. Ciò, a sua volta, potrebbe portare a maggiori rivendicazioni salariali e alimentare ulteriormente le pressioni inflazionistiche tramite una spirale salari-prezzi. Inoltre, il conflitto russo-ucraino potrebbe aggravare le strozzature dal lato dell'offerta, provocando carenze di materie prime e di beni primari essenziali in particolare, nonché problemi logistici e di trasporto derivanti dai divieti al trasporto aereo e navale, con ricadute sul commercio nell'intera regione.

Andamenti dei prezzi a livello mondiale

I prezzi dei beni energetici, elevati e in ulteriore aumento, continuano a rappresentare un fattore avverso cruciale per l'economia mondiale. I prezzi a pronti del petrolio sono aumentati rapidamente dopo la data di ultimo aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 (+57 per cento al 9 marzo) e continuano a riflettere la ripresa della domanda, nonché i vincoli dal lato dell'offerta. Dal lato della domanda, i mercati del petrolio sembrano rispecchiare la visione ottimistica per cui la variante Omicron non inciderà sulla domanda mondiale di petrolio quanto temuto in precedenza. Più di recente, i corsi petroliferi sono stati influenzati principalmente dai rischi dal lato dell'offerta. In primo luogo, l'invasione russa dell'Ucraina ha generato il timore di una minaccia nel breve termine per quanto riguarda l'offerta di petrolio, dal momento che la Russia copre circa il 10 per cento dell'offerta mondiale. In secondo luogo, i paesi OPEC+ hanno continuato a non raggiungere gli obiettivi di produzione programmati, specialmente Nigeria e Angola a causa di infrastrutture obsolete e instabilità politica. Secondo l'ultimo rapporto dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense è altresì improbabile che vengano raggiunti gli obiettivi per il 2022, date le difficoltà incontrate da alcuni paesi nel ridurre i margini di capacità inutilizzata. Le quotazioni dei future sui prezzi del petrolio continuano a delineare una curva discendente, di riflesso alle attuali tensioni nel mercato del petrolio e all'elevato rendimento di convenienza, mentre sono aumentati i rischi al rialzo estremi, con l'acuirsi delle tensioni tra Russia e Ucraina poi sfociate nella guerra. I prezzi a pronti del gas europei restano molto volatili e riflettono i timori che la Russia possa razionare le

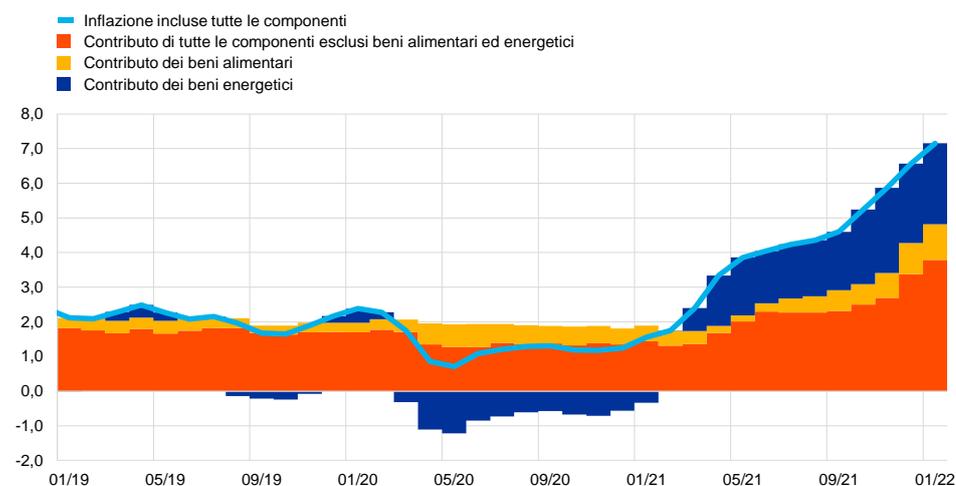
forniture di energia all'Europa nel contesto di un conflitto potenzialmente prolungato (alla data di ultimo aggiornamento del 9 marzo tali prezzi erano superiori del 62 per cento rispetto a quanto stimato nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021). Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati a causa dei rincari sia dei metalli sia dei beni alimentari, giacché, fra l'altro, gli elevati prezzi dei beni energetici hanno determinato un rialzo dei prezzi dei metalli e dei fertilizzanti. In particolare, il prezzo del frumento è aumentato considerevolmente a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, in quanto i due paesi sono tra i maggiori esportatori mondiali di tale cereale e complessivamente rappresentano il 25 per cento dell'offerta mondiale.

Nel 2021 l'inflazione al consumo è aumentata bruscamente sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. In diverse delle principali economie l'inflazione al consumo si è rivelata superiore alle attese nel corso del 2021 a causa di una serie di fattori (ad esempio i prezzi elevati dei beni energetici, le tensioni nelle reti produttive mondiali e la carenza di manodopera) che si stanno mostrando più persistenti di quanto inizialmente ipotizzato. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione misurata sull'IPC è aumentata a gennaio, per il quarto mese consecutivo, toccando il 7,2 per cento, mentre l'inflazione di fondo si è collocata al 5,1 per cento. Ciò ha segnato un incremento molto forte rispetto a dicembre (rispettivamente pari a +0,6 e +0,5 punti percentuali), sospinto in larga misura dagli andamenti eccezionali dei prezzi in Turchia, dove l'inflazione complessiva a gennaio è salita al 48,7 per cento. Se si esclude la Turchia, l'incremento dell'inflazione complessiva è stato più moderato (con una crescita al 5,8 per cento dal 5,5 di dicembre), seppur ancora consistente e generalizzato nei vari paesi. Sebbene l'aumento dell'inflazione nelle economie emergenti abbia portato l'inflazione su livelli sostanzialmente in linea con le regolarità storiche, nelle economie avanzate sono stati raggiunti massimi pluriennali.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

È probabile che le spinte inflazionistiche tra i principali partner commerciali dell'area dell'euro proseguano nel 2022, sebbene con intensità decrescente in alcuni casi, a indicare il protrarsi di una forte crescita dei prezzi all'esportazione dei paesi concorrenti dell'area. I prezzi alla produzione sono aumentati notevolmente a livello mondiale, sospinti dai rincari dei beni energetici e di altre materie prime, soprattutto alimentari, in un contesto caratterizzato da perduranti disallineamenti tra l'offerta e la domanda, quest'ultima sostenuta anche dalle misure di stimolo adottate in precedenza. In relazione a questo, nel 2022 il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro dovrebbe essere molto più sostenuto rispetto a quanto precedentemente ipotizzato, per poi rallentare, evidenziando un ritmo più moderato nel resto dell'orizzonte di proiezione.

2 Andamenti finanziari

Nel periodo in esame (dal 16 dicembre 2021 al 9 marzo 2022) i mercati finanziari dell'area dell'euro hanno risentito prevalentemente, prima del 24 febbraio 2022, delle variazioni delle prospettive di inflazione e della crescente incertezza geopolitica riguardo a un possibile intervento militare russo in Ucraina e, dopo il 24 febbraio 2022, dell'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia. Di riflesso alle crescenti attese di normalizzazione della politica monetaria in un contesto di aspettative di inflazione a breve termine in aumento, il segmento a breve della curva a termine dell'€STR (euro short-term rate) è aumentato marcatamente, situazione che si è protratta fino alla fine di febbraio. In seguito i tassi a termine sono, in certa misura, diminuiti e i mercati hanno modificato le loro prospettive sulla politica economica e monetaria a fronte dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. In linea con i tassi a breve termine, anche i tassi privi di rischio OIS (overnight index swap) a lungo termine hanno dapprima registrato un forte incremento e successivamente un'inversione di tendenza verso la fine del periodo in esame. Nel complesso, i differenziali sui titoli di Stato sono rimasti sostanzialmente invariati. L'accresciuta incertezza geopolitica osservata dalla fine di febbraio ha innescato una significativa volatilità nei mercati, con notevoli perdite registrate dai titoli azionari su scala mondiale. Nel periodo di riferimento i differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati, andamento che ha registrato un'accelerazione dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. L'euro si è deprezzato rispetto alla maggior parte delle principali valute.

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 105 miliardi di euro, portandosi a 4.483 miliardi, principalmente per effetto di un aumento, pari a circa 140 miliardi di euro³, dei titoli detenuti a fini di politica monetaria 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) del 22 dicembre 2021, per un importo pari a 51,97 miliardi. La crescita delle attività detenute con fini di politica monetaria è stata in gran parte compensata dai rimborsi anticipati legati alle precedenti operazioni OMRLT-III, pari a 60,21 miliardi di euro di fondi presi in prestito.

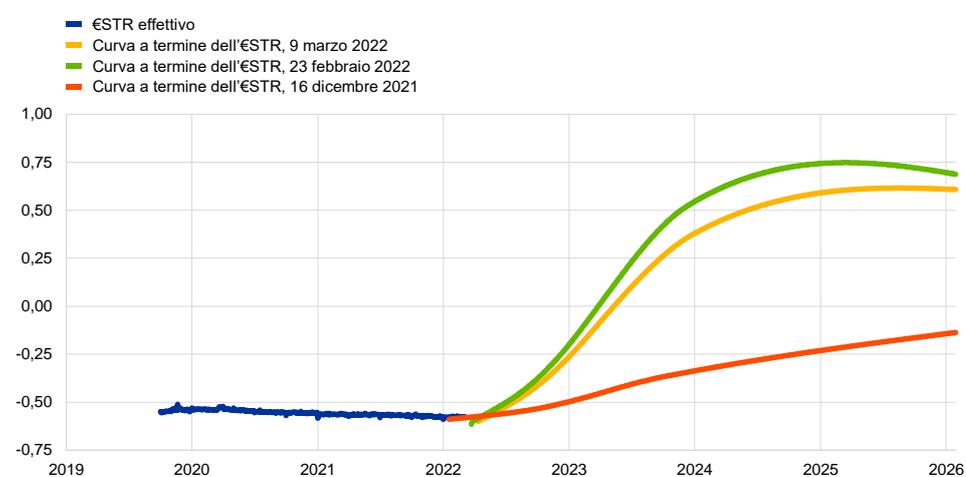
Dopo la riunione di dicembre del Consiglio direttivo si è osservato un marcato spostamento verso l'alto nel segmento a breve della curva a termine dell'€STR, che ha subito un'accelerazione dopo la riunione di febbraio, indicando una significativa rivalutazione delle aspettative degli operatori di mercato di rialzi dei tassi; la curva si è, in certa misura, appiattita dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia il 24 febbraio 2022 (cfr. il grafico 4). Il segmento a breve della curva a termine dell'€STR si è spostato verso l'alto nella prima parte del periodo in esame, fino alla fine di febbraio, in un contesto caratterizzato da rialzi inattesi dell'inflazione complessiva e da un aumento delle aspettative di inflazione a breve termine. L'aumento dell'inclinazione è stato

³ Dalla settimana che termina il 17 dicembre 2021 alla settimana che termina il 4 marzo 2022.

particolarmente pronunciato alla luce delle più solide aspettative di normalizzazione della politica monetaria innescate dalla riunione di febbraio del Consiglio direttivo. Nella seconda parte del periodo in esame, influenzata dall'invasione russa dell'Ucraina, la crescita della curva a termine dell'€STR si è in certa misura invertita, dato l'aumento dell'incertezza circa le ripercussioni economiche della guerra ancora in atto. Nel complesso, l'andamento atteso del tasso e i tempi relativi al suo primo rialzo sono stati caratterizzati da un elevato livello di incertezza, come segnalato dall'accentuata volatilità dei mercati monetari.

Grafico 4 Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

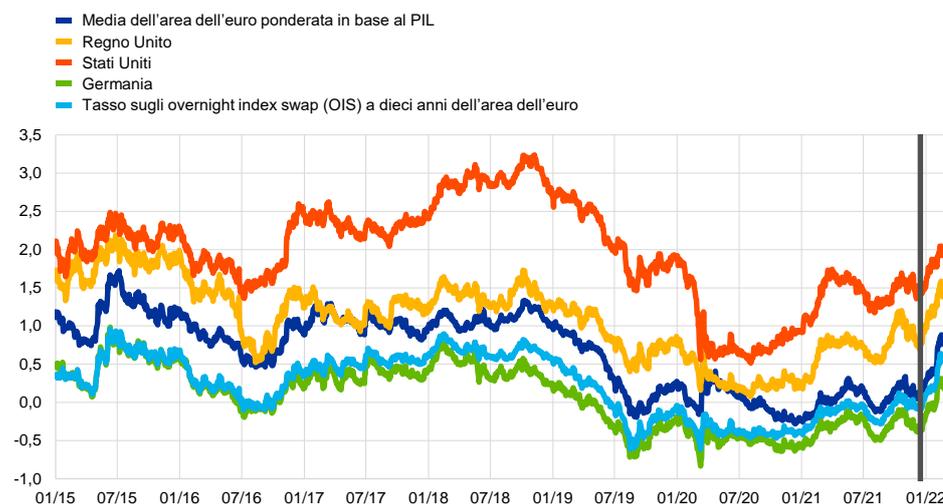
I rendimenti medi dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati, in linea con i tassi privi di rischio, raggiungendo livelli significativamente più elevati rispetto all'inizio del periodo in esame, nonostante un calo transitorio dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia il 24 febbraio 2022, con andamenti in parte diversi nei vari paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico 5). Tra la metà di dicembre e la metà di febbraio i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati, in linea con la forte tendenza al rialzo dei tassi privi di rischio a più lungo termine. Ciò ha determinato anche una maggiore inclinazione verso l'alto della curva dei rendimenti sovrani, di riflesso a una più elevata compensazione per l'inflazione in un contesto caratterizzato dall'attenuarsi dei timori per la variante Omicron del coronavirus (COVID-19) e da aspettative più solide circa la normalizzazione della politica monetaria. Successivamente, tuttavia, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, mentre i tassi reali diminuivano, con alcune modeste riallocazioni verso investimenti più sicuri. Nel complesso, il calo è stato generalizzato in tutta l'area dell'euro, in un contesto di attese circa una più lenta normalizzazione della politica monetaria, alla luce delle incertezze economiche future. Nel corso del periodo in esame, sia il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sia il tasso OIS a dieci anni privo di rischio basato sull'€STR sono aumentati di circa 70 punti base, portandosi rispettivamente allo 0,74 e allo 0,64 per cento. Andamenti

simili sono stati osservati negli Stati Uniti, dove il rendimento dei titoli di Stato decennali è aumentato di circa 50 punti base, raggiungendo l'1,95 per cento alla fine del periodo in esame.

Grafico 5

Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

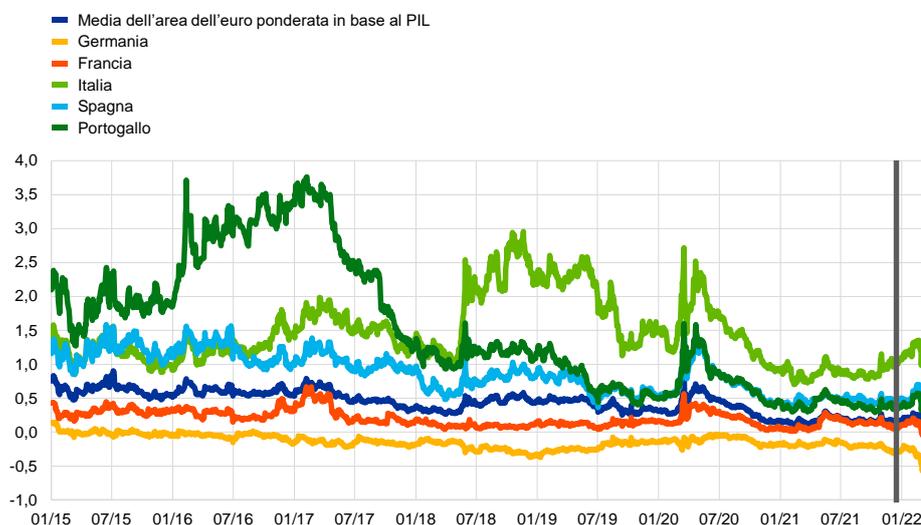
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 dicembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 9 marzo 2022.

I differenziali sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro rispetto ai tassi OIS basati sull'€STR sono aumentati in alcune giurisdizioni, soprattutto dopo la riunione di febbraio del Consiglio direttivo, per poi diminuire nuovamente a causa del graduale acuirsi della guerra in Ucraina (cfr. il grafico 6). Diversi mercati dei titoli di Stato hanno registrato aumenti dei differenziali in corrispondenza del Consiglio direttivo di febbraio, in previsione di una potenziale normalizzazione della politica monetaria in presenza di crescenti timori per l'inflazione (ad esempio 19 punti base in Italia, 12 punti base in Portogallo e 11 punti base in Spagna tra il 2 e il 4 febbraio 2022). Tuttavia, il recente inasprimento del conflitto russo-ucraino ha più che invertito il movimento al rialzo, quando le aspettative di aumento dei tassi di interesse si sono attenuate. Al termine del periodo in esame, il differenziale medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è stato inferiore di 7 punti base rispetto a dicembre. La variazione è stata influenzata dal calo dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato a lungo termine in Germania, che nella seconda metà del periodo in esame sono scesi di quasi 20 punti base, diventando ancor più negativi, probabilmente a causa di una fuga dei capitali verso i paesi più sicuri, in un contesto di tensioni geopolitiche.

Grafico 6

Differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e il tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

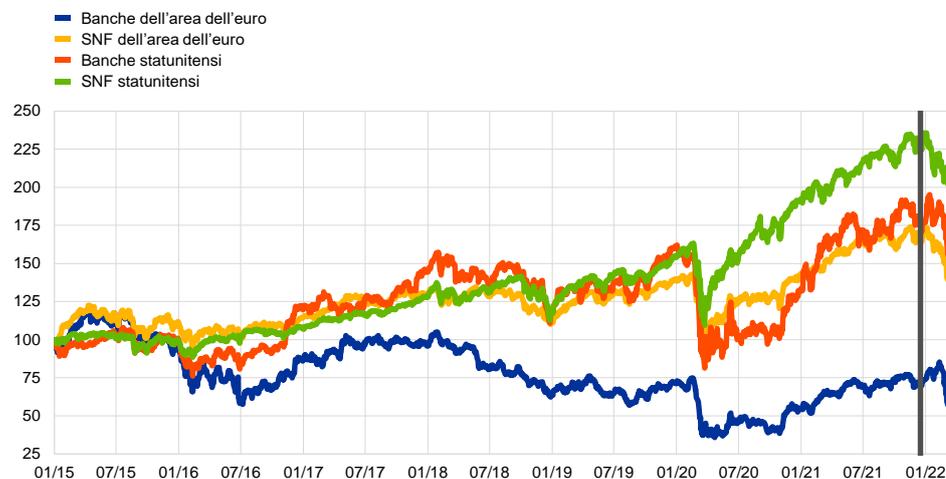
Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 dicembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 9 marzo 2022.

Dopo un iniziale aumento fino ai massimi storici, i mercati azionari mondiali hanno perso terreno, inizialmente in seguito all'aumento dei tassi privi di rischio e successivamente, in misura più significativa, a causa dell'aumento dell'incertezza geopolitica (cfr. il grafico 7). Mentre all'inizio del periodo in esame le solide aspettative di crescita degli utili hanno sostenuto i prezzi nel complesso dei mercati azionari, successivamente le quotazioni sono calate sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, in risposta all'aumento dei tassi di sconto privi di rischio. Alla fine di febbraio, il concretizzarsi delle tensioni tra Russia e Ucraina e le seguenti sanzioni finanziarie imposte dai paesi occidentali alla Russia hanno esercitato ulteriori pressioni al ribasso sui corsi azionari e determinato una significativa volatilità dei mercati su entrambe le sponde dell'Atlantico. In particolare, nell'insieme del periodo in esame, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) sono diminuite del 12 per cento nell'area dell'euro e del 9 per cento negli Stati Uniti, mentre le quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro e statunitensi hanno registrato un calo del 10 e dell'8 per cento, rispettivamente. L'andamento dei mercati azionari nell'area dell'euro, peggiore rispetto a quello degli Stati Uniti, riflette l'effetto relativamente maggiore sull'Europa delle ripercussioni economiche e finanziarie del conflitto e delle relative sanzioni.

Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2018 = 100)



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 9 marzo 2022.

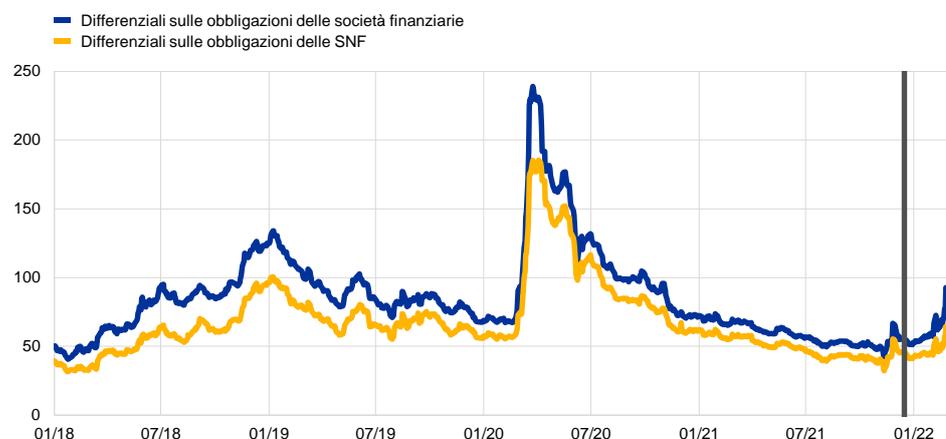
Di riflesso agli andamenti delle quotazioni azionarie, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati nel periodo in esame, soprattutto dopo l'invasione russa dell'Ucraina (cfr. il grafico 8).

All'inizio del periodo in esame, il differenziale sulle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e quello sulle obbligazioni del settore finanziario (rispetto al tasso privo di rischio) hanno iniziato ad aumentare lievemente a seguito della prevista normalizzazione della politica monetaria, per poi aumentare in misura più significativa in risposta alle forti tensioni tra Russia e Ucraina alla fine di febbraio.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

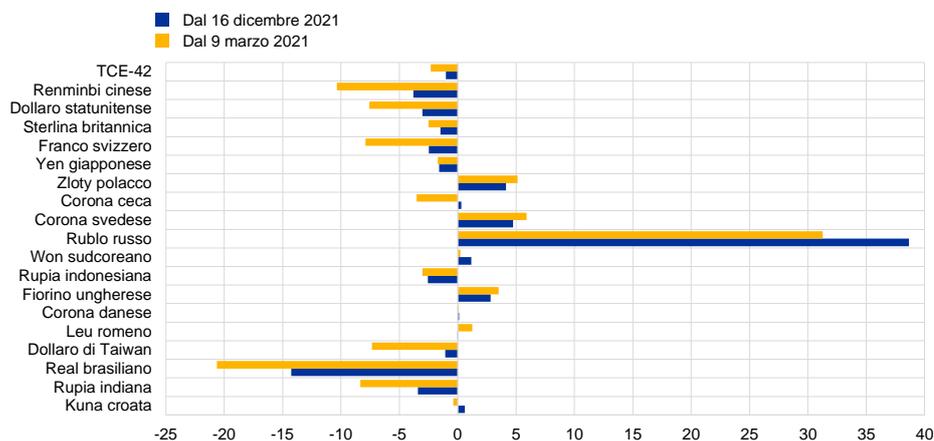
Note: i differenziali sono calcolati come la differenza fra i tassi asset swap e il tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (ad almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 dicembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 9 marzo 2022.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è ampiamente deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 9). 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'1,0 per cento. Passando ai movimenti bilaterali dei tassi di cambio, l'euro ha continuato a deprezzarsi nei confronti del dollaro statunitense (-3,0 per cento), in seguito all'ulteriore ampliamento del differenziale sui tassi di interesse a breve termine tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Quest'ultimo è stato sospinto da una maggiore rapidità della ripresa dell'attività economica e dall'aumento dell'inflazione negli Stati Uniti, che ha influito sul profilo atteso della politica monetaria del paese. L'euro si è anche deprezzato nei confronti delle altre principali valute fra cui il franco svizzero (-2,5 per cento), lo yen giapponese (-1,6 per cento) e la sterlina britannica (-1,5 per cento). L'euro si è inoltre deprezzato rispetto alle valute di gran parte delle principali economie emergenti, tra cui il renminbi cinese (-3,8 per cento). Nel contempo, si è fortemente apprezzato sul rublo russo, il cui valore è diminuito di oltre il 30 per cento in un giorno, a seguito dell'imposizione di sanzioni economiche e finanziarie senza precedenti nei confronti della Federazione russa, in risposta alla sua invasione dell'Ucraina in violazione del diritto internazionale. Data la natura dell'attività di negoziazione nel mercato del rublo, a decorrere dal 1° marzo 2022 la BCE ha sospeso la pubblicazione del tasso di cambio di riferimento dell'euro per il rublo russo. Nel periodo in esame l'euro si è generalmente apprezzato nei confronti della maggior parte delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 9 marzo 2022, a eccezione del rublo russo per il quale la variazione è stata calcolata utilizzando il tasso di cambio vigente il 1° marzo 2022, dato che la pubblicazione del tasso di cambio di riferimento dell'euro per il rublo è stata sospesa.

3 Attività economica

Nel 2021 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto del 5,3 per cento e alla fine dell'anno ha lievemente superato il livello precedente la pandemia. Nell'ultimo trimestre del 2021 il ritmo dell'espansione ha rallentato, a causa della debolezza dei consumi privati, che hanno subito una contrazione dello 0,6 per cento a seguito dei crescenti contagi da coronavirus (COVID-19), nonché dei rincari dei beni energetici che hanno gravato sul potere d'acquisto delle famiglie. Nel quarto trimestre anche l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo alla crescita. Gli investimenti e i consumi del settore pubblico hanno invece contribuito positivamente alla crescita economica. Dal lato della produzione, la ripresa in atto della produzione industriale suggerisce il perdurare di strozzature dal lato dell'offerta, seppure in via di graduale allentamento. Nel complesso, i dati più recenti, i risultati delle indagini congiunturali e gli indicatori ad alta frequenza segnalano per il primo trimestre del 2022 una perdurante debolezza dell'economia, nel contesto di effetti di trascinamento negativi derivanti dalla ridotta attività alla fine del 2021, da persistenti turbative dal lato dell'offerta, dai prezzi elevati dei beni energetici e dagli effetti scaturiti dalla guerra in Ucraina.

La crescita dovrebbe riprendere nel corso del 2022, con il venir meno di una serie di circostanze sfavorevoli. Il miglioramento atteso si basa sul minore impatto economico della pandemia di COVID-19, sul perdurare di condizioni di finanziamento favorevoli e su un recupero del mercato del lavoro. Tuttavia, si stima che la guerra in Ucraina abbia ridotto le intenzioni di spesa nel breve periodo, soprattutto per via del suo impatto sui costi dei beni energetici e sul clima di fiducia, determinando attese di un'espansione più debole nel secondo trimestre.

Questa valutazione trova ampio riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2022 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Le proiezioni indicano una crescita su base annua del PIL in termini reali del 3,7 per cento nel 2022, del 2,8 per cento nel 2023 e dell'1,6 per cento nel 2024. Rispetto all'esercizio di dicembre 2021 condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'attività economica sono state riviste al ribasso di 0,5 punti percentuali per il 2022 e di 0,1 punti percentuali per il 2023; rimangono invariate per il 2024. Le revisioni per il 2022 riflettono in larga misura l'impatto della crisi ucraina sui prezzi dei beni energetici, sul clima di fiducia e sul commercio. I rischi per le prospettive economiche sono aumentati notevolmente con l'invasione russa dell'Ucraina e sono orientati al ribasso. Mentre sono diminuiti i rischi collegati alla pandemia, la guerra in Ucraina potrebbe incidere più del previsto sul clima di fiducia e causare un nuovo inasprimento dei vincoli dal lato dell'offerta. Prima dello scoppio della guerra russo-ucraina, l'economia dell'area dell'euro aveva registrato una ripresa sostenuta. La crescita aveva raggiunto il livello precedente la crisi nonostante le difficoltà connesse alla pandemia, alle turbative nell'offerta e agli elevati prezzi dei beni energetici. Sebbene le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE prevedano un'espansione sostenuta dell'attività economica nell'orizzonte di medio periodo, la guerra russo-ucraina avrà un impatto rilevante sull'attività economica. Negli scenari alternativi che tengono conto dell'impatto economico della guerra, la crescita potrebbe essere rallentata significativamente da incrementi ancora maggiori

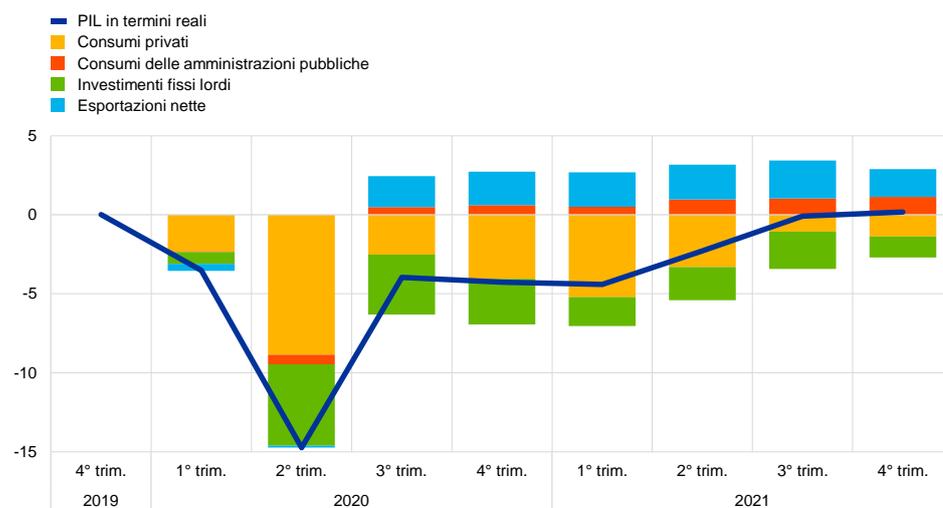
dei prezzi dei beni energetici e delle materie prime, nonché da un più forte effetto frenante sugli scambi e sul clima di fiducia.

Dopo due trimestri di vivace espansione, nel quarto trimestre del 2021 la crescita del PIL in termini reali è diminuita. La modesta crescita dello 0,3 per cento nel quarto trimestre va ricondotta principalmente alla debolezza dei consumi privati e dell'interscambio netto, mentre gli investimenti e i consumi del settore pubblico, insieme all'andamento delle scorte, hanno fornito un contributo positivo alla crescita (cfr. il grafico 10). Alla fine del 2021 il prodotto aveva leggermente superato il livello precedente la pandemia, registrando una crescita del 5,3 per cento nell'intero anno. Dal lato dell'offerta, l'andamento del quarto trimestre 2021 ha mostrato differenze tra i vari settori. Mentre il valore aggiunto nel settore dei servizi è diminuito a seguito dell'imposizione di nuove misure di contenimento legate alla recrudescenza dei casi di COVID-19 (cfr. il pannello di sinistra del grafico 11), l'attività nel settore industriale (al netto delle costruzioni) ha registrato un ulteriore aumento, segnando una dinamica positiva nell'ultimo trimestre del 2021.

Grafico 10

PIL in termini reali e sue componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali dal quarto trimestre del 2019; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021.

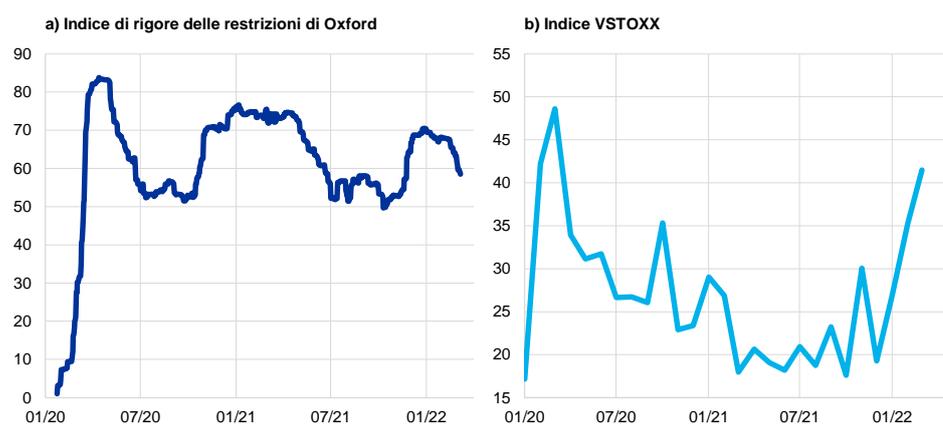
La crescita del PIL dell'area dell'euro dovrebbe rimanere modesta nel primo trimestre del 2022, in presenza di effetti di trascinamento negativi derivanti dalla debolezza dell'attività alla fine del 2021, dai prezzi elevati dei beni energetici e dagli effetti scaturiti dalla guerra in Ucraina. Sebbene ci si attendesse una normalizzazione dei tassi di crescita a seguito dell'emergere di segnali di un graduale allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta (cfr. il riquadro 1) e dell'attenuazione dell'ondata di contagi dovuta alla variante Omicron, è probabile che l'attuale rallentamento sia stato amplificato dagli effetti combinati dei bruschi rincari dei beni energetici e degli elevati livelli di incertezza nel contesto della guerra in Ucraina (cfr. il pannello di destra del grafico 11). I dati più recenti, dei primi mesi del 2022, indicano un tasso di crescita altrettanto modesto nel breve periodo.

In presenza di persistente incertezza riguardo alla pandemia e di forti pressioni inflazionistiche, l'edizione di febbraio dell'indagine svolta dalla Commissione europea presso i consumatori ha indicato che, nel complesso, la fiducia di questi ultimi e le aspettative delle famiglie circa la propria situazione finanziaria futura sono ulteriormente peggiorate.

Grafico 11

Indice di rigore delle restrizioni di Oxford e misura dell'incertezza nell'area dell'euro

(indice)



Fonti: Bloomberg, Oxford University ed elaborazioni degli esperti della BCE.

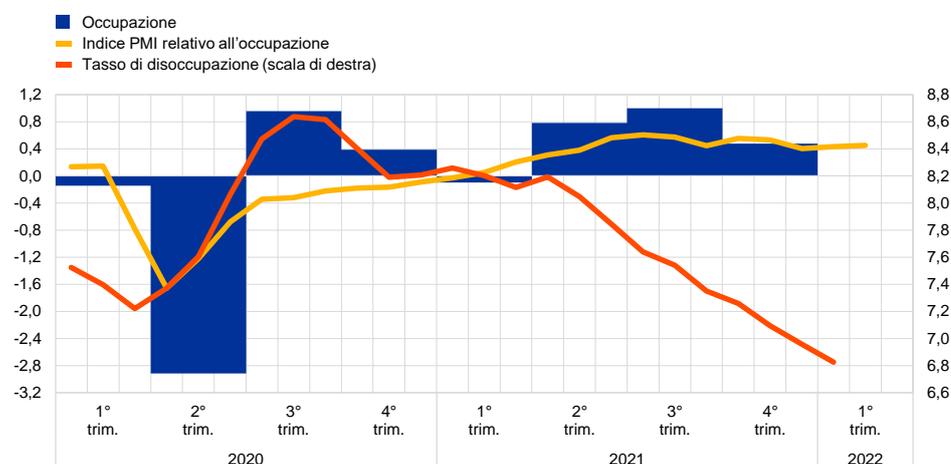
Note: l'indice di rigore delle restrizioni di Oxford per il COVID-19 (Oxford COVID-19 Stringency Index) è una misura composta basata su nove indicatori di risposta da parte dei governi, fra cui la chiusura delle scuole, la chiusura dei luoghi di lavoro e i divieti di spostamento, proporzionati in valori da 0 a 100 (100 = più severi). L'indice VSTOXX misura la volatilità dell'indice EURO STOXX 50. Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 marzo 2022.

Il mercato del lavoro dell'area dell'euro si è rafforzato ulteriormente nel quarto trimestre del 2021. In tale periodo l'occupazione ha registrato una crescita dello 0,5 per cento sul trimestre precedente (cfr. il grafico 12) superando il livello registrato prima della pandemia. Il rafforzamento della domanda di lavoro si è altresì riflesso in un ulteriore aumento del tasso aggregato di posti vacanti, che ha raggiunto un nuovo livello massimo pari al 2,7 per cento nel quarto trimestre del 2021. Tale incremento si è rivelato, inoltre, più generalizzato nei vari settori. La dimensione delle forze di lavoro e il tasso di partecipazione alle forze di lavoro sono tornati su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia, rispettivamente nel quarto e nel terzo trimestre del 2021. Dopo aver registrato una media del 7,1 per cento nell'ultimo trimestre del 2021, il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente, attestandosi al 6,8 per cento a gennaio 2022. Tuttavia, il sostegno fornito dalle misure di integrazione salariale è stato ancora considerevole e a gennaio, con la reintroduzione delle misure di contenimento, il loro utilizzo è salito lievemente all'1,5 per cento della forza di lavoro.

Grafico 12

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

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



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo all'occupazione e il tasso di disoccupazione sono riportati su base mensile, mentre l'occupazione è riportata su base trimestrale. Il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 per l'occupazione, a febbraio 2022 per l'indice PMI e a gennaio 2022 per il tasso di disoccupazione.

I dati ricavati dalle indagini segnalano il perdurare di una robusta crescita dell'occupazione nei primi mesi del 2022.

L'indice mensile composto dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo all'occupazione, che include industria e servizi, si è collocato a 54,5 a febbraio, rimanendo sostanzialmente invariato da gennaio e ben al di sopra del valore soglia, pari a 50, che indica una crescita dell'occupazione. Tale risultato è stato raggiunto nonostante l'intensificarsi della pandemia nelle prime settimane dell'anno e le difficoltà segnalate nel ripianare i posti di lavoro vacanti. Per contro, una certa pressione al ribasso sulla media delle ore lavorate è stata probabilmente dovuta alle assenze del personale in servizio connesse alla variante Omicron, che potrebbero tuttavia essere state compensate dalle maggiori prestazioni orarie rese dai colleghi di lavoro.

I consumi privati si sono contratti alla fine del 2021 e dovrebbero rimanere deboli nel primo trimestre del 2022.

Alla fine del 2021 i consumi privati sono diminuiti dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, in un contesto caratterizzato da un'impennata dei contagi da COVID-19 e da un inasprimento delle restrizioni nei settori a elevata intensità di contatto. Nello stesso periodo i consumi privati erano inferiori del 2,5 per cento rispetto al livello precedente la pandemia. I dati più recenti non indicano che tale lacuna sarà colmata nel primo trimestre di quest'anno. A gennaio 2022 le vendite al dettaglio hanno registrato un modesto incremento mensile pari allo 0,2 per cento, dopo una contrazione del 3 per cento sul mese precedente a dicembre, quando anche le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite, segnando un calo del 5,4 per cento. Il clima di fiducia dei consumatori ha continuato a diminuire a febbraio, apparentemente riflettendo ancora la persistente incertezza riguardo alla pandemia, nonché le elevate pressioni inflazionistiche. Nel complesso, l'impatto avverso della pandemia sui servizi a elevata intensità di

contatto, acuito dai rincari dei beni energetici che gravano notevolmente sul potere di acquisto delle famiglie, implica una dinamica dei consumi contenuta nel primo trimestre del 2022. In seguito, i consumi privati dovrebbero rimanere la principale determinante della crescita economica, sostenuti da una perdurante normalizzazione delle scelte di risparmio e dal ricorso da parte delle famiglie al risparmio in eccesso accumulato durante la pandemia. Nonostante i più forti motivi per il risparmio a fini precauzionali connessi alla guerra in Ucraina, l'ampio accumulo di risparmio dovrebbe attenuare in qualche misura lo shock sui prezzi dei beni energetici.

Gli investimenti delle imprese (al netto delle costruzioni) hanno registrato una forte crescita nel quarto trimestre del 2021, in un contesto in cui le strozzature dal lato dell'offerta hanno mostrato segnali di allentamento e la domanda di beni di investimento è rimasta vigorosa. Nel quarto trimestre gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro sono aumentati del 6,3 per cento sul trimestre precedente, segnando una ripresa dopo il calo osservato nel terzo trimestre, pur mantenendosi su un livello di circa il 13 per cento inferiore rispetto a quello precedente la pandemia. Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, gli investimenti in attività diverse dalle costruzioni hanno segnato un aumento prossimo al 7 per cento sul trimestre precedente in Spagna e nei Paesi Bassi, hanno registrato una crescita di circa l'1 per cento in Germania e Francia e sono saliti di quasi il 2 per cento in Italia. Esaminando le componenti degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, quelli in prodotti di proprietà intellettuale sono aumentati del 13 per cento; anche gli investimenti in mezzi di trasporto hanno registrato una forte ripresa nell'intera area dell'euro, con una crescita a due cifre in alcuni paesi, dopo una contrazione durata tre trimestri. Un lieve miglioramento di alcuni indicatori dei tempi di consegna e dell'accumulazione delle scorte basati sulle indagini congiunturali potrebbe suggerire i primi segnali di un graduale allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta. In prospettiva, prima dello scoppio della guerra in Ucraina, il miglioramento del clima di fiducia delle imprese a febbraio e una valutazione più ottimistica degli ordinativi da parte dei produttori di beni di investimento avevano segnalato condizioni favorevoli per gli investimenti delle imprese nella prima metà del 2022. Inoltre, la robusta crescita dei ricavi delle imprese e l'elevato livello di risparmio delle stesse potrebbero sostenere gli investimenti una volta che le attuali strozzature dal lato dell'offerta si saranno indebolite (cfr. il riquadro 4). Tuttavia, ci si attende che la guerra in Ucraina e le restrizioni e incertezze a essa collegate agiscano da freno agli investimenti delle imprese dell'area dell'euro, in particolare nel breve periodo. Inoltre, i rincari dei beni energetici potrebbero influire fortemente sulla produzione di beni di investimento ad alta intensità energetica.

Gli investimenti nell'edilizia residenziale sono aumentati nel quarto trimestre dello scorso anno e dovrebbero continuare a crescere nel breve periodo.

Nel quarto trimestre del 2021 gli investimenti nell'edilizia residenziale sono aumentati dello 0,7 per cento dopo aver segnato un calo dell'1,4 per cento, sul trimestre precedente, nel terzo trimestre. L'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze della produzione edilizia è aumentato nettamente, in media, nei primi due mesi del 2022, attestandosi ben al di sopra della sua media di lungo periodo. Anche il PMI relativo all'attività nel settore dell'edilizia residenziale è aumentato in misura significativa, entrando ulteriormente in territorio espansivo.

Dal lato delle famiglie, i dati desunti dall'indagine della Commissione europea mostrano una domanda vivace e indicano che le intenzioni di ristrutturazione a breve termine dei consumatori sono rimaste su un livello molto elevato nel primo trimestre del 2022, pur se lievemente diminuite, mentre le loro intenzioni di acquisto o costruzione di un'abitazione nei prossimi due anni hanno continuato ad aumentare. L'andamento favorevole della domanda si riflette anche nel settore societario, dove le valutazioni delle imprese circa i livelli degli ordinativi sono migliorate e la percezione di vincoli all'attività edilizia causati dall'insufficienza della domanda è in certa misura ulteriormente diminuita. Al contempo, le strozzature dal lato dell'offerta sembrano rimanere considerevoli e le imprese hanno segnalato solo una lieve diminuzione della carenza di materiali e manodopera rispetto a livelli di partenza molto elevati, in un contesto caratterizzato da un allungamento dei tempi di consegna dei fornitori e dall'aumento dei prezzi degli input a febbraio. Inoltre, il recente scoppio della guerra russo-ucraina e le incertezze a esso collegate costituiscono ulteriori rischi per le prospettive a breve termine.

Le esportazioni di beni sono aumentate moderatamente nel quarto trimestre del 2021, mentre le esportazioni di servizi sono state frenate dalla variante Omicron. Le esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area dell'euro hanno registrato un'espansione del 2,9 per cento nel quarto trimestre. La scomposizione delle esportazioni di beni indica che la loro dinamica è stata trainata dalle esportazioni verso gli Stati Uniti, mentre quelle verso il Regno Unito sono rimaste stabili e le esportazioni verso la Cina sono diminuite. Le importazioni di beni e servizi dall'esterno dell'area dell'euro sono aumentate del 4,6 per cento nel quarto trimestre. L'aumento delle importazioni di beni dopo il calo registrato nel trimestre precedente riflette la domanda repressa del settore industriale. Le importazioni hanno evidenziato aumenti in termini di valore particolarmente marcati a causa dei rincari dei beni energetici a livello mondiale. Dagli indicatori anticipatori arrivano timidi segnali di un allentamento delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento, ma tale miglioramento potrebbe essere controbilanciato da interruzioni nell'interscambio dovute alla guerra russo-ucraina. Per quanto riguarda i servizi, dopo un rallentamento dell'attività nel settore dei viaggi dovuto alla nuova ondata della pandemia di coronavirus, gli indicatori prospettici segnalano un miglioramento delle esportazioni di servizi di viaggio nel prossimo futuro, collegato all'allentamento delle restrizioni connesse alla pandemia. Il recente scoppio della guerra russo-ucraina, tuttavia, aggiunge un ulteriore livello di incertezza alle prospettive per il commercio internazionale.

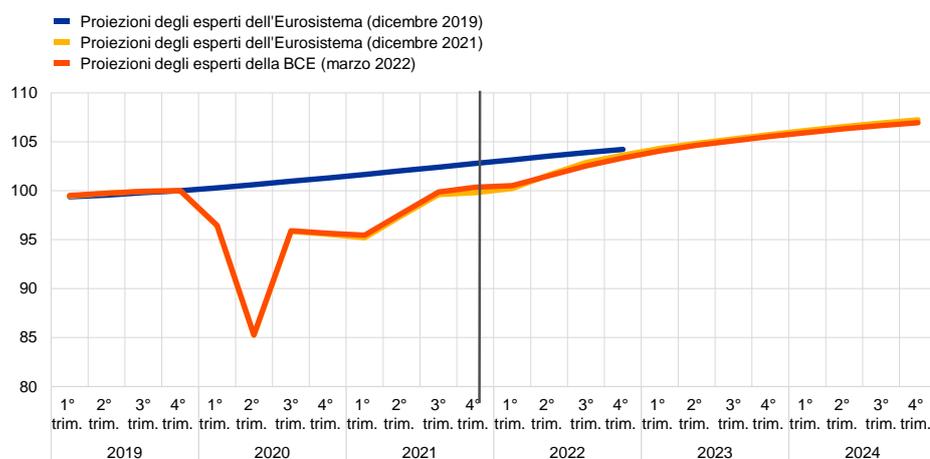
In un contesto di elevata incertezza, ci si attende che l'attività dell'area dell'euro registri una ripresa nel corso del 2022. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2022 prevedono una crescita su base annua del PIL in termini reali pari al 3,7 per cento nel 2022, al 2,8 per cento nel 2023 e all'1,6 per cento nel 2024 (cfr. il grafico 13). Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, il profilo di crescita è stato rivisto al ribasso per il 2022 ed è rimasto sostanzialmente invariato per il 2023 e il 2024. Le revisioni al ribasso delle prospettive a breve termine riflettono in larga misura lo shock ai prezzi dei beni energetici più forte del previsto, sebbene parzialmente attutito dagli elevati risparmi accumulati durante la

pandemia, e lo shock negativo in termini di fiducia innescato dalla guerra russo-ucraina. Nonostante le circostanze avverse, l'espansione continua a essere sostenuta nel medio periodo da un ulteriore rafforzamento della domanda interna, dal miglioramento del mercato del lavoro e dal consolidamento della crescita a livello mondiale, nonché dal perdurante sostegno fornito dalle politiche economiche. Inoltre, i progressi nell'attuazione del programma Next Generation EU rappresentano un ulteriore fattore che potrebbe sostenere la ripresa⁴.

Grafico 13

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

(indice: quarto trimestre 2019 = 100; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonti: Eurostat e le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2022* pubblicate sul sito Internet della BCE il 10 marzo 2022.

Nota: la linea verticale indica l'inizio delle proiezioni di marzo 2022 e segue l'ultima osservazione del PIL dell'area dell'euro in termini reali, relativa al quarto trimestre del 2021.

I rischi per le prospettive economiche sono aumentati notevolmente con l'invasione russa dell'Ucraina e sono orientati al ribasso. Pur essendo diminuiti i rischi legati alla pandemia, la guerra in Ucraina potrebbe incidere più del previsto sul clima di fiducia e causare un nuovo inasprimento dei vincoli dal lato dell'offerta. I costi dell'energia persistentemente elevati, unitamente alla perdita di fiducia, potrebbero deprimere la domanda più del previsto e frenare i consumi e gli investimenti.

⁴ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2022* pubblicate il 10 marzo 2022 sul sito Internet della BCE.

4 Prezzi e costi

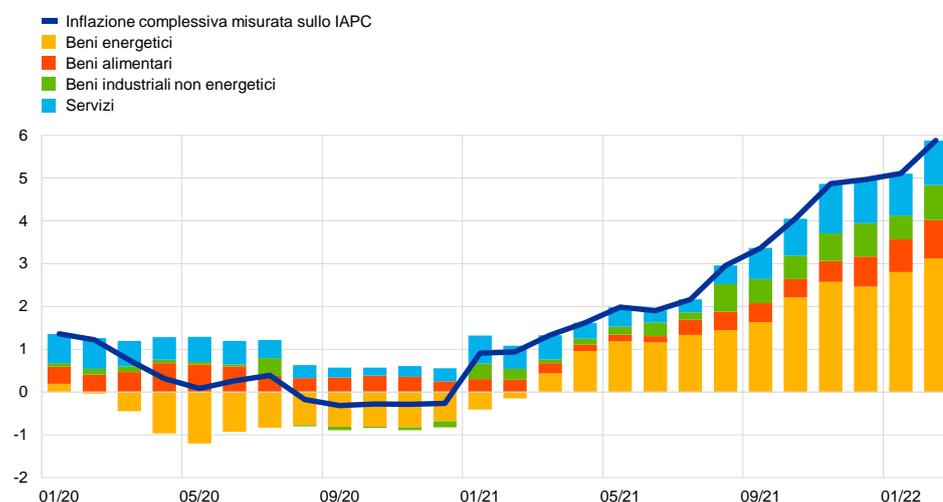
Nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 5,8 per cento a febbraio 2022, dal 5,1 di gennaio, ed è probabile che si mantenga elevata nel breve periodo. I prezzi dei beni energetici continuano a rappresentare la principale determinante dell'elevato tasso di inflazione. Il loro impatto diretto ha inciso per oltre la metà sull'inflazione complessiva a febbraio ed essi spingono al rialzo i prezzi anche in molti altri settori. Anche i beni alimentari sono divenuti più costosi, per effetto di fattori stagionali, delle elevate spese di trasporto e del rincaro dei fertilizzanti. In prospettiva, sono previste ulteriori pressioni sui prezzi dei beni alimentari e delle materie prime in conseguenza della guerra in Ucraina. I rialzi sono diventati più generalizzati: marcati incrementi stanno interessando i prezzi di una grande quantità di beni e servizi. Le misure dell'inflazione di fondo sono in gran parte aumentate negli ultimi mesi, sebbene la persistenza di tali incrementi resti incerta, in considerazione del ruolo dei fattori temporanei collegati alla pandemia e degli effetti indiretti dell'aumento dei prezzi dei beni energetici. Gli indicatori ricavati dal mercato indicano una moderazione delle quotazioni dell'energia nel corso del 2022 e anche le pressioni sui prezzi derivanti dalle strozzature lungo le catene di approvvigionamento a livello mondiale dovrebbero attenuarsi. Le misure dell'inflazione a più lungo termine ricavate sia dai mercati sia dalle indagini si collocano intorno al 2 per cento. La guerra in Ucraina rappresenta un considerevole rischio al rialzo per le prospettive inflazionistiche di breve periodo, in particolare per i prezzi dei beni energetici.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata ulteriormente a febbraio 2022 ed è pari al 5,8 per cento (cfr. il grafico 14). Si tratta di un ulteriore massimo storico, dal 5,1 e dal 5,0 per cento di gennaio e dicembre, rispettivamente, ma che riflette ancora solo in parte l'impatto della guerra in Ucraina. Tutte le principali componenti (beni energetici, beni alimentari, servizi e beni industriali non energetici) hanno contribuito all'aumento dell'inflazione complessiva. A febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (HICPX) è aumentata nuovamente, al 2,7 per cento, dopo aver registrato una temporanea moderazione a gennaio, quando ammontava al 2,3. Tale incremento ha rispecchiato gli andamenti dei prezzi relativi sia ai servizi sia ai beni industriali non energetici.

Grafico 14

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

I prezzi dei beni energetici si sono confermati la componente predominante dell'inflazione misurata sullo IAPC: il loro aumento ha raggiunto a febbraio un nuovo massimo storico, pari al 31,7 per cento, dal 28,8 di gennaio. I dati relativi

a gennaio suggeriscono che il picco osservato nel primo mese dell'anno è stato determinato in larga misura dall'aumento delle tariffe di gas ed elettricità, con una ridefinizione dei prezzi per il nuovo anno in molti paesi. Gas ed elettricità hanno anche rappresentato i principali fattori alla base della recente eterogeneità osservata nell'inflazione dei beni energetici, con contributi considerevoli e sostenuti forniti da entrambi in paesi quali l'Italia e i Paesi Bassi e dall'elettricità in Spagna. Tali rincari dei beni energetici hanno probabilmente contribuito altresì all'aumento di altre componenti dello IAPC, fra cui l'inflazione dei beni alimentari e dei beni industriali non energetici (pari rispettivamente a 4,1 e al 3,0 per cento in febbraio), dal momento che l'energia è un input sia per la produzione sia per la distribuzione.

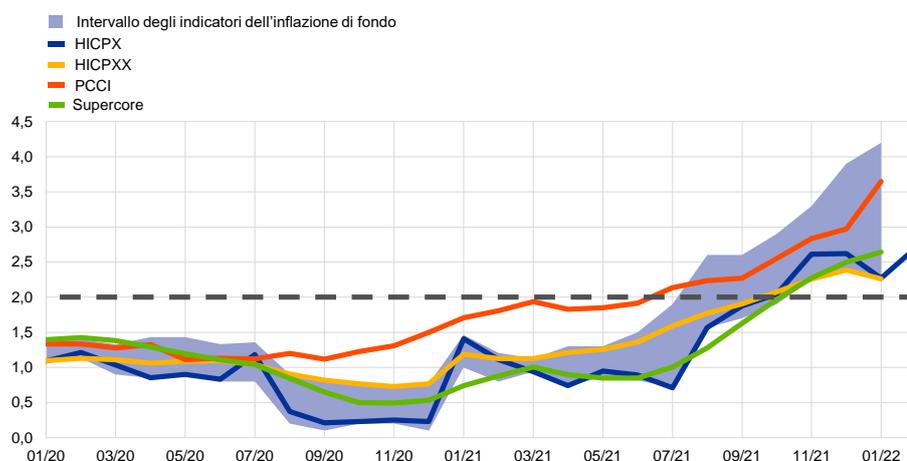
Le misure dell'inflazione di fondo hanno proseguito il recente andamento al rialzo, sebbene ciò sia stato probabilmente determinato, in una certa misura, dagli effetti indiretti delle dinamiche dei prezzi dell'energia e dei fattori connessi alla pandemia. Le misure dell'inflazione che cercano di rimuovere

l'impatto di fattori temporanei hanno mostrato una tendenza al rialzo negli ultimi mesi (cfr. il grafico 15). Ad esempio, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è salita al 2,7 per cento in febbraio, dal 2,3 di gennaio. I dati relativi ad altre misure dell'inflazione di fondo sono disponibili solo fino a gennaio, mese in cui l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate a beni alimentari ed energetici, viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) ha segnato una moderazione, collocandosi al 2,3 per cento, dal 2,4 di dicembre. Nello stesso periodo la componente comune e persistente dell'inflazione (persistent and common component of inflation, PCCI) ricavata dai modelli è aumentata al 3,6 per cento, dal 3,0 di dicembre, mentre se si esclude l'energia essa è passata dal 2,1 per cento di

dicembre al 2,3. L'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, ha registrato un rialzo, collocandosi al 2,6 per cento, dal 2,5 di dicembre. Tutti gli indicatori dell'inflazione di fondo si sono portati al di sopra del 2 per cento, ma la persistenza di tali incrementi resta incerta, in considerazione del ruolo dei fattori temporanei collegati alla pandemia (quali le strozzature lungo la filiera produttiva e l'effetto della riapertura delle attività dopo le restrizioni dovute al coronavirus) e degli effetti indiretti dell'aumento dei prezzi dei beni energetici.

Grafico 15
Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

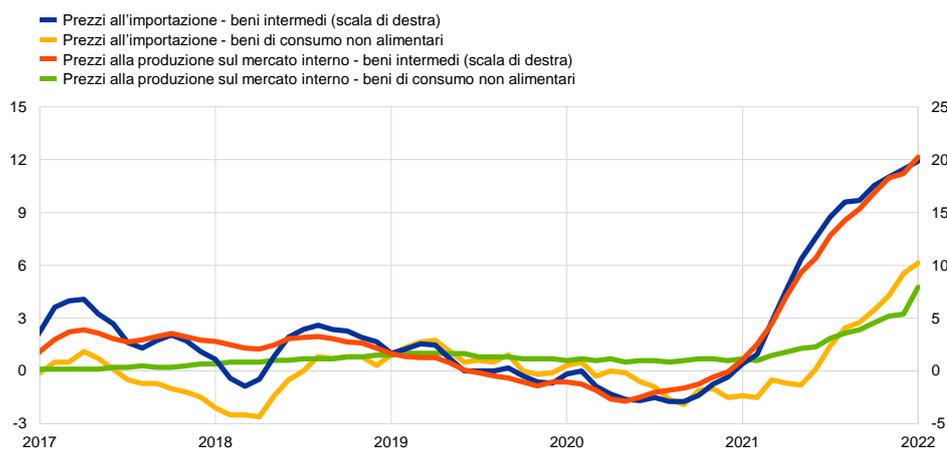
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento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

Le pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo dei beni industriali non energetici hanno continuato ad accumularsi e i relativi indicatori hanno raggiunto massimi storici (cfr. il grafico 16). Le pressioni sui costi si sono notevolmente intensificate rispetto a un anno fa, a seguito dei rincari delle materie prime a livello mondiale e, in particolare, dei beni energetici. Anche i problemi lungo le catene di approvvigionamento e la ripresa della domanda a livello mondiale hanno contribuito alle pressioni sui costi degli input. Per quanto riguarda i primi stadi della catena di formazione dei prezzi, il tasso di crescita sui dodici mesi di quelli alla produzione per le vendite di beni intermedi sul mercato interno è aumentato ulteriormente e a gennaio era pari al 20,2 per cento, dal 18,7 di dicembre. Analogamente, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è passato dal 19,1 per cento di dicembre al 19,9 di gennaio. Le pressioni accumulate nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi stanno caratterizzando in modo più intenso anche gli stadi successivi: la variazione dei prezzi alla produzione sul mercato interno di beni di consumo non alimentari ha toccato un nuovo massimo storico, raggiungendo a gennaio il 4,8 per cento, dal 3,2 del mese precedente. A gennaio l'inflazione all'importazione dei beni di consumo non alimentari ha raggiunto il 6,1 per cento: la differenza rispetto ai prezzi alla produzione sul mercato interno è probabilmente attribuibile al deprezzamento

dell'euro nell'ultimo anno. I prezzi all'importazione e alla produzione dei beni di consumo non alimentari rappresentano degli indicatori anticipatori fondamentali della dinamica dell'inflazione dei beni industriali non energetici nello IAPC e ciò implica che è improbabile che le pressioni sui prezzi al consumo si attenuino nel prossimo futuro.

Grafico 16 Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

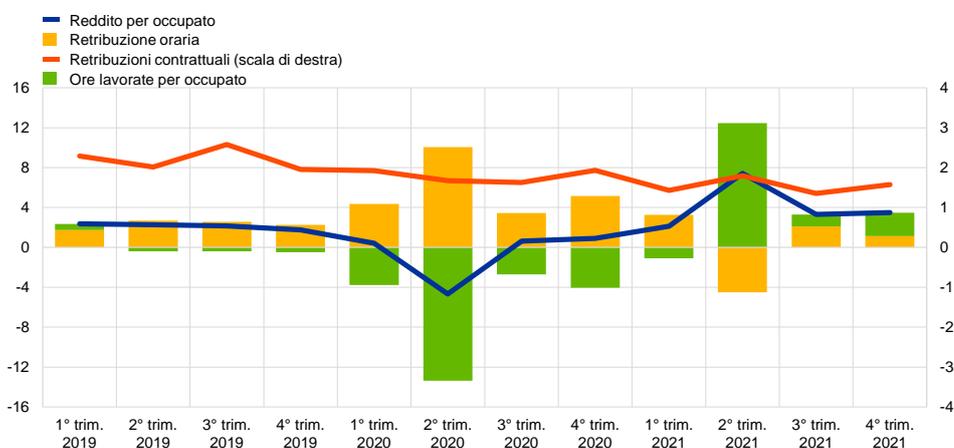
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

La crescita dei salari nell'area dell'euro è rimasta, finora, contenuta (cfr. il grafico 17). La crescita del reddito per occupato è salita lievemente, al 3,5 per cento nel quarto trimestre del 2021, di riflesso ad aumenti registrati sia nelle ore lavorate per occupato sia nella retribuzione oraria, benché il tasso di crescita sui dodici mesi di quest'ultima sia diminuito all'1,1 per cento nello stesso trimestre. L'aumento delle ore lavorate è un segnale di ulteriore normalizzazione a seguito della riapertura delle attività economiche da parte dei paesi. Nel contempo, il profilo di crescita del reddito per occupato riflette anche l'evoluzione dell'impatto delle politiche di supporto legate alle misure di integrazione salariale. L'andamento delle ore lavorate e il trattamento contabile delle erogazioni derivanti dalle misure di integrazione salariale, introdotte in risposta alla pandemia, non hanno invece influito direttamente sulle retribuzioni contrattuali, rendendole un indicatore importante delle pressioni salariali. La crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta contenuta nel quarto trimestre del 2021, collocandosi all'1,5 per cento, dall'1,4 del trimestre precedente (e con una media per l'intero 2021 pari all'1,5 per cento, in calo rispetto all'1,8 del 2020). È tuttavia improbabile che questo indicatore rifletta l'impatto degli elevati livelli attuali dell'inflazione, in quanto retrospettivo e basato sui precedenti accordi di contrattazione salariale. Un'indagine condotta dalla BCE presso le grandi imprese europee indica che la crescita salariale nel 2022 potrebbe essere lievemente più vigorosa e alcuni intervistati hanno menzionato gli attuali elevati livelli di inflazione come concausa.

Grafico 17

Scomposizione del reddito per occupato in retribuzione oraria e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

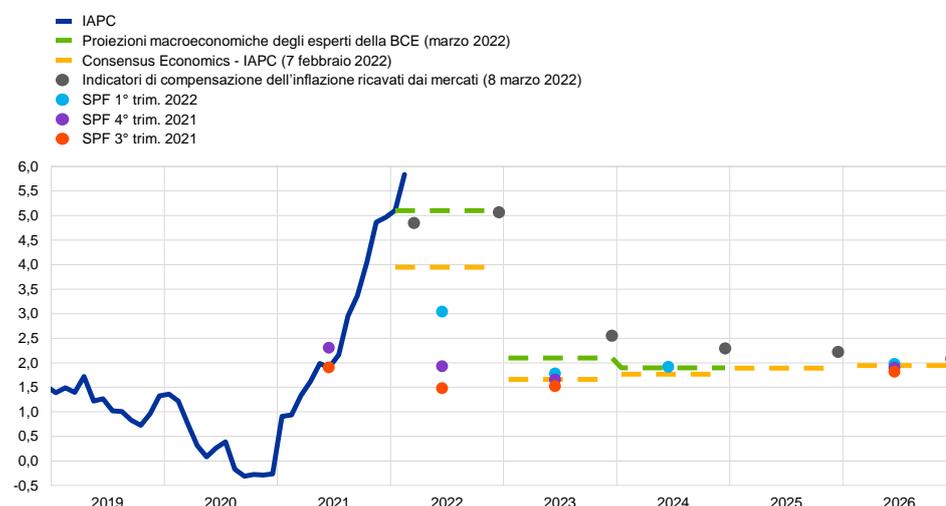
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021.

Gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati hanno registrato un marcato aumento, con oscillazioni straordinarie nel corso del periodo, e anche le misure delle aspettative di inflazione desunte dalle indagini hanno registrato un incremento dall'inizio del 2022. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha determinato una significativa ridefinizione dei prezzi del petrolio e del gas naturale in previsione di un brusco deterioramento dell'offerta, in un contesto caratterizzato da pressioni inflazionistiche di breve periodo già sostenute prima di tali eventi. Ciò ha determinato un marcato aumento della compensazione dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro. I mercati stanno ora scontando un aumento più marcato e più persistente dell'inflazione di breve periodo nell'area dell'euro rispetto a metà dicembre: il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione (SII) su un orizzonte di un anno si colloca attualmente intorno al 2,50 per cento, circa 78 punti base al di sopra del dato registrato il 16 dicembre 2021, cioè all'inizio del periodo in esame. Nel contempo, i tassi a termine dei SII a più lungo termine hanno registrato un'iniziale diminuzione, in previsione di un irrigidimento della politica monetaria, per poi tornare ad aumentare a seguito dell'inasprirsi delle tensioni geopolitiche e dello scoppio della guerra in Ucraina. Infatti il tasso a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è diminuito leggermente, portandosi, alla fine di gennaio, all'1,85 per cento circa, per poi aumentare al 2,16 agli inizi di marzo. Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters) per il primo trimestre del 2022, condotta nella seconda settimana di gennaio, e le previsioni di gennaio 2022 di Consensus Economics, le aspettative di inflazione a più lungo termine sono aumentate al 2,0 per cento, dall'1,9 registrato nelle edizioni precedenti delle due indagini (cfr. il grafico 18).

Grafico 18

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagini della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* ed elaborazioni della BCE. Note: gli indicatori delle serie di compensazione dell'inflazione ricavati dal mercato sono basati sul tasso di inflazione a pronti a un anno, sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dal mercato le ultime osservazioni si riferiscono all'8 marzo 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 per il 2024, 2025 e 2026 e al 7 febbraio 2022 per il 2022 e il 2023. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 2 marzo 2022.

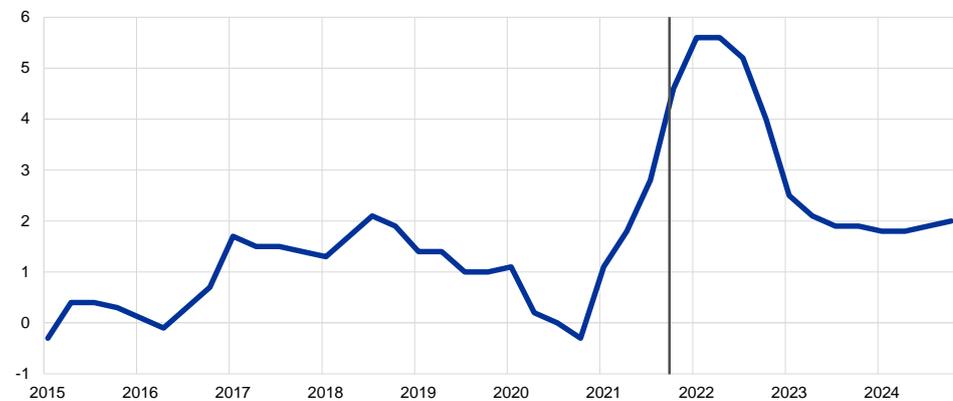
Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2022 dagli esperti della BCE, l'inflazione si manterrebbe su livelli elevati nei prossimi mesi, prima di diminuire nella seconda metà dell'anno, e l'inflazione complessiva dovrebbe collocarsi all'1,9 per cento alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione. Dopo aver raggiunto il 5,8 per cento a febbraio 2022, ci si attende che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si mantenga elevata nei prossimi mesi, prima di diminuire lentamente nella seconda metà dell'anno. Lo scenario di base indica che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe collocarsi in media al 5,1 per cento nel 2022, al 2,1 nel 2023 e all'1,9 nel 2024 (cfr. il grafico 19). Il picco dell'inflazione complessiva nel 2022 riflette il forte rincaro dei beni energetici, trainato dall'elettricità e dal gas, i forti rincari dei beni alimentari, gli effetti della riapertura delle attività a elevata intensità di contatti del settore dei servizi e le pressioni lungo la catena dei prezzi, fra cui i costi degli input energetici. Da un confronto con l'esercizio condotto lo scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema emerge che l'inflazione misurata sullo IAPC è stata rivista al rialzo per l'intero orizzonte temporale della proiezione e soprattutto per il 2022, anno per il quale la revisione totale è stata pari a 1,9 punti percentuali. La revisione al rialzo può essere in parte riconducibile a inattesi andamenti recenti dell'inflazione e a rialzi maggiori del previsto dei prezzi correnti e futuri dei beni energetici, esacerbati dalle tensioni geopolitiche connesse all'invasione dell'Ucraina. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (HICPX) dovrebbe oscillare attorno al 2,6 per cento nei prossimi due trimestri, per poi diminuire al 2,3 nel quarto trimestre del 2022, con una media annua pari al 2,6 per cento. Pressioni al rialzo si

attendono dalla forte domanda, dagli effetti indiretti dei rialzi dei prezzi dell'energia e dalle pressioni sulla catena di formazione dei prezzi a seguito delle strozzature dal lato dell'offerta. Poiché nel medio periodo è previsto un allentamento dell'impatto di questi fattori, l'inflazione media misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici dovrebbe diminuire all'1,8 per cento nel 2023 e all'1,9 nel 2024. La crescita salariale si collocherebbe al 3,6 per cento nel 2022 per poi scendere al 2,9 nel 2024, al di sopra della media storica dal 1999 (2,2 per cento), oltre che del tasso osservato prima della grande crisi finanziaria (2,6 per cento), a causa dell'inasprimento delle condizioni del mercato del lavoro e di alcuni limitati effetti di secondo impatto derivanti dall'aumento dell'inflazione.

Grafico 19

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2022*.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2024 (proiezioni). I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 2 marzo 2022.

5 Moneta e credito

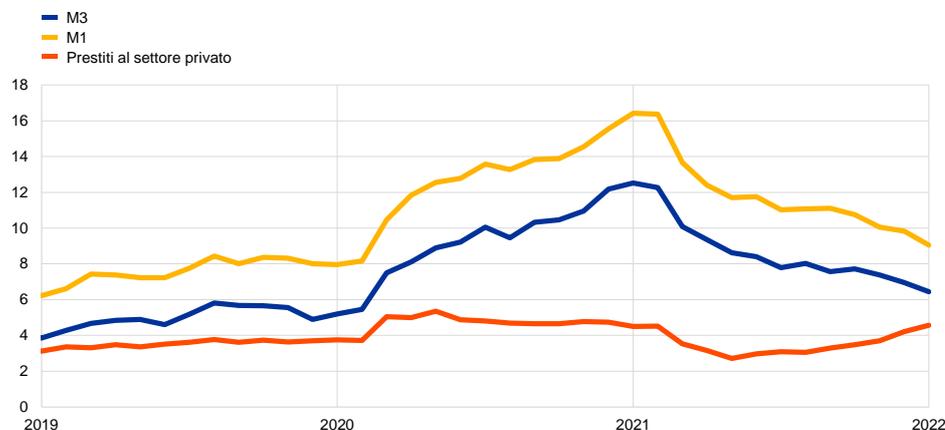
A gennaio 2022 la creazione di moneta nell'area dell'euro ha continuato a normalizzarsi, in un contesto caratterizzato da un aumento della volatilità e malgrado l'acuirsi dei rischi geopolitici. Gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema si sono confermati la principale fonte di creazione di moneta. La crescita dei prestiti al settore privato è aumentata, sulla scorta di condizioni di finanziamento favorevoli e del miglioramento della situazione economica in atto. Nello stesso mese i tassi sui prestiti bancari sono rimasti prossimi ai minimi storici, nonostante un lieve aumento di quelli applicati alle imprese. Nel quarto trimestre del 2021 il volume totale del ricorso al finanziamento esterno da parte delle imprese è cresciuto ulteriormente, soprattutto in conseguenza del significativo incremento dei prestiti bancari. Nel periodo tra ottobre 2021 e gennaio 2022, il costo totale del finanziamento esterno a carico delle imprese si è innalzato, fino a raggiungere i livelli massimi osservati a marzo 2020, a causa dei maggiori costi del finanziamento mediante il ricorso al debito e per ragioni statistiche. Le recenti oscillazioni del mercato, innescate dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, hanno contribuito a un ulteriore incremento del costo del debito sul mercato e a un costo del capitale di rischio più elevato, a seguito di un marcato calo dei mercati azionari.

A gennaio 2022 la crescita dell'aggregato monetario ampio si è stabilizzata su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia. A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito al 6,4 per cento, dal 6,9 di dicembre (cfr. il grafico 20), in un contesto caratterizzato da maggiore volatilità e nonostante l'acuirsi dei rischi geopolitici, che aumentano la domanda di attività liquide. Il ritmo trimestrale di crescita della moneta è tornato a un livello prossimo 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. Nel 2020, durante le fasi iniziali della pandemia, i detentori di moneta hanno mostrato una preferenza per le attività liquide, mossi da motivazioni precauzionali. Con l'allentamento delle misure di contenimento della pandemia e con la ripresa dell'attività economica, nel 2021 l'espansione di M1 ha subito una moderazione, dopo gli elevati tassi di crescita osservati nel corso del 2020. A gennaio 2022 il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è ulteriormente diminuito, scendendo dal 9,8 al 9,0 per cento, riflettendo principalmente una normalizzazione nella crescita dei depositi a vista. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle banconote e monete in circolazione, in rallentamento dal primo trimestre del 2021, si è collocato al 7,7 per cento a gennaio. Nello stesso mese, gli altri depositi a breve termine e gli strumenti negoziabili hanno fornito un contributo neutro, che ne rispecchia la bassa remunerazione.

Grafico 20

M3, M1 e prestiti al settore privato

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



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

La crescita dei depositi a vista è ulteriormente diminuita, pur mantenendosi su livelli elevati. A gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è calato al 9,2 per cento, dal 10,2 di dicembre. Tale flessione è stata determinata da imprese e famiglie, che hanno fornito i contributi maggiori da una prospettiva settoriale. Dall'inizio della pandemia si sono osservati afflussi considerevoli verso i depositi a vista, di riflesso all'accresciuta incertezza economica⁵. La crescita dei depositi di imprese e famiglie è variata da un paese all'altro, a causa delle differenze nel fabbisogno di liquidità e nelle misure di sostegno (di bilancio) adottate a livello nazionale. Nel quarto trimestre del 2021 l'accumulo di depositi da parte delle famiglie è sceso temporaneamente al di sotto della media precedente la pandemia, riflettendo un aumento del clima di fiducia e degli acquisti da parte dei consumatori, nonché i rialzi delle tariffe energetiche che hanno ridotto il reddito disponibile. A gennaio 2022 si è osservata, comunque, una ripresa generalizzata nei flussi dei depositi, indice del fatto che le famiglie hanno aumentato i propri risparmi e ridotto i consumi. È altresì proseguita la crescita dei depositi delle imprese, sebbene in misura molto più contenuta rispetto ai depositi delle famiglie.

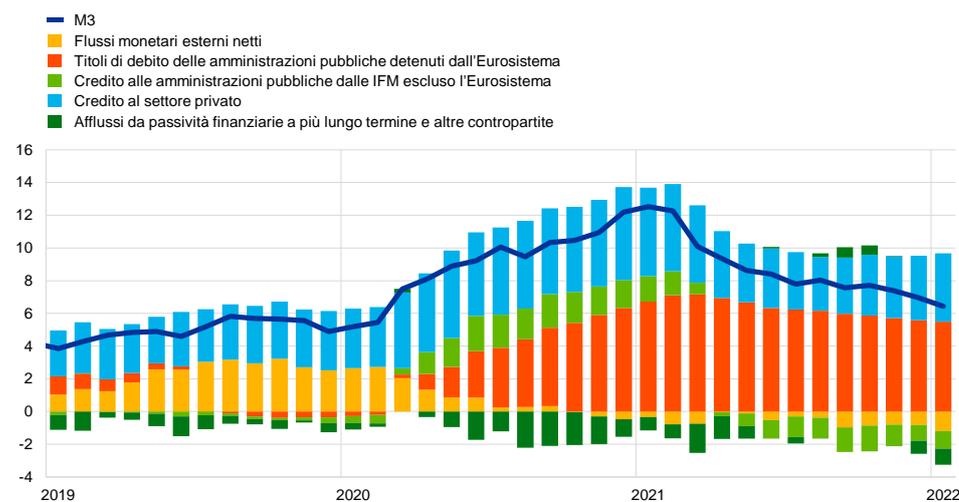
A gennaio 2022 la creazione di moneta ha continuato a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema. Gli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il contributo più significativo, sebbene lievemente in calo, alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 21). Essa è stata sostenuta anche dal maggiore contributo del credito al settore privato (cfr. l'area blu degli istogrammi). Tuttavia, tre fattori hanno 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

⁵ Cfr. il riquadro [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

verde chiaro degli istogrammi); in secondo luogo, sono aumentati i deflussi monetari esterni netti (cfr. l'area gialla degli istogrammi), in concomitanza con un indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro; in terzo luogo, i deflussi da altre contropartite hanno più che compensato i modesti afflussi da passività finanziarie a più lungo termine (cfr. l'area verde scuro degli istogrammi).

Grafico 21 M3 e sue contropartite

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



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto delle attività del settore societario e del PEPP. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

La crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è aumentata

a gennaio 2022. La crescita dei prestiti al settore privato è aumentata ulteriormente, passando dal 4,2 per cento di dicembre al 4,6 a gennaio (cfr. il grafico 20).

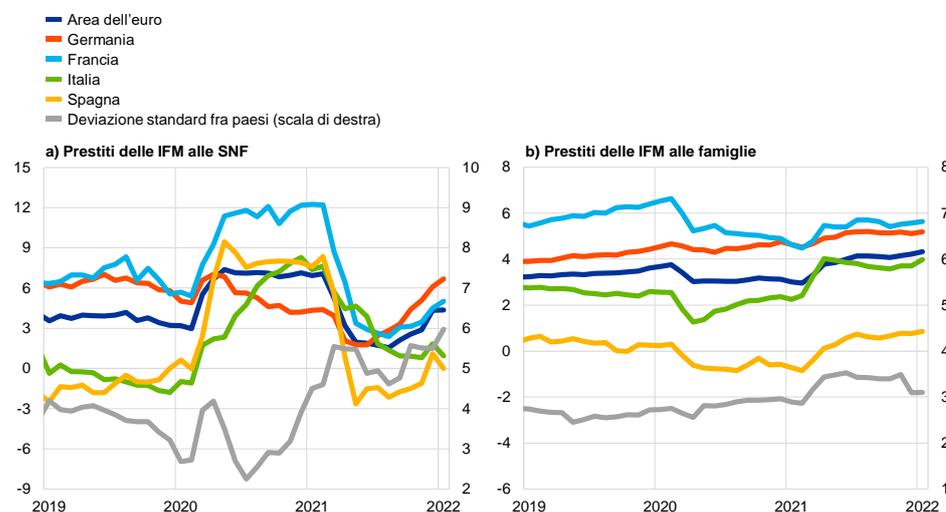
Tale dinamica è stata determinata dal credito sia alle imprese sia alle famiglie, che ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e della ripresa economica in atto. A gennaio scorso il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF) è aumentato lievemente, al 4,4 per cento, dopo il 4,3 di dicembre (cfr. il pannello a) del grafico 22), trainato dai prestiti a lungo termine e probabilmente di riflesso all'esigenza di investimenti fissi. Anche il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie ha segnato un modesto rialzo, raggiungendo il 4,3 per cento a gennaio, dopo il 4,2 di dicembre (cfr. il pannello b) del grafico 22). 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 paesi⁶.

⁶ Cfr. il riquadro *L'impatto economico eterogeneo della pandemia nei paesi dell'area dell'euro* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazione standard)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

I costi della raccolta bancaria per le banche dell'area dell'euro hanno iniziato ad aumentare e ora si collocano attorno ai livelli antecedenti la pandemia.

Il recente aumento del costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito (cfr. il pannello a) del grafico 23) è stato determinato dai maggiori rendimenti delle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 23) e riflette un aumento dei tassi privi di rischio, mentre i tassi sui depositi sono rimasti stabili sui minimi storici.

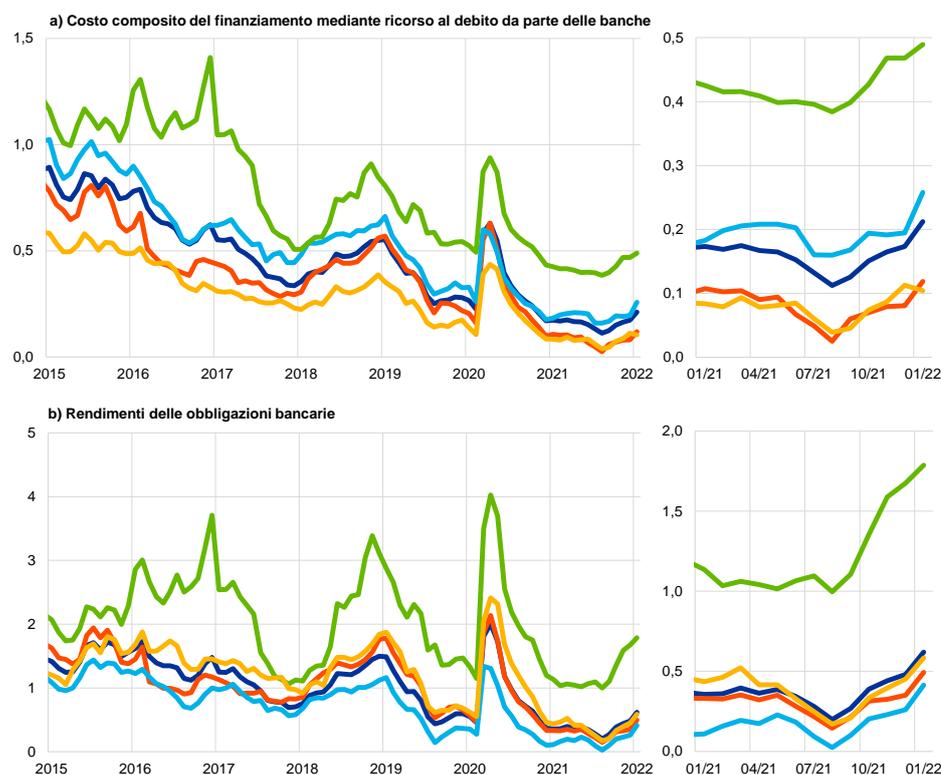
Le misure di politica monetaria della BCE hanno finora contribuito a contenere le pressioni al rialzo sui rendimenti delle obbligazioni bancarie e a ridurre le differenze nelle condizioni di finanziamento tra paesi, classi di rischio e scadenze. Prima del quarto trimestre i costi della provvista bancaria si erano mantenuti al riparo dalle pressioni al rialzo per tre motivi: il progressivo aggiustamento del prezzo dei depositi a tassi negativi; il calo della quota di finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche; condizioni favorevoli di accesso da parte delle banche al finanziamento della banca centrale, in particolare la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP). Tuttavia, se i tassi di mercato aumentano ulteriormente, vi è il rischio che i costi della provvista bancaria diventino soggetti a maggiori pressioni al rialzo, soprattutto in considerazione del futuro rimborso dei fondi OMRLT in essere. Ciò alla fine potrebbe tradursi in tassi sui prestiti più elevati per imprese e famiglie.

Grafico 23

Tassi compositi sulla provvista bancaria in alcuni paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali sui dodici mesi)

■ Area dell'euro
■ Germania
■ Francia
■ Italia
■ Spagna



Fonte: BCE, elaborazioni della BCE e indici Markit iBoxx

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono rappresentati dal costo ponderato dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni sui depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie fanno riferimento alle medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

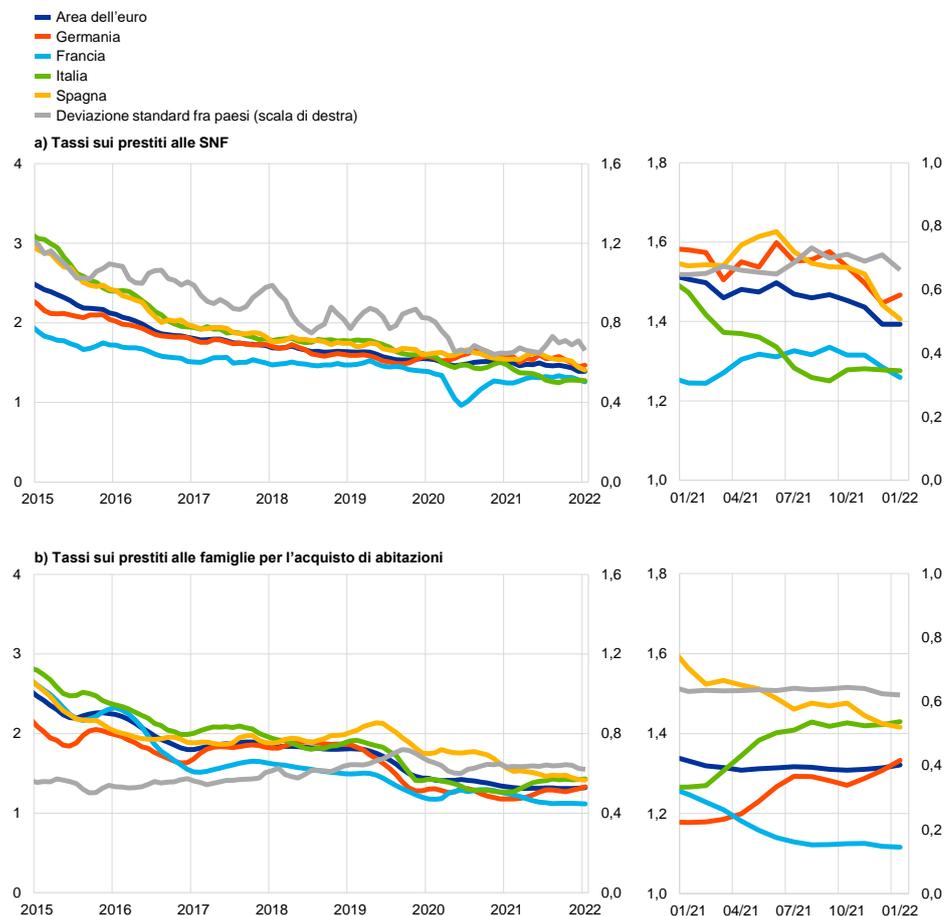
A gennaio 2022 i tassi sui prestiti bancari sono rimasti prossimi ai minimi storici (cfr. il grafico 24), sebbene i tassi sui prestiti alle imprese siano lievemente aumentati.

Il tasso composito sui prestiti bancari alle SNF è salito all'1,43 per cento, compensando il calo registrato nel quarto trimestre del 2021, mentre il tasso equivalente per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente invariato all'1,33 per cento. L'aumento dei tassi sui prestiti alle imprese, più pronunciato per i prestiti con scadenze a medio termine, ha rispecchiato un aumento generalizzato dei tassi di mercato in un contesto di eterogeneità tra paesi. Il differenziale tra i tassi applicati dalle banche ai prestiti molto modesti e a quelli di grande entità si è mantenuto sostanzialmente invariato ed è rimasto al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia. L'aumento dei rendimenti nell'area dell'euro nel corso degli ultimi mesi potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui tassi sui prestiti interni. Le misure di politica monetaria della BCE hanno sinora impedito un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, che avrebbe amplificato l'impatto negativo della pandemia sull'economia dell'area dell'euro.

Grafico 24

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

(valori percentuali sui dodici mesi; medie mobili su tre mesi; deviazione standard)



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. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

Il volume complessivo del finanziamento esterno alle imprese è aumentato ulteriormente nel quarto trimestre del 2021.

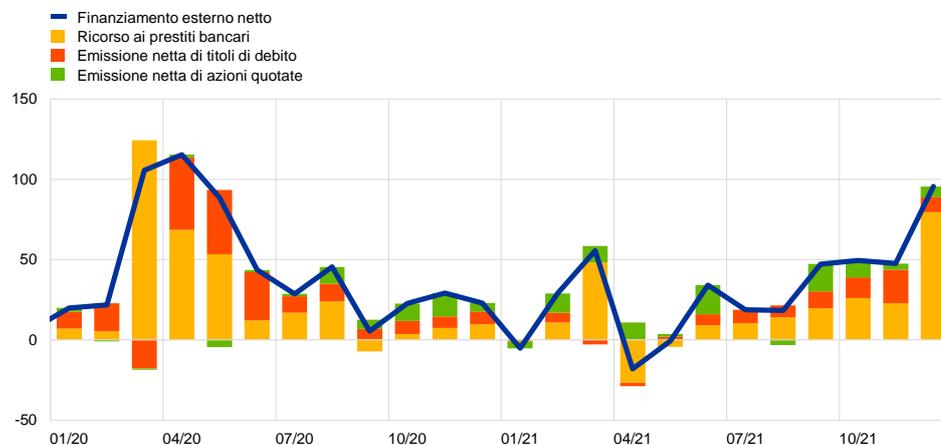
Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno è salito bruscamente al 2,8 per cento di dicembre, dal 2,3 di ottobre, sostenuto dal maggiore fabbisogno di finanziamento delle imprese e dal basso costo del debito. I maggiori flussi del finanziamento esterno sono derivati per lo più da un aumento dei prestiti bancari alle imprese, mentre una maggiore emissione di titoli di debito e azioni quotate ha fornito un contributo più esiguo (cfr. il grafico 25). Tale domanda di credito è stata sostenuta dagli investimenti delle imprese e dall'aumento della spesa per capitale circolante, in parte legata al persistere di strozzature dal lato dell'offerta⁷. Nei paesi e nei settori particolarmente colpiti da tali strozzature, l'incremento del fabbisogno di capitale circolante, dovuto ai ritardi nella produzione e alla ricostituzione delle scorte, ha determinato un aumento dell'indebitamento a breve termine.

⁷ Cfr. il riquadro *Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: il punto della situazione* in questo numero del Bollettino.

Grafico 25

Flussi netti di finanziamento esterno per le SNF dell'area dell'euro

(flussi mensili in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE, Eurostat e Dealogic.

Note: il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti bancari (prestiti delle IFM), emissione netta di titoli di debito ed emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2021.

Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le SNF, comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, è aumentato tra ottobre 2021 e gennaio 2022, sospinto principalmente dal costo del debito emesso sul mercato. Il costo del finanziamento esterno è salito al 5,2 per cento a gennaio 2022 (cfr. il grafico 26), un livello uguale al massimo registrato a marzo 2020 e superiore di 110 punti base rispetto al minimo storico registrato a marzo 2021. Tale incremento è riconducibile principalmente a un più elevato costo del debito sul mercato e a un aumento del peso del capitale di rischio nel calcolo del costo complessivo del finanziamento⁸. Quest'ultimo ha più che compensato il lieve calo del costo del capitale di rischio a gennaio rispetto a ottobre, dovuto a un minore premio per il rischio azionario, che a sua volta ha controbilanciato l'effetto dei più elevati tassi privi di rischio. Il costo dei prestiti bancari è rimasto sostanzialmente invariato tra ottobre e gennaio. I più elevati tassi privi di rischio e i più ampi differenziali sulle obbligazioni societarie, sia nei segmenti investment grade sia in quelli ad alto rendimento, sono stati i fattori alla base dell'aumento del costo del debito sul mercato, che ha raggiunto livelli osservati per l'ultima volta ad agosto 2020. Più di recente, si stima che il costo complessivo del finanziamento sia ulteriormente aumentato tra la fine di gennaio e il 9 marzo, di riflesso a un maggiore costo del capitale di rischio in presenza di un significativo calo dei corsi azionari dalla fine di febbraio, innescato dalla guerra in Ucraina. Anche i più ampi differenziali sulle obbligazioni societarie, unitamente

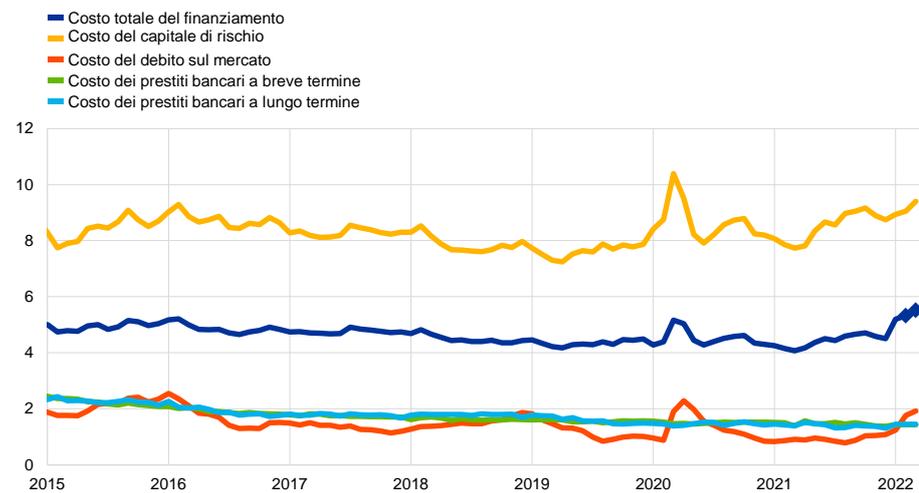
⁸ Il costo del finanziamento è calcolato come media ponderata dei costi di: capitale di rischio, debito sul mercato e prestiti bancari a breve e lungo termine. I pesi rappresentano la quota di ciascuno degli strumenti di finanziamento sul totale degli strumenti di finanziamento esterno in essere delle SNF. Pertanto, il contributo di ciascuna componente al livello del costo complessivo del finanziamento, in un dato momento, è uguale al costo (in percentuale) moltiplicato per il suo peso. I pesi sono aggiornati periodicamente per tener conto delle variazioni nella struttura finanziaria delle SNF. La variazione del contributo di una particolare componente alla variazione del costo complessivo del finanziamento è, pertanto, il risultato netto della variazione del costo e della variazione del peso.

a ulteriori incrementi del tasso privo di rischio, hanno contribuito all'aumento del costo del finanziamento.

Grafico 26

Costo nominale del finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro per componente

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Gli indicatori a rombo blu si riferiscono a previsioni a brevissimo termine del costo complessivo del finanziamento per febbraio e marzo 2022 (dati compresi fino al 9 marzo), nell'ipotesi che il costo dei prestiti bancari rimanga invariato ai livelli di gennaio 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al 9 marzo 2022 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 4 marzo 2022 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a febbraio 2022 per il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

6 Andamenti della finanza pubblica

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2022 dagli esperti della BCE, nell'area dell'euro il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche continua a migliorare rispetto ai disavanzi molto elevati registrati a causa della crisi legata al coronavirus (COVID-19). I rischi per lo scenario di base, tuttavia, sono considerevoli e sempre più orientati verso disavanzi di bilancio maggiori, principalmente per via della guerra russa in Ucraina. Secondo le stime dello scenario di base, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL dell'area è sceso al 5,5 per cento nel 2021, dal livello massimo pari al 7,2 per cento del 2020. Esso dovrebbe diminuire ulteriormente toccando il 3,1 per cento nel 2022 e il 2 per cento entro la fine dell'orizzonte di previsione. In termini di orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, la forte intonazione espansiva del 2020 è stata seguita da un'impostazione meno accomodante nel 2021, se si considerano le correzioni per le sovvenzioni del fondo Next Generation EU (NGEU). Nel 2022 tale orientamento dovrebbe inasprirsi ulteriormente, soprattutto per effetto della revoca di gran parte del sostegno di emergenza offerto durante la crisi. Si prevede che l'entità di tale irrigidimento sarà solo marginale negli ultimi due anni dell'orizzonte di previsione e che si continuerà a sostenere l'economia in maniera significativa. Alla luce dei rischi elevati, di varia origine, che attualmente si profilano e in parte si stanno già concretizzando, le misure di bilancio, anche a livello di Unione europea, contribuirebbero a proteggere l'economia. Le politiche di bilancio devono continuare a essere in grado di reagire rapidamente in funzione dell'evolvere della situazione. La disponibilità a ricorrere a simili politiche non è in contraddizione con la necessità di un credibile processo di riduzione degli squilibri di bilancio nel medio termine.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2022 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro sta proseguendo il percorso di miglioramento iniziato nel 2021⁹.

Si stima che il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro sia sceso al 5,5 per cento nel 2021, dopo aver toccato un livello senza precedenti pari al 7,2 nel 2020. Nel 2022 esso dovrebbe diminuire in misura ancora maggiore, raggiungendo il 3,1 per cento, e poi, rispettivamente, il 2,1 e il 2,0 per cento del PIL nei successivi due anni (cfr. il grafico 27). Dopo l'introduzione delle misure di risposta alla pandemia, pari a circa il 4,0 per cento del PIL nel 2020, si stima che il sostegno economico erogato per far fronte alla crisi e per agevolare la ripresa sia aumentato fino a circa il 4,3 per cento del PIL nel 2021. Ciò riflette il fatto che i governi hanno prorogato i provvedimenti di emergenza, ampliandone gradualmente la portata e/o adottandone di nuovi al fine di sostenere la ripresa, tra cui le misure indicate dai vari paesi nei rispettivi piani nazionali di ripresa e resilienza previsti dal programma Next Generation EU¹⁰. Secondo alcune stime, la considerevole componente ciclica avversa, che ha contribuito al forte aumento del

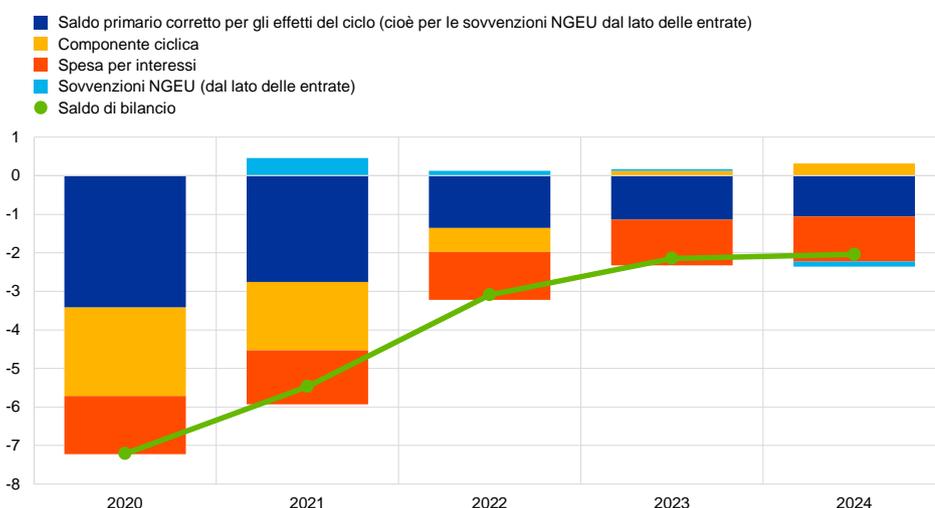
⁹ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2022* pubblicate sul sito Internet della BCE l'11 marzo 2022.

¹⁰ Le sovvenzioni dello strumento Next Generation EU ammontano, in media, a circa lo 0,5 per cento del PIL nell'orizzonte di proiezione, per poi diminuire gradualmente dopo il 2022. Unitamente a un importo limitato di prestiti, dovrebbero finanziare una quota della spesa di bilancio pari a circa il 2,5 per cento del PIL. Gli andamenti della finanza pubblica descritti nella presente sezione non includono il disavanzo e il debito sovranazionali europei derivanti dai trasferimenti a titolo del Next Generation EU.

disavanzo osservato nel 2020, ha iniziato a ridursi nel 2021, seppur in misura solo moderata. A partire dal 2022 le proiezioni segnalano un miglioramento più marcato del saldo di bilancio, trainato da un più elevato saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, poiché gran parte delle misure di emergenza non finanziate attraverso le sovvenzioni del Next Generation EU non saranno prorogate. Inoltre, a partire dal 2022 il contributo negativo fornito dal ciclo economico dovrebbe svanire rapidamente, tornando leggermente positivo dal 2023. Il miglioramento del saldo di bilancio sarà altresì favorito, sebbene in misura minore, da una spesa per interessi lievemente inferiore rispetto agli ultimi anni. Secondo le attuali proiezioni, questo effetto si manifesterà principalmente nel 2022, per poi venir gradualmente meno nel corso del biennio 2023-2024.

Grafico 27
Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2022.
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

Si stima che l'orientamento aggregato delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sia stato in una certa misura più restrittivo nel 2021, dopo l'intonazione espansiva molto marcata che ha caratterizzato il 2020¹¹.

Nel 2022, con la graduale riduzione del sostegno di bilancio dovuto al venir meno dell'emergenza pandemica e delle relative misure temporanee di assistenza, l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe subire un maggiore irrigidimento rispetto a tali livelli di supporto, ancora elevati anche al netto delle correzioni operate dal lato delle entrate in relazione alle sovvenzioni dello strumento Next Generation

¹¹ L'orientamento di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate derivanti dalle sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sul concetto di orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

EU. L'entità dell'inasprimento sarà soltanto marginale¹² nel 2023 e nel 2024 e, malgrado tale inversione dell'orientamento, il sostegno di bilancio alla ripresa economica rimane cospicuo lungo l'intero orizzonte di proiezione, come si evince dal saldo primario, che complessivamente continuerebbe a essere fortemente negativo.

Rispetto all'esercizio di dicembre 2021, svolto dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio alla fine dell'orizzonte di proiezione è stato rivisto

lievemente al ribasso. La revisione annuale più significativa consiste in una stima del saldo di bilancio più favorevole in riferimento al 2021. In particolare, per tale anno, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al rialzo di 0,5 punti percentuali e si attesta al -5,5 per cento del PIL, principalmente per effetto di un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo superiore alle attese. Malgrado questo miglioramento, il saldo di bilancio è stato rivisto al rialzo di soli 0,1 punti percentuali per il 2022, mentre è rimasto invariato per il 2023 ed è stato rivisto al ribasso di 0,2 punti percentuali per il 2024. La revisione al ribasso alla fine dell'orizzonte di previsione nello scenario di base deriva dal deterioramento delle prospettive macroeconomiche innescato dalla crisi in Ucraina e dalle revisioni al rialzo della spesa per interessi in percentuale del PIL.

Dopo il netto aumento registrato nel 2020, il rapporto fra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe essere diminuito leggermente collocandosi attorno al 96 per cento nel 2021, e ci si attende che scenda ulteriormente all'89 per cento circa nel 2024.

Si stima che, dopo un aumento del rapporto fra debito pubblico e PIL prossimo a 14 punti percentuali osservato nel 2020, nel 2021 il disavanzo primario, ancora elevato, ma in calo, sia stato più che compensato da un rilevante contributo alla riduzione del debito legato al differenziale fra tassi di interesse e crescita. Nel 2022 e 2023 il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe diminuire più rapidamente man mano che i disavanzi primari, in calo ma comunque con effetti di incremento del debito, saranno bilanciati dai contributi favorevoli derivanti dai differenziali tra tassi di interesse e crescita e, in misura minore, da raccordi disavanzo-debito negativi (cfr. il grafico 28). Pertanto, alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2024, il rapporto tra debito e PIL dovrebbe scendere appena al di sotto dell'89 per cento, collocandosi circa 5 punti percentuali sopra il livello toccato nel 2019, prima della crisi. Nell'insieme, l'impatto negativo della crisi dovuta al COVID-19 sulla dinamica del debito aggregato nell'area dell'euro si è rivelato significativamente inferiore rispetto a quanto ci si attendeva, in linea generale, nella fase iniziale della crisi¹³.

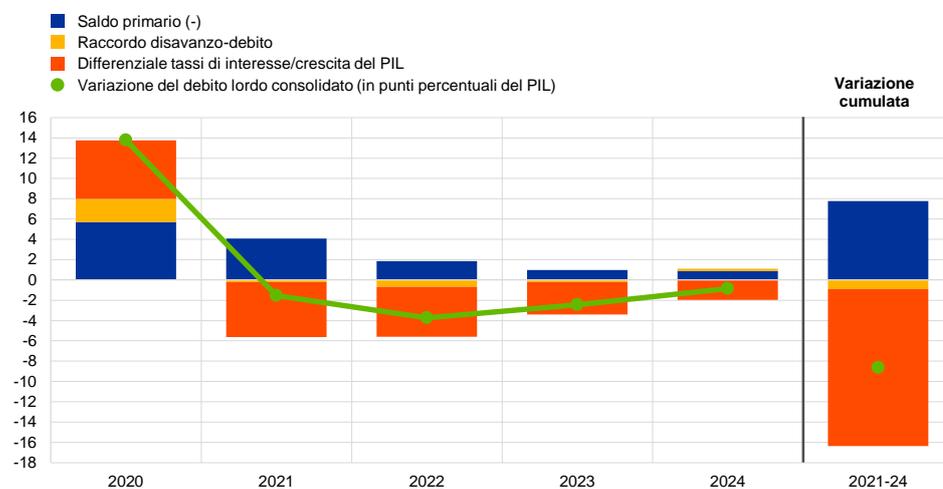
¹² L'orientamento di bilancio aggregato dell'area dell'euro è stato pari a -4,2 punti percentuali del PIL nel 2020 e dovrebbe essersi attestato a +0,5 punti percentuali del PIL nel 2021. Secondo le proiezioni, nel 2022, nel 2023 e nel 2024 sarà pari, rispettivamente, a +0,9, +0,2 e +0,1 punti percentuali, al netto delle correzioni operate dal lato delle entrate in relazione alle sovvenzioni dello strumento Next Generation EU.

¹³ Ad esempio, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020 stimavano, per la fine del 2022, un livello del rapporto tra debito pubblico e PIL pari a un valore superiore di circa 8 punti percentuali rispetto alle attuali proiezioni.

Grafico 28

Determinanti delle variazioni del debito pubblico nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2022.
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

I rischi per lo scenario di base, tuttavia, sono considerevoli e sempre più orientati verso disavanzi di bilancio più ampi. L'incertezza è principalmente legata agli effetti macroeconomici della guerra in Ucraina e al potenziale ulteriore stimolo di bilancio nell'area dell'euro. Tale stimolo deriverebbe principalmente da tre fonti: a) sostegno aggiuntivo in risposta agli elevati prezzi dell'energia; b) una maggiore spesa per la difesa; e c) una maggiore spesa per l'assistenza ai rifugiati. Non si possono inoltre escludere rischi per le finanze pubbliche legati a ulteriori ondate della pandemia di COVID-19.

Le politiche di bilancio nazionali dovrebbero continuare a essere in grado di reagire rapidamente in funzione dell'evolvere della situazione, pur prestando attenzione alla sostenibilità dei conti pubblici nel medio termine. Alla luce dei rischi elevati, di varia origine, che attualmente si profilano e in parte si stanno già concretizzando, le misure di bilancio, anche a livello di Unione europea, contribuirebbero a proteggere l'economia. Le politiche di bilancio devono continuare a essere in grado di reagire rapidamente in funzione dell'evolvere della situazione. Un deciso riorientamento verso una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita e riforme strutturali che accrescano il potenziale di crescita delle economie dell'area dell'euro creerebbero, se necessario, margini di manovra aggiuntivi, contribuendo anche a ridurre gli squilibri di bilancio. La disponibilità a ricorrere a simili politiche non è in contraddizione con la necessità di un credibile processo di riduzione degli squilibri di bilancio nel medio termine.

Riquadri

1 Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: il punto della situazione

a cura di Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics e Máté Barnabás Tóth

Le tensioni nelle catene di approvvigionamento globali gravano sul ciclo economico mondiale dalla fine del 2020. Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento derivano dall'interazione di diversi fattori. In primo luogo, alla forte ripresa della domanda mondiale di beni manifatturieri, indotta in parte dalla rotazione dei consumi a scapito dei servizi nel contesto delle misure di contenimento connesse alla pandemia, non si è associato un pari incremento dell'offerta di beni. In secondo luogo, alcuni settori sono stati colpiti da gravi carenze degli approvvigionamenti, in particolare di semiconduttori, con difficoltà dal lato dell'offerta a soddisfare l'impennata della domanda di prodotti e apparecchi elettronici e di quella del settore automobilistico, che sta gradualmente recuperando dopo il brusco calo della produzione nel 2020. Infine, le discontinuità registrate nel settore della logistica, derivanti principalmente dall'attività delle navi portacontainer, dalla congestione dei porti e dalle rigide misure di chiusura (lockdown) adottate in alcuni dei principali paesi asiatici produttori di input intermedi, hanno ulteriormente esacerbato le strozzature dal lato dell'offerta¹.

Data la natura variegata di queste ultime, è utile monitorare una serie relativamente ampia di indicatori al fine di determinare le loro cause. Ciò può agevolare l'individuazione precoce di eventuali segnali di miglioramento o deterioramento in determinati settori economici. A tal fine, il presente riquadro valuta la gravità delle strozzature dal lato dell'offerta esaminando un'ampia serie di indicatori relativi ai settori manifatturiero e dei servizi, nonché ai trasporti e ai prezzi delle materie prime².

Di seguito, gli indicatori a livello di settore delle strozzature dal lato dell'offerta relativi all'area dell'euro e agli Stati Uniti sono rappresentati sotto forma di mappe di calore. Mentre la selezione degli indicatori è soggetta alla disponibilità dei dati, per entrambe le regioni le mappe di calore includono gli indici dei responsabili

¹ Per un'analisi dettagliata di questi fattori e del loro impatto economico, cfr. Lane, P.R., "Bottlenecks and monetary policy", *Il blog della BCE*, BCE, 10 febbraio 2022 nonché i seguenti riquadri di questo Bollettino: *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo* nel numero 3/2021; *La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro* nel numero 4/2021; *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021; *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* nel numero 8/2021.

² Un approccio simile è stato proposto da Van Roye, B., Murray, B. e Orlik, T., "Supply chain crisis risks taking the global economy down with it", *Bloomberg*, novembre 2021 e da Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. e Noble, A.I., "A new barometer of global supply chain pressures", *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, gennaio 2022.

degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) per i tempi di consegna dei fornitori (suppliers' delivery times, SDT), gli arretrati di lavoro, il rapporto tra ordinativi e scorte e i prezzi intermedi degli input. Se disponibili, sono inclusi anche i PMI corrispondenti per il settore dei servizi. Inoltre, le mappe di calore includono i costi di trasporto, rappresentati dalle tariffe per il trasporto aereo e marittimo. Nel caso del trasporto marittimo occorre operare una distinzione tra i costi associati ai container e quelli associati al trasporto di rinfuse solide: mentre quest'ultimo è utilizzato per le materie prime, le navi portacontainer in genere sono impiegate per trasportare beni intermedi e prodotti finiti. Di conseguenza, il costo del trasporto di container è più rilevante per valutare la gravità delle attuali strozzature dal lato dell'offerta, dal momento che tali difficoltà sembrano aver influito soprattutto sui beni intermedi e sui prodotti finiti. Per questo motivo, le mappe di calore si basano sull'indice Harper Petersen (HARPEX) dei costi di trasporto, che monitora le variazioni a livello mondiale dei noli per le navi portacontainer, e sull'indice Freightos Baltic (FBX), che misura le tariffe "direzionali" per la movimentazione dei container dalla Cina verso l'UE e gli Stati Uniti³. La mappa di calore dell'area dell'euro misura anche le carenze di input a livello di intera economia (ad esempio manodopera, attrezzature e materiali da costruzione, questi ultimi disponibili solo per la Germania) ricavate dalle indagini, al fine di cogliere le attuali interruzioni nelle catene di approvvigionamento dal punto di vista delle imprese colpite. Per gli Stati Uniti, con l'obiettivo di rilevare la carenza di manodopera nel settore logistico, si considera il rapporto fra posti vacanti e disoccupazione nel settore dei trasporti. Al fine di consentire il confronto tra i diversi indicatori, i punteggi Z sono calcolati sottraendo la media del campione da ciascuna serie temporale e dividendo la differenza per la deviazione standard del campione. I valori positivi di ciascun indicatore rappresentano di quante deviazioni standard ciascun indice è superiore alla media, mentre i valori negativi rappresentano di quante deviazioni standard ciascun indice è inferiore alla media. I punteggi Z negativi, che indicano un disavanzo tra l'offerta e la domanda, segnalerebbero le strozzature dal lato dell'offerta e sono evidenziati in rosso. In generale, i punteggi Z inferiori a -1,5 suggerirebbero che le strozzature dal lato dell'offerta sono marcate.

Dati recenti suggeriscono che le strozzature dal lato dell'offerta nell'area dell'euro e negli Stati Uniti rimangono su livelli storicamente elevati. Le mappe di calore (cfr. il grafico A), che vanno dal blu scuro (offerta abbondante rispetto alla domanda) al rosso scuro (carenze di offerta), mostrano che tutti gli indicatori si sono spostati verso le tonalità del rosso nel corso del 2021 e sono rimasti per lo più in rosso in entrambe le economie tra gennaio e febbraio 2022. In generale, la situazione rimane difficile, soprattutto nell'area dell'euro. Ciò è stato confermato di recente dall'indagine periodica condotta dalla BCE presso i referenti nel settore delle imprese, secondo cui le problematiche dal lato dell'offerta in genere non si sono attenuate negli ultimi mesi e dovrebbero proseguire per tutto il 2022⁴. In particolare, i vincoli dal lato dell'offerta causati dalle interruzioni nei trasporti e nella logistica sono

³ Non è inusuale monitorare il Baltic Dry Index. Questo indice, tuttavia, è costruito per rilevare solo i costi di trasporto delle materie prime (quali carbone, minerali e cereali), che sembrano essere state meno colpite dalle strozzature dal lato dell'offerta.

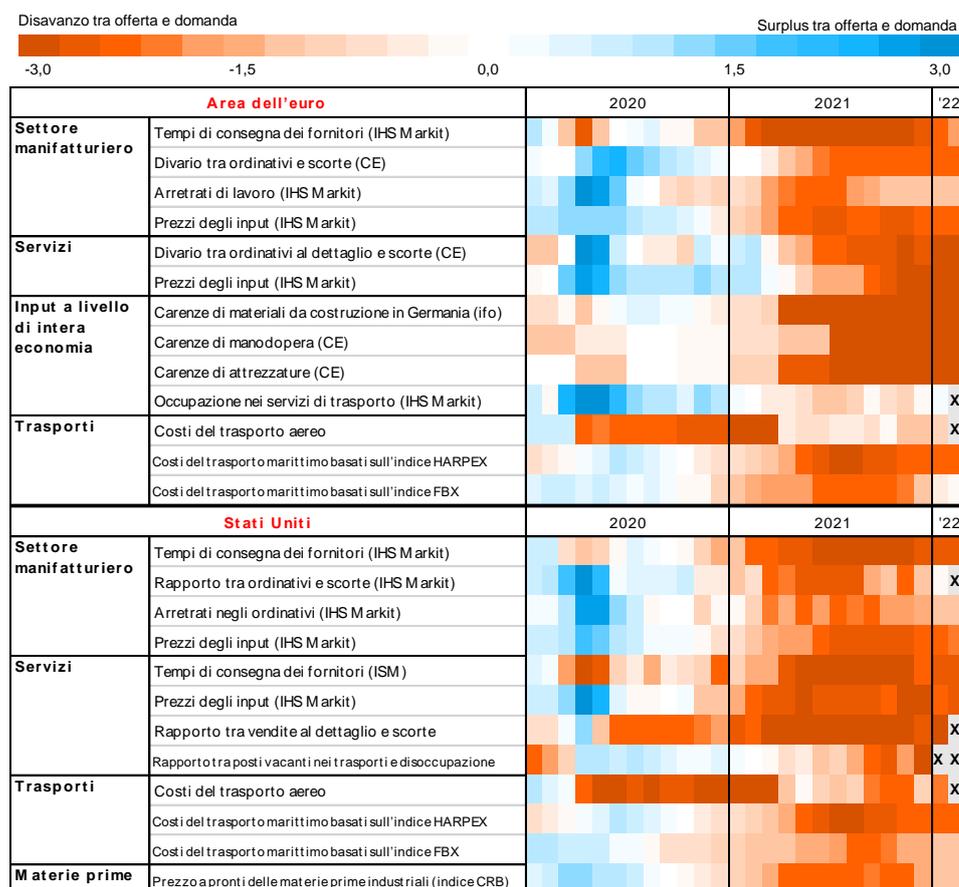
⁴ Per quanto riguarda il punto di vista delle imprese circa il persistere di vincoli dal lato dell'offerta, cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

più pervasivi e probabilmente più persistenti in assenza di un contenimento della domanda mondiale.

Grafico A

Pressioni lungo le catene di approvvigionamento – mappe di calore per l'area dell'euro e gli Stati Uniti

(punteggi Z)



Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, Commissione europea (CE), ISM, IHS Markit, ifo Institute, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le mappe di calore mostrano i punteggi Z, calcolati sottraendo la media dall'osservazione al tempo t e dividendo la differenza per la deviazione standard. La media e la deviazione standard sono calcolate sul campione disponibile a partire da gennaio 1999. Per i costi di trasporto e i prezzi delle materie prime sono riportati i punteggi Z basati sui tassi di crescita sul periodo corrispondente. Gli indicatori qualitativi sono riportati insieme alle rispettive fonti. Le osservazioni contrassegnate da una X non sono ancora disponibili.

Gli indicatori sintetici ricavati dalla mappa di calore confermano il protrarsi delle pressioni derivanti dalle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento, sebbene tali pressioni potrebbero essere in fase di allentamento in alcuni settori. L'indice PMI SDT è un indicatore utile per monitorare le interruzioni dal lato dell'offerta nel settore logistico⁵. Per riassumere le evidenze desunte dalle altre misure, è stato costruito un unico indicatore sintetico

⁵ L'indice PMI SDT fornisce la percentuale di imprese che hanno segnalato un miglioramento, un peggioramento o nessuna variazione nei tempi di consegna di beni intermedi e prodotti finiti. Un indice inferiore a 50 implica che i tempi di consegna sono peggiorati rispetto al mese precedente.

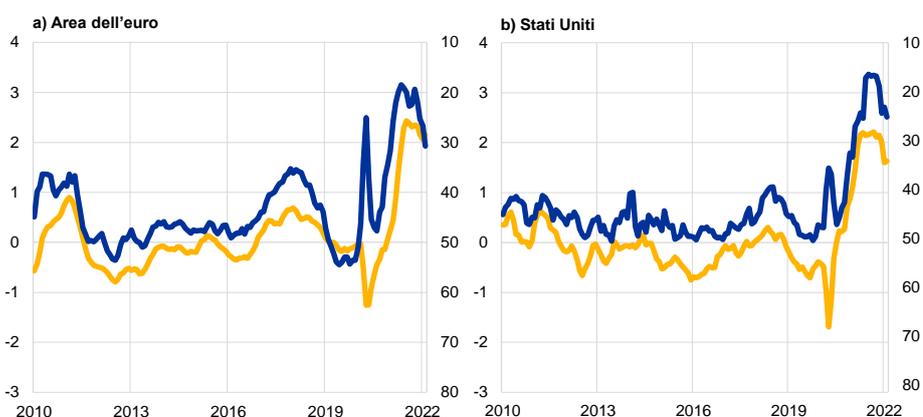
utilizzando un modello fattoriale dinamico (dynamic factor model, DFM)⁶. Il primo fattore del DFM, che rappresenta oltre il 50 per cento della varianza totale degli indicatori sottostanti, è fortemente correlato con l'indice PMI SDT sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. il grafico B), cogliendo in tal modo un andamento simile nelle strozzature dal lato dell'offerta. I dati da gennaio a febbraio 2022 per l'indice PMI SDT e il DFM indicano che le pressioni lungo la filiera produttiva, pur rimanendo su livelli storicamente elevati, hanno raggiunto il picco e hanno iniziato ad attenuarsi in entrambe le economie (cfr. il grafico B). In particolare negli Stati Uniti, l'indice PMI relativo al rapporto tra gli ordini e le scorte è in miglioramento, a indicare che le imprese stanno iniziando a ricostituire le scorte e che le strozzature potrebbero essere in fase di allentamento. Tuttavia, la diffusione della variante Omicron del COVID-19 e la potenziale chiusura di fabbriche e porti che potrebbe derivarne suscitano ulteriori incertezze, soprattutto nel breve termine. In particolare, potrebbero verificarsi difficoltà nelle catene di approvvigionamento se la Cina continuerà a perseguire una rigida strategia zero-COVID. Anche la guerra in Ucraina potrebbe determinare il riaccutizzarsi delle strozzature dal lato dell'offerta.

Grafico B

Pressioni lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(scala di sinistra: deviazioni standard dalla media a lungo termine; scala di destra: indice di diffusione)

■ Indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori nel settore manifatturiero (scala di destra, invertita)
 ■ Modello fattoriale dinamico (scala di sinistra)



Fonti: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti, Commissione europea, ISM, IHS Markit, ifo Institute, Haver Analytics, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il DFM include solo indicatori mensili (non sono incluse le carenze di manodopera e attrezzature dell'area dell'euro, a frequenza trimestrale). Alle serie sono state applicate opportune trasformazioni al fine di garantirne la stazionarietà. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

⁶ Per verificare l'attendibilità dei dati è stata calcolata anche una statistica di sintesi, basata su un modello a componenti principali, che fornisce risultati molto simili. Un DFM ha il vantaggio, rispetto a un modello a componenti principali, di colmare i dati mancanti utilizzando la componente comune stimata (cfr. Stock, J.H. e Watson, M.W., "Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 20, n. 2, 2002, pagg. 47-162; e Doz, C., Giannone, D. e Reichlin, L., "A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering", *Journal of Econometrics*, vol. 164, n. 1, 2011, pagg. 188-205). Pertanto, il DFM include anche gli indici FBX relativi al costo dei trasporti, disponibili solo dal 2016.

Il ruolo del rischio di credito nelle recenti valutazioni delle obbligazioni societarie a livello mondiale

a cura di Livia Chițu, Magdalena Grothe e Tatjana Schulze¹

In tutto il mondo, all'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19), le vulnerabilità delle imprese sono aumentate in misura particolarmente marcata e, nonostante la successiva ripresa, potrebbero ancora essere fonte di preoccupazione in alcuni segmenti del mercato. Le vulnerabilità sono sensibilmente cresciute e un'ondata di declassamenti del merito di credito ha interessato le imprese di tutto il mondo (cfr. il pannello a) del grafico A). Nel corso del 2021 la qualità del credito societario (come valutata dalle agenzie di rating) ha segnato un lieve miglioramento: ad esempio, il numero di innalzamenti del rating delle imprese statunitensi è stato superiore a quello delle riduzioni. Questi, tuttavia, non sono ancora completamente tornati sui livelli antecedenti la pandemia, dal momento che in alcuni settori, specie in quelli più colpiti dall'emergenza sanitaria, vi è incertezza sulle prospettive a più lungo termine. Inoltre, sebbene gli utili per azione siano in media aumentati, la pandemia in atto ha provocato danni duraturi, determinando l'indebolimento degli utili di alcune imprese nonostante le misure di sostegno pubblico (cfr., ad esempio, il pannello b) del grafico A, che considera le imprese nel paniere dell'indice S&P 500).

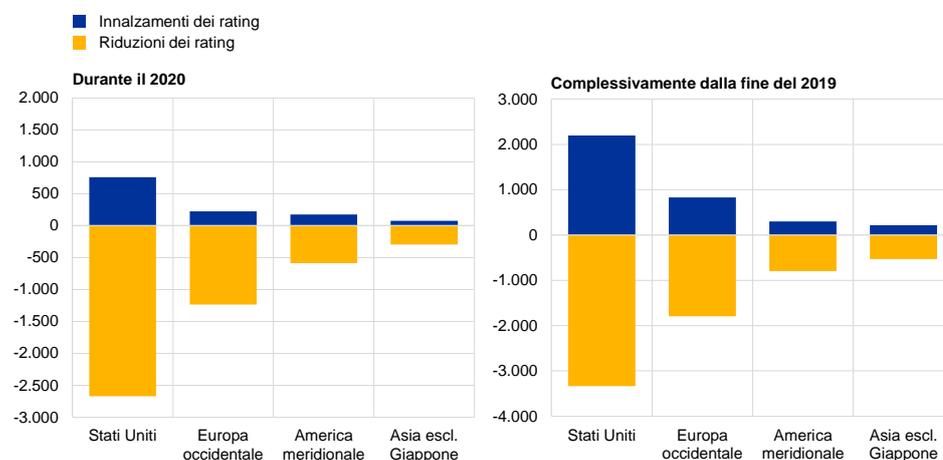
¹ Tatjana Schulze ha contribuito al presente riquadro durante il proprio tirocinio presso la Banca centrale europea.

Grafico A

Variazioni della qualità creditizia delle imprese durante la pandemia

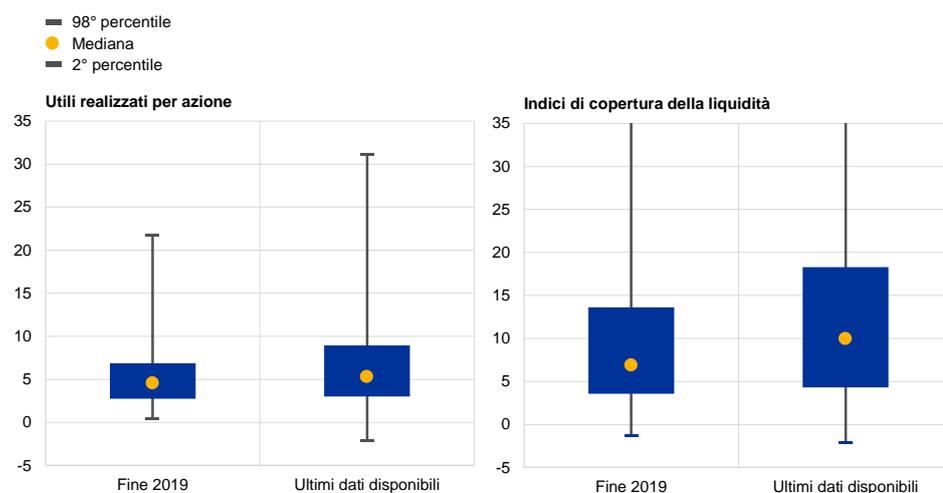
a) Modifiche ai rating a lungo termine delle imprese

(numero di innalzamenti e riduzioni dei rating)



b) Utili per azione e indici di copertura degli interessi per le imprese incluse nell'indice S&P 500

(dollari statunitensi per gli utili per azione; valori percentuali per gli indici di copertura degli interessi)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra il numero di società non finanziarie di diverse regioni che hanno subito innalzamenti e riduzioni dei rating 1) nel 2020 e 2) nel periodo a partire dalla fine del 2019, con le ultime osservazioni che si riferiscono al primo trimestre del 2022. Il pannello b) mostra gli utili realizzati per azione e gli indici di copertura degli interessi (spesa per interessi rispetto agli utili) delle imprese incluse nell'indice S&P 500; i punti rappresentano la mediana, i rettangoli l'intervallo interquartile (dal 25° al 75° percentile) e gli estremi indicano il 2° e il 98° percentile. Nel grafico di destra del pannello b), il 98° percentile delle due distribuzioni dell'indice di copertura degli interessi (non riportato nel grafico) si colloca intorno al 130 e al 390 per cento, rispettivamente, per la fine del 2019 e per gli ultimi dati disponibili. Nel pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono al 14 gennaio 2022 (per gli utili per azione; dati settimanali) e al quarto trimestre del 2021 (per gli indici di copertura degli interessi; dati trimestrali).

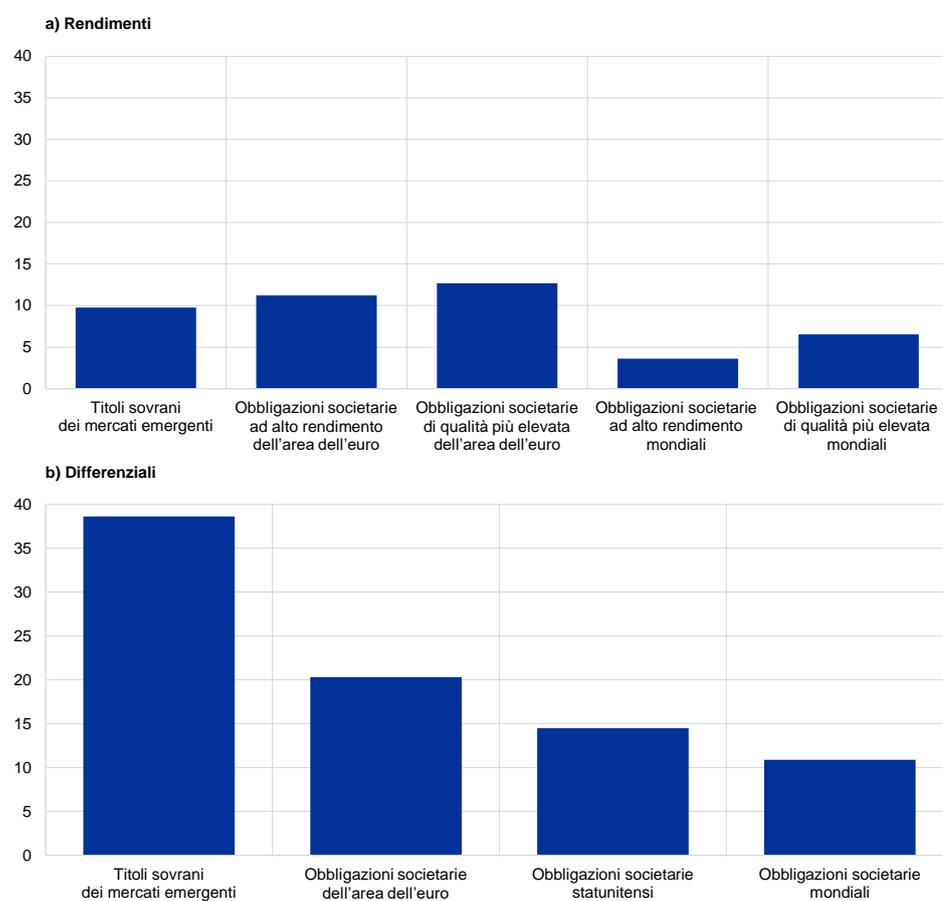
Le valutazioni delle obbligazioni societarie sono prossime ai massimi storici, malgrado le perduranti vulnerabilità. Ciò vale in particolare per i segmenti con rating più basso. Dopo il picco raggiunto a marzo 2020, i rendimenti delle obbligazioni societarie statunitensi sono scesi ai minimi storici in tutte le classi di rating. Il livello contenuto dei rendimenti riflette, in parte, il basso livello dei tassi di interesse, a cui hanno contribuito le politiche delle banche centrali, che hanno ridotto i tassi di riferimento e utilizzato gli acquisti di attività per comprimere i premi a termine sui titoli di Stato. Tuttavia, le valutazioni delle obbligazioni societarie sono

molto elevate anche in termini relativi sia quando vengono misurate dalla differenza fra i rendimenti delle obbligazioni societarie ad alto e basso rischio sia dalla differenza fra i rendimenti delle obbligazioni societarie e i tassi privi di rischio. I differenziali sulle obbligazioni societarie sono tornati sui livelli precedenti la pandemia, collocandosi vicino ai minimi storici osservati nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale. L'ulteriore compressione dei differenziali registrata negli ultimi mesi dalla maggior parte delle classi di attività ha suscitato timori circa una possibile esuberanza di alcuni segmenti del mercato societario (cfr. il grafico B)².

Grafico B

Valutazioni sui mercati obbligazionari mondiali

(percentuale dei mesi dal gennaio 1999 in cui sono stati registrati rendimenti/differenziali più bassi)



Fonti: Bloomberg, Refinitiv Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: le valutazioni si basano sugli indici ICE BofA delle obbligazioni societarie e sugli indici JPM EMBI per i titoli sovrani dei mercati emergenti denominati in dollari statunitensi. Nel grafico i differenziali sulle obbligazioni societarie sono calcolati come differenza fra i rendimenti delle obbligazioni societarie ad alto rendimento e di quelle di qualità più elevata (investment grade). Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2022.

Nonostante il recente incremento dei differenziali sulle obbligazioni societarie in alcuni mercati, i forti cali complessivamente osservati dal culmine della crisi sanitaria sono stati in larga misura collegati al livello della propensione al rischio degli investitori. Sulla base della letteratura in tema di determinazione dei prezzi delle obbligazioni societarie, si possono interpretare gli andamenti delle

² Per una trattazione approfondita dei rischi relativi alle valutazioni di mercato delle attività finanziarie, cfr. capitolo 2, *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2021.

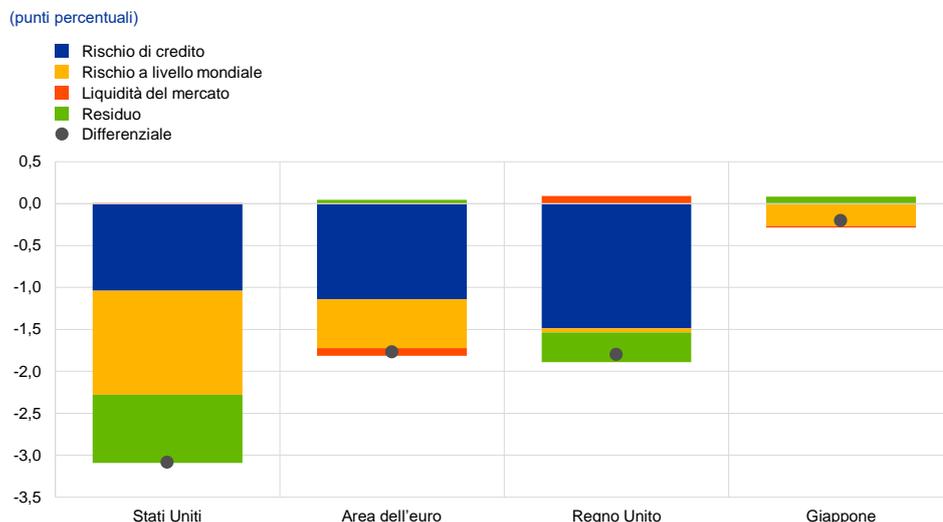
valutazioni a livello mondiale utilizzando un modello con una componente di rischio di credito e altri fattori che riflettono più diffuse condizioni di mercato e di liquidità. La misurazione del rischio di credito è effettuata utilizzando un indicatore del tasso atteso di insolvenza (expected default frequency, EDF) fornito dall'agenzia di rating Moody's. Fondato sulla teoria della valutazione delle opzioni, esso misura la probabilità che un'impresa risulti inadempiente (ossia non riesca a effettuare i pagamenti programmati di capitale o interessi) nei successivi 12 mesi³ e coglie, pertanto, la valutazione della qualità creditizia delle imprese da parte del mercato. Nel modello si tiene conto dell'incertezza del mercato e dell'avversione al rischio utilizzando l'indice VIX, che fornisce una misura della volatilità attesa del mercato azionario ricavata dai prezzi delle opzioni (e viene comunemente utilizzato come metro dell'incertezza e dell'avversione al rischio nel complesso dei mercati finanziari). Le condizioni di liquidità vengono incorporate nel modello mediante l'utilizzo del differenziale del mercato monetario, definito come la differenza fra il tasso interbancario a tre mesi e il rendimento dei titoli di Stato di pari scadenza. Le stime ricavate dal modello indicano che, malgrado i recenti aumenti in alcuni segmenti, il calo complessivo dei differenziali sulle obbligazioni societarie osservato a livello mondiale dal culmine della pandemia è stato determinato dalla riduzione dell'incertezza, nonché da una valutazione relativamente favorevole, da parte del mercato, del rischio di insolvenza delle imprese (cfr. il grafico C)⁴. I contributi apportati dai residui del modello ai differenziali di rendimento in alcuni mercati indicano una possibile esuberanza delle valutazioni e suggeriscono che gli investitori hanno una propensione al rischio eccezionalmente forte.

³ Cfr., ad esempio, Moody's Analytics, *EDF Overview*, 2011.

⁴ I risultati del modello continuano a valere anche considerando metodi di misurazione alternativi per le variabili esplicative. Per una rassegna più ampia delle valutazioni relative all'area dell'euro, cfr., ad esempio, Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J. e von Landesberger, J., "Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014", *Occasional Paper Series*, n. 278, BCE, settembre 2021.

Grafico C

Fattori alla base della diminuzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie a livello mondiale a partire da marzo 2020



Fonti: Moody's Analytics, Refinitiv Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le stime ricavate dal modello dei contributi che il rischio di credito, l'incertezza del mercato e la sua liquidità hanno apportato alle variazioni dei differenziali sulle obbligazioni societarie con rating BBB osservate da marzo 2020. In questo caso, i differenziali sulle obbligazioni societarie misurano il divario fra i rendimenti delle obbligazioni societarie e quelli dei titoli di Stato con la stessa scadenza nella medesima giurisdizione. I differenziali sulle obbligazioni societarie sono misurati a livello di indice per paese per le obbligazioni con rating BBB con scadenze fra tre e cinque anni. Il "rischio di credito" indica la valutazione, da parte del mercato, del rischio di insolvenza societaria, misurato dall'indicatore EDF elaborato da Moody's; il "rischio a livello mondiale" è approssimato dall'indice VIX; la "liquidità del mercato" è approssimata dal differenziale del mercato monetario, ossia dal differenziale fra il tasso interbancario a tre mesi e il rendimento dei titoli di Stato di pari scadenza (ad esempio, lo spread TED per gli Stati Uniti). Il modello è stato stimato utilizzando dati giornalieri a partire da giugno 2006; le ultime osservazioni si riferiscono al 17 febbraio 2022.

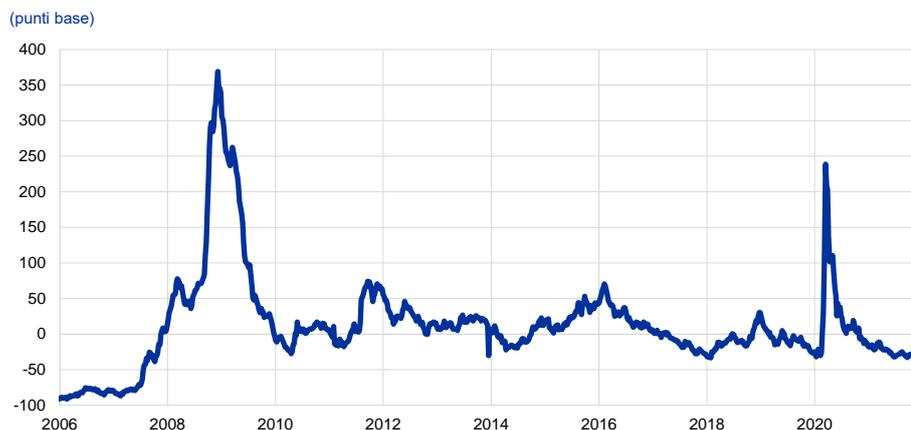
Tali risultati possono essere confrontati con quelli di un secondo modello basato su dati più granulari, che conferma il ruolo della propensione al rischio nel determinare il recente andamento delle valutazioni, segnalando un rischio potenziale di correzione dei prezzi di mercato. Infatti, utilizzando dati a livello di singola obbligazione e impresa per gli Stati Uniti, uno dei maggiori mercati societari al mondo, le stime ricavate dal modello illustrano il ruolo fondamentale che la propensione al rischio degli investitori ha svolto nel determinare le recenti valutazioni delle obbligazioni societarie per le società non finanziarie incluse nell'indice S&P 500. Il modello ipotizza che vi sia una relazione lineare tra, da una parte, i differenziali sulle obbligazioni societarie e, dall'altra, il rischio di insolvenza specifico di ogni impresa e un vettore di caratteristiche proprie di ogni obbligazione⁵. Un valore positivo per il residuo del modello per una data obbligazione, detto anche "premio in eccesso per il rischio obbligazionario", può essere interpretato come la remunerazione, oltre a quella normalmente richiesta per le insolvenze attese, che deriva dall'assunzione di un'esposizione verso il titolo di riferimento. Dal culmine della crisi sanitaria, il premio in eccesso per il rischio obbligazionario è diminuito e ha raggiunto livelli negativi, analoghi a quelli segnati prima della pandemia ma superiori a quelli osservati prima del 2007. Ciò indica che la maggiore propensione al rischio degli investitori ha compresso i premi per il rischio su livelli lievemente inferiori

⁵ Tale approccio è coerente con Gilchrist, S. e Zakrajšek, E., "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations", *American Economic Review*, vol. 102, n. 4, giugno 2012, pagg. 1692-1720, nonché con Favara, G., Gilchrist, S., Lewis, K. e Zakrajšek, E., "Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium", *FEDS Notes*, 2016.

rispetto a quello storicamente attribuito dal mercato al rischio di insolvenza (cfr. il grafico D).

Grafico D

Premio in eccesso per il rischio obbligazionario per le società non finanziarie incluse nell'indice S&P 500



Fonti: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: la componente del premio in eccesso per il rischio obbligazionario dei differenziali sulle obbligazioni societarie corretti per le opzioni è stata stimata per un campione di società non finanziarie incluse nell'indice S&P 500 e aggregata a livello di impresa, seguendo l'approccio adottato da Gilchrist e Zakrajšek. Il grafico mostra il premio in eccesso per il rischio obbligazionario per le imprese con redditività mediana in termini di utili realizzati per azione. Il processo di stima tiene conto di una misura dell'insolvenza attesa specifica per impresa (rilevata dall'indicatore EDF elaborato da Moody's) e di un vettore delle caratteristiche specifiche dell'obbligazione (tra cui durata, cedola, tempo trascorso dalla sottoscrizione e volume, oltre a una dummy per le obbligazioni richiamabili), nonché di effetti fissi per settore e di errori standard raggruppati in base a due dimensioni. La misura dei differenziali sulle obbligazioni societarie corretti per le opzioni tiene conto della presenza di opzioni incorporate in un sottoinsieme del campione di obbligazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 dicembre 2021 (dati settimanali).

Possibili shock all'intero mercato causati dall'avversione al rischio potrebbero determinare, per le imprese, un significativo aumento dei costi di finanziamento e delle probabilità attese di insolvenza, in particolare per quelle con i bilanci più deboli. Una rivalutazione del prezzo delle attività in risposta a una variazione della propensione al rischio a livello mondiale potrebbe esacerbare le vulnerabilità delle imprese in termini di capacità di finanziamento e accrescere le loro probabilità di insolvenza. Questo effetto potrebbe essere particolarmente marcato per le imprese con fondamentali deboli (ad esempio, prospettive di utili modeste o bassi indici di copertura degli interessi). Le stime di un modello che considera la risposta a uno shock di avversione al rischio a livello mondiale consentono di valutare l'impatto che un'inversione del clima di fiducia degli investitori potrebbe avere sui differenziali delle obbligazioni societarie e sulle probabilità di insolvenza⁶. I risultati mostrano che i differenziali sulle obbligazioni societarie sono molto sensibili

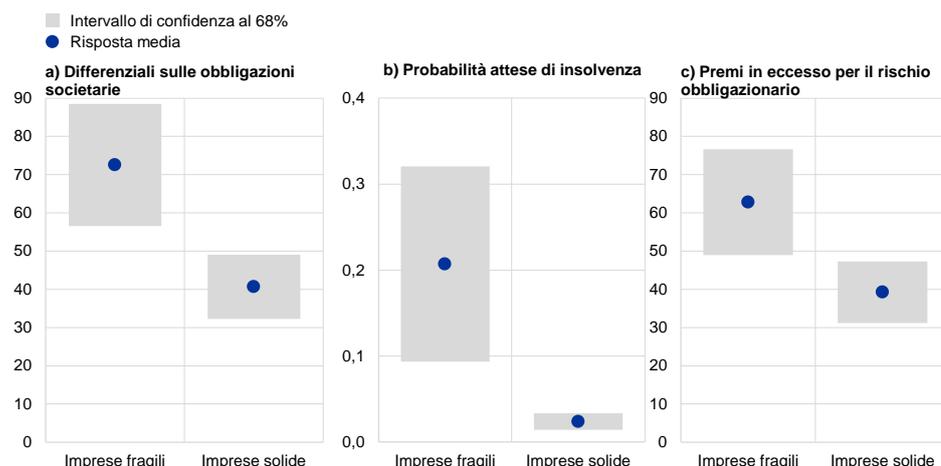
⁶ Tale shock è stimato utilizzando un modello BVAR giornaliero ispirato a Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. e Van Robays, I., "What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk", *Working Paper Series*, n. 2560, BCE, 2021. Il modello utilizza una combinazione di restrizioni di segno, grandezza relativa e narrative. Grazie a questo approccio, lo shock di rischio a livello mondiale coglie le dinamiche di ribilanciamento dei portafogli verso investimenti sicuri, nell'ipotesi che l'accresciuta avversione al rischio su scala internazionale determini una riallocazione a scapito dei titoli azionari e a favore di obbligazioni statunitensi sicure a lungo termine, determinando al tempo stesso un rafforzamento del dollaro dato il suo status di valuta rifugio. Inoltre, in corrispondenza del giorno del tracollo di Lehman Brothers viene imposto un evento narrativo, in base al quale lo shock di rischio a livello mondiale è la principale determinante dei corsi azionari del giorno. L'impatto dello shock è calibrato in misura pari a un calo di 10 punti base dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi a lungo termine nell'arco di cinque giorni. Si ringrazia Ine Van Robays per aver messo a disposizione le serie storiche relative allo shock di rischio a livello mondiale utilizzate per questo progetto.

agli shock di avversione al rischio a livello mondiale, in particolare nel caso delle imprese più fragili. Per queste ultime, la risposta stimata in termini di aggiustamento dei prezzi si colloca intorno a 70 punti base a tre settimane dallo shock, a fronte dei circa 40 punti base per le imprese più solide (cfr. il pannello a) del grafico E). Inoltre, la probabilità attesa di insolvenza di un'impresa nel corso dell'anno successivo aumenta di 0,2 punti percentuali (cfr. il pannello b) del grafico E), un aumento notevole se si considera che la frequenza attesa di insolvenza della società non finanziaria statunitense mediana non supera di norma l'1 per cento. La maggior parte della sensibilità dei costi di finanziamento a un tale shock è riconducibile all'aumento dell'avversione al rischio degli investitori, approssimata dal premio in eccesso per il rischio obbligazionario (cfr. il pannello c) del grafico E).

Grafico E

Impatto che gli shock all'intero mercato causati dall'avversione al rischio esercitano sui differenziali sulle obbligazioni societarie, sulle probabilità attese di insolvenza e sui premi in eccesso per il rischio obbligazionario per le imprese più solide e più fragili

(differenziali sulle obbligazioni societarie e premi in eccesso per il rischio obbligazionario in punti base; probabilità attese di insolvenza in valori percentuali)



Fonti: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le risposte stimate dei differenziali sulle obbligazioni societarie, delle probabilità attese di insolvenza e dei premi in eccesso per il rischio obbligazionario a tre settimane determinate da uno shock di avversione al rischio a livello mondiale per un campione di società non finanziarie incluse nell'indice S&P 500. Gli effetti sono stimati sulla base di proiezioni locali longitudinali. Le imprese "fragili" rappresentano il 20 per cento del campione caratterizzato da più bassi indici di copertura degli interessi; le imprese "solide" rappresentano il 20 per cento caratterizzato dagli indici più elevati. Gli shock sono stimati utilizzando un modello BVAR giornaliero con una combinazione di restrizioni di segno, grandezza relativa e narrative e sono calibrati in misura pari a un calo di 10 punti base dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi a lungo termine nell'arco di cinque giorni. Le stime delle proiezioni locali sono settimanali, calcolate sul periodo tra gennaio 2005 e maggio 2021, tengono conto dell'indice Citigroup Economic Surprise, del tasso del Tesoro statunitense a due anni e dell'indice VIX, nonché di dummy relative alla crisi finanziaria mondiale e alla crisi legata al COVID-19, e includono effetti fissi a livello di impresa. Gli errori standard sono raggruppati per settore e periodo temporale. Le probabilità attese di insolvenza sono misurate utilizzando l'indicatore EDF elaborato da Moody's, che rileva la probabilità che un'impresa risulti inadempiente (ossia non riesca a effettuare i pagamenti programmati di capitale o interessi) nel corso dell'anno successivo. La componente del premio in eccesso per il rischio obbligazionario dei differenziali sulle obbligazioni societarie è stimata per il campione di obbligazioni societarie dell'indice S&P 500 e aggregata a livello di impresa, in linea con l'approccio adottato da Gilchrist e Zakrajšek. Il processo di stima tiene conto di una misura dell'insolvenza attesa specifica per impresa (rilevata dall'indicatore EDF elaborato da Moody's) e di un vettore di caratteristiche specifiche dell'obbligazione (tra cui durata, cedola, tempo trascorso dalla sottoscrizione e volume, oltre a una dummy per le obbligazioni richiamabili), nonché di effetti fissi per settore. Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 dicembre 2021 (dati settimanali).

Nel complesso, il presente riquadro illustra l'importante ruolo che la propensione al rischio svolge nelle valutazioni delle obbligazioni societarie, sia a livello internazionale sia tra le imprese in uno dei maggiori mercati di obbligazioni societarie. L'analisi, basata su diversi modelli, suggerisce che, pur

avendo in parte rispecchiato un miglioramento della qualità creditizia delle imprese percepita dal mercato, il forte calo dei differenziali sulle obbligazioni societarie osservato nei vari paesi dopo il culmine della pandemia di COVID-19 è stato anche determinato, in larga misura, da una maggiore propensione al rischio degli investitori. Ciò è confermato dall'analisi delle valutazioni a livello di singole obbligazioni nel mercato societario statunitense. In prospettiva, il riquadro indica inoltre che, data la relativa debolezza dei bilanci di alcune imprese e la possibilità di un cambiamento del clima di fiducia degli investitori, gli shock all'intero mercato causati dall'avversione al rischio potrebbero, in linea di principio, determinare un aumento significativo dei costi di finanziamento delle imprese e delle probabilità attese di insolvenza, in particolare nel caso delle imprese più fragili.

3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022

a cura di Ross James Murphy e Nikolaus Solonar

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2021. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato il periodo dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022 (il "periodo di riferimento").

La liquidità in eccesso media nel sistema bancario dell'area dell'euro è cresciuta di 45,6 miliardi di euro nel periodo di riferimento, raggiungendo un livello record di 4.412,6 miliardi. Tale aumento è riconducibile agli acquisti effettuati nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA). L'effetto degli acquisti di attività sulla liquidità in eccesso è stato in parte compensato da un considerevole incremento dei fattori autonomi netti. Per la prima volta, il programma OMRLT-III ha avuto un effetto drenante netto sulla liquidità.

Fabbisogno di liquidità

Il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è aumentato di 205,4 miliardi di euro, fino a raggiungere 2.495,7 miliardi nel periodo di riferimento. Tale incremento rispetto ai due periodi di mantenimento precedenti è quasi interamente attribuibile a un aumento pari a 202,5 miliardi di euro dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto 2.340,8 miliardi (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A). Le riserve obbligatorie minime sono invece aumentate solo marginalmente, di 2,9 miliardi di euro, fino a 154,8 miliardi.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 55,3 miliardi di euro, raggiungendo i 3.172,0 miliardi, trainati principalmente da aumenti degli altri fattori autonomi, nonché delle banconote in circolazione. Gli altri fattori autonomi (cfr. la tavola A) nel periodo di riferimento sono aumentati di 76,4 miliardi di euro, fino a 1.035,8 miliardi. Al contempo, le banconote in circolazione hanno registrato un'espansione di 27,3 miliardi di euro, arrivando a 1.531,0 miliardi. I depositi delle amministrazioni pubbliche rimangono a un livello molto elevato, nonostante una diminuzione di 48,3 miliardi, collocandosi a 605,2 miliardi di euro, sebbene tale valore sia notevolmente inferiore al massimo storico di 729,8 miliardi raggiunto durante il periodo di riferimento relativo al quinto e al sesto periodo di mantenimento del 2020.

I fattori autonomi di immissione di liquidità sono scesi di 147,2 miliardi di euro, a 831,4 miliardi. Ciò ha rappresentato l'effetto netto di un calo pari a 174,7 miliardi di euro delle attività nette denominate in euro e di un incremento pari a 27,5 miliardi di euro delle attività nette sull'estero. La diminuzione delle attività nette denominate in euro è stata determinata in larga misura dall'incremento nella voce L.6 del bilancio dell'Eurosistema ("Passività denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro") a seguito degli aumenti delle operazioni di credito in depositi e titoli a fronte di garanzie in contanti effettuate alla fine dell'anno con controparti non appartenenti all'area dell'euro nell'ambito dei servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS). La voce di bilancio L.6 ha raggiunto un valore di 710 miliardi al 31 dicembre 2021, il livello massimo mai segnato, giacché nel periodo di fine anno collocare liquidità in euro sul mercato era divenuto molto costoso.

La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi¹ appena illustrati e delle relative variazioni.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 28 luglio al 2 novembre 2021	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 3 novembre al 21 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 22 dicembre all'8 febbraio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	3.172,0	(+55,3)	3.146,4	(-0,6)	3.197,5	(+51,1)	3.116,6	(+120,3)
Banconote in circolazione	1.531,0	(+27,3)	1.521,4	(+14,0)	1.540,6	(+19,2)	1.503,7	(+28,7)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5	(+36,6)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	1.035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1.074,9	(+78,2)	959,4	(+55,1)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	3.673,0	(+58,5)	3.689,1	(+35,4)	3.656,9	(-32,2)	3.614,5	(+143,3)
di cui eccedenze che beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2	(+17,1)
di cui eccedenze che non beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	2.769,5	(+60,0)	2.769,5	(+25,8)	2.769,5	(+0,0)	2.709,5	(+123,2)
Riserve obbligatorie minime²⁾	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9	(+3,0)
Soglia di esenzione³⁾	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3	(+18,1)

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

	Periodo di riferimento attuale: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 28 luglio al 2 novembre 2021	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 3 novembre al 21 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 22 dicembre all'8 febbraio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Depositi presso la banca centrale	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6	(+32,2)
Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento della liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Spiegazioni sulle eccedenze che beneficiano o non beneficiano dell'esenzione sono disponibili sul [sito Internet](#) della BCE.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 28 luglio al 2 novembre 2021	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 3 novembre al 21 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 22 dicembre all'8 febbraio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	831,4	(-147,2)	870,5	(-99,5)	792,3	(-78,3)	978,6	(-47,5)
Attività nette sull'estero	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)	830,9	(+15,6)
Attività nette denominate in euro	-27,0	(-174,7)	31,4	(-103,6)	-85,4	(-116,7)	147,7	(-63,1)
Strumenti di politica monetaria	6.908,3	(+251,0)	6.864,5	(+142,2)	6.952,0	(+87,5)	6.657,3	(+346,3)
Operazioni di mercato aperto	6.908,3	(+251,0)	6.864,5	(+142,2)	6.952,0	(+87,5)	6.657,3	(+346,3)
Operazioni di credito	2.205,4	(-6,3)	2.208,9	(-1,1)	2.201,8	(-7,1)	2.211,7	(+63,5)
ORP	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,0)
ORLT a tre mesi	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,1)
OMRLT-II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OMRLT-III	2.202,2	(+7,2)	2.206,3	(+5,2)	2.198,1	(-8,2)	2.195,0	(+74,3)
ORLTEP	2,9	(-13,5)	2,4	(-6,2)	3,4	(+1,0)	16,4	(-10,8)
Portafogli definitivi	4.702,9	(+257,3)	4.655,6	(+143,3)	4.750,2	(+94,5)	4.445,6	(+282,8)

	Periodo di riferimento attuale: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 28 luglio al 2 novembre 2021	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 3 novembre al 21 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 22 dicembre all'8 febbraio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,1	(-0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(-0,6)	2,4	(-0,0)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(-0,7)	295,9	(+4,4)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	6,5	(-3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)	9,5	(-7,7)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(-0,7)	27,0	(-1,4)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.487,7	(+39,8)	2.479,3	(+23,0)	2.496,2	(+16,9)	2.448,0	(+36,0)
Programma di acquisto di attività del settore societario	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)	294,8	(+15,4)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	1.570,0	(+202,4)	1.533,2	(+109,0)	1.606,8	(+73,7)	1.367,5	(+236,1)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 28 luglio al 2 novembre 2021	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 3 novembre al 21 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 22 dicembre all'8 febbraio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	2.495,7	(+205,4)	2.430,5	(+100,3)	2.560,9	(+130,4)	2.290,2	(+170,8)
Fattori autonomi netti ²⁾	2.340,8	(+202,5)	2.276,2	(+98,9)	2.405,5	(+129,2)	2.138,4	(+167,8)
Liquidità in eccesso ³⁾	4.412,6	(+45,6)	4.434,1	(+42,0)	4.391,1	(-43,0)	4.367,0	(+175,5)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 28 luglio al 2 novembre 2021	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: dal 3 novembre al 21 dicembre		Ottavo periodo di mantenimento: dal 22 dicembre all'8 febbraio		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,576	(-0,006)	-0,574	(-0,004)	-0,578	(-0,004)	-0,570	(-0,005)
Tasso repo in euro RepoFunds (Repofunds Rate Euro Index)	-0,746	(-0,156)	-0,615	(-0,018)	-0,878	(-0,263)	-0,590	(+0,003)

Fonte: BCE, Tasso repo RepoFunds (CME Group).

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

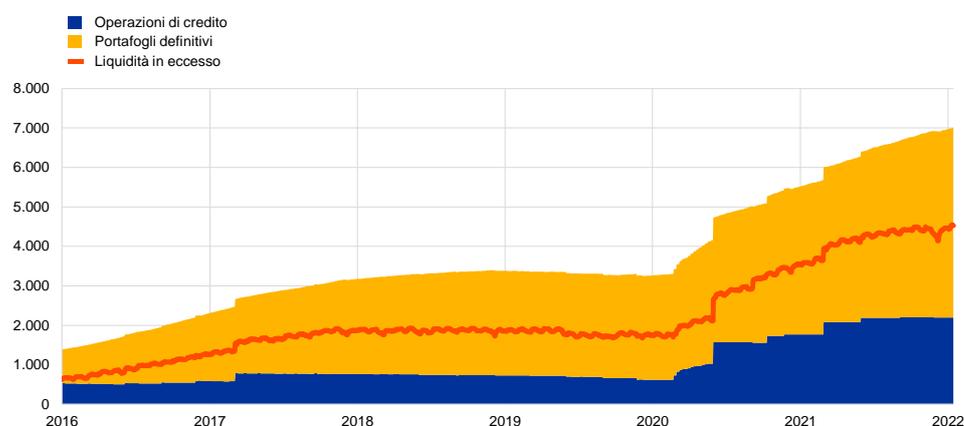
Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 251,0 miliardi di euro e ha raggiunto i 6.908,3 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A). L'aumento è riconducibile agli acquisti netti in corso nell'ambito dei programmi di acquisto di attività, soprattutto il PEPP, mentre le operazioni in scadenza e i rimborsi delle OMRLT hanno drenato liquidità.

Grafico A

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

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono all'8 febbraio 2022.

Nel periodo di riferimento l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è aumentato di 6,3 miliardi di euro. La maggior parte di

questo calo è stata causata dalla scadenza delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) nel periodo di riferimento precedente, il cui effetto si concretizza appieno solo in questo periodo.

A dicembre 2021, nell'ultima operazione delle ORLTEP è stato aggiudicato solo un importo pari a 1,1 miliardi di euro. Complessivamente, le aggiudicazioni e le aste in scadenza delle nuove ORLTEP hanno determinato un assorbimento di liquidità netto, in media, di 13,5 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di riferimento. Il regolamento di 51,97 miliardi di euro nella decima operazione della serie OMRLT-III, il 22 dicembre, è stato compensato da rimborsi volontari di operazioni precedenti della stessa serie, per un ammontare di 60,2 miliardi, effettuati in pari data; di conseguenza, su base netta, per la prima volta dal suo avvio, il programma OMRLT-III ha avuto un effetto drenante sulla liquidità. Le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi hanno continuato a svolgere un ruolo solo marginale: il ricorso a entrambe le operazioni di rifinanziamento regolari si è mantenuto in media sui minimi storici, come nel periodo di riferimento precedente.

I portafogli definitivi sono aumentati di 257,3 miliardi di euro, collocandosi a 4.702,9 miliardi, grazie agli acquisti netti condotti nell'ambito del PEPP e del PAA. L'ammontare medio delle attività detenute nell'ambito del PEPP è aumentato di 202,4 miliardi di euro, fino a 1.570,0 miliardi, rispetto alla media relativa al periodo di riferimento precedente. Fra tutti i programmi di acquisto di attività della BCE, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo di gran lunga maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), che hanno fatto registrare, rispettivamente, aumenti medi pari a 39,8 miliardi di euro (fino a 2.487,7 miliardi) e a 15,4 miliardi di euro (fino a 310,2 miliardi). I titoli in scadenza detenuti nell'ambito di programmi non attivi hanno ridotto di 3,4 miliardi di euro le dimensioni dei portafogli definitivi.

Eccesso di liquidità

La liquidità media in eccesso è aumentata di 45,6 miliardi di euro, raggiungendo un nuovo massimo storico pari a 4.412,6 miliardi (cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e del ricorso ai depositi presso la banca centrale, al netto dell'eventuale utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. I depositi in conto corrente presso le banche eccedenti le riserve obbligatorie minime sono cresciuti di 58,5 miliardi di euro, raggiungendo i 3.673,0 miliardi, mentre l'ammontare medio del ricorso ai depositi presso la banca centrale è diminuito di 12,9 miliardi di euro, fino a 739,6 miliardi.

L'ammontare delle eccedenze che beneficiano dell'esenzione dal tasso negativo sui depositi concessa nel sistema a due livelli è aumentato di

15,3 miliardi di euro, raggiungendo 919,6 miliardi². La liquidità in eccesso che non beneficia di tale esenzione e che comprende i depositi presso la banca centrale, ha registrato un incremento di 47,1 miliardi di euro, toccando i 3.509,2 miliardi. Il tasso aggregato d'impiego della soglia massima di esenzione, cioè il rapporto tra le riserve esenti e l'esenzione massima³, mantenutosi al di sopra del 98 per cento dal terzo periodo di mantenimento del 2020, è diminuito marginalmente dal 99,2 al 99,0 per cento. La quota delle riserve esenti rispetto al totale della liquidità in eccesso si è collocata al 20,8 per cento, a fronte del 20,7 per cento registrato nel periodo di riferimento precedente.

Andamenti dei tassi di interesse

La media dell'€STR è rimasta sostanzialmente invariata a -57,6 punti base nel periodo di riferimento. Dato l'elevato livello di liquidità in eccesso, l'€STR si è mantenuto relativamente anelastico anche a fronte di sostanziali oscillazioni della liquidità. L'Eonia è stato dismesso il 3 gennaio 2022 e per questa ragione non viene più riportato. I tassi di riferimento della BCE, cioè quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principale e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sono stati mantenuti invariati durante il periodo di riferimento.

La media per l'area dell'euro del tasso dei pronti contro termine, misurata dal tasso repo in euro RepoFunds, è diminuita di 15,6 punti base nel periodo di riferimento, portandosi a -0,746 per cento. Tale calo è stato insolitamente accentuato e diffuso, con ripercussioni sui tassi dei pronti contro termine relativi non solo a transazioni garantite da titoli di Stato tedeschi e francesi, ma anche a quelle garantite da titoli di Stato italiani e spagnoli. Esso è attribuibile agli andamenti di fine anno, che sono stati particolarmente marcati. Dopo una costante tendenza al ribasso nella prima parte del periodo di riferimento, i tassi dei pronti contro termine hanno evidenziato un calo molto netto il 31 dicembre 2021, quando il tasso repo in euro RepoFunds è sceso al livello più basso mai registrato, pari a -4,498 per cento. Nel gennaio 2022 questo tasso si è presto normalizzato ed è tornato su livelli prossimi alla media del settimo periodo di mantenimento.

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

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

a cura di Gabe de Bondt

Il presente riquadro fa il punto sull'andamento dei tassi di risparmio delle società non finanziarie nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi, durante la pandemia. L'analisi è incentrata sui risparmi delle imprese nell'ambito dei conti integrati dell'area dell'euro. Viene fatta una distinzione tra i risparmi che includono il "consumo di capitale fisso", altrimenti detti spese per ammortamenti, e i risparmi netti, spesso definiti come utili non distribuiti. Il risparmio societario è la parte di reddito imprenditoriale che non viene distribuita come dividendi agli azionisti. In generale, le imprese accumulano risparmi perché questi contribuiscono a proteggerle in caso di emergenza finanziaria, possono essere utilizzati per finanziare spese operative e in conto capitale, consentono di accedere al finanziamento esterno, riducono le tensioni finanziarie e offrono un maggiore senso di libertà finanziaria. Il risparmio è importante in quanto fonte interna di finanziamento per gli investimenti. Secondo la teoria dell'ordine gerarchico del finanziamento alle imprese, queste ultime privilegiano le fonti di finanziamento interne, seguite dal debito e, in ultima istanza, dal finanziamento azionario¹. Inoltre, un elevato tasso di risparmio può facilitare il reperimento di fondi per le imprese, nella misura in cui ciò indica che un'impresa persegue una sana gestione del bilancio e ha buone prospettive commerciali. Elevati livelli di risparmio che si prolungano nel tempo, tuttavia, potrebbero segnalare scarse opportunità di investimento produttivo o riluttanza ad assumere rischi d'impresa².

Il tasso di risparmio societario ha raggiunto i massimi storici negli ultimi trimestri. Dopo aver raggiunto i massimi storici nel 2017, il tasso di risparmio delle società non finanziarie dell'area dell'euro ha iniziato a diminuire, pur mantenendosi al di sopra delle medie storiche. All'inizio della crisi legata al COVID-19, il tasso di risparmio lordo delle società non finanziarie dell'area dell'euro è ulteriormente diminuito, principalmente a causa del calo delle entrate. Il calo del risparmio risulta ancora più marcato se misurato in termini netti, escludendo il consumo di capitale fisso (cfr. il pannello a) del grafico A). La principale determinante del risparmio è stato il reddito di impresa, che ha subito un brusco calo nel secondo trimestre

¹ Per l'evidenza empirica secondo cui la disponibilità di fonti interne di finanziamento è significativa per gli investimenti aggregati delle imprese nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. de Bondt, G. e Diron, M., "Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence", *Applied Economics Letters*, vol. 15(8), 2008, pagg. 577-581. Per le evidenze panel basate su 47 paesi, secondo cui un maggiore risparmio delle imprese è connesso in misura significativa a maggiori investimenti delle stesse, cfr. Bebczuk, R. e Cavallo, E., "Is business saving really none of our business?", *Applied Economics*, vol. 48(24), 2016, pagg. 2266-2284. Tale studio conclude che il risparmio delle imprese e il finanziamento esterno costituiscono fonti complementari di finanziamento per gli investimenti.

² Ad esempio, l'eccessivo risparmio delle imprese in Giappone è stato collegato a scarse opportunità di crescita e a una governance interna carente. Cfr., ad esempio, Tong, J. e Bremer, M., "Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 41(C), 2016, pagg. 41-56; Aoyagi, C. e Ganelli, G., "Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan", *Journal of Banking and Financial Economics*, vol. 1(7), Università di Varsavia, Wydział Zarządzania (Facoltà di Management), 2017, pagg. 51-69; Sun, Z. e Wang, Y., "Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis", *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 56(C), 2015, pagg. 175-186; e Dudley, E. e Zhang, N., "Trust and corporate cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, vol. 41(C), 2016, pagg. 363-387.

del 2020. Dalla metà del 2020 circa, il risparmio ha segnato una forte ripresa, ancora una volta determinata principalmente dagli andamenti del reddito di impresa, e i tassi di risparmio hanno raggiunto livelli di gran lunga superiori alla media registrata dal 1999. Tale ripresa è stata fortemente sostenuta dalle misure di politica monetaria e dall'impegno profuso dalle imprese nel migliorare le condizioni di liquidità³. Questi andamenti sono stati generalizzati tra i diversi paesi. Negli ultimi trimestri il tasso di risparmio lordo delle società non finanziarie è stato pari o prossimo ai massimi storici in tre dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (a far eccezione è la Spagna). Le differenze tra paesi dall'inizio della pandemia riflettono in parte diverse misure di sostegno⁴. In una prospettiva di più lungo periodo, tuttavia, i tassi di risparmio delle società non finanziarie in Spagna sono risultati elevati rispetto ad altri paesi, a partire dalla crisi finanziaria mondiale, riflettendo un processo di riduzione della leva finanziaria sostenuto e duraturo da parte delle imprese.

³ Per una descrizione più dettagliata, cfr. il riquadro [Lo stato di salute delle società non finanziarie durante la pandemia](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino e l'articolo [Una valutazione delle vulnerabilità delle imprese nell'area dell'euro](#) in questo numero del Bollettino.

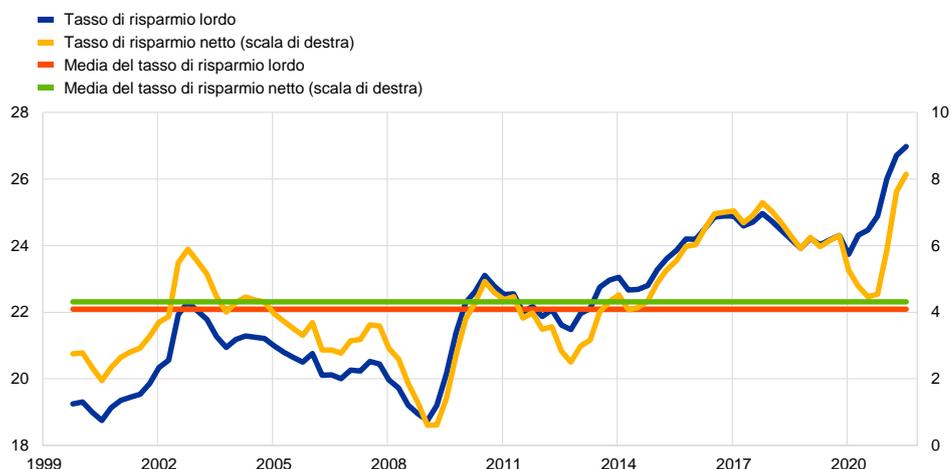
⁴ Per le differenze tra paesi nell'utilizzo delle garanzie pubbliche sui prestiti, cfr. il riquadro [Le garanzie pubbliche sui prestiti e il credito bancario nel periodo del COVID-19](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

Grafico A

Tasso di risparmio delle società non finanziarie dell'area dell'euro e dei suoi maggiori paesi

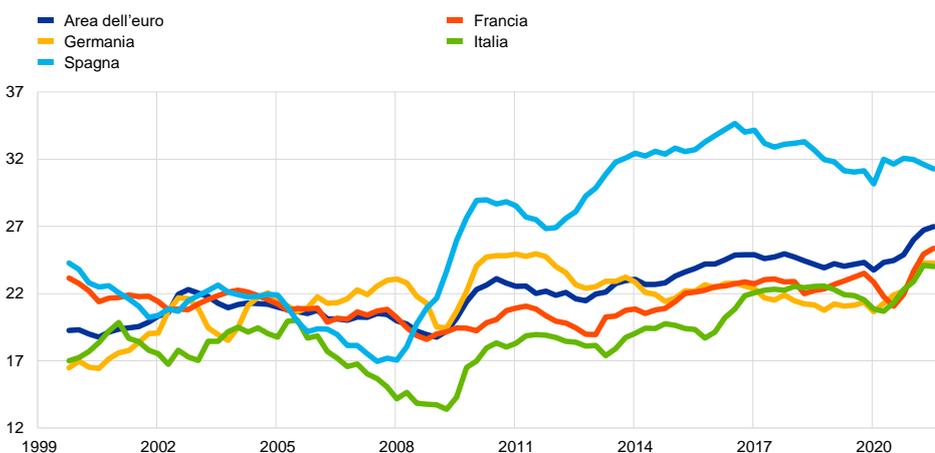
a) Area dell'euro

(risparmio in percentuale del valore aggiunto, somme di quattro trimestri)



b) Tasso di risparmio lordo

(risparmio in percentuale del valore aggiunto, somme di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni a cura degli autori.

Nota: la differenza tra il risparmio lordo e quello netto è il consumo di capitale fisso.

Analogamente, le misure del risparmio rispetto agli investimenti, nel settore delle società non finanziarie, hanno segnato una forte ripresa negli ultimi trimestri. Se le imprese risparmiano più di quanto investono, sono creditrici nette. Nell'area dell'euro, l'accreditamento netto delle società non finanziarie, ovvero un risparmio superiore agli investimenti, e il rapporto fra risparmio e investimento delle medesime società hanno raggiunto nuovi livelli massimi negli ultimi trimestri (cfr. il pannello a) del grafico B). L'accreditamento netto era pari a 318 miliardi di euro nel terzo trimestre del 2021. Non è chiaro quanto esso sarà permanente; tale permanenza dipende, fra l'altro, dalla fiducia delle imprese, nel lungo periodo, nella propria capacità di ottenere finanziamenti esterni⁵. La ripresa dell'accreditamento

⁵ Cfr. Nakajima, K. e Sasaki, T., "Bank dependence and corporate propensity to save", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 36, febbraio 2016, pagg. 150-165.

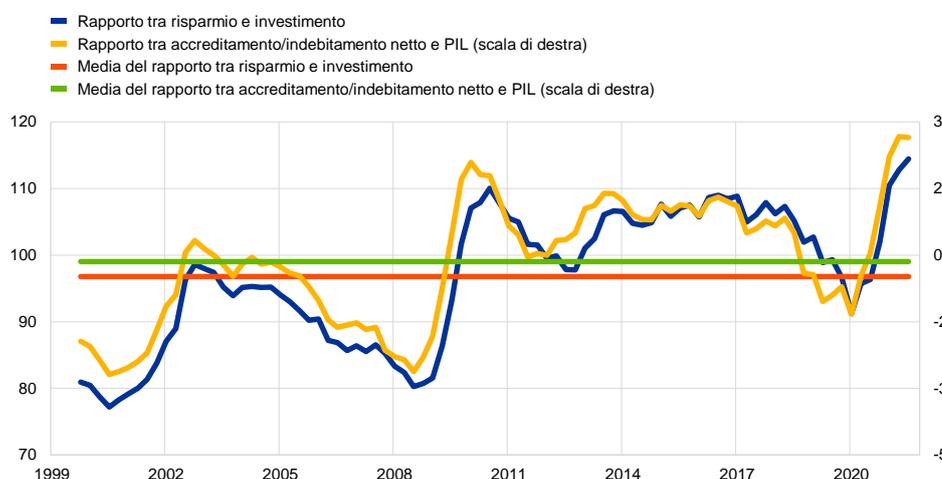
netto è stata generalizzata tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, con un valore positivo pari a circa lo 0,5 per cento del PIL in Francia e circa il 3 per cento del PIL negli altri grandi paesi dell'area (cfr. il pannello b) del grafico B). È degno di nota il fatto che, in media, dal 1999 l'accREDITAMENTO netto delle società non finanziarie dell'area dell'euro sia stato prossimo allo zero. Analogamente, il risparmio delle società non finanziarie è stato prossimo al 100 per cento degli investimenti delle imprese, evidenziando l'importanza del risparmio quale fonte interna di finanziamento per gli investimenti.

Grafico B

Rapporto fra risparmio e investimento e fra accREDITAMENTO netto e PIL delle società non finanziarie nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

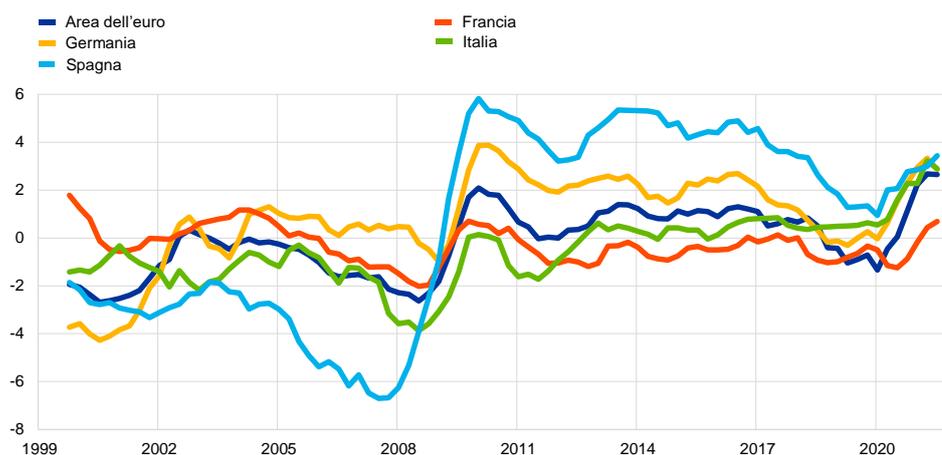
a) Area dell'euro

(somme di quattro trimestri in percentuali)



b) Rapporto tra accREDITAMENTO/indebitamento netto e PIL

(somme di quattro trimestri in percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il "rapporto tra risparmio e investimento" si riferisce al rapporto fra risparmio lordo e investimenti fissi lordi. L'accREDITAMENTO netto negativo è definito "indebitamento netto".

Al momento, non sembra mancare il finanziamento interno per gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro nel suo insieme. Negli ultimi trimestri le imprese dell'area dell'euro hanno allocato una quota relativamente ampia delle proprie attività

finanziarie alle attività liquide (cfr. il pannello a) del grafico C). Inoltre, i rapporti aggregati fra debito e attività e fra indebitamento netto e margine operativo lordo per le società non finanziarie dell'area dell'euro erano inferiori, nel terzo trimestre del 2021, rispetto al quarto trimestre del 2019, ovvero prima della pandemia (cfr. il pannello b) del grafico C). Quest'ultimo rapporto approssima quello tra l'indebitamento netto e gli utili al lordo di interessi, imposte, ammortamenti e accantonamenti (earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation, EBITDA), comunemente utilizzato dalle agenzie creditizie per determinare la probabilità di insolvenza di una società rispetto al debito contratto. Tale rapporto fornisce un'indicazione del tempo necessario a un'impresa, operante al proprio livello attuale, per estinguere il proprio debito. In tale contesto, l'ampia disponibilità, per le società non finanziarie a livello aggregato dell'area dell'euro, di risparmio e quindi di fonti interne di finanziamento, unitamente al perdurare di condizioni favorevoli di finanziamento esterno, dovrebbero sostenere un rafforzamento degli investimenti delle imprese nel prossimo periodo⁶. D'altro canto, l'attuale elevata incertezza e il graduale venir meno delle misure di sostegno di bilancio potrebbero indicare che le imprese stiano mantenendo maggiori risparmi per motivi precauzionali⁷.

⁶ Per maggiori dettagli sugli effetti disaggregati per settore e dimensioni, cfr. l'articolo *Una valutazione delle vulnerabilità delle imprese nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

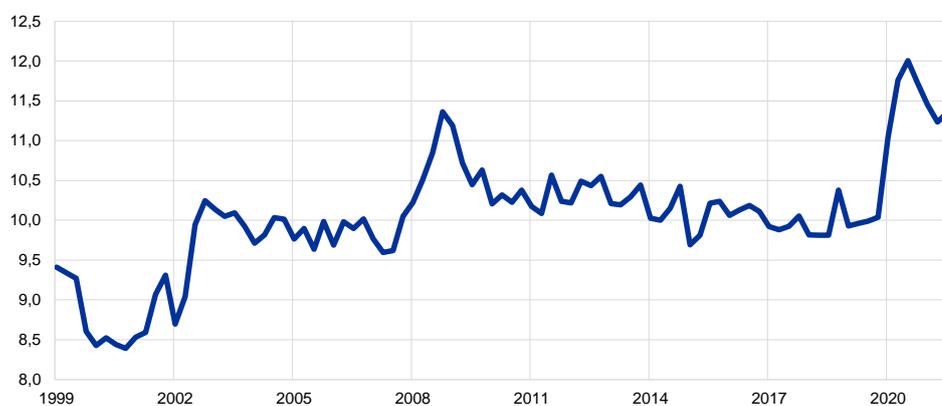
⁷ Cfr. inoltre Demary, M., Hasenclever, S. e Hüther, M., "Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run", *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, vol. 56, n. 1, 2021, pagg. 40-44; e Riddick, L.A. e Whited, T.M., "The Corporate Propensity to Save", *The Journal of Finance*, vol. 64, n. 4, 2009, pagg. 1729-1766. Quest'ultimo studio segnala che le imprese detengono maggiori disponibilità liquide a fini precauzionali quando il finanziamento esterno è costoso, l'incertezza del reddito è elevata e/o gli investimenti sono consistenti e comportano un finanziamento dispendioso. È inoltre probabile che le imprese accumulino attività più liquide nei momenti in cui la produttività del capitale è bassa.

Grafico C

Attività liquide e indici di indebitamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro

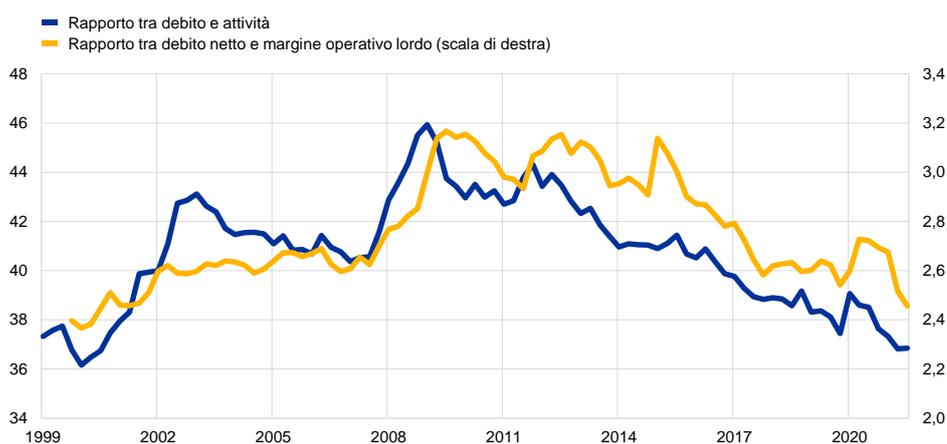
a) Quota di attività liquide

(valori percentuali)



b) Indici di indebitamento

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: la "quota di attività liquide" si riferisce a liquidità e depositi in percentuale delle attività finanziarie totali. Il "rapporto tra debito e attività" si riferisce al debito non consolidato in percentuale delle attività finanziarie e non finanziarie totali. Il "debito netto" si riferisce ai prestiti consolidati sommati ai titoli di debito, alle assicurazioni e agli schemi pensionistici, meno le attività liquide. Il margine operativo lordo è misurato come somma di quattro trimestri.

5 Il ruolo del ciclo delle scorte nell'attuale ripresa

a cura di Malin Andersson e Gwenaël Le Breton

Il ciclo delle scorte è generalmente prociclico, essendo le loro variazioni una componente di spesa del PIL notoriamente volatile. Il presente riquadro esamina l'impatto delle scorte e delle loro determinanti sull'attività dell'area dell'euro nell'attuale ripresa economica. Il ciclo delle scorte presenta una forte correlazione positiva con l'attività economica. Negli ultimi due decenni esso ha fornito contributi compresi tra +1,0 e -1,5 punti percentuali ai tassi di crescita del PIL dell'area dell'euro anno su anno, con oscillazioni particolarmente ampie nei periodi di crisi (cfr. il grafico A). L'interpretazione economica della dinamica delle scorte è complessa per due motivi principali. In primo luogo, i contributi delle scorte alla crescita del PIL riflettono variazioni nella loro velocità di accumulazione, ad esempio in caso di accelerazioni o rallentamenti¹. Quindi affinché le scorte possano fornire un contributo positivo alla crescita è sufficiente che il ritmo della loro riduzione (cioè il "decumulo delle scorte") subisca un semplice rallentamento; non è necessario che si verifichi un effettivo accumulo. In secondo luogo, l'accumulo delle scorte non solo dà conto degli andamenti di diverse categorie di prodotti, che possono compensarsi tra loro in termini aggregati, ma comprende anche discrepanze (la componente "residua") e acquisti netti di oggetti di valore. Spesso la dinamica di questi due elementi non è collegata al ciclo economico².

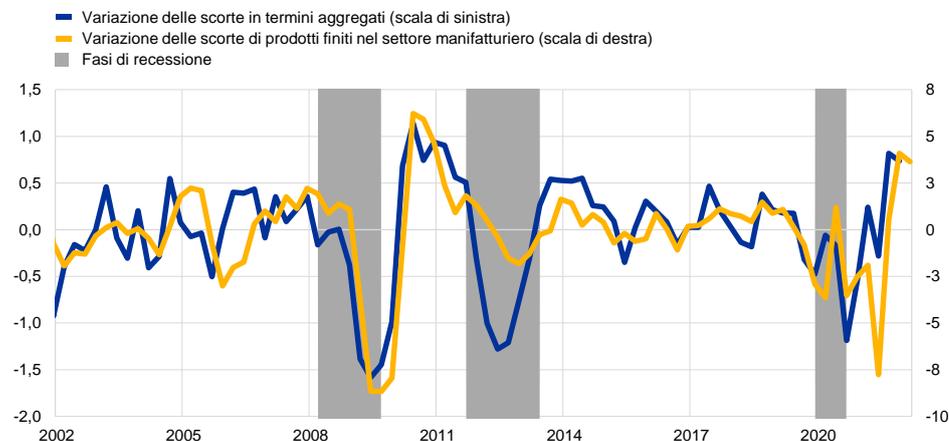
¹ Ciò è dovuto al fatto che i prodotti che non vengono venduti nel periodo contabile in cui sono realizzati accrescono le scorte di tale periodo. Pertanto, è la variazione delle scorte a determinare l'"identità contabile" che lega il PIL alle sue componenti di spesa. Cfr. il riquadro [L'accumulazione delle scorte: considerazioni teoriche e andamenti recenti](#) nel numero di maggio 2012 del Bollettino economico della BCE.

² Le discrepanze emergono in quanto le scorte svolgono spesso un ruolo di primo piano nell'equilibrio della contabilità nazionale e contengono quindi una cospicua componente "residua", per via della mancanza di dati effettivi o attendibili a frequenza trimestrale sugli stock. Gli oggetti di valore comprendono, ad esempio, metalli preziosi e oggetti d'arte e costituiscono una piccola quota delle scorte.

Grafico A

Variazione delle scorte

(contributi in punti percentuali alla crescita del PIL sul periodo corrispondente, scala di sinistra; indice di diffusione; differenze su quattro trimestri, scala di destra)



Fonti: Eurostat e Markit.

Note: i dati Markit sono costituiti da medie trimestrali di dati mensili. Le scorte in termini aggregati sono ottenute sulla base di dati della contabilità nazionale. I dati relativi alle scorte di prodotti finiti sono ricavati dalle risposte date nell'ambito dell'indagine presso i responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) a un quesito sul livello (in unità, non in denaro) di prodotti finiti che avevano lasciato la catena di produzione e che erano in attesa di essere spediti/venduti registrato nel mese dell'indagine rispetto a quello precedente. Le fasi di recessione sono definite dal Centre for Economic Policy Research. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 per le scorte e a febbraio 2022 per l'indagine PMI.

Le scorte comprendono i prodotti finiti, i beni destinati alla rivendita, quelli in corso di produzione e gli input. Esse sono quindi legate a diverse fasi del processo produttivo. Ad esempio, il rapporto tra scorte di input e quelle di prodotti finiti è prociclico, poiché l'accumulo di fattori di produzione si verifica nelle fasi iniziali dei periodi di crescita economica e precede l'accumulo di prodotti finiti. In assenza di dati congiunturali, gli indicatori ricavati dalle indagini possono fornire informazioni sul livello delle scorte a breve termine. La variazione sui dodici mesi delle scorte di prodotti finiti nel settore manifatturiero, basata sull'indagine volta a elaborare l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI), che misura la variazione della crescita delle scorte, è sostanzialmente in linea con il contributo sui dodici mesi delle variazioni di dette scorte alla crescita del PIL ricavato dai dati della contabilità nazionale e segnala il protrarsi del contributo positivo del loro accumulo nel primo trimestre del 2022 (cfr. il grafico A).

Le oscillazioni del contributo dell'accumulo delle scorte alla crescita del PIL riflettono l'adeguamento alle variazioni nelle condizioni della domanda e dell'offerta.

Le variazioni delle scorte delle imprese fungono principalmente da cuscinetto per consentire un ordinato processo produttivo e per ridurre i costi dell'adeguamento della produzione e delle consegne al variare delle vendite³. Un'equazione di regressione stimata utilizzando un campione di dati per il periodo 2000-2019 mostra che il divario di produzione, definito come la differenza tra la dinamica della produzione manifatturiera e quella delle vendite al dettaglio, spiega relativamente bene il ciclo delle scorte nei periodi di crisi (cfr. il grafico B). In altre parole, il contributo dell'accumulo delle scorte alla crescita del PIL diminuisce

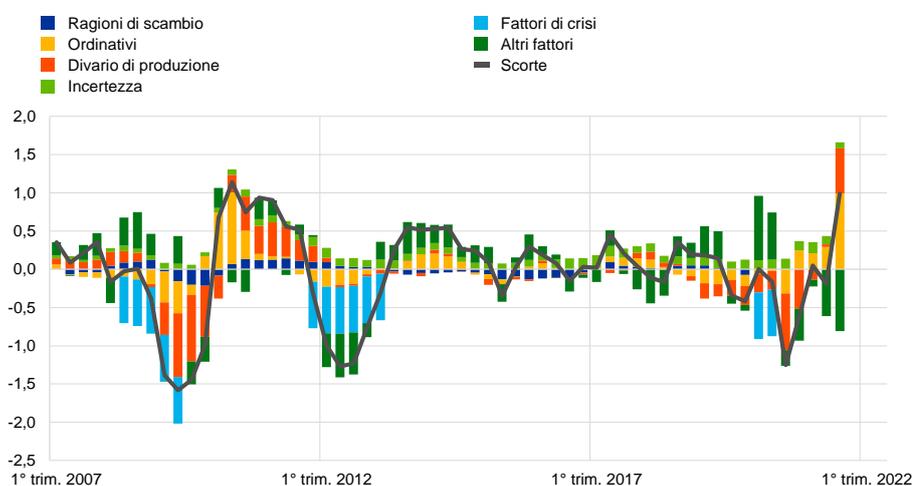
³ Cfr. Khan, A., "The Role of Inventories in the Business Cycle" *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 3° trimestre 2003.

quando la produzione diminuisce più delle vendite al dettaglio (perché le scorte sono utilizzate per compensare la mancanza di prodotti nuovi) e viceversa. Anche i fattori dal lato della domanda, che si riflettono nella dinamica degli ordini, inducono le imprese ad adeguare le scorte, mentre il deterioramento delle ragioni di scambio e la crescente incertezza, che potrebbero innescare un accumulo delle scorte, hanno svolto un ruolo trascurabile. Il contributo dell'accumulo è stato particolarmente negativo nei periodi di crisi. In tempi "normali" agli altri fattori, ossia alla componente residua, è riconducibile una parte non trascurabile del contributo delle scorte al PIL, poiché essi rispecchiano il fatto che le statistiche sugli stock contengono una componente residua non collegata al ciclo economico, come detto in precedenza.

Grafico B

Scorte e relative determinanti

(contributi in punti percentuali alla crescita del PIL sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la stima è basata su Boata, A., "Painful destocking in sight for European corporates", *EulerHermes*, 2019. Il periodo di stima del grafico copre l'intervallo fra il primo trimestre del 2000 e il quarto trimestre del 2019. Gli ordinativi (basati sui dati ricavati dall'indagine PMI per il settore manifatturiero), le ragioni di scambio (il deflatore delle esportazioni e delle importazioni) e il divario di produzione (produzione industriale meno commercio al dettaglio) sono espressi sul periodo corrispondente, con un ritardo di un trimestre. L'incertezza è rilevata dal livello dello European Policy Uncertainty Index. I fattori di crisi sono una variabile dummy per le fasi recessive quali definite dal Centre for Economic Policy Research (CEPR). La voce "altri fattori" indica la componente residua. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2021.

L'attuale accelerazione dell'accumulo delle scorte potrebbe anche riflettere un "effetto frusta" legato alle strozzature nell'offerta. In un contesto caratterizzato da una domanda elevata e da incertezze riguardo all'offerta di input, in via cautelativa le imprese manifatturiere tendono ad accrescere gli stock dei fattori di produzione e talvolta incrementano gli ordini rispetto alle loro effettive esigenze. Questo cosiddetto "effetto frusta" potrebbe aver determinato un'accentuazione della prociclicità delle variazioni delle scorte nel contesto attuale^{4 5}. Una scomposizione dei dati dell'indagine PMI per il settore manifatturiero mostra che la velocità di accumulo dei materiali acquistati (cioè degli input) ha raggiunto un massimo storico alla fine del 2021 per i beni di investimento, i beni intermedi e gli autoveicoli

⁴ Cfr. Lee, H. L., Padmanabhan, V. e Whang, S., "Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect", *Management Science*, 1997, vol. 43, numero 4.

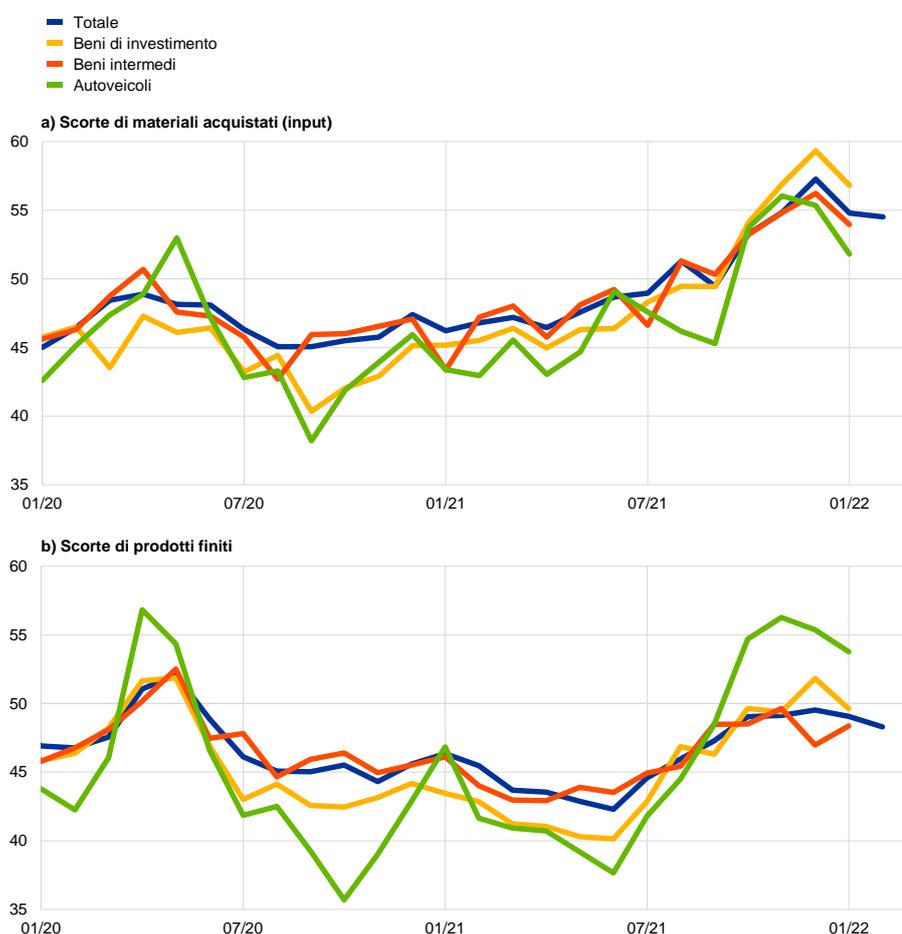
⁵ Cfr. Shin, H. S., "Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic", intervento pronunciato in occasione del seminario internazionale del G20 "Recover together, recover stronger", tenuto a dicembre 2021.

(cfr. il pannello a) del grafico C), per poi iniziare a diminuire all'inizio del 2022. Nel complesso, i dati dell'indagine presso i responsabili degli acquisti relativi agli stock di prodotti finiti suggeriscono che negli ultimi mesi le scorte di beni di investimento e intermedi sono rimaste sostanzialmente invariate, dopo essere aumentate progressivamente dalla metà del 2021. Per contro, l'accantonamento delle scorte di autoveicoli è proseguito fino alla fine del 2021 (cfr. il pannello b) del grafico C), a causa dell'accumularsi di autovetture (quasi) finite prive di microchip. La riduzione dello stock di autoveicoli finiti è iniziata solo di recente, a seguito di un miglioramento nell'offerta mondiale di microchip.

Grafico C

Scorte per tipologia e settore

(indici di diffusione; 50 = nessuna variazione)



Fonte: Markit.

Note: i dati relativi alle scorte dei materiali acquistati sono ricavati dalle risposte raccolte nell'ambito dell'indagine PMI a un quesito concernente il livello (in unità, non in denaro) di materiali acquistati registrato nel mese dell'indagine rispetto a quello precedente. Riguardo alle scorte di prodotti finiti, cfr. le note al grafico A. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022 per il totale e a gennaio 2022 per le relative componenti.

In prospettiva, i livelli molto bassi delle scorte e il persistere di strozzature dal lato dell'offerta possono segnalare un ulteriore accumulo delle scorte.

L'indagine per la rilevazione del PMI relativo al settore manifatturiero evidenzia il protrarsi di una complessiva accelerazione dell'accumulo delle scorte nel primo trimestre del 2022, mentre secondo l'indagine della Commissione europea i livelli

delle scorte nel settore manifatturiero e in quello del commercio al dettaglio sono ancora ritenuti storicamente bassi, malgrado alcuni recenti miglioramenti nel settore manifatturiero (cfr. il grafico D). Dai contatti con le aziende⁶ emergono opinioni eterogenee sulle scorte nei vari settori, sulla complessità dei prodotti e sulla loro collocazione all'interno della catena produttiva, ma complessivamente i riscontri ottenuti confermano che le scorte di input e di prodotti finiti sono scarse, mentre quelle di beni semilavorati e di beni in transito tendono a registrare livelli elevati⁷. La variazione in termini aggregati del ritmo di accumulazione delle scorte, che determina il contributo di queste ultime alla crescita del PIL, dipende in particolare dalla risoluzione dei problemi dal lato dell'offerta e dall'eccesso di ordinativi rispetto all'offerta disponibile. Secondo quanto riferito dalle aziende interpellate, queste si attendono che le attuali strozzature persistano almeno fino alla seconda metà di quest'anno, fattore che potrebbe prolungare l'effetto frusta. Sebbene all'origine dell'ulteriore accumulo di scorte atteso possano esservi motivazioni precauzionali, i contatti con le imprese e altre fonti⁸ non hanno finora fornito evidenze chiare di un cambio generale di strategia nella gestione delle scorte da parte delle aziende che preveda una transizione da un approccio "just-in-time"⁹ a un approccio "just-in-case" e che potrebbe avere effetti permanenti sul ciclo delle scorte.

⁶ 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.

⁷ Cfr. il riquadro [Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2022 di questo Bollettino. Livelli delle scorte di prodotti finiti più elevati del solito potrebbero essere dovuti a problemi di spedizione, a una mancanza di componenti o a prezzi elevati, fattori che accrescono il valore delle scorte e quindi il costo del capitale circolante. Viceversa, livelli di scorte insolitamente bassi sono riconducibili a una domanda elevata.

⁸ Cfr., ad esempio, Aliche, K., Barriball, E. e Trautwein, V., ["How COVID-19 is reshaping supply chains"](#) *McKinsey & Company*, novembre 2021.

⁹ Il modello di approvvigionamento "just-in-time" tende a ridurre al minimo gli stock per contenere i costi di produzione ed esercita un freno sul ciclo delle scorte (cfr. al riguardo Piger, M., ["Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?"](#), *Economic Synopses*, n. 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005). Secondo tale modello lo stock di prodotti o materiali viene limitato al minimo e si ricorre a contratti di fornitura a breve termine, che possono essere rapidamente adeguati alle variazioni della domanda.

Grafico D

Scorte di prodotti finiti: la valutazione delle aziende

(al netto della media, saldi percentuali netti)



Fonti: Commissione europea (DG ECFIN) ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sono ricavati dalle risposte a un quesito dell'indagine della Commissione europea in cui è stato chiesto alle aziende se ritenessero che le scorte di prodotti finiti fossero eccessive (al di sopra della norma)/adeguate/troppo scarse (inferiori alla norma). L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2022.

6 La ripresa del mercato del lavoro nell'area dell'euro secondo i risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE

a cura di António Dias da Silva, Desislava Rusinova e Marco Weißler

Il presente riquadro analizza l'attuale ripresa del mercato del lavoro attraverso i dati raccolti dall'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES)¹. L'indagine offre nuove indicazioni sul mercato del lavoro nell'area dell'euro². Gli intervistati forniscono informazioni sulla loro situazione lavorativa, sulle ricerche di impiego, sulle aspettative riguardo a occupazione e retribuzioni, sul livello di soddisfazione in merito al proprio posto di lavoro e sul grado di corrispondenza tra le competenze possedute e la posizione ricoperta. Alcune di queste informazioni non sono disponibili nelle statistiche ufficiali dell'UE sul mercato del lavoro e, per i principali aggregati relativi a tale ambito, l'indagine CES fornisce dati più tempestivi. Pertanto, i dati raccolti da tale indagine rappresentano un utile complemento ai dati ufficiali dell'UE. Il presente riquadro utilizza tali dati per gettare luce sull'attuale ripresa del mercato del lavoro nell'area dell'euro.

Nel complesso, il tasso di partecipazione alle forze di lavoro sta segnando un recupero, in linea con il calo del numero di lavoratori scoraggiati. I dati dell'indagine CES mostrano che il tasso di partecipazione alle forze di lavoro, ossia la quota della popolazione in età lavorativa che è attualmente occupata o sta cercando attivamente un'occupazione, ha registrato un rialzo dal gennaio dello scorso anno (cfr. il grafico A)³. I dati di gennaio 2022, tuttavia, evidenziano un calo di tale tasso e un aumento della quota dei lavoratori scoraggiati, ovvero di coloro che al momento non sono alla ricerca di un impiego, perché non si ritengono adeguati alle posizioni disponibili sul mercato, o non hanno ancora iniziato a cercare un'occupazione. Tali andamenti recenti sono probabilmente connessi all'inasprimento delle misure di contenimento del coronavirus (COVID-19), nonché a fattori stagionali che comprimono la domanda di lavoro nei mesi invernali. L'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro nel 2021 è stato accompagnato da un calo dei lavoratori scoraggiati⁴. Pertanto, l'aumento del tasso di partecipazione è stato in parte il risultato del passaggio degli intervistati non impegnati attivamente nella ricerca di un'occupazione (ossia inattivi) direttamente allo stato di occupazione, fattore che indica un miglioramento delle prospettive, nel mercato del lavoro, anche per i disoccupati attivamente impegnati nella ricerca di un impiego. A gennaio 2022

¹ Ulteriori dettagli sull'indagine sono disponibili in "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, dicembre 2021.

² La serie di dati riguarda sei paesi dell'area dell'euro: Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi.

³ Per un'analisi recente degli andamenti delle forze di lavoro attraverso i dati forniti dall'Eurostat, cfr. *Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

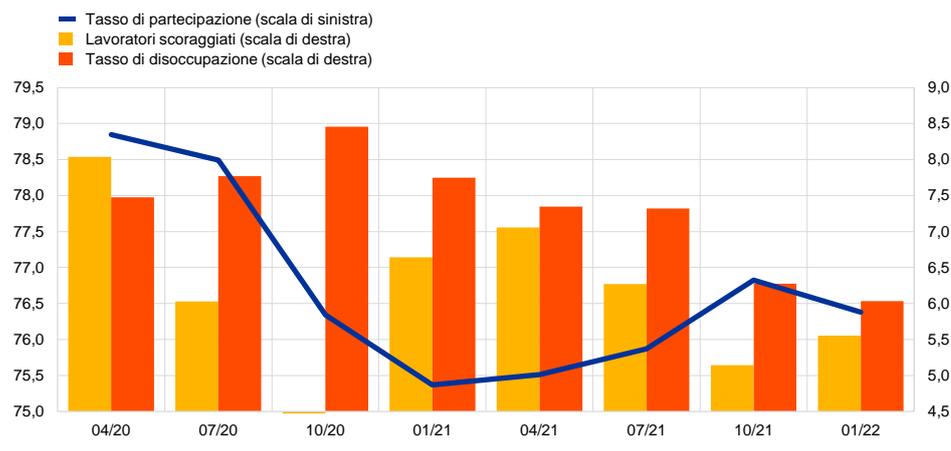
⁴ A causa delle variazioni metodologiche durante la fase pilota dell'indagine CES, la condizione occupazionale degli intervistati ad aprile e a luglio 2020, nonché la quota di lavoratori scoraggiati a luglio e a ottobre 2020, non sono pienamente comparabili con il resto del campione.

il tasso di disoccupazione, così come misurato dall'indagine CES, ha continuato a scendere, collocandosi circa 2,4 punti percentuali al di sotto del livello più elevato raggiunto durante il periodo della pandemia.

Grafico A

Forze di lavoro, disoccupazione e lavoratori scoraggiati

(scala di sinistra: percentuali della popolazione in età lavorativa; scala di destra: percentuali di intervistati inattivi per i lavoratori scoraggiati e percentuali delle forze di lavoro per il tasso di disoccupazione)



Fonte: indagine CES.

Note: il tasso di partecipazione alle forze di lavoro rappresenta la quota degli intervistati occupati più quella degli intervistati disoccupati che sono alla ricerca di un impiego, in rapporto a tutti i partecipanti all'indagine di età compresa tra i 20 e i 64 anni. Il tasso di disoccupazione rappresenta la quota di intervistati disoccupati alla ricerca di un impiego in rapporto alle forze di lavoro di età compresa tra i 20 e i 64 anni. Entrambi i tassi riportati nell'indagine CES si distinguono da quelli calcolati dall'Eurostat per via di differenze di campionamento e metodologiche. Inoltre, a causa della revisione apportata a una domanda dell'indagine CES relativa alla condizione occupazionale, potrebbe sussistere una discontinuità potenziale, in tali serie, a ottobre 2020. I lavoratori scoraggiati rappresentano la quota degli intervistati di età compresa tra i 20 e i 64 anni che sono inattivi e non sono, attualmente, alla ricerca di un impiego perché "non ci sono lavori disponibili" o perché "non hanno ancora iniziato a cercare un'occupazione".

Le percezioni circa gli andamenti del mercato del lavoro sono sensibilmente migliorate dopo i primi mesi della pandemia di COVID-19 (cfr. il grafico B).

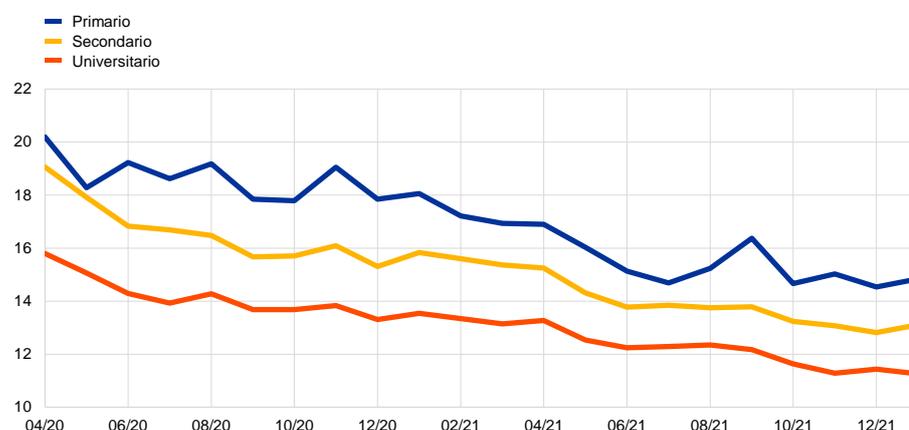
Con la ripresa delle condizioni economiche in termini aggregati, le percezioni sugli andamenti del mercato del lavoro sono migliorate, riflettendosi in un calo costante delle aspettative sul tasso di disoccupazione in tutti i gruppi di intervistati, suddivisi per livello di istruzione. Gli intervistati con livello di istruzione primario o secondario tendono a pronosticare un tasso di disoccupazione su un orizzonte di 12 mesi più elevato rispetto a quello atteso dagli intervistati con istruzione di livello universitario. Le attese sul tasso di disoccupazione di tutti i gruppi si sono rivelate significativamente più elevate rispetto ai valori osservati, un risultato comune nei sondaggi sulle aspettative⁵. In linea con le attese riguardanti il tasso di disoccupazione, gli occupati hanno di recente segnalato meno preoccupazione di perdere il proprio impiego.

⁵ Cfr., ad esempio, Broer, T., Kohlhas, A., Mitman, K. e Schlafmann, K., "Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy", *CEPR Discussion Paper*, n. 15934, 2021. In merito alle aspettative individuali sulla perdita del posto di lavoro, cfr., ad esempio, Stephens, M. "Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior", *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n. 1, 2004, pagg. 253-269.

Grafico B

Aspettative riguardanti il tasso di disoccupazione su un orizzonte di 12 mesi, disaggregate in base al livello di istruzione degli intervistati

(valori percentuali)



Fonte: indagine CES.

Note: i dati si riferiscono alle aspettative medie sul tasso di disoccupazione nei paesi degli intervistati su un orizzonte di 12 mesi. I livelli di istruzione indicano il più elevato livello di istruzione o titolo universitario conseguito, secondo la classificazione internazionale standard dell'istruzione (International Standard of Classification of Education, ISCED).

Le transizioni da un posto di lavoro all'altro e le migliori aspettative sulle retribuzioni mostrano che le percezioni in merito alla situazione del mercato del lavoro sono nel complesso migliorate (cfr. il grafico C). Le transizioni da un

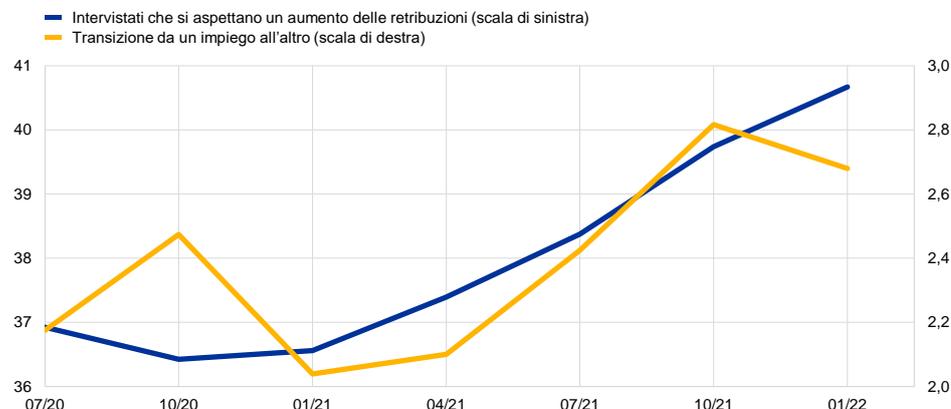
posto di lavoro all'altro tendono a diminuire durante le fasi di rallentamento economico e ad aumentare nelle circostanze opposte. Quando le condizioni del mercato del lavoro migliorano, durante le fasi di ripresa dell'economia, le imprese si contendono i lavoratori già impiegati e questi ultimi utilizzano tale opportunità per passare a impieghi meglio retribuiti, con possibili pressioni al rialzo sui salari⁶. I dati dell'indagine CES indicano che la quota di lavoratori che passano a un impiego presso un'altra impresa in un trimestre è stata in costante aumento da gennaio 2021, fatta eccezione per il lieve calo osservato negli ultimi dati di gennaio 2022, e tale andamento potrebbe essere legato a ragioni simili a quelle che hanno determinato il calo della partecipazione alle forze di lavoro. Il miglioramento del dato sulle transizioni da un posto di lavoro all'altro, nel corso del 2021, è stato accompagnato da un aumento della quota di intervistati che si aspettano un incremento del reddito familiare netto nei successivi 12 mesi, dal momento che i lavoratori alla ricerca di un impiego sono divenuti più ottimisti riguardo ai propri salari, alle ore lavorate e alle prospettive di occupazione complessive.

⁶ Cfr., ad esempio, Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Şahin, A. e Schuh, R. "Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n. 5, 2017, pagg. 353-357; nonché Moscarini, G. e Postel-Vinay, F. "The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n. 5, 2017, pagg. 364-368.

Grafico C

Transizioni da un posto di lavoro all'altro e aspettative di aumento delle retribuzioni

(scala di sinistra: percentuali di intervistati; scala di destra: percentuali di occupati)



Fonte: indagine CES.

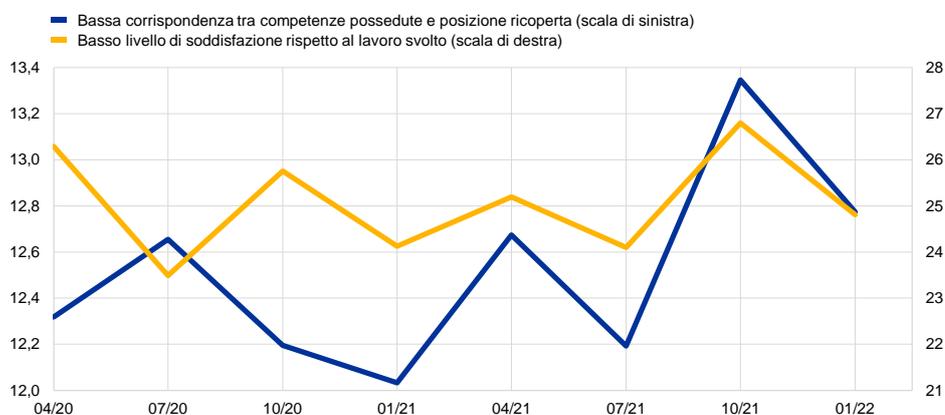
Note: le transizioni da un posto di lavoro all'altro rappresentano la quota di intervistati che avevano un impiego nei tre mesi precedenti e che segnalano un'esperienza maturata nella posizione corrente inferiore a tre mesi. Le aspettative sulle retribuzioni sono indicate come la quota degli intervistati che si aspettano un aumento delle proprie entrate familiari nette nei successivi dodici mesi.

Al tempo stesso, i lavoratori non hanno percepito un sensibile peggioramento delle proprie condizioni lavorative durante la pandemia. L'indagine CES include domande su come gli intervistati percepiscono la qualità della corrispondenza tra le competenze possedute e la posizione ricoperta, nonché sul livello di soddisfazione rispetto al proprio lavoro, parametri che consentono di dedurre informazioni sulla qualità dell'impiego (cfr. il grafico D). A gennaio 2022 meno del 13 per cento degli intervistati ha dichiarato che esisteva una scarsa corrispondenza tra le qualifiche possedute e la posizione lavorativa allora ricoperta e circa il 26 per cento ha espresso un basso livello di soddisfazione rispetto al proprio impiego. Nessuno dei due indicatori segnala un significativo peggioramento della qualità degli impieghi dall'inizio della pandemia, a indicazione del fatto che la ripresa del mercato del lavoro non è determinata da un brusco aumento di quelli di bassa qualità. Se si collegano queste informazioni alle risposte sulla transizione da un posto di lavoro all'altro, si evince che i lavoratori che cambiano impiego hanno maggiori probabilità di riscontrare un miglioramento della corrispondenza tra competenze possedute e posizione ricoperta e un aumento del livello di soddisfazione rispetto al lavoro svolto.

Grafico D

Quota di lavoratori con basso livello di soddisfazione rispetto al lavoro svolto e bassa corrispondenza competenze/posizione ricoperta

(percentuale degli intervistati)



Fonte: indagine CES.

Nota: la quota di intervistati occupati che segnalano un basso livello di corrispondenza tra competenze possedute e posizione ricoperta nell'impiego attuale è definita da coloro che selezionano i tre valori più bassi, su una scala da 1 a 7, mentre la soddisfazione rispetto al lavoro svolto è definita dai partecipanti all'indagine che segnalano i due valori più bassi, su una scala da 1 a 5.

Nel complesso, l'indagine CES sembra individuare una dinamica positiva del mercato del lavoro, mentre la pandemia continua a frenare il ritmo dell'ripresa.

Nel corso del 2021 il numero di lavoratori nelle forze di lavoro è aumentato, contestualmente a una diminuzione dei lavoratori scoraggiati e a un calo del tasso di disoccupazione. L'offerta di lavoro ha pertanto reagito rapidamente al rafforzamento della domanda. Inoltre, sono aumentati gli intervistati che hanno cambiato impiego, rivisto al rialzo le proprie aspettative di retribuzione e pronosticato migliori condizioni del mercato del lavoro. Tali andamenti sembrano delineare un mercato del lavoro dinamico.

Quali sottocomponenti sospingono i costi relativi alle abitazioni di proprietà?

a cura di Rodolfo Arioli ed Eduardo Gonçalves

A gennaio 2022 l'Eurostat ha iniziato a pubblicare gli aggregati ufficiali per l'area dell'euro come componente dell'indice dei prezzi delle abitazioni di proprietà (owner-occupied housing price index, OOHPI). Il presente riquadro esamina le diverse sottocomponenti di tale indice e fornisce dettagli sulla loro correlazione con altri indicatori dei prezzi.

I costi relativi alle case di proprietà comprendono le spese sostenute per l'acquisizione delle abitazioni e i costi legati al possesso delle stesse¹. I costi di acquisizione misurano il costo delle “abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni” e degli “acquisti di nuove abitazioni”. L'acquisto di una nuova abitazione è considerato in parte consumo e in parte attività: il primo dà conto del valore del servizio offerto dalla dimora (ad esempio, il fatto di fornire alloggio), mentre la seconda riflette il valore dell'edificio in sé e il valore del terreno su cui esso insiste². Di contro, il prezzo del terreno non è incluso nella sottocomponente “abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni”, che comprende principalmente i costi di costruzione delle abitazioni indipendenti edificate su terreni già di proprietà di coloro che costruiscono in proprio. L'indice OOHPI misura anche il costo degli “altri servizi connessi con l'acquisizione di abitazioni”, come ad esempio le imposte sui trasferimenti di proprietà e le commissioni degli agenti immobiliari. Per quanto riguarda i costi legati al possesso delle abitazioni, l'indice copre principalmente le spese per “grandi opere di riparazione e manutenzione” e per “assicurazioni connesse con abitazioni”³.

Nel 2021 i costi di acquisizione hanno rappresentato circa il 78 per cento dell'indice OOHPI a livello di area dell'euro (cfr. il grafico A). Le “abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni”, gli “acquisti di nuove abitazioni” e gli “altri servizi connessi con l'acquisizione di abitazioni” hanno rappresentato rispettivamente il 45, il 21 e il 12 per cento. Il restante 22 per cento dell'indice OOHPI ha riguardato i costi legati al possesso delle abitazioni, di cui le “grandi opere di riparazione e manutenzione” hanno costituito il 19 per cento e le “assicurazioni connesse con abitazioni” il 3 per cento.

¹ Cfr. l'articolo *Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

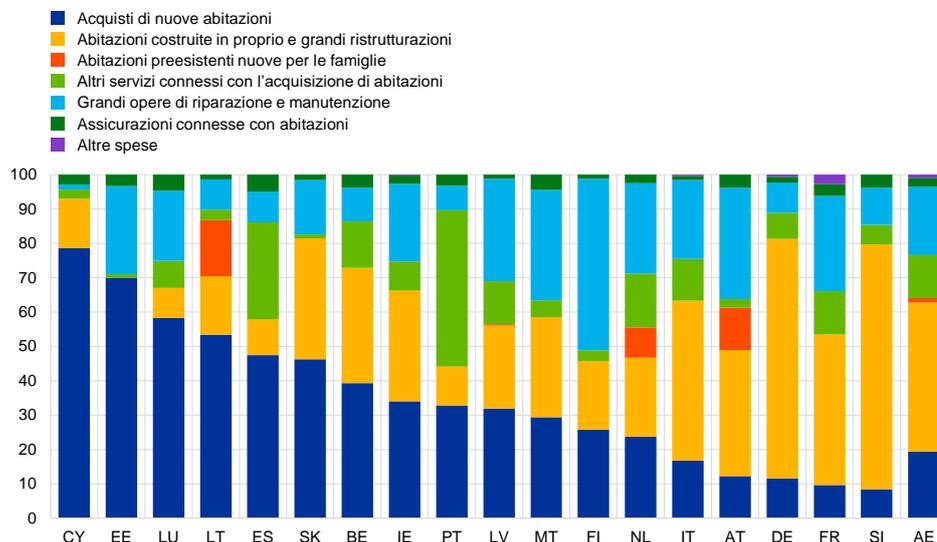
² Cfr. il riquadro “The treatment of land in OOHPIs” in *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review*, *Occasional Paper Series*, n. 265, BCE, settembre 2021.

³ I costi di acquisizione comprendono anche le “abitazioni preesistenti nuove per le famiglie”, che rappresentano circa lo 0,5 per cento dell'indice complessivo per l'area dell'euro. Tuttavia, fatta eccezione per il grafico A, tale sottocomponente è stata esclusa dall'analisi esposta nel presente riquadro poiché i dati raccolti sono soggetti a problemi di qualità dovuti alla limitata copertura e alla mancanza di armonizzazione tra paesi. Lo stesso vale per le “altre spese”, una sottocomponente dei costi legati al possesso di abitazioni che rappresenta lo 0,9 per cento dell'aggregato dell'area dell'euro.

Grafico A

Scomposizione dell'indice OOHPI per l'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati per la Grecia non sono disponibili. Tutti i dati si riferiscono al 2021.

Nell'analizzare l'indice OOHPI a livello di area dell'euro è importante notare che l'incidenza relativa delle singole sottocomponenti varia considerevolmente fra un paese e l'altro.

Ad esempio, in Germania, Francia e Italia la sottocomponente relativa alle "abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni" è molto più significativa rispetto agli "acquisti di nuove abitazioni", mentre in paesi come la Spagna è vero il contrario.

A livello di area dell'euro nel suo complesso, le dinamiche dei prezzi differiscono notevolmente tra le varie sottocomponenti.

Nell'ultimo decennio l'indice dei prezzi per gli "acquisti di nuove abitazioni" ha registrato la crescita media annua più significativa (cfr. il pannello a) del grafico B)⁴. Tuttavia, il contributo più rilevante al tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo è stato dato dalla sottocomponente relativa alle "abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni", seguita dagli "acquisti di nuove abitazioni". Di fatto, la somma di queste due sottocomponenti ha corrisposto a 5,0 punti percentuali della crescita annua pari al 6,6 per cento registrata per l'indice OOHPI nel suo complesso nel terzo trimestre del 2021, mentre la maggior parte del residuo è riconducibile alla voce "grandi opere di riparazione e manutenzione" (cfr. il pannello b) del grafico B). Dato che altre sottocomponenti hanno contribuito in misura minore all'OOHPI e hanno fatto osservare andamenti più moderati per quanto riguarda i prezzi, il loro contributo individuale alla crescita media annua è stato sistematicamente inferiore, sebbene esse appaiano significative se considerate nell'insieme (il loro totale complessivo è pari a circa un terzo della crescita media annua osservata dal 2012).

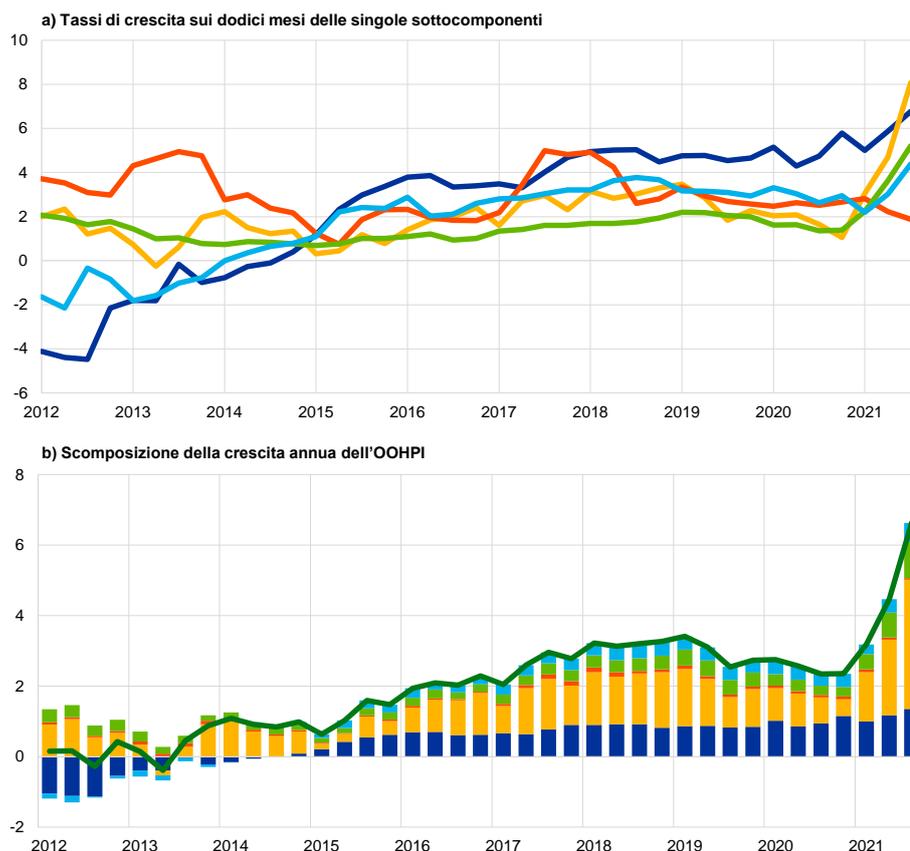
⁴ Dal 2012 l'indice dei prezzi relativo agli "acquisti di nuove abitazioni" ha registrato una crescita media annua pari al 2,4 per cento, a fronte del 2,1 per cento delle "abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni" e dell'1,6 per cento delle "grandi opere di riparazione e manutenzione".

Grafico B

Contributi delle sottocomponenti alla crescita annua dei costi relativi alle abitazioni di proprietà

(pannello a: variazioni percentuali sui dodici mesi; pannello b: variazioni percentuali sui dodici mesi e contributi in punti percentuali)

- Acquisti di nuove abitazioni (21%)
- Abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni (45%)
- Assicurazioni connesse con abitazioni (3%)
- Grandi opere di riparazione e manutenzione (19%)
- Altri servizi connessi con l'acquisizione di abitazioni (12%)
- OOHPI



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

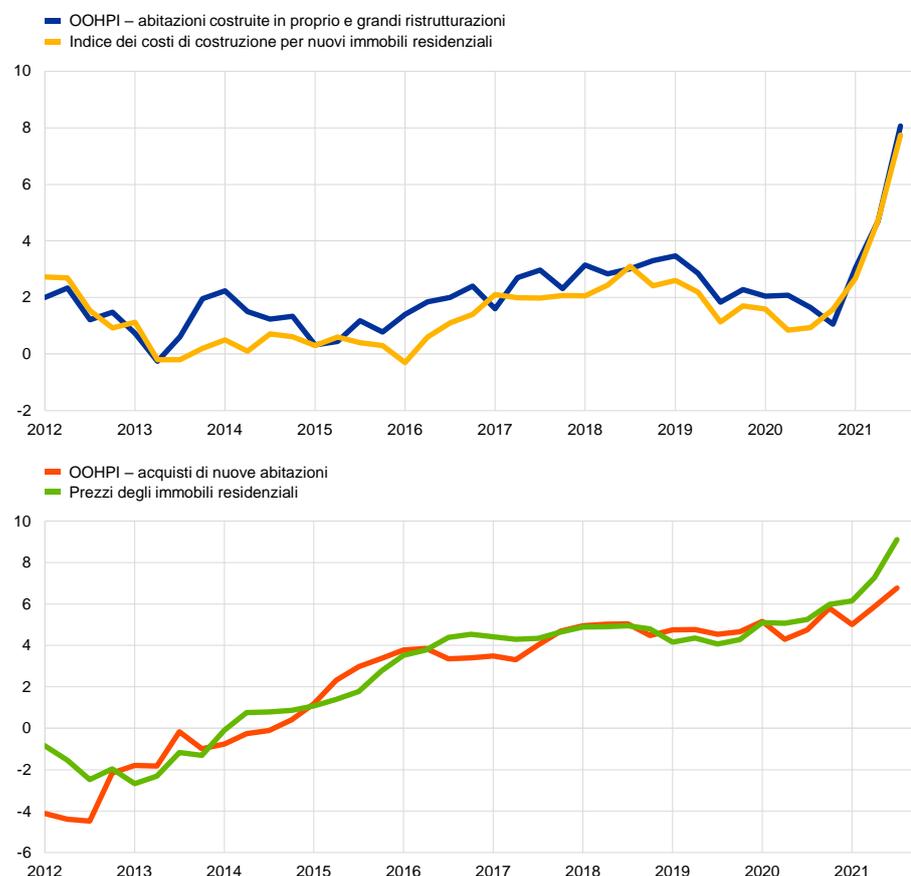
Note: le cifre fra parentesi nella legenda indicano il peso della relativa sottocomponente nell'indice OOHPI per il 2021. Le osservazioni più recenti si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

Alcune singole sottocomponenti sono strettamente correlate ai costi di costruzione e ai prezzi delle abitazioni. Ad esempio, il tasso di crescita sui dodici mesi della voce “abitazioni costruite in proprio e grandi ristrutturazioni” mostra una forte correlazione con i costi di costruzione desunti dalle statistiche a breve termine sulle imprese (cfr. il pannello superiore del grafico C). Analogamente, le “grandi opere di riparazione e manutenzione” mostrano un marcato comovimento con la serie dello IAPC “servizi per la manutenzione e la riparazione delle abitazioni”. Nel contempo, gli “acquisti di nuove abitazioni” sono strettamente correlati ai prezzi degli immobili residenziali (cfr. il pannello inferiore del grafico C).

Grafico C

Correlazione tra sottocomponenti dell'indice OOHPI e altri indici

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

Nel complesso, occorrono ulteriori analisi per valutare l'andamento nel tempo dell'indice OOHPI e delle sue sottocomponenti sottostanti⁵. In particolare, una migliore comprensione delle varie correlazioni sarà d'aiuto, tra l'altro, al momento di definire le modalità per elaborare le stime correnti (e le previsioni) degli andamenti dell'indice OOHPI (ad esempio, se i dati su particolari correlazioni dovessero essere disponibili prima del ritardo di 100 giorni lavorativi con cui viene pubblicato l'indice OOHPI).

⁵ Cfr. anche l'articolo [Il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19](#) nel numero 7/2021 di questo Bollettino e l'articolo [Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro](#) nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

Articoli

1 Rischi finanziari nel settore societario cinese: mercato immobiliare e non solo

a cura di Apostolos Apostolou, Alexander Al-Haschimi e Martino Ricci

1 Introduzione

Le recenti tensioni nel mercato immobiliare cinese hanno evidenziato i rischi riguardanti il settore societario del paese, caratterizzato da un'elevata leva finanziaria. Da qualche tempo questi rischi stanno crescendo, giacché gli elevati tassi di investimento hanno coinciso con elevati livelli di accumulo del debito. Inoltre, l'origine del debito si è estesa oltre il settore bancario tradizionale, con istituzioni finanziarie non bancarie che forniscono finanziamenti meno stabili e maggiormente soggetti a repentine variazioni del clima di fiducia fra gli investitori. Inoltre, le tensioni relative alle grandi società potrebbero trasmettersi al resto dell'economia lungo diversi canali, come ad esempio quello delle famiglie, esse stesse sempre più indebitate e la cui ricchezza è significativamente esposta verso il mercato immobiliare. Un più esteso rallentamento della crescita della Cina potrebbe a sua volta avere ripercussioni a livello mondiale, dati le dimensioni dell'economia cinese, i suoi importanti legami commerciali su scala globale e il ruolo centrale che svolge nei mercati internazionali delle materie prime. In tale contesto, il presente articolo esamina l'aumento dei rischi finanziari nell'economia cinese derivanti dalla crescente leva finanziaria del settore privato, dalle interconnessioni fra il settore finanziario e quello finanziario non bancario e dalle sempre maggiori esposizioni debitorie delle famiglie.

2 L'importanza della Cina a livello mondiale e l'aumento del debito

Le recenti tensioni sul mercato immobiliare hanno messo in luce la contrapposizione fra gli alti tassi di crescita e l'elevata leva finanziaria nel settore societario cinese. Come seconda economia del mondo, la Cina ha contribuito per circa un terzo alla crescita del PIL mondiale nell'ultimo decennio (cfr. il grafico 1), mentre la sua quota del credito globale nel settore non finanziario è cresciuta da circa l'8 al 20 per cento¹. Ciò riflette in parte come il contributo fornito dalla spesa per investimenti costituisca una delle principali determinanti di tale crescita. Tuttavia, le recenti turbolenze nel settore immobiliare e le difficoltà nei pagamenti riscontrate da diversi grandi gruppi immobiliari cinesi, come Evergrande,

¹ Cfr. Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. e Lodge, D. (a cura di), "The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 206, BCE, gennaio 2018.

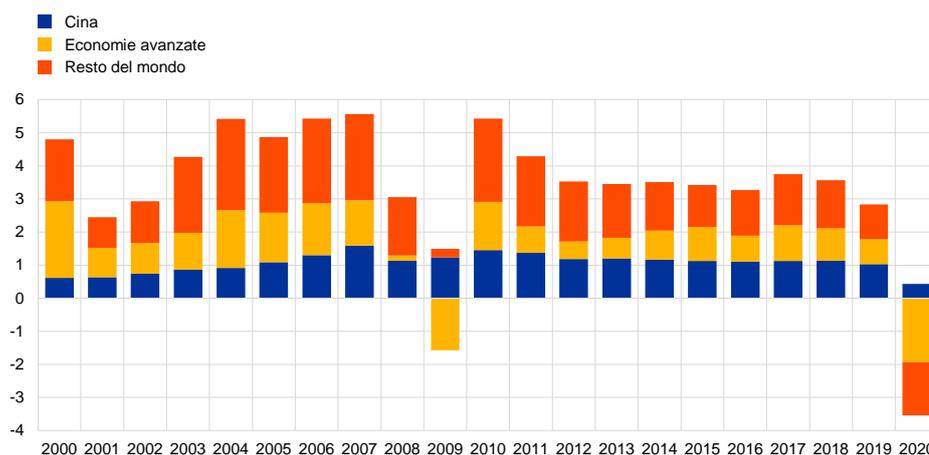
mostrano i rischi insiti negli alti livelli di leva finanziaria e di crescita e, in ultima istanza, in un modello imprenditoriale contraddistinto da numerose interconnessioni largamente diffuso tra le società cinesi, in particolare fra i costruttori.

Grafico 1

Ruolo della Cina nell'attività economica mondiale

Il contributo della Cina alla crescita del PIL mondiale resta considerevole

(contributo al PIL mondiale in base alle ponderazioni delle parità di potere d'acquisto; punti percentuali)



Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Al tempo stesso, una quota significativa dei finanziamenti ottenuti mediante l'emissione di debito ha origine al di fuori del settore bancario. In Cina il rapporto fra debito pubblico e PIL per l'intero settore privato si colloca attualmente oltre il 250 per cento (cfr. il grafico 2). Poiché la componente del debito facente capo al settore societario è la più elevata al mondo, la regolamentazione bancaria introdotta dalle autorità cinesi ha progressivamente limitato l'erogazione del credito in favore di società dall'elevata leva finanziaria. Sebbene il sistema finanziario cinese resti per lo più basato sul credito bancario, una quota importante dei finanziamenti al settore societario viene fornita da istituzioni finanziarie non bancarie. Il cosiddetto sistema bancario ombra agevola le forme di finanziamento in grado di aggirare i vincoli patrimoniali e la normativa creditizia. In aggiunta, gli investitori si attendono in genere garanzie implicite riguardo ai rendimenti dei prodotti di investimento emessi dal sistema bancario ombra. Benché nei contratti sia chiaramente indicato che non siano fornite simili garanzie, sia i singoli investitori, sia gli investitori istituzionali presumono che la società finanziaria emittente e, in alcuni casi, l'amministrazione pubblica locale o centrale, compensino eventuali ammanchi nel caso in cui gli investimenti non raggiungano i rendimenti attesi². Ciò comporta una significativa sottovalutazione dei rischi in termini di prezzi, che fa sì che il clima di fiducia degli investitori nei confronti di questi prodotti sia soggetto a variazioni improvvise in caso di perdite considerevoli. Per quanto la regolamentazione macroprudenziale adottata dalle autorità a partire dal 2015 abbia frenato la crescita del sistema bancario ombra, il livello di attività in essere che vi fanno capo resta importante per dimensioni e continua a presentare rischi per il sistema finanziario. Inoltre, oggi le grandi società

² Cfr. Allen, F., Gu, X., Li, C. W., Qian, J. e Qian, Y., *Implicit Guarantees and the Rise of Shadow Banking: The Case of Trust Products*, mimeo, 13 dicembre 2021.

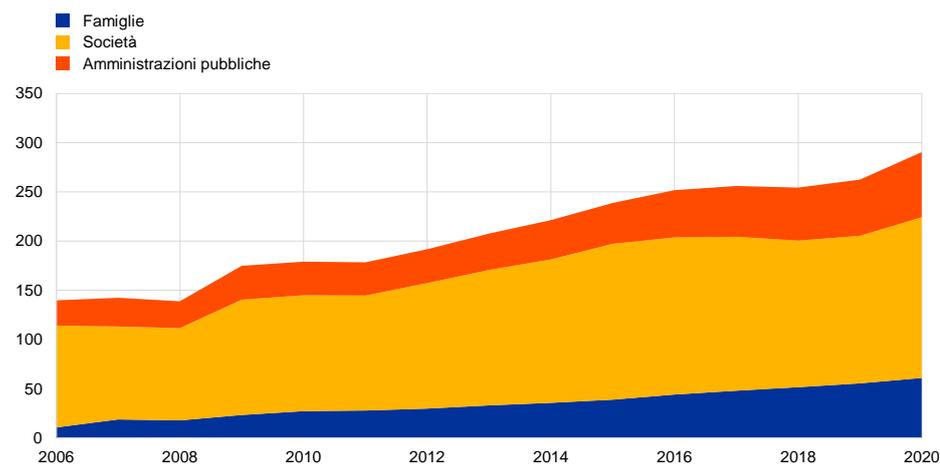
fintech offrono all'economia nuove fonti di finanziamento mediante ricorso al debito, ponendo così nuove e ulteriori sfide agli sforzi normativi compiuti dalle autorità per ridurre la leva finanziaria nell'economia cinese.

Grafico 2

Debito cinese

Debito per settore

(in percentuale del PIL)



Fonti: BRI; FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE. L'ultima osservazione si riferisce al 2020.

Infine, le famiglie potrebbero amplificare sempre più gli effetti delle tensioni societarie sull'economia mondiale. Ad esempio, la ricchezza delle famiglie dipende in misura crescente dall'andamento del mercato immobiliare e i rischi che si concretizzano nel settore societario potrebbero avere ricadute su tale ricchezza e, di conseguenza, sui consumi. Analogamente, le soluzioni di gestione patrimoniale offerte dal settore bancario ombra alle famiglie stabiliscono dei legami tra i rischi legati al settore finanziario non bancario e quelli legati alle famiglie stesse. Poiché l'entità del debito di queste ultime è in forte aumento in Cina, l'interdipendenza tra le esposizioni al rischio nel settore privato genera nel paese rischi sistemici che potrebbero avere ripercussioni negative sia su scala nazionale che internazionale.

Considerati i legami della Cina a livello internazionale, gli andamenti che si evidenziano al suo interno rivestono importanza per l'economia mondiale.

Le tensioni nel settore immobiliare cinese si sono propagate oltre i suoi confini. Le notizie relative ai problemi di liquidità di Evergrande sono divenute più frequenti verso la metà settembre (cfr. il pannello a) del grafico 3), quando, secondo quanto riportato, la società ha mancato la scadenza per il rimborso di una serie di obbligazioni, generando un clima di avversione al rischio sui mercati finanziari mondiali. I titoli azionari hanno registrato perdite temporanee di circa il 2-3 per cento a livello mondiale, i differenziali di credito si sono ampliati e gli indicatori di incertezza degli investitori sono aumentati costantemente in un contesto caratterizzato dalla ricerca di investimenti sicuri. Inoltre, i prezzi dei metalli e del petrolio sono diminuiti, evidenziando una potenziale riduzione della domanda di materie prime dovuta a un rallentamento dell'attività immobiliare in Cina

(cfr. il riquadro b) del grafico 3). Se da un lato gli effetti a livello mondiale si sono rivelati di breve durata, in parte perché si credeva che il governo cinese avrebbe adottato misure volte ad attenuare ripercussioni negative all'interno della propria economia, dall'altro gli shock reali e finanziari nella seconda economia del pianeta hanno conseguenze a livello globale. Nei numeri di maggio 2018 e maggio 2021 della *Financial Stability Review* la BCE ha rilevato che il peso della Cina e la sua rilevanza sistemica nel sistema finanziario mondiale stanno crescendo, nonostante il paese continui a essere relativamente isolato sotto il profilo finanziario³. Inoltre, gli shock idiosincratici alla Cina potrebbero avere implicazioni di più ampia portata per la stabilità finanziaria rispetto agli shock in altri mercati emergenti⁴. Dato questo scenario, il presente articolo esamina l'aumento dei rischi finanziari nell'economia cinese derivanti dalla crescente leva finanziaria nel settore privato, dall'interdipendenza fra il settore finanziario e quello finanziario non bancario e dalla crescente esposizione debitoria delle famiglie.

³ Cfr. il riquadro "[The growing systemic footprint of Chinese banks](#)", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2018, pagg. 36-38.

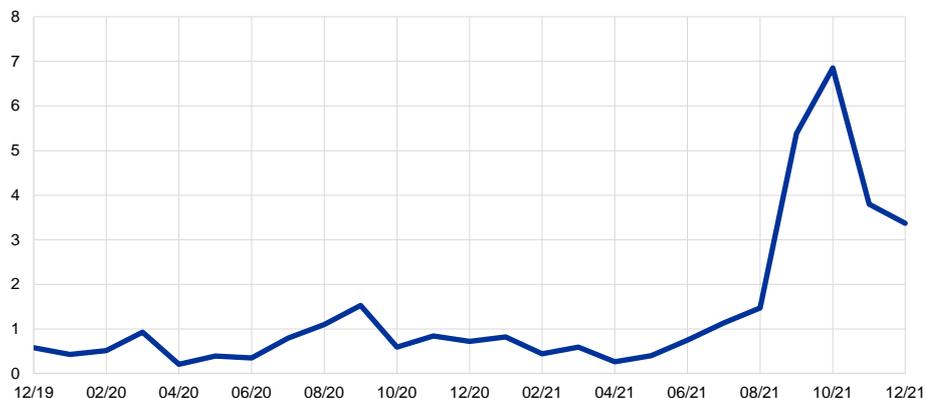
⁴ Cfr. il riquadro "[Emerging markets' vulnerability to a reassessment of risk](#)", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2021.

Grafico 3

Reazione del mercato mondiale alla crisi di Evergrande

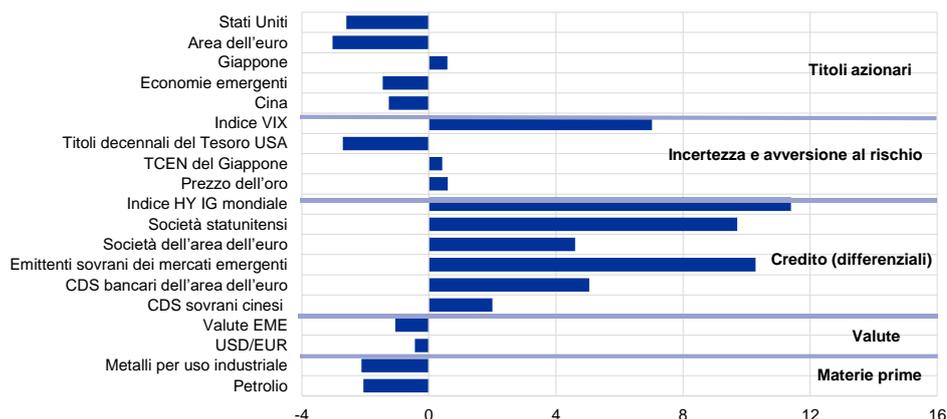
a) Il numero di articoli di giornale che citano Evergrande è cresciuto molto nel 2021

(in percentuale degli articoli totali sulla Cina)



b) I mercati finanziari hanno reagito negativamente verso la metà di settembre: dal 16/09/2021 al 20/09/2021

(valori percentuali e punti base)



Note: pannello a): percentuale degli articoli di giornale in cui veniva menzionata Evergrande sul totale degli articoli concernenti la Cina pubblicati sul Wall Street Journal e sul South China Morning Post; pannello b): variazioni tra il 16 settembre 2021 e il 20 settembre 2021. Per la voce "titoli azionari" (Stati Uniti: S&P 500; area dell'euro: Euro Stoxx 50; Giappone: indice Nikkei 225; mercati emergenti: MSCI Emerging Markets Index; Cina: Shanghai Stock Exchange Composite Index) è rappresentato il prezzo (variazione in valori percentuali); per "incertezza e avversione al rischio" (indice VIX), la variazione del livello; per "incertezza e avversione al rischio" (titoli decennali del tesoro statunitense) il rendimento (variazione in punti base); per "incertezza e avversione al rischio" (Giappone: tasso di cambio effettivo nominale), l'indice (variazione in valori percentuali); per "incertezza e avversione al rischio" (prezzo dell'oro), il prezzo nominale (variazione in valori percentuali); per "credito" (ICE BofA, ICE BofA US Non-Financial, ICE BofA Euro Area Non-Financial, JP Morgan Emerging Market Bond Index, CDS bancari dell'area dell'euro, CDS sovrani cinesi) il differenziale di rendimento (variazione in punti base); per "valute" (JP Morgan Emerging Market Currency Index, USD/EUR), l'indice (variazione in valori percentuali); per "materie prime" (GSCI Industrial Metals Index, prezzo del Brent) i prezzi nominali (variazione in valori percentuali).

3 Aumento della leva finanziaria nel settore societario e implicazioni per la crescita e la stabilità finanziaria

L'aumento del debito societario ha superato quello di altri paesi. Il credito alle società è passato da circa il 90 per cento del PIL nel 2008 al 160 nel 2016 e attualmente supera il dato corrispondente relativo alle economie avanzate e alle altre economie emergenti (cfr. il pannello b) del grafico 4). Benché nel 2015 il governo abbia avviato una campagna volta a ridurre la leva finanziaria, che ha portato a una

stabilizzazione del rapporto debito/PIL su livelli più bassi, con l'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19) nel 2020 il rapporto debito/PIL ha toccato nuovamente massimi storici, anche se da allora è lentamente diminuito data la volatilità della crescita del PIL (cfr. il pannello a) del grafico 4).

Grafico 4

Dinamica del debito del settore societario e confronto internazionale

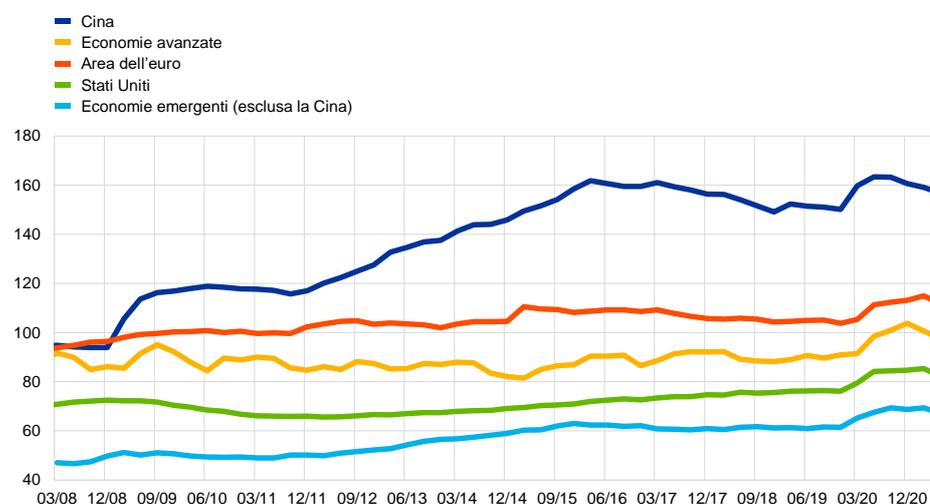
a) Il credito alle società non finanziarie in Cina è cresciuto notevolmente

(in percentuale del PIL)



b) Il credito alle società non finanziarie è elevato se raffrontato ad altre economie

(in percentuale del PIL)



Fonte: BRI sulla base di dati di Haver Analytics. L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2021.

Note: il debito è stimato al valore di mercato, ossia al prezzo al quale un'attività verrebbe scambiata se venduta sul mercato aperto. Per economie avanzate si intendono AU, CA, DK, AE, JA, NZ, NO, SE, CH, UK, US. Per economie emergenti si intendono AR, BR, CL, HK, IN, ID, MY, MX, PL, RU, SA, ZA, TH, TK.

Per la Cina la sfida consiste nel trovare un equilibrio tra riduzione della leva finanziaria del settore societario e sostegno alla crescita economica. Il settore immobiliare è stato l'epicentro dei recenti sforzi normativi del governo, tesi a porre limiti alla leva finanziaria dei costruttori. Con il calo del debito societario nel settore immobiliare, anche la dinamica dell'edilizia residenziale ha subito un rallentamento, generando fattori avversi per la crescita. Più recentemente, anche l'attività di concessione del credito intrapresa da grandi aziende tecnologiche è stata sottoposta a una regolamentazione finanziaria più restrittiva. Sebbene le riforme stiano

contribuendo a ridurre i rischi finanziari in questi settori, una ridotta erogazione del credito potrebbe incidere sulla crescita. Pertanto, la riduzione dei rischi nel settore societario richiede un approccio molto mirato.

Il ruolo centrale del settore immobiliare nell'economia

Il settore immobiliare svolge un ruolo centrale nell'economia cinese.

Secondo le statistiche della contabilità nazionale cinese la quota congiunta di PIL riconducibile ai servizi immobiliari e alle costruzioni è cresciuta dal 10 per cento nel 1995 al 14 per cento nel 2020. Anche gli investimenti in immobili residenziali sono aumentati costantemente negli ultimi 25 anni, stabilizzandosi dopo il 2015 a seguito degli sforzi profusi dalle autorità per ridurre la leva finanziaria, e si collocano attualmente intorno al 10 per cento del PIL, mentre gli investimenti immobiliari si attestano complessivamente a circa il 13 per cento del PIL (cfr. il pannello a) del grafico 5). Tuttavia, secondo molti esperti, questi dati sottovalutano l'importanza di questo settore per l'economia cinese. In particolare, secondo le stime di Rogoff e Yang⁵, basate su tavole input-output, l'impatto dell'attività immobiliare sul PIL è pari a circa il 29 per cento e ha registrato un'impennata nel tempo, raggiungendo livelli che in altre economie avanzate, come la Spagna o l'Irlanda, avevano richiesto brusche correzioni (cfr. il pannello b) del grafico 5). L'edilizia residenziale svolge un ruolo di primo piano nell'economia cinese: possedere una casa è un simbolo del proprio status sociale e gli immobili residenziali costituiscono sia una riserva di valore, sia una fonte di potenziale apprezzamento del capitale in assenza di altre opzioni di investimento praticabili. Essa rappresenta quindi oltre la metà del patrimonio complessivo delle famiglie e incide in maniera significativa sulle loro decisioni di spesa.

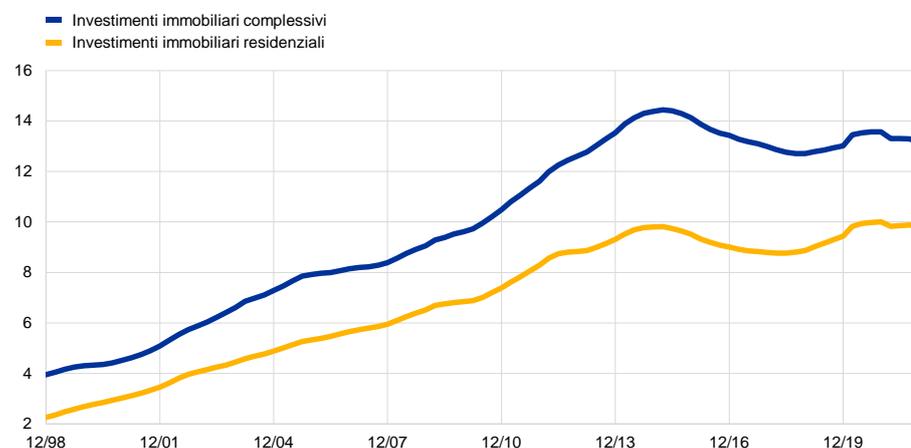
⁵ Cfr. Rogoff, K. e Yang, Y., "Has China's Housing production Peaked?", *China & World Economy*, vol. 29, n. 1, Institute of World Economics and politics, Chinese Academy of Social Sciences, gennaio 2021, pagg. 1-31.

Grafico 5

Importanza del settore immobiliare

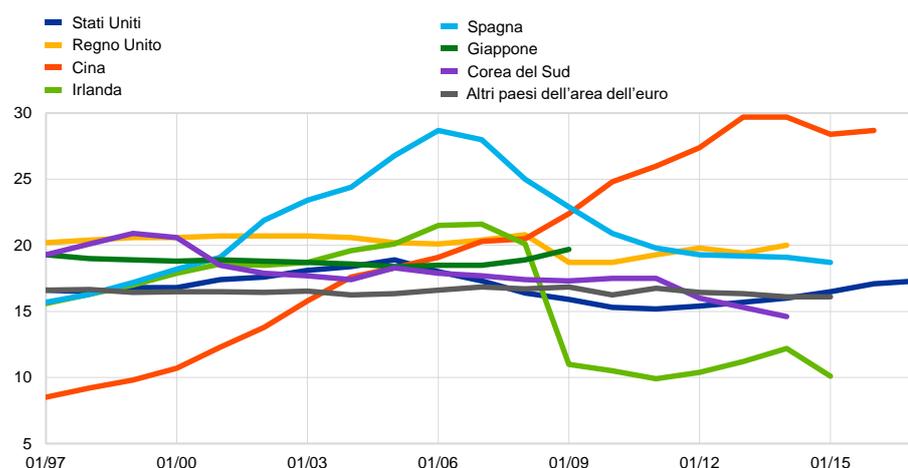
a) La quota degli investimenti immobiliari sul PIL è aumentata

(valori percentuali)



b) La quota delle attività legate al settore immobiliare sul PIL è elevata se raffrontata ad altre economie

(valori percentuali)



Fonti: pannello a): National Bureau of Statistics sulla base di dati CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2021. Pannello b): Rogoff e Yang (2021) sulla base di matrici input-output nazionali. Per la Cina, cfr. le fonti di dati citate nello studio; per gli altri paesi, i dati KLEMS. L'ultima osservazione si riferisce al 2017 per la Cina e gli Stati Uniti, al 2015 per la Spagna, l'Irlanda e gli altri paesi dell'area dell'euro, al 2014 per il Regno Unito e la Corea del Sud e al 2009 per il Giappone.

In effetti, secondo l'ufficio nazionale di statistica del paese, le famiglie cinesi spendono il 23 per cento del loro reddito in immobili residenziali, più un ulteriore 6 per cento in strutture, articoli e servizi domestici⁶. Inoltre, le vendite di terreni rappresentano una delle maggiori fonti di reddito per le amministrazioni locali⁷.

La maggior parte dei costruttori cinesi si finanziano internamente. A partire dal 2020 il numero dei costruttori immobiliari in Cina ha superato le 100.000 unità

⁶ Questo dato si riferisce alla spesa in articoli per la persona e per la casa e in servizi domestici. Esso comprende arredi e decorazione d'interni, elettrodomestici, tappezzerie, articoli vari per l'uso domestico quotidiano, articoli personali e servizi domestici.

⁷ Secondo la consultazione svolta nel 2019 dall'FMI ai sensi dell'articolo IV, nel 2017 le entrate derivanti dalle vendite di terreni sono state pari al 39 per cento circa del gettito delle amministrazioni locali e al 7 per cento del PIL.

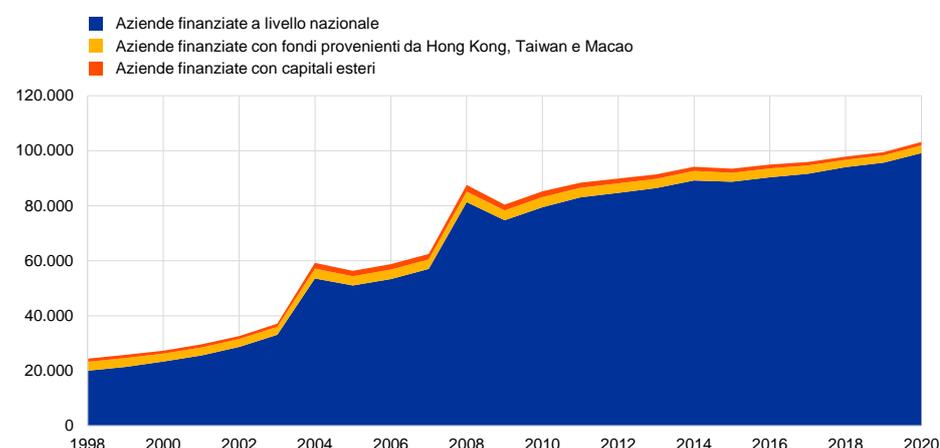
(cfr. il pannello a) del grafico 6) secondo un ritmo accelerato a seguito della crisi finanziaria mondiale. I gruppi immobiliari occupano direttamente circa tre milioni di persone su una popolazione urbana totale in età lavorativa di circa 400 milioni di persone, senza tener conto dei posti di lavoro creati dall'indotto dell'edilizia residenziale. Le aziende del settore sono per lo più finanziate a livello nazionale e la proporzione di quelle che si finanziano con capitali esteri, compresi i fondi provenienti da Hong Kong, Macao e Taiwan, è scesa da circa il 18 per cento nel 1998 a meno del 4 per cento nel 2020 (cfr. il pannello b) del grafico 6). Gli anticipi versati sull'acquisto di immobili residenziali di futura realizzazione costituiscono una parte cospicua della liquidità dei costruttori.

Grafico 6

Numero di costruttori in Cina e fonti di finanziamento

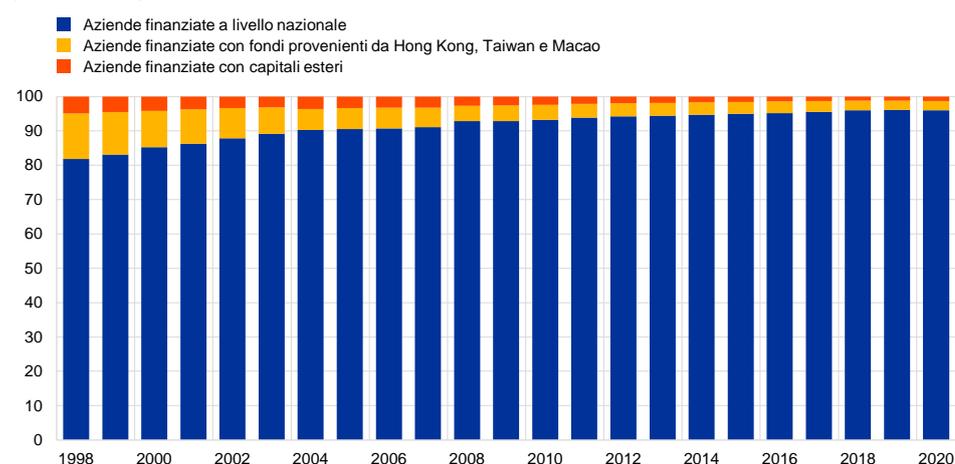
a) Il numero di costruttori in Cina è cresciuto rapidamente

(unità)



b) La maggior parte dei costruttori cinesi è finanziata a livello nazionale

(valori percentuali)



Fonte: Ufficio nazionale di statistica cinese sulla base di dati Haver Analytics. L'ultima osservazione si riferisce al 2020.

Oltre al forte aumento del numero di imprese registrate nel 2008, il settore immobiliare ha rapidamente accumulato leva finanziaria.

Complessivamente, il rapporto fra passività e attività dei costruttori è cresciuto da

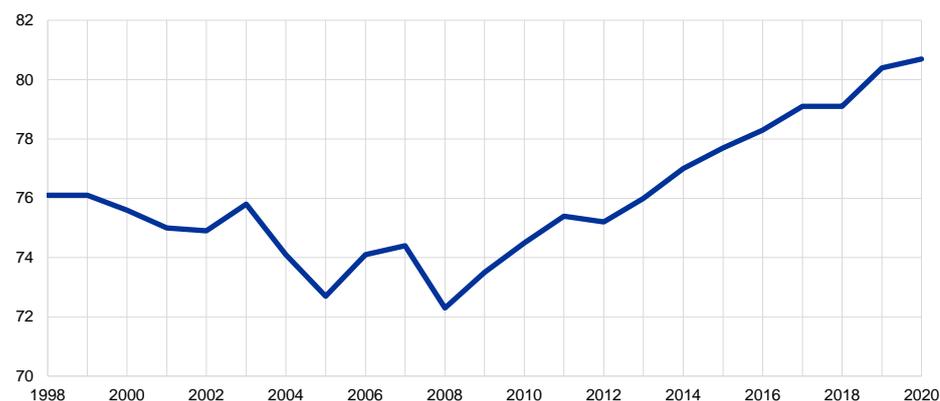
circa il 72 per cento nel 2008 a oltre l'80 per cento nel 2020 (cfr. il pannello a) del grafico 7). In parte in risposta a tali dinamiche, ad agosto 2020 le autorità cinesi hanno introdotto nuove norme volte a ridurre il rischio nel settore dell'edilizia residenziale.

Grafico 7

Leva finanziaria del settore immobiliare e dinamica dei prestiti

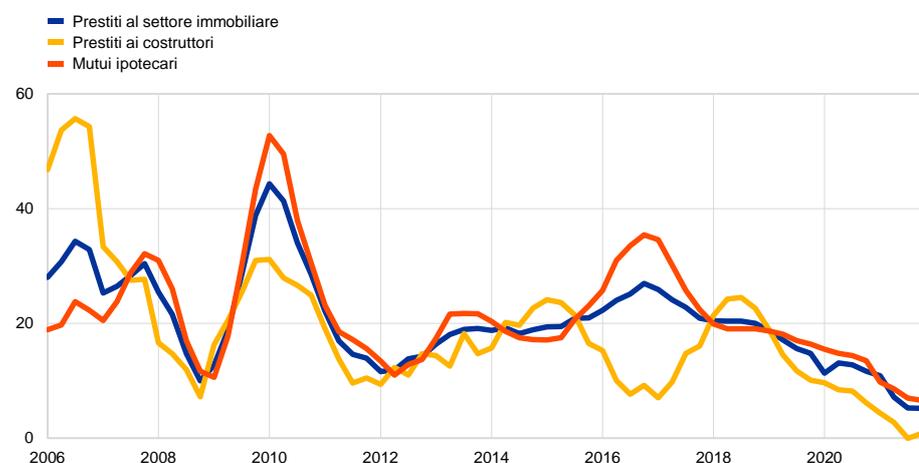
a) Il rapporto fra passività e attività è in aumento

(valori percentuali)



b) La crescita dei prestiti al settore immobiliare è diminuita

(valori percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Ufficio nazionale di statistica cinese sulla base di dati Haver e CEIC ed elaborazioni degli esperti della BCE. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2020 (cfr. pannello a)) e a dicembre 2021 (cfr. pannello b)).

La disposizione normativa di maggior rilievo è consistita nell'introduzione di tre "linee rosse", cioè di un insieme di soglie per i tre coefficienti finanziari che, se superate, limiterebbero la capacità dei costruttori di raccogliere nuovo debito. Pertanto il credito al settore si è esaurito nella seconda metà del 2021 e sia i mutui ipotecari sia i prestiti ai costruttori immobiliari hanno raggiunto minimi storici (cfr. il pannello b) del grafico 7).

Le recenti dinamiche del settore residenziale, in particolare i problemi di liquidità riscontrati da diversi costruttori, hanno suscitato timori circa la possibilità del contagio verso altri settori. Sebbene le autorità sembrano avere la situazione sotto controllo e siano in grado di gestire il processo di riduzione della

leva finanziaria, gli elevati livelli di debito e l'importanza del settore residenziale per l'economia restano potenziali fonti di rischi finanziari.

Rischi posti dall'espansione delle grandi società tecnologiche nel settore dell'offerta di credito

Le attività delle grandi società tecnologiche cinesi destano timori riguardo ad aspetti come concentrazione del mercato, opacità delle operazioni e stabilità finanziaria⁸. Nel tempo, le grandi società tecnologiche hanno ampliato la propria attività oltre la fornitura (in rapida crescita) di servizi di pagamento online (cfr. il pannello a) del grafico 8), estendendola ad ambiti quali il peer-to-peer lending, l'accettazione di depositi, i servizi assicurativi e i prestiti diretti. Pertanto, poiché operano in un quadro normativo e di vigilanza meno severo, queste aziende si trovano in crescente concorrenza diretta con le banche commerciali. Il credito erogato da tali grandi società ha ormai raggiunto dimensioni considerevoli, pari a oltre il 2 per cento del credito interno totale al settore finanziario e a più del 4 per cento del PIL pro capite (da una percentuale appena superiore allo 0 nel 2014), a indicare che esse (cfr. il pannello b) del grafico 8) costituiscono una fonte significativa di credito per i consumatori e le piccole imprese. L'erogazione di credito in un contesto regolamentare poco intrusivo desta preoccupazioni in termini di adeguatezza dei requisiti patrimoniali, sufficienti disponibilità delle garanzie e vendita di prodotti di deposito online⁹.

L'espansione delle grandi società tecnologiche al settore bancario ombra sotto forma di attività di prestito fintech poco sicure presenta rischi dal punto di vista finanziario. Dall'inizio della pandemia le società fintech hanno agevolato l'espansione del credito a nuovi prenditori con disponibilità finanziarie limitate. Secondo un recente studio, il credito fintech agli utenti a basso reddito è cresciuto più di quanto non abbia fatto quello erogato dalle banche tradizionali¹⁰. Lo studio evidenzia i rischi finanziari associati a questo tipo di attività, giacché i tassi di insolvenza per questi prestiti bancari ombra si sono triplicati durante la pandemia, mentre non si sono verificate variazioni significative in quelli dei prestiti bancari. I risultati dello studio mostrano la potenziale fragilità delle grandi società tecnologiche in presenza di un drastico aumento dei tassi di morosità. Lo studio rileva inoltre le implicazioni negative di una più ampia disponibilità di credito e delle conseguenze per la crescita e la stabilità finanziaria.

⁸ Fra le grandi aziende tecnologiche rientrano anche le società fintech e le big tech. Le società fintech sono società che agevolano il peer-to-peer lending/marketplace lending e l'invoice trading attraverso piattaforme online per la concessione del credito piuttosto che tramite banche tradizionali o società di credito. Le big tech sono grandi aziende che operano principalmente nel settore tecnologico e che hanno espanso la loro attività nel mercato del credito, erogando prestiti sia direttamente che in collaborazione con altre istituzioni finanziarie. Per una trattazione approfondita cfr. "Big tech in finance: opportunities and risks", *BIS Annual Economic Report*, capitolo III, Banca dei regolamenti internazionali, giugno 2019; e Claessens, S., Frost, J., Turner, G. e Zhu, F., "Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues", *BIS Quarterly Review*, settembre 2018.

⁹ Alla fine del 2020 le grandi società tecnologiche avevano rimosso i prodotti di deposito online dall'offerta delle proprie piattaforme.

¹⁰ Cfr. Zhengyang, B. e Huang, D., "Shadow Banking in a Crisis: Evidence from FinTech During COVID-19", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 46, n. 7, luglio 2021.

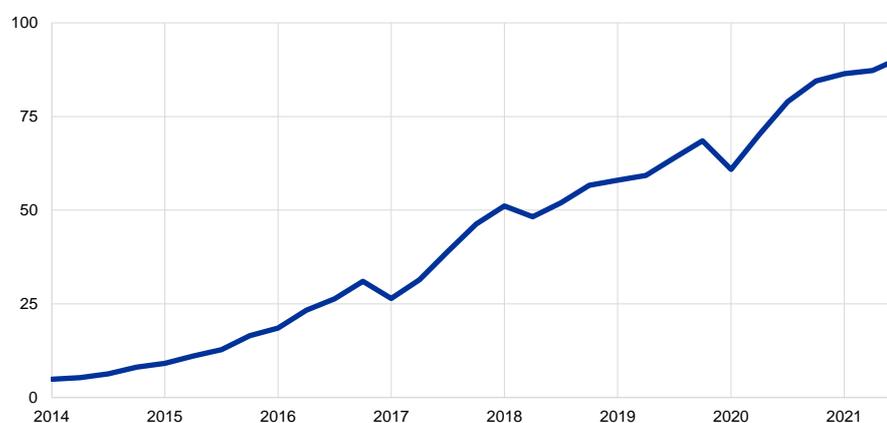
Le autorità cinesi hanno recentemente introdotto norme più severe per le società tecnologiche. Le nuove disposizioni riflettono i crescenti timori delle autorità cinesi circa la possibilità di queste aziende di impiegare ingenti risorse raccolte sui mercati dei capitali per concedere credito nell'ambito di un quadro regolamentare e di vigilanza meno vincolante. Tali recenti modifiche normative mirano altresì a ridurre i rischi finanziari posti dai principali soggetti già presenti sul mercato. Ciò, a sua volta, potrebbe contribuire a salvaguardare la stabilità finanziaria, promuovendo inoltre l'innovazione e generando ricadute positive sulle piccole e medie imprese cinesi.

Grafico 8

Pagamenti online e concessione di credito

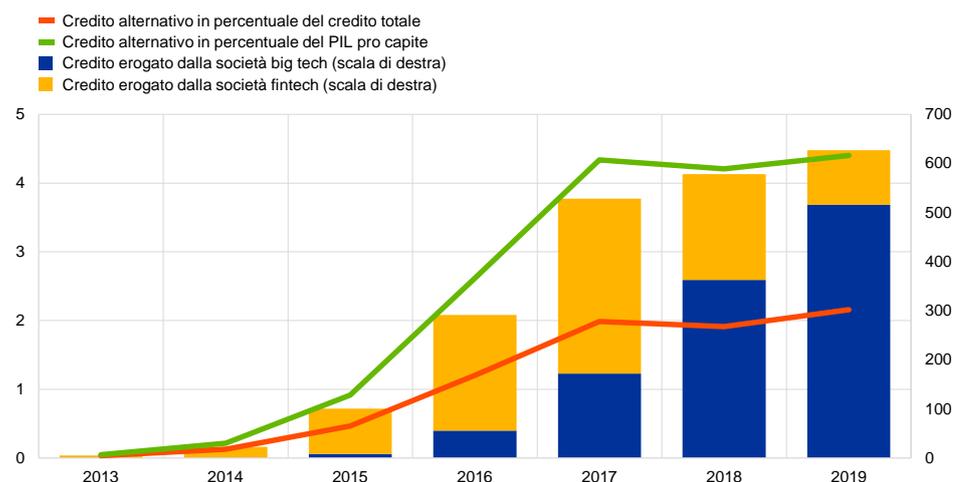
a) I pagamenti elettronici evasi da operatori non bancari continuano ad aumentare

(migliaia di miliardi di CNY; dati non destagionalizzati)



b) Il credito erogato da aziende fintech e big tech è cresciuto sensibilmente

(valori percentuali; miliardi di dollari USA)



Fonti: Ufficio nazionale di statistica cinese sulla base di dati Haver; Cornelli, G., Frost, J., Gambacorta, L., Rau, R., Wardrop, R. e Ziegler, T., "Fintech and big tech credit: a new database", *BIS Working Papers*, n. 887, BRI, settembre 2020; World Economic Forum, FMI, 2021; ed elaborazioni degli esperti della BCE. Le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021 e al 2019. Nota: per credito alternativo si intende quello erogato da aziende fintech e big tech.

4 Leva finanziaria ed esposizioni tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie

Il fatto che banche e altre istituzioni finanziarie facciano capo alle grandi aziende e abbiano legami con queste comporta crescenti rischi dal punto di vista della stabilità finanziaria. Ciò è in parte dovuto alla natura di fondo del cosiddetto sistema bancario ombra. La banca centrale della Repubblica popolare cinese definisce il sistema bancario ombra interno come “la forma di intermediazione creditizia in cui sono coinvolte entità e attività esterne al sistema bancario ordinario, con funzioni di trasformazione della liquidità e del credito, che potrebbe potenzialmente generare rischi sistemici o arbitraggio regolamentare”¹¹. Data l’elevata leva finanziaria delle società in Cina, il sistema bancario ombra costituisce un’importante fonte di finanziamento che ha alimentato la crescita del debito societario.

Sebbene il suo tasso di crescita abbia subito un rallentamento di recente, il sistema bancario ombra resta particolarmente vulnerabile agli shock avversi.

Esso era pressoché inesistente prima del 2008, ma ha registrato una rapida espansione negli ultimi anni, raggiungendo una quota di circa il 60 per cento del PIL (cfr. il pannello a) del grafico 9). Benché le politiche macroprudenziali ne abbiano frenato la crescita, i livelli di questa restano prossimi ai massimi storici, con conseguenti rischi per l’economia del paese. Il settore bancario ombra in Cina è principalmente concentrato presso attività altamente sensibili al mutare del clima di fiducia degli investitori, tra le quali figurano strumenti di investimento come prodotti di gestione patrimoniale il cui valore ammonta a circa il 25 per cento del PIL.

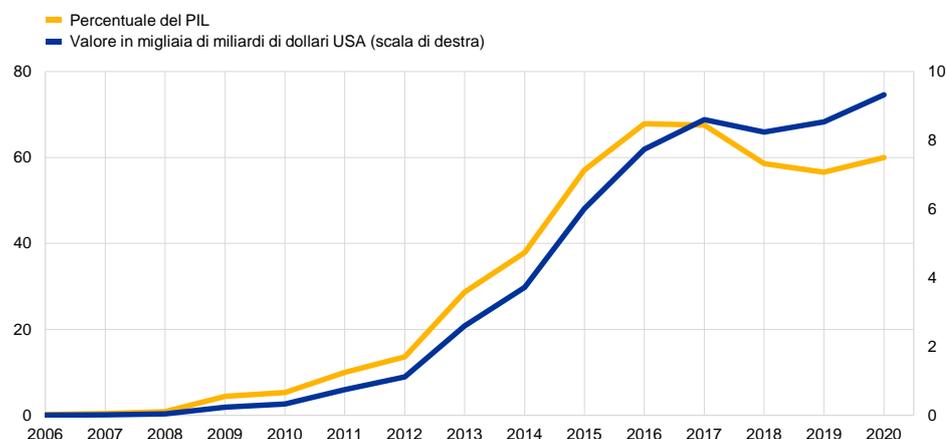
¹¹ Cfr. “Shadow Banking”, *China Financial Stability Report*, numero speciale IV, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, 2013, pagg. 197-205.

Grafico 9

Sistema bancario ombra e relative componenti

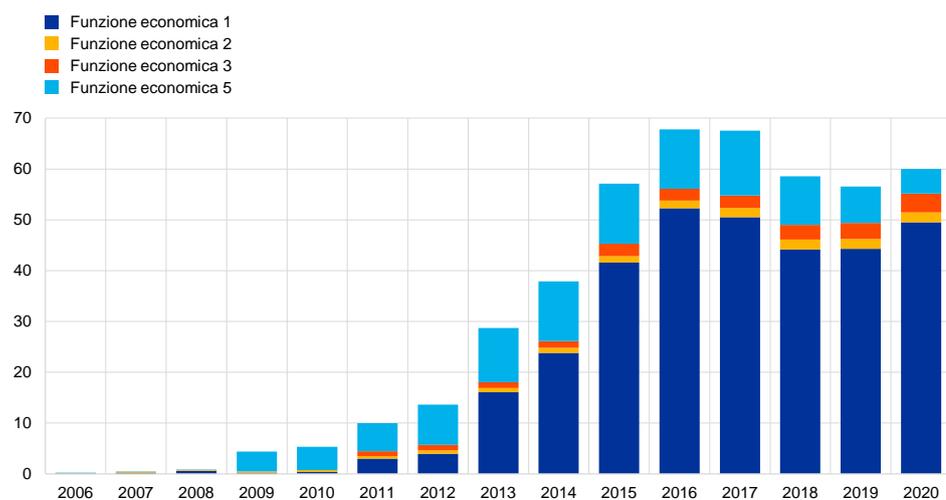
a) La crescita del sistema bancario ombra si è stabilizzata e la sua quota del PIL è rimasta sostanzialmente invariata

(in percentuale del PIL; migliaia di miliardi di dollari USA)



b) La crescita del sistema bancario ombra è stata trainata da componenti di finanziamento instabili

(in percentuale del PIL)



Fonte: Consiglio per la stabilità finanziaria, 2020.

Note: le definizioni delle funzioni economiche elaborate dal Consiglio per la stabilità finanziaria sono le seguenti: FE1: veicoli di investimento collettivo soggetti a corse al ritiro dei fondi (prodotti di gestione patrimoniale); FE2: entità finanziarie non bancarie dipendenti da finanziamenti a breve termine per sostenere le attività di prestito; FE3: intermediari di mercato dipendenti da finanziamenti a breve termine; FE4: attività assicurative o garanzie di prodotti finanziari; FE5: veicoli di intermediazione creditizia basati su cartolarizzazioni. Per la Cina non sono disponibili i dati relativi alla categoria FE4.

La vulnerabilità del sistema bancario ombra è dovuta alla sua dipendenza dai finanziamenti a breve termine, al suo utilizzo in settori dell'economia a elevata leva finanziaria e alla mancanza di trasparenza. Il sistema bancario ombra resta dominato da prodotti di gestione patrimoniale strutturati e offerti da intermediari bancari in collaborazione con società fiduciarie e di intermediazione mobiliare. La forma giuridica di questi li colloca al di fuori dei bilanci bancari e oltre l'ambito di applicazione della normativa in materia di depositi, per cui sono in grado di offrire tassi di rendimento più elevati rispetto ai depositi bancari. Dal lato delle passività, oltre il 40 per cento dei prodotti di gestione patrimoniale in essere hanno scadenze pari o inferiori a tre mesi, sebbene tali fondi spesso alimentino prestiti a più

lungo termine. Per questo tali prodotti necessitano di rinnovare molto di frequente il loro finanziamento e sono quindi soggetti a rischi di liquidità e di rinnovo dei finanziamenti (cfr. il pannello b) del grafico 9). Questo rischio è aggravato dal fatto che il 70 per cento dei prodotti di gestione patrimoniale emessi dal 2007 non è coperto da garanzie esplicite, mentre gli investitori li considerano implicitamente garantiti dalle banche che li distribuiscono o, in caso di insolvenza, dal governo (cfr. Dang et al.)¹². Il sistema bancario ombra ha alimentato un aumento dei finanziamenti nei settori più rischiosi, come quello immobiliare. Sun¹³ segnala che i finanziamenti ombra nel settore immobiliare sono stati di gran lunga superiori a quelli di altre fonti di finanziamento, come i prestiti. Le banche possono erogare prestiti a istituzioni finanziarie non bancarie come le società fiduciarie, le quali a loro volta affidano prestiti a società immobiliari il cui accesso al credito sarebbe altrimenti razionato. Le società fiduciarie sono soggette a una regolamentazione meno rigorosa in quanto agiscono per conto dei loro beneficiari. Il sistema bancario ombra pertanto rafforza i legami fra banche e istituzioni finanziarie non bancarie. Più recentemente, le imprese non finanziarie hanno investito in misura crescente in diverse istituzioni finanziarie, mantenendo al tempo stesso assetti proprietari complessi e non trasparenti.

La mancanza di trasparenza riguardo alle reciproche esposizioni tra il settore finanziario e quello non finanziario comporta ulteriori rischi per il sistema finanziario cinese.

In Cina vi sono casi in cui più entità finanziarie di differenti comparti finanziari sono controllate dallo stesso conglomerato non finanziario. Talvolta gli investimenti vengono effettuati ricorrendo a fondi presi in prestito, con un conseguente incremento degli indici di leva finanziaria delle imprese. Allo stesso tempo, gli assetti proprietari restano opachi poiché i soggetti cui fanno capo queste entità si celano dietro al ricorso a forme complesse di capitale di rischio o a società veicolo. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha quindi rilevato che alcune grandi società di partecipazione generano rischi di contagio a fronte di una grave mancanza di trasparenza in merito alle condizioni di rischio¹⁴.

Le autorità hanno inasprito molto la regolamentazione vigente al fine di ridurre molti dei rischi associati al sistema bancario ombra e alla mancanza di trasparenza nelle esposizioni incrociate tra le società.

Ad esempio, sono state introdotte nuove norme per identificare le partecipazioni incrociate fra imprese e istituzioni finanziarie e per far sì che tali assetti proprietari siano regolamentati come società di partecipazione finanziaria. Inoltre, sono state applicate norme più severe per limitare l'erogazione di credito al settore immobiliare e accrescere la sorveglianza sulle società fintech che espandono la loro attività nel campo dei servizi bancari più tradizionali. Molte delle nuove norme sono in corso di graduale introduzione, per cui nel breve termine permarranno alcuni rischi sistemici nel sistema finanziario.

¹² Cfr. Dang, T.V., Liu, L., Wang, H. e Yao, A., *Shadow Banking Modes: The Chinese versus US System*, Columbia University, mimeo, 2019.

¹³ Cfr. Sun, G., "China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking", *BIS Working Papers*, n. 822, Banca dei regolamenti internazionali, 2019.

¹⁴ Cfr., ad esempio, *Trial Measures on Regulation of Financial Holding Companies*, ordinanza n. 4, Banca centrale della Repubblica popolare cinese, 11 settembre 2020.

5 Dinamica del debito delle famiglie

I problemi finanziari riscontrati da alcune società di costruzione hanno messo in luce l'interdipendenza tra famiglie e imprese, nonché l'importanza della ricchezza immobiliare per l'attività economica. La misura in cui i costruttori fanno affidamento su finanziamenti legati agli anticipi versati dalle famiglie per l'acquisto di abitazioni di futura realizzazione, unitamente ai significativi investimenti delle famiglie stesse nel patrimonio immobiliare, ha messo in luce l'interdipendenza tra i bilanci societari e quelli famigliari. Poiché gli immobili ad uso residenziale rappresentano gran parte della ricchezza delle famiglie, essi gravano notevolmente sulla loro spesa e sulla loro tolleranza al rischio, e incidono direttamente sul reddito e sul finanziamento delle aziende, oltre che sull'attività economica in generale. L'elevato livello di indebitamento delle famiglie limita a sua volta la loro spesa futura creando potenziali fattori sfavorevoli per la crescita economica. Considerando che gli investimenti immobiliari corrispondono a circa il 14 per cento del PIL nel 2020, una marcata contrazione del mercato residenziale potrebbe causare un rallentamento della crescita economica cinese, con ripercussioni sul resto del mondo.

Sebbene gran parte del debito sia riconducibile al settore societario, l'indebitamento delle famiglie è cresciuto rapidamente avvicinandosi ai livelli tipici delle economie avanzate. Il debito delle famiglie cinesi è più che triplicato dall'inizio della crisi finanziaria mondiale: attualmente si colloca notevolmente al di sopra della media dei mercati emergenti, molto vicino alla media dell'area dell'euro (cfr. il grafico 10) e prossimo ai livelli raggiunti dalle famiglie giapponesi negli anni '90. Nel suo rapporto sulla stabilità finanziaria relativo al 2019, la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha rimarcato la necessità di tenere sotto stretta osservazione i rischi legati al debito delle famiglie in prospettiva macroprudenziale. Essa ha inoltre incoraggiato le banche a migliorare le proprie prassi raccomandando la creazione di un sistema articolato di raccolta delle informazioni creditizie. La velocità con cui le famiglie stanno accumulando debito in Cina desta preoccupazione in quanto ulteriori incrementi potrebbero produrre importanti effetti avversi sulla crescita e sulla stabilità finanziaria¹⁵. Sia il livello, sia il tasso di tali incrementi, infatti, potrebbero comportare rischi per la stabilità finanziaria, data l'assenza di una regolamentazione in materia di fallimenti personali, che ostacola ulteriormente il processo di risoluzione del debito¹⁶. Inoltre, i tassi di interesse nominali sono più elevati in Cina che nelle economie avanzate, il che rende relativamente più costoso il servizio del debito da parte delle famiglie.

¹⁵ Cfr. "People's Republic of China – selected issues", *IMF Staff Country Reports*, n. 19/274, Fondo monetario internazionale, agosto 2019.

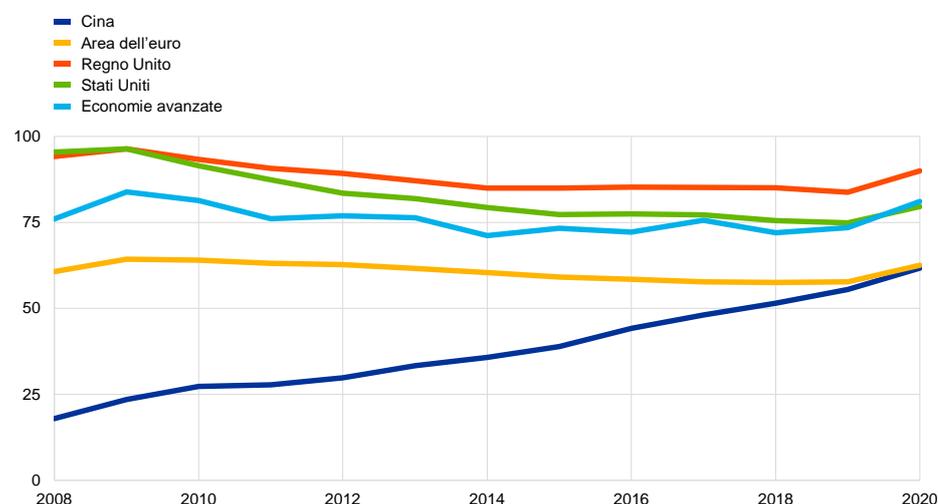
¹⁶ Cfr. Cheung, K-Y., *China Law of the People's Republic of China on Enterprise Bankruptcy*, Baker McKenzie, 2018.

Grafico 10

Indebitamento delle famiglie

Il rapporto tra credito alle famiglie e PIL è cresciuto raggiungendo la media dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: BRI sulla base di dati Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE. L'ultima osservazione si riferisce al 2020.

L'esposizione delle famiglie al settore residenziale e alle altre imprese di costruzione è fonte di preoccupazione.

La leva finanziaria delle famiglie cinesi (il rapporto fra debito e reddito disponibile) è più che triplicata dalla crisi finanziaria mondiale (cfr. il pannello b) del grafico 11). La maggior parte degli immobili residenziali in Cina vengono acquistati in prevendita prima che la loro costruzione sia stata completata¹⁷. In tal modo le famiglie finanziano i costruttori con gli anticipi versati per l'acquisto di abitazioni ancora da realizzare. Le difficoltà finanziarie affrontate recentemente da diverse società di costruzione sollevano interrogativi riguardo al completamento degli immobili per cui sono stati versati gli acconti e alla disponibilità di tali finanziamenti in futuro, mentre la debole dinamica dei prezzi dell'edilizia residenziale potrebbe aver effetti sui bilanci delle famiglie¹⁸.

¹⁷ Cfr. Deng, Y. e Liu, P., "Mortgage Prepayment and Default Behavior with Embedded Forward Contract Risks in China's Housing Market", vol. 28, n. 3, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2009, pagg. 214-240.

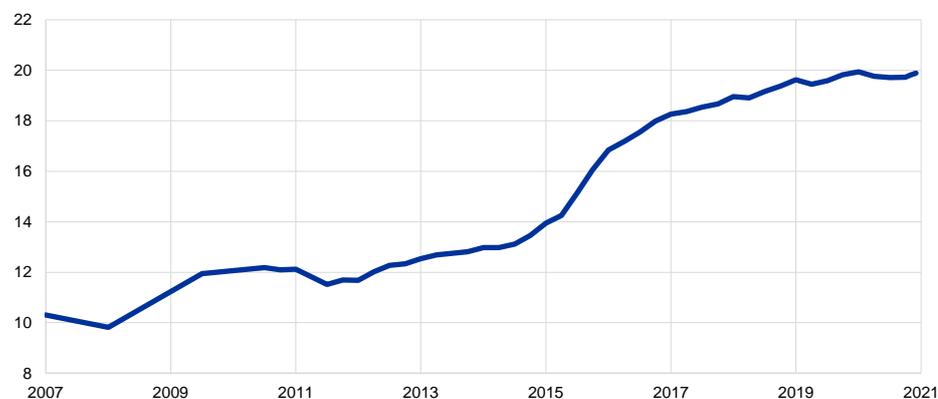
¹⁸ Livelli elevati di risparmio contribuiscono ad attenuare i rischi legati al debito accumulato dalle famiglie. Tuttavia, negli ultimi anni essi sono diminuiti, mentre le condizioni di lavoro costituiscono attualmente un altro fattore sfavorevole.

Grafico 11

Indebitamento delle famiglie

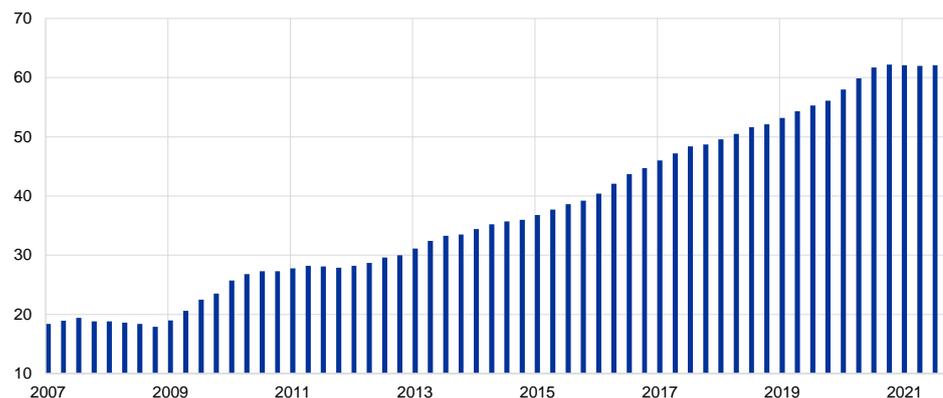
a) Il debito ipotecario è raddoppiato tra il 2007 e il 2021

(in percentuale dei prestiti totali)



b) Il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie è triplicato tra il 2007 e il 2021

(valori percentuali)



Fonte: Banca centrale della Repubblica popolare cinese sulla base di dati CEIC. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2021.

6 Osservazioni conclusive

Il debito societario cinese rimane elevato nel confronto internazionale e rappresenta un rischio per la crescita.

L'elevata leva finanziaria del settore societario ha reso possibili elevati tassi di investimento e di crescita economica. Tuttavia, poiché l'indebitamento cinese ha raggiunto livelli ben superiori a quelli di economie avanzate quali gli Stati Uniti e l'area dell'euro, i rischi finanziari hanno continuato ad accumularsi. Le turbolenze che stanno attualmente interessando il settore immobiliare esemplificano l'impatto che la concretizzazione di questi rischi può avere per l'economia. Le insolvenze dei principali gruppi di costruzione hanno accresciuto i costi di finanziamento nel settore societario rallentando l'attività immobiliare, fattore che a sua volta grava sulla crescita del PIL.

La riduzione della leva finanziaria nel settore societario e la stabilizzazione della crescita del debito delle famiglie restano prioritarie, ma determinerebbero probabilmente effetti sfavorevoli per l'attività economica. La riduzione dei rischi

finanziari in Cina comporta un rallentamento dell'erogazione del credito alle società non finanziarie. Riducendo il tasso di accumulo del debito da parte delle famiglie e monitorando e analizzando i rischi a esso associati, si potrebbe contribuire ad attenuare i rischi per la stabilità finanziaria e promuovere una crescita sostenibile. Trovare un equilibrio tra la riduzione dei rischi per l'economia e il mantenimento di una crescita stabile non sarà semplice. Per conseguire tale duplice obiettivo saranno utili misure macroprudenziali e microprudenziali mirate.

Nel contempo, fonti di finanziamento instabili legate al settore bancario ombra restano soggette a improvvise variazioni nel clima di fiducia degli investitori.

Oltre all'elevata leva finanziaria delle imprese, esistono rischi derivanti dal sistema bancario ombra. Sebbene la crescita delle attività legate al settore finanziario non bancario si sia fermata, lo stock di attività soggette a necessità di finanziamento di breve periodo rimane storicamente elevato. Poiché queste attività continuano a essere soggette a improvvise variazioni del clima di fiducia fra gli investitori, esse comportano dei rischi per il sistema finanziario. Inoltre, la mancanza di trasparenza riguardo alle esposizioni incrociate fra il settore finanziario e quello non finanziario sta generando incertezze che potrebbero accentuare le tensioni sistemiche al concretizzarsi di rischi finanziari. Nel complesso, i rischi finanziari per l'economia cinese restano notevoli ed è essenziale proseguire gli sforzi normativi in atto per ridurli al fine di assicurare una crescita stabile nel medio termine.

2 Una valutazione delle vulnerabilità delle imprese nell'area dell'euro

a cura di Giulio Nicoletti, Ralph Setzer, Mika Tujula e Peter Welz

1 Introduzione

La crisi indotta dal coronavirus (COVID-19) ha costituito uno shock rilevante per il settore delle società non finanziarie (SNF). La pandemia e le connesse misure di contenimento hanno comportato, per le imprese, un forte calo delle vendite. Il rapido ritmo di diminuzione delle entrate e la difficoltà di adeguare i costi in maniera sufficientemente tempestiva hanno determinato un improvviso aumento del fabbisogno di liquidità. Se non affrontato, esso avrebbe potuto facilmente trasformarsi in problemi di solvibilità maggiori e portare a un brusco aumento degli stati di insolvenza e dei fallimenti societari.

La pandemia di COVID-19 ha colpito con particolare intensità il settore dei servizi e le piccole imprese. Nei settori ad alta intensità di contatti sociali vi è un'elevata concentrazione di piccole imprese. Ciò pone ulteriori difficoltà alla valutazione della vulnerabilità dell'economia nell'area dell'euro, poiché informazioni complete sullo stato di salute dei bilanci delle piccole imprese sono di norma disponibili solo con un notevole scarto temporale. Per colmare, almeno in parte, tale lacuna informativa, si sono dimostrati particolarmente utili i dati contenuti nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) nell'area dell'euro¹.

La rapida e vigorosa risposta delle politiche economiche a livello nazionale e dell'UE ha attenuato l'impatto a breve termine della pandemia. Le misure adottate in materia di bilancio, politica monetaria e vigilanza hanno fornito un significativo sostegno alle imprese, scongiurando ingenti perdite societarie e, per le banche, un aumento dei crediti deteriorati. Il sostegno pubblico alle imprese ha contribuito a ridurre i costi (ad esempio attraverso le misure di integrazione salariale) e a sorreggerne la liquidità, mentre la politica monetaria ha concorso ad assicurare condizioni di finanziamento favorevoli e le politiche di vigilanza hanno liberato capitale a disposizione delle banche per l'erogazione di prestiti. L'effetto di tali misure si è anche tradotto nel numero eccezionalmente ridotto di casi di insolvenza societaria registrati nell'ultimo biennio.

A due anni dall'inizio della pandemia, le vulnerabilità di breve periodo del settore societario sembrano essersi in certa misura attenuate nel contesto della ripresa in atto, ma permangono rischi, soprattutto per le imprese più piccole e per i settori più colpiti. Le entrate societarie hanno segnato un recupero dopo la riduzione di alcune delle misure di contenimento più rigorose, determinando così anche un miglioramento della capacità di rimborso del debito. Nel contempo, bilanci più deboli e livelli di indebitamento eterogenei tra imprese comportano rischi per la ripresa. Il più elevato debito lordo delle imprese, in particolare di quelle che

¹ L'indagine è condotta due volte l'anno: una volta dalla BCE per i paesi dell'area dell'euro e una volta in collaborazione con la Commissione europea per tutti gli Stati membri dell'UE e alcuni paesi confinanti. Per l'ultima edizione, cfr. [Survey on the access to finance of enterprises](#).

devono anche far fronte a un aumento del debito netto, potrebbe ostacolare la loro capacità di sostenere la ripresa mediante la maggiore spesa in conto capitale, soprattutto al venir meno del sostegno offerto dalle politiche economiche. I più alti indici di indebitamento rendono le imprese vulnerabili a eventuali variazioni della propensione al rischio, a un aumento dei tassi di interesse reali o a un calo degli utili. L'indebolimento dei bilanci societari rappresenta anche un rischio per le banche, in grado di innescare effetti di retroazione negativi e timori per la stabilità finanziaria attraverso l'aumento dei crediti deteriorati e dei fallimenti societari.

Oltre alla pandemia di COVID-19, il settore societario è anche posto di fronte a sfide strutturali più ampie. La pandemia ha accelerato diverse trasformazioni strutturali già in corso nell'economia dell'area dell'euro. Un elenco parziale delle sfide strutturali comprende le nuove forme di lavoro (incluso quello a distanza), l'utilizzo del commercio elettronico e delle tecnologie digitali, una ridefinizione delle catene globali del valore e la transizione verso un'economia neutrale in termini di emissioni di carbonio. Tali cambiamenti richiedono una profonda modernizzazione dello stock di capitale delle imprese, che, nel confronto con quelle più grandi, potrebbe essere più difficile da attuare per le piccole e medie imprese (PMI) a causa, in parte, delle loro fragilità preesistenti.

Il presente articolo è strutturato come segue. La sezione 2 passa in rassegna gli andamenti recenti, concentrandosi sulle vulnerabilità derivanti dall'indebitamento delle imprese. La sezione 3 esamina le implicazioni per l'insolvenza delle imprese ed è integrata dal riquadro 1, che considera il fenomeno attraverso la lentezza della qualità degli attivi bancari. La sezione 4 descrive le possibili implicazioni per gli investimenti dell'aumento dei livelli di indebitamento delle imprese. Il riquadro 2 analizza alcune caratteristiche strutturali delle PMI dell'area dell'euro nel contesto della pandemia di COVID-19. Nella sezione 5 sono esposte le osservazioni conclusive.

2 Recenti andamenti nel settore delle società non finanziarie

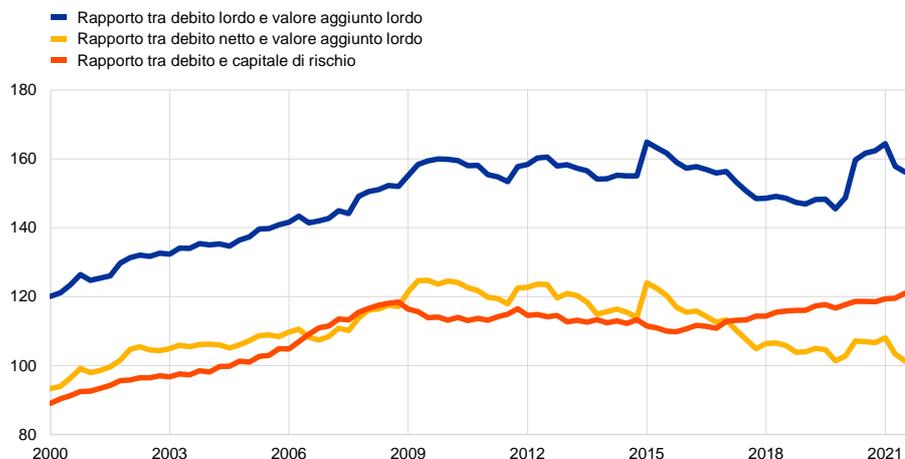
Durante la pandemia l'indebitamento lordo del settore delle SNF dell'area dell'euro è notevolmente aumentato. Tra la fine del 2019 e gli inizi del 2021 il rapporto tra debito lordo e valore aggiunto (indice di indebitamento) delle SNF è aumentato di 18,8 punti percentuali, fino a raggiungere il massimo del 164,4 per cento, dato di appena 0,5 punti percentuali al di sotto del livello record toccato agli inizi del 2015 (cfr. il pannello a) del grafico 1). Tale incremento è riconducibile in misura pressoché identica al maggiore ricorso delle imprese al finanziamento mediante capitale di debito e al marcato calo del valore aggiunto lordo. Alla fine del terzo trimestre del 2021 l'indice di indebitamento era ancora superiore di 10,6 punti percentuali al livello di fine 2019 a causa, quasi integralmente, di un maggiore ricorso al finanziamento mediante debito piuttosto che a un minore valore aggiunto lordo (cfr. il pannello b) del grafico 1). Anche il rapporto debito/capitale di rischio ha registrato un significativo incremento tra il quarto trimestre del 2019 e il terzo trimestre del 2021, in quanto l'aumento del debito è stato solo in parte compensato da maggiori emissioni azionarie.

Grafico 1

Debito e leva finanziaria delle SNF nell'area dell'euro

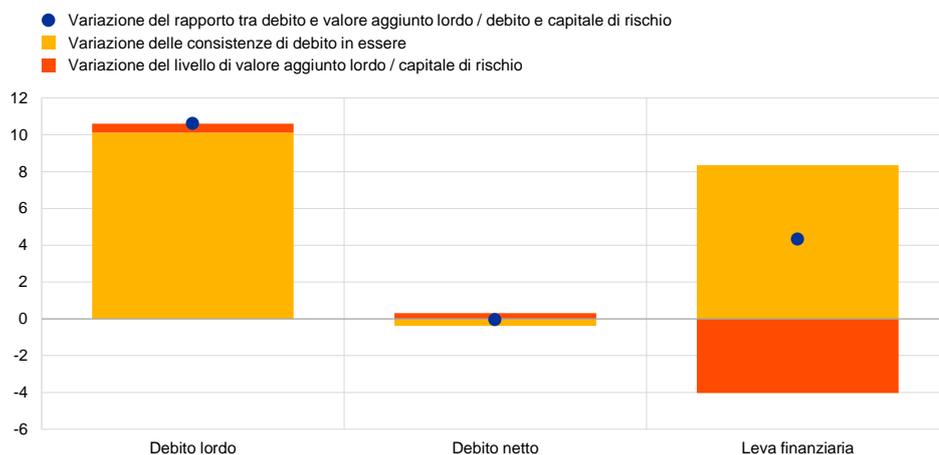
a) Livello del debito consolidato e della leva finanziaria

(valori percentuali)



b) Variazione del debito consolidato e della leva finanziaria tra il quarto trimestre del 2019 e il terzo trimestre del 2021

(punti percentuali, contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE e stime della BCE.

Note: il debito lordo consolidato è definito come la somma dei prestiti totali concessi alle SNF, dei titoli di debito emessi e delle passività pensionistiche al netto dei prestiti infrasettoriali. Il debito netto consolidato è definito come il debito lordo consolidato al netto delle consistenze di banconote, monete e depositi. Il rapporto debito/capitale di rischio è al valore contabile, approssimato dalle consistenze nozionali. Nel pannello b), il punto blu nella prima colonna rappresenta la variazione del rapporto tra debito lordo e valore aggiunto lordo, nella seconda colonna la variazione del rapporto tra debito netto e valore aggiunto lordo e nella terza colonna la variazione del rapporto tra debito e capitale di rischio. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

L'aumento del debito lordo delle SNF è stato accompagnato da un notevole accumulo di attività liquide, soprattutto da parte delle grandi imprese.

Tra il quarto trimestre del 2019 e il terzo trimestre del 2021 i depositi delle SNF sono aumentati di 713 miliardi di euro. Di conseguenza, l'indice di indebitamento netto è aumentato molto meno dell'indebitamento lordo e nel terzo trimestre del 2021 il debito netto si è collocato su un livello di 0,4 punti percentuali inferiore a quello di fine 2019 (cfr. il pannello b) del grafico 1)². Nelle prime fasi della pandemia le imprese hanno collocato in depositi una quota sostanziale degli introiti derivanti dai nuovi prestiti bancari e dall'emissione di titoli di debito, al fine di prefinanziare il fabbisogno di capitale circolante e gli investimenti necessari, nonché di tutelarsi da possibili carenze di liquidità dovute al crollo delle vendite e dei flussi di cassa

² Debito netto consolidato, definito come debito lordo consolidato al netto delle consistenze di banconote, monete e depositi.

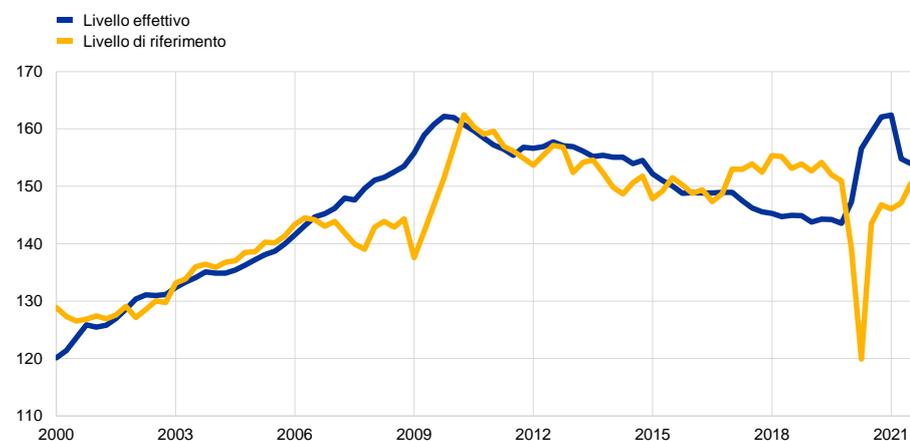
operativi. Più di recente, il miglioramento dei profitti e degli utili non distribuiti ha contribuito all'aumento delle attività liquide detenute. Queste possono agire da fattore di mitigazione dell'elevato debito societario a livello settoriale aggregato³.

L'indebitamento rimane significativamente al di sopra di un livello di riferimento stimato sulla base delle condizioni macrofinanziarie. Dalla metà del 2020 l'indebitamento lordo ha superato di un ampio margine il livello di riferimento stimato (cfr. il grafico 2)⁴. L'indebitamento osservato è aumentato bruscamente dopo la fine del 2019, di riflesso alla marcata crescita dei prestiti nel periodo tra marzo e giugno 2020. Nel contempo l'indebitamento di riferimento è drasticamente diminuito nel secondo trimestre del 2020 rimanendo, da allora, molto al di sotto dell'indebitamento effettivo. Tale fenomeno è riconducibile, innanzitutto, al crollo dell'attività economica e, poi, alla sua protratta debolezza, che, sulla base dei dati storici, sarebbe stata di norma accompagnata da un minore indebitamento. Tra la fine del 2006 e gli inizi del 2010 anche l'indebitamento osservato ha superato in misura considerevole il livello di riferimento. Questa fase è stata caratterizzata da una forte crescita del credito nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale del 2008 e da un crollo dell'attività economica dopo l'inizio della crisi, cui ha fatto seguito un lungo processo di riduzione della leva finanziaria. Il divario dovrebbe ridursi e riassorbirsi nei prossimi trimestri, via via che l'eccesso di debito e le attività liquide detenute limiteranno la domanda di finanziamento mediante ricorso al debito e l'economia procederà nel percorso di ripresa.

Grafico 2

Debito lordo consolidato delle SNF e suo livello di riferimento stimato nell'area dell'euro

(percentuali del valore aggiunto lordo delle SNF, consistenze nozionali)



Fonti: Eurostat, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il debito lordo consolidato è la somma dei prestiti totali concessi alle SNF, dei titoli di debito emessi e delle passività pensionistiche al netto dei prestiti infrasettoriali (tutte consistenze nozionali). I livelli di riferimento sono stime basate su un modello a correzione di errore che mette in relazione il debito lordo consolidato delle SNF con il loro prodotto, il costo relativo del finanziamento mediante ricorso al debito e il differenziale a termine (ossia la differenza tra il rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e il tasso del mercato monetario a tre mesi dell'area). Il costo relativo del finanziamento mediante ricorso al debito è definito come il costo composto del debito meno il costo del finanziamento azionario. Il periodo di stima è compreso tra il primo trimestre del 1999 e il quarto trimestre del 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

³ Cfr. il riquadro *Lo stato di salute delle società non finanziarie durante la pandemia* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

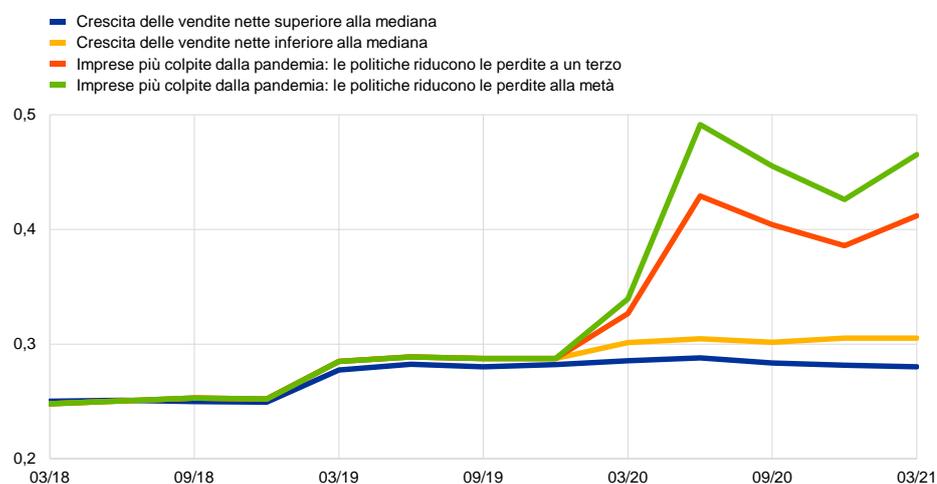
⁴ Un modello a correzione di errore mette in relazione il livello di lungo periodo del debito lordo con il prodotto, il costo relativo del finanziamento mediante ricorso al debito e il differenziale a termine. Sulla base di questi fondamentali, consente di ricavare un livello di riferimento variabile nel tempo, coerente con le regolarità storiche.

La distribuzione disomogenea del debito riflette le vulnerabilità tra le PMI e le microimprese, soprattutto nei settori più colpiti dalla pandemia. Il debito lordo è aumentato in misura diversa tra le imprese, a seconda della loro esposizione alla pandemia di COVID-19 e delle relative misure di chiusura (lockdown). Tra le società quotate, quelle con vendite inferiori alla mediana nel 2020 hanno accresciuto il proprio debito di circa 3 punti percentuali in più rispetto alle imprese con vendite superiori alla mediana (cfr. il grafico 3). Sebbene non siano disponibili i dati relativi alle società non quotate, le stime basate sul fatturato settoriale suggeriscono che per un'impresa media nei settori più colpiti (ad esempio, quello dei servizi di alloggio), l'aumento della leva finanziaria potrebbe essere prossimo a 10 punti percentuali, anche dopo aver considerato uno scenario in cui solo un terzo delle perdite societarie è coperto da debito aggiuntivo (cfr. la linea rossa nel grafico 3), mentre il resto è compensato dalle politiche di sostegno pubblico.

Grafico 3

Rapporto tra debito e attività in imprese con diversi risultati delle vendite nel 2020

(in percentuale delle attività totali)



Fonti: Refinitiv ed estrapolazioni basate su dati Eurostat.

Note: l'esercizio sottostante il grafico documenta la relazione tra il calo delle vendite e l'aumento del debito. Le linee blu e gialle mettono a confronto la dinamica del debito delle società quotate con la crescita delle vendite nette al di sopra o al di sotto della mediana del 2020. Le linee rosse e verdi ("Imprese maggiormente colpite dalla crisi") estrapolano la dinamica del debito per le imprese dei settori più colpiti dell'area dell'euro (ad esempio, i servizi di alloggio), per i quali non sono ancora disponibili dati quantitativi. La previsione si basa su un modello panel in cui il fatturato (che entra nel modello come termine lineare e quadratico) spiega l'aumento del rapporto debito/attività, dopo aver tenuto conto degli effetti relativi alle singole imprese. Il modello è stimato per il periodo successivo alla pandemia e utilizzato per estrapolare il rapporto debito/attività non osservato utilizzando il dato Eurostat relativo al fatturato osservato. Per "le politiche riducono le perdite a un terzo" (linea rossa) si ipotizza che le politiche di sostegno pubblico (ad esempio, i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro) coprano due terzi dei costi, mentre per "le politiche riducono le perdite alla metà" (linea verde) si ipotizza che sia coperta solo la metà dei costi. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2021.

Vi sono inoltre significative differenze tra i vari paesi in termini di indebitamento delle imprese. Nel terzo trimestre del 2021 il rapporto tra debito lordo e valore aggiunto delle SNF è stato prossimo al 200 per cento in Francia, a fronte di circa il 120 per cento in Germania (cfr. il pannello a) del grafico 4). In Francia l'indice di indebitamento lordo è costantemente aumentato dalla fine del 2007, dal momento che le imprese hanno finanziato la spesa in conto capitale e le fusioni e acquisizioni principalmente mediante strumenti di debito. Nel confronto con le altre grandi economie dell'area dell'euro, in Germania l'indebitamento rimane significativamente inferiore, in quanto prima della pandemia le imprese avevano finanziato la propria espansione soprattutto con fondi interni. Al tempo stesso, l'aumento dell'indice di indebitamento dalla fine del 2019 è stato più pronunciato in Spagna, dove, come in Italia, è stata riassorbita un'ampia quota della riduzione osservata tra il 2012 e il 2019 (cfr. il pannello b) del grafico 4). Il debito netto è

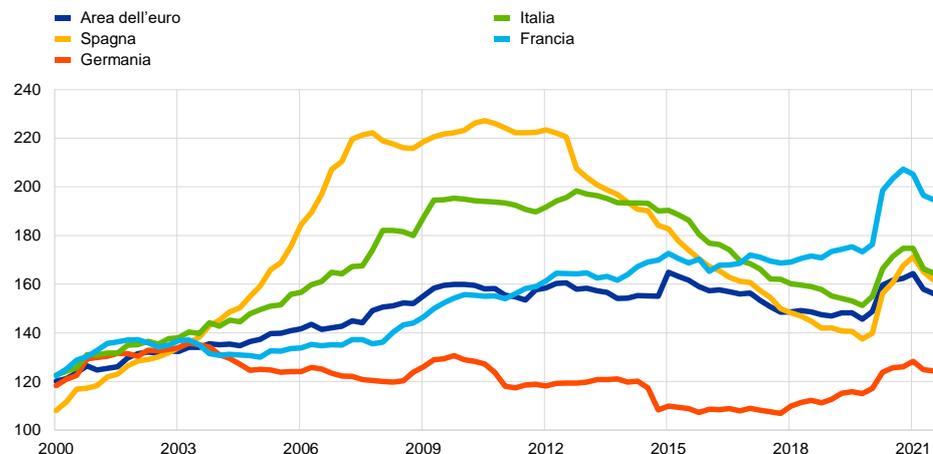
diminuito in misura particolarmente ampia in Italia, mentre è aumentato in Germania, Francia e Spagna (cfr. il pannello c) del grafico 4). La diversa entità dell'aumento del debito osservata nei vari paesi durante la pandemia è in larga misura riconducibile a: a) differenze nella gravità della crisi legata al COVID-19 e nella conseguente durata e portata delle misure di chiusura, b) differenze nell'utilizzo di prestiti bancari assistiti da garanzie pubbliche, e c) differenze nelle strutture economiche e finanziarie.

Grafico 4

Debito delle SNF nell'area dell'euro

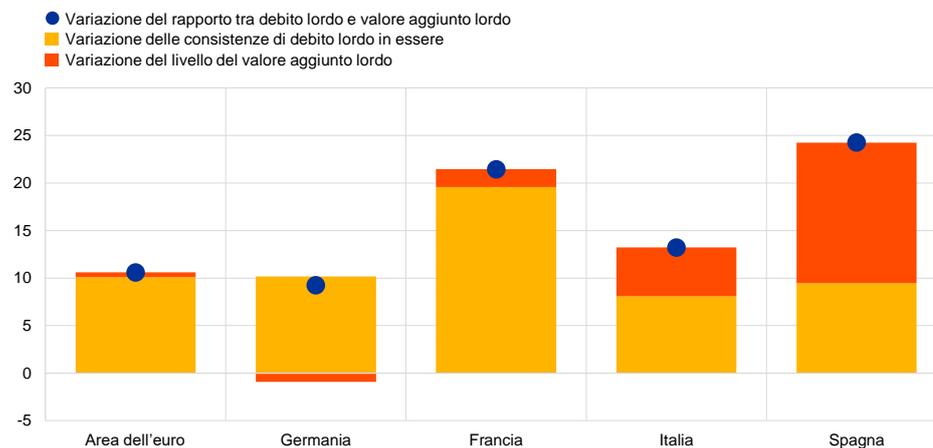
a) Livello del debito lordo consolidato

(percentuali del valore aggiunto lordo delle SNF)



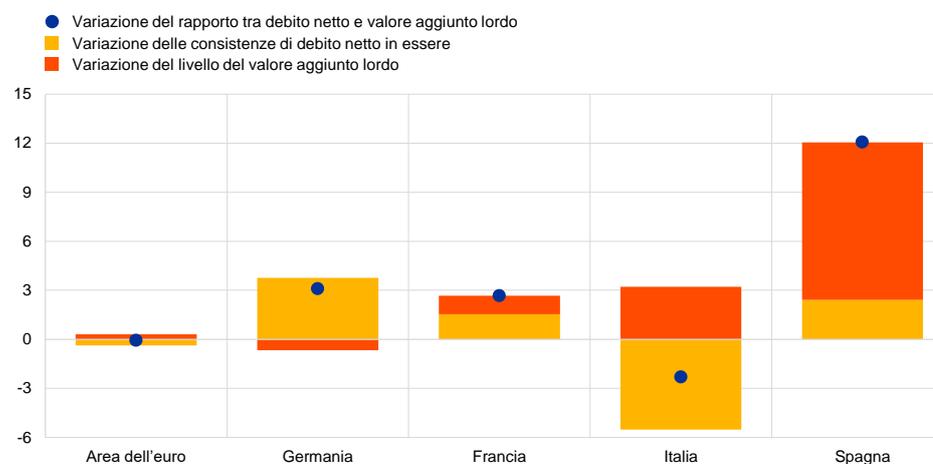
b) Variazione del debito lordo consolidato tra il quarto trimestre del 2019 e il terzo trimestre del 2021

(punti percentuali, contributi in punti percentuali)



c) Variazione del debito netto consolidato tra il quarto trimestre del 2019 e il terzo trimestre del 2021

(punti percentuali, contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE e stime della BCE.

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

Nonostante l'aumento dell'indebitamento lordo, l'onere per il servizio del debito ha continuato a ridursi, fino a raggiungere nuovi minimi storici.

Nei grandi paesi dell'area dell'euro la spesa lorda per interessi sostenuta dalle imprese è diminuita tra l'1,8 e il 9,1 per cento dalla fine del 2019, nonostante l'aumento del livello del debito. Questo calo riflette le favorevoli condizioni di finanziamento promosse dai provvedimenti di risposta alla crisi, che hanno attenuato i timori per la sostenibilità del debito societario e sorretto la ripresa. Tuttavia, i costi per il servizio del debito in percentuale degli utili continuano a mostrare significative differenze nei vari paesi (cfr. il pannello a) del grafico 5). Ciò, essenzialmente, riflette i loro diversi livelli di debito lordo e le differenti composizioni settoriali, le quali incidono sul rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto (cfr. il pannello b) del grafico 5)⁵.

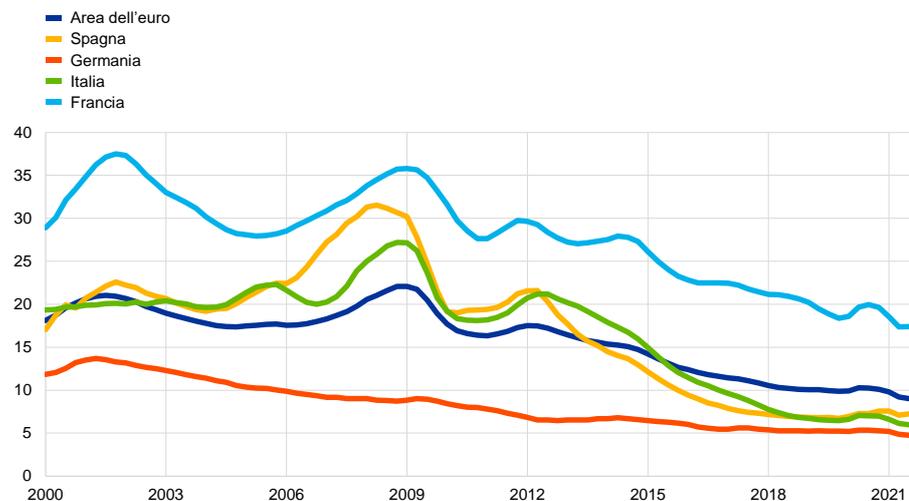
⁵ Per le diverse classificazioni delle "quasi-società" nei vari paesi, cfr. Lequiller, F. e Blades, D., *Understanding National Accounts: Second Edition*, OECD Publishing, 2014.

Grafico 5

Spesa per interessi e margini di profitto delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

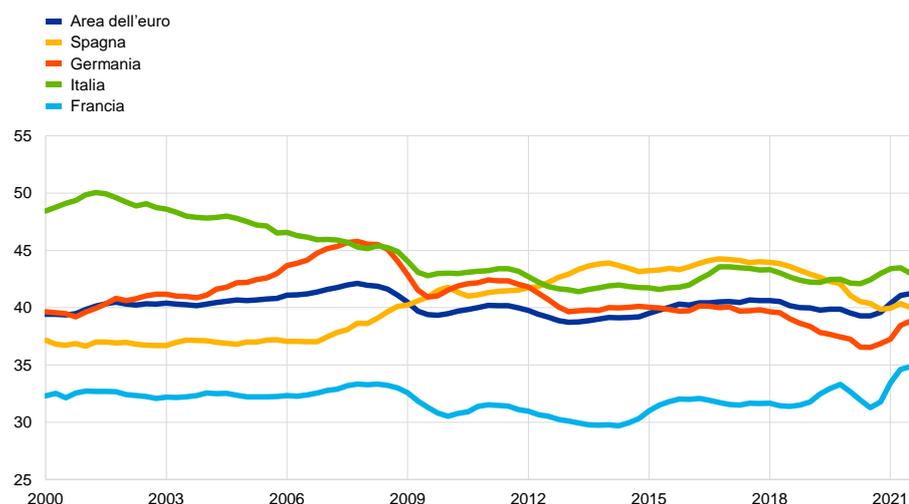
a) Spesa lorda per interessi

(somme mobili di quattro trimestri in percentuale del margine operativo lordo)



b) Margini lordi

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la spesa lorda per interessi è calcolata al lordo dei servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati. I margini lordi sono calcolati dividendo il margine operativo lordo per il valore aggiunto lordo. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

Le misure statali e sovranazionali di sostegno hanno contribuito a ridurre considerevolmente i rischi di liquidità delle imprese⁶.

In primo luogo, i governi hanno fornito garanzie sui prestiti e supporto diretto alla liquidità delle imprese, mentre i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro hanno contenuto la spesa per le retribuzioni. In secondo luogo, la posizione di liquidità delle imprese è stata anche sorretta dal differimento dei contributi previdenziali e delle imposte. In termini aggregati, attraverso queste misure dirette e indirette di sostegno pubblico le società hanno ricevuto circa 550 miliardi di euro (cfr. il grafico 6). In assenza di tali misure, nel 2020 il risparmio societario al netto del deprezzamento del capitale sarebbe stato fortemente negativo. In terzo luogo, le misure temporanee di vigilanza

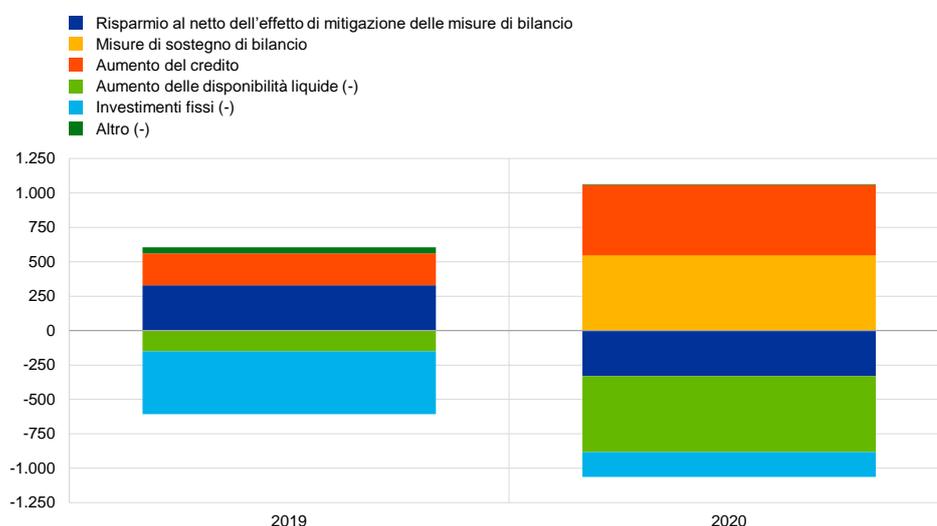
⁶ Per un elenco completo degli interventi a livello dell'UE a sostegno dell'occupazione e dell'economia dopo la pandemia, cfr. "Occupazione ed economia durante la pandemia di coronavirus", Commissione europea.

rivolte alle banche hanno consentito loro di offrire moratorie sui pagamenti dei prestiti. In quarto luogo, la BCE ha fornito sostegno attraverso le sue misure di politica monetaria. Le imprese, inoltre, hanno notevolmente ridotto la spesa per investimenti rispetto al 2019. Nel 2020 il flusso totale netto dei prestiti è stato superiore di circa 280 miliardi di euro rispetto al 2019, sostenuto in larga misura dalla terza serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), dal programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP)⁷, dalle garanzie pubbliche sui prestiti e dalle misure di vigilanza⁸. Complessivamente, nel 2020 le disponibilità liquide delle SNF sono aumentate di circa 400 miliardi di euro in più rispetto all'anno precedente, sebbene l'incremento sia stato per lo più concentrato nelle grandi imprese. Nel 2021, inoltre, le imprese hanno ricevuto dai governi ingenti quantità di risorse aggiuntive (circa 325 miliardi di euro), che hanno ulteriormente limitato la riduzione dei risparmi.

Grafico 6

SNF dell'area dell'euro: fonti e utilizzi dei fondi, comprese le misure di sostegno di bilancio

(miliardi di euro)



Fonti: Eurostat, BCE e stime della BCE.

Note: il "sostegno di bilancio" è definito come la somma dei risparmi sulla spesa sostenuta dalle imprese per le retribuzioni riconducibili alle misure di integrazione salariale, all'effetto delle moratorie sui pagamenti degli interessi sui prestiti e sui canoni di locazione, ai differimenti delle imposte e alle sovvenzioni dirette alle aziende. Per "risparmio" si intende il risparmio lordo meno il consumo di capitale. La voce "credito" comprende i prestiti bancari e l'emissione netta di titoli di debito, mentre le "disponibilità liquide" includono contante e depositi. Per "investimenti fissi" si intendono gli investimenti fissi lordi, più la variazione delle scorte, meno il consumo di capitale. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2020.

La migliorata capacità di servizio del debito e i bassi rischi di finanziamento/rifinanziamento sostengono il livello attualmente moderato delle vulnerabilità delle imprese. Le vulnerabilità delle SNF, misurate dall'indice composito di vulnerabilità della BCE basato su dati aggregati, sono bruscamente aumentate a seguito dell'insorgere della pandemia di COVID-19, superando ampiamente i livelli osservati all'indomani della crisi finanziaria mondiale (cfr. il

⁷ Nell'ambito del PEPP e del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), la BCE acquista obbligazioni societarie e carta commerciale del settore delle SNF nei mercati sia primario sia secondario.

⁸ Per le misure microprudenziali a livello di singole banche, cfr. il [sito Internet della vigilanza bancaria della BCE](#); per le misure macroprudenziali, cfr. l'approfondimento "Financial stability considerations arising from the interaction of coronavirus-related policy measures", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

pannello a) del grafico 7)⁹. L'incremento è stato principalmente determinato da un calo dell'attività e della redditività e da un'espansione della leva finanziaria. Tuttavia, l'indice di vulnerabilità delle imprese è in calo dalla metà del 2020 e ha raggiunto il minimo storico nel secondo trimestre del 2021. Ciò ha riflesso l'aumento dell'indice di copertura degli interessi e l'incremento dei risparmi, il costo molto basso del finanziamento mediante ricorso al debito, il livello storicamente elevato delle disponibilità liquide e il passaggio dal finanziamento con debito a breve termine verso strumenti con scadenze più lunghe. Anche la leva finanziaria ha lievemente contribuito al calo dell'indice di vulnerabilità nel terzo trimestre del 2021, a causa del calo degli indici di indebitamento lordo e netto in seguito al protratto miglioramento dell'economia e all'ingente accumulo di disponibilità liquide al culmine della pandemia. Tuttavia, il rapporto di indebitamento lordo e il rapporto tra debito lordo e capitale di rischio permangono su livelli elevati e significativamente superiori a quelli di fine 2019, accrescendo la sensibilità delle imprese agli shock negativi. Un esercizio controfattuale mostra che in assenza degli interventi combinati delle politiche economiche, l'indice di vulnerabilità avrebbe raggiunto un valore considerevolmente più elevato a metà del 2020 e sarebbe rimasto molto al di sopra del suo livello attuale (cfr. il pannello b) del grafico 7)¹⁰.

⁹ La misura composita è basata su un'ampia serie di indicatori lungo cinque dimensioni differenti: capacità di servizio del debito (misurata in termini di indice di copertura degli interessi, risparmio societario e generazione di fatturato); leva finanziaria (rapporto tra debito e capitale di rischio, rapporto tra debito netto e utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti, rapporto tra debito lordo e reddito); attività (crescita delle vendite, creditori commerciali su fatturato e variazione del tasso di rotazione dei crediti commerciali); redditività (rendimento delle attività, margine di profitto e rapporto tra valore di mercato e valore contabile); e finanziamento/rifinanziamento (rapporto tra debito a breve e a lungo termine, indice di liquidità immediata (quick ratio), costo complessivo del finanziamento con debito e impulso al credito). Per maggiori dettagli sulla costruzione dell'indice, cfr. il riquadro "[Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#)", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

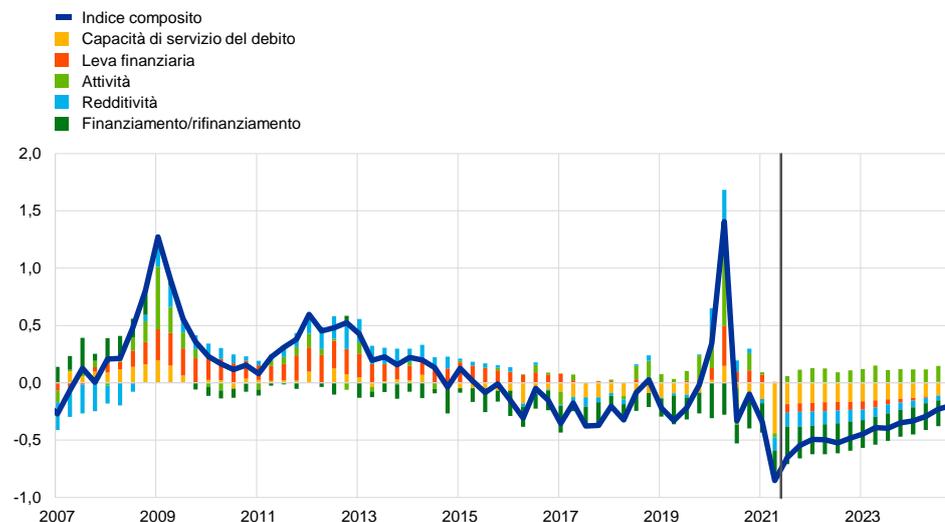
¹⁰ In assenza della riduzione degli oneri offerta dalle misure pubbliche, per compensare le minori entrate le SNF avrebbero incrementato il finanziamento mediante ricorso al debito di 550 miliardi di euro nel 2020 e di 325 miliardi nel 2021. Nell'indice di vulnerabilità delle imprese ciò si sarebbe tradotto in un aumento della leva finanziaria e della spesa lorda per interessi, riducendo al tempo stesso i fondi generati internamente. La simulazione ipotizza che, in assenza delle misure aggiuntive di politica monetaria e di vigilanza, nonché delle garanzie pubbliche sui prestiti, il tasso di interesse effettivo sul debito in essere delle imprese e la quota di debito a lungo termine sul totale del debito sarebbero rimasti intorno ai livelli osservati alla fine del 2019.

Grafico 7

Vulnerabilità delle imprese per le SNF dell'area dell'euro

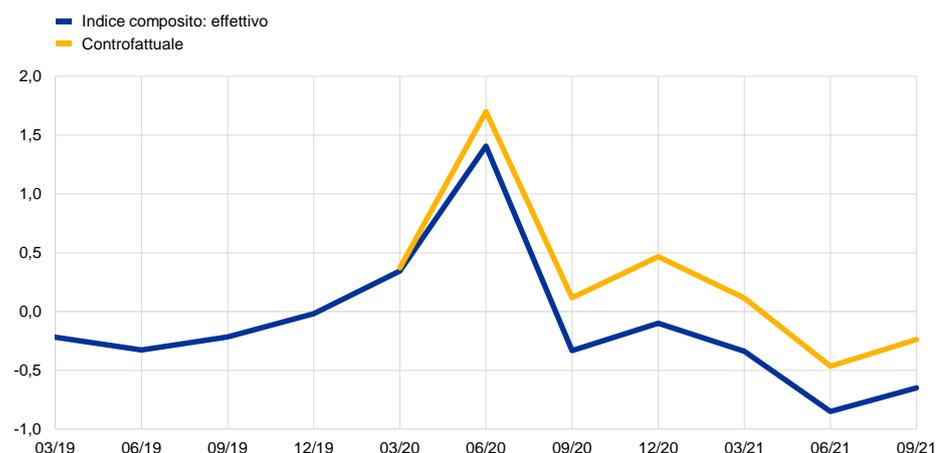
a) Indice composito e sue componenti

(punteggi Z)



b) Indice composito e scenario controfattuale

(punteggi Z)



Fonti: Eurostat, BCE, Merrill Lynch, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: valori positivi indicano una maggiore vulnerabilità, valori negativi indicano una minore vulnerabilità. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021. Stime degli esperti della BCE per il periodo tra il terzo trimestre del 2021 e il quarto trimestre del 2024.

3 Stato di salute dei bilanci societari e rischio di insolvenza

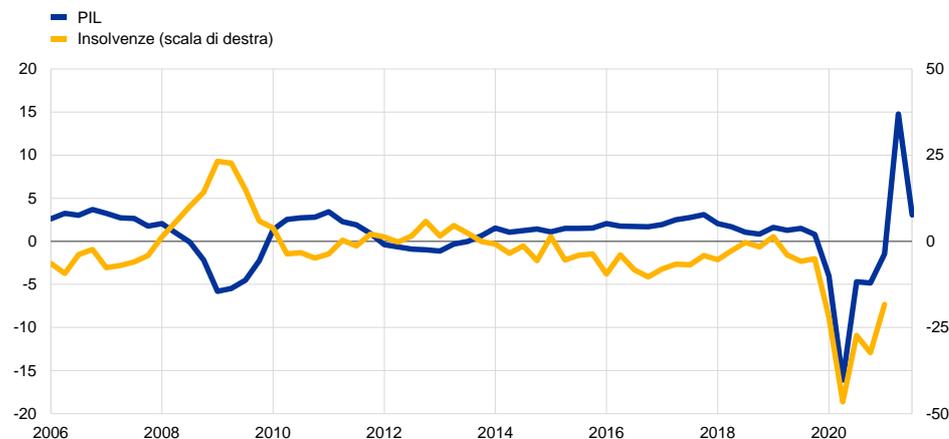
In prospettiva storica le procedure di insolvenza delle società durante la pandemia di COVID-19 si sono rivelate poco numerose. In passato, le insolvenze hanno mostrato la tendenza a essere anticicliche e a seguire con ritardo la crescita del PIL in termini reali (cfr. il pannello a) del grafico 8). Nel 2020 questo nesso tra crescita economica e procedure di insolvenza si è spezzato. Un importante motivo è stato rappresentato dalle misure adottate per attenuare gli effetti economici negativi della crisi pandemica. Per effetto di tali interventi le insolvenze non sono aumentate insieme al crollo dell'attività economica. Sono invece diminuite di circa un terzo nel 2020 e rimaste su livelli contenuti nel corso del 2021.

Grafico 8

Attività economica e insolvenze societarie

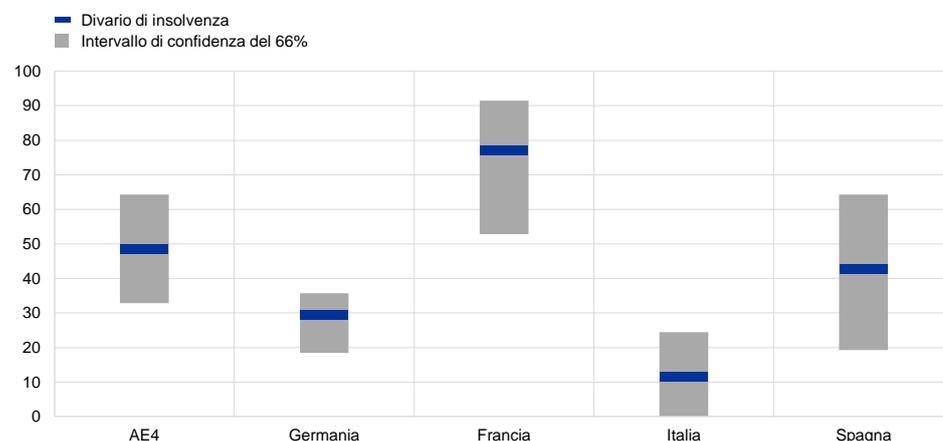
a) PIL in termini reali e insolvenze

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Divari stimati di insolvenza

(valori percentuali)



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

Note: pannello a): le ultime rilevazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021 per il PIL e al secondo trimestre del 2021 per le insolvenze. Pannello b): dati annuali, destagionalizzati. Previsioni di insolvenza basate su modelli di autoregressione vettoriale bayesiani a livello di paese, stimati fino al 2019 e simulati per il 2020, condizionati all'andamento osservato del PIL e della disoccupazione. I divari sono calcolati come distanza percentuale tra il numero previsto di insolvenze e le insolvenze osservate su base annua. Per "AE4" si intendono i quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia e Spagna).

Vi sono divari considerevoli tra il numero previsto e quello osservato di insolvenze nell'area dell'euro.

Le insolvenze vengono previste utilizzando modelli a livello di paese che riflettono la relazione storica tra PIL in termini reali, disoccupazione e casi di insolvenza. Nel 2020 il numero previsto di insolvenze per i quattro maggiori paesi dell'area dell'euro ha superato di circa il 50 per cento i casi osservati (cfr. il pannello b) del grafico 8). Oltre al sostegno offerto dalle politiche economiche, tali ampi divari potrebbero anche riflettere la chiusura di imprese senza l'avvio di procedure di insolvenza, specie per le PMI di dimensioni molto ridotte e per gli imprenditori individuali. Nel complesso, gli ampi divari stimati di insolvenza, insieme al fatto che l'aumento del debito è più probabile per le imprese più piccole, suggeriscono che i casi di insolvenza potrebbero ancora aumentare, in particolare tra le imprese di dimensioni più ridotte nei settori più colpiti dalla pandemia¹¹.

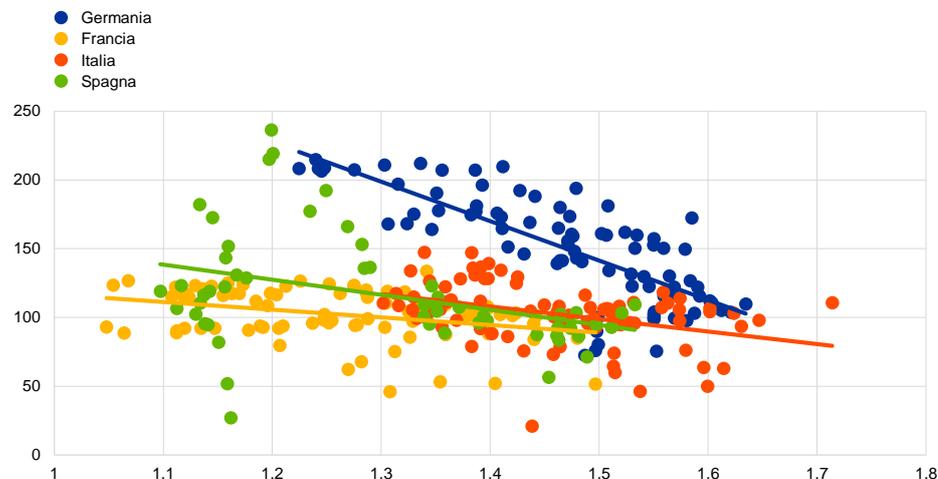
¹¹ Cfr., ad esempio, Cros, M., Epaulard, A. e Martin, P., "Will Schumpeter Catch Covid-19?", *CEPR Discussion Papers*, n. 15834, Centre for Economic Policy Research, 2021.

Grafico 9

Stato di salute dei bilanci e insolvenze societarie

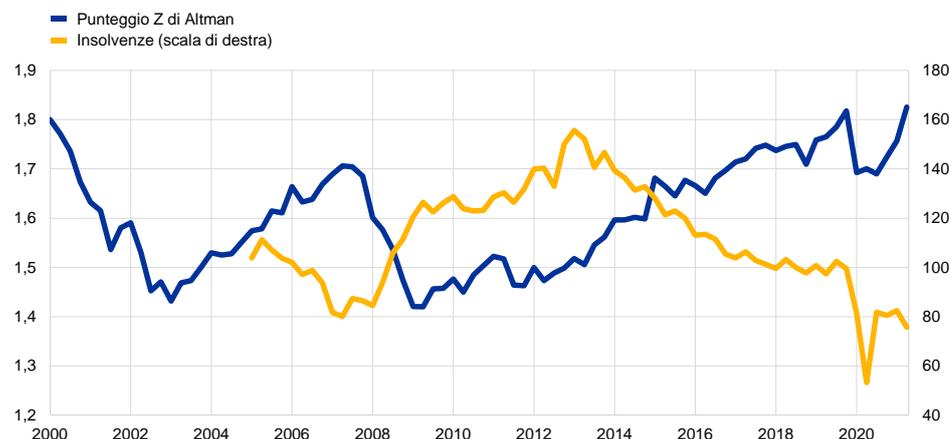
a) Insolvenze e punteggio Z di Altman

(asse delle ascisse: punteggio; asse delle ordinate: indice: 2019 = 100)



b) Insolvenze e punteggio Z di Altman nel tempo

(scala di sinistra: punteggio; scala di destra: indice: 2019 = 100)



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

Note: pannello a): i punti indicano le osservazioni trimestrali a livello di paese tra il primo trimestre del 2005 e il secondo trimestre del 2021. Il punteggio di Altman è calcolato come $0,717 \times \text{capitale circolante/attività totali} + 0,847 \times \text{utili non distribuiti/attività totali} + 3,107 \times \text{EBIT/attività totali} + 0,420 \times \text{patrimonio netto/debito} + 0,998 \times \text{vendite/attività totali}$, dove EBIT sta per utili al lordo di interessi e imposte (earnings before interest and taxes). Un punteggio di Altman più elevato corrisponde a una struttura di bilancio più sana. Pannello b): l'indice di insolvenza è calcolato come media dei quattro paesi (Germania, Francia, Italia e Spagna). L'ultima osservazione relativa alle insolvenze e al punteggio di Altman si riferisce al secondo trimestre del 2021.

A livello aggregato, i bilanci delle imprese indicano rischi di insolvenza limitati.

Il punteggio Z di Altman¹² fornisce un indicatore per la valutazione dello stato di salute dei bilanci e del rischio di insolvenza delle imprese. Pur essendo stato concepito per valutare il rischio di insolvenza di una singola impresa, tale indicatore può altresì essere calcolato per il settore delle SNF nel suo complesso, in quanto la disponibilità di dati tempestivi è migliore a livello aggregato che per le singole società non quotate. Al livello dei singoli paesi, l'indice mostra una relazione negativa con le insolvenze (cfr. il pannello a) del grafico 9). Dopo un brusco deterioramento nel 2020 dovuto alla pandemia, il punteggio Z ha registrato un parziale recupero nel 2021, di riflesso al miglioramento dei bilanci societari.

¹² Cfr. Altman, E.I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance*, vol. 23, n. 4, settembre 1968, pagg. 589-609. Per dettagli sul calcolo, cfr. le note al pannello a) del grafico 9.

Nonostante il recente calo generale delle insolvenze, si osservano andamenti eterogenei nei vari paesi. Permangono differenze nelle normative nazionali in materia fallimentare e nella cultura dell'utilizzo delle procedure di insolvenza nella chiusura di un'impresa. Altre modalità di gestione dei problemi di solvibilità includono, ad esempio, la chiusura volontaria e le procedure stragiudiziali. Tali differenze incidono anche sul nesso tra le insolvenze a livello di impresa e gli andamenti macroeconomici¹³. Sebbene tutti i paesi dell'area dell'euro abbiano previsto deroghe temporanee alle norme esistenti in materia di insolvenza, vi sono state notevoli differenze in relazione alla loro entità e alla fase in cui sono state introdotte. Le differenze nazionali, strutturali o temporanee, si riflettono nei diversi tassi di insolvenza nei vari paesi (cfr. il pannello a) del grafico 10), nei differenti divari stimati di insolvenza (cfr. il pannello b) del grafico 8) e nella variabilità delle relazioni lineari tra i punteggi di Altman e il numero dei casi di insolvenza.

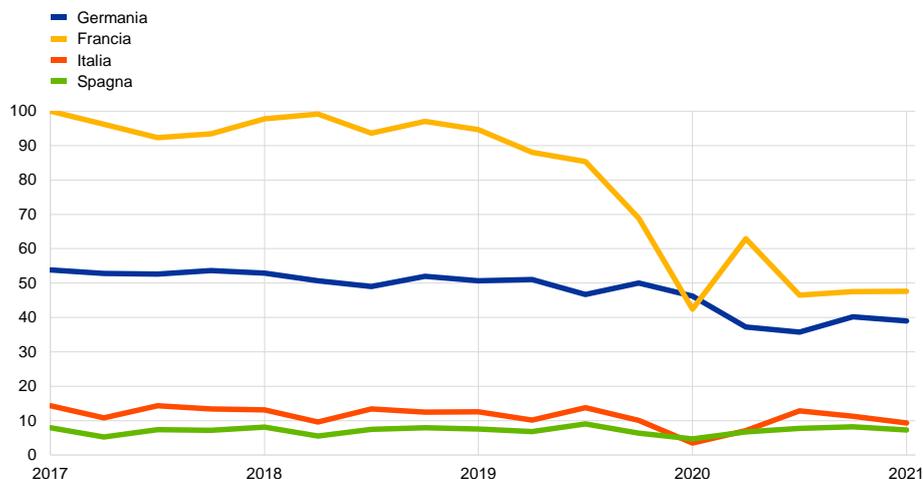
¹³ Cfr., ad esempio, *Corporate insolvencies in Europe 2020*, Creditreform, 2021.

Grafico 10

Tassi di insolvenza e recupero dei prestiti erogati alle PMI nei vari paesi

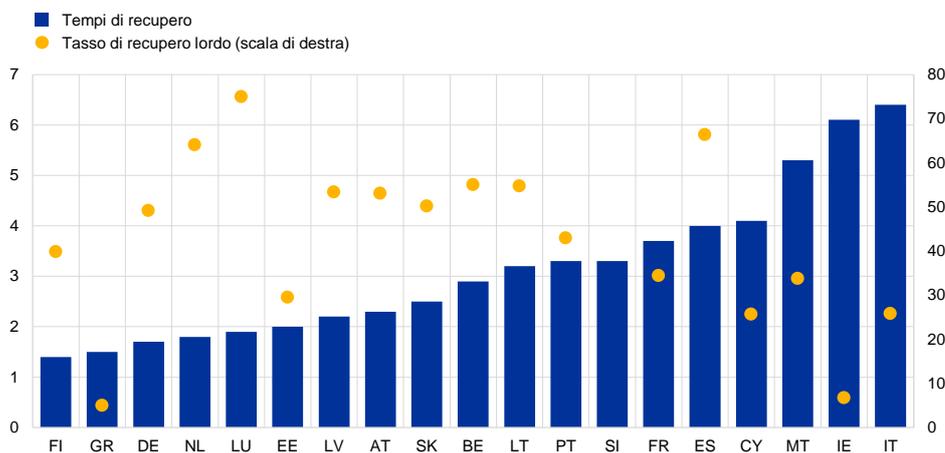
a) Tassi di insolvenza nei vari paesi

(insolvenze ogni 10.000 imprese)



b) Tempi ed effetto del recupero dei prestiti alle PMI

(scala di sinistra: anni; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: Haver Analytics, Cerved, Eurostat, Autorità bancaria europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello b): i dati sono stati raccolti per il periodo 2015-2018, si riferiscono alle procedure formali di insolvenza avviate dai creditori in relazione ai prestiti alle PMI e non tengono conto degli accordi stragiudiziali. La comparabilità tra paesi può essere limitata dalle differenti prassi bancarie. Il tasso di recupero lordo è definito come la percentuale del credito bancario al lordo del costo di recupero. I dati sui tassi di recupero relativi alla Slovenia non sono disponibili.

Nei vari paesi dell'area dell'euro, inoltre, vi sono notevoli differenze nel funzionamento dei regimi di insolvenza. Ad esempio, il recente esercizio di analisi comparativa dell'Autorità bancaria europea in materia di insolvenza ha rilevato che il valore e i tempi di recupero dei crediti variano considerevolmente tra i paesi dell'area dell'euro¹⁴. Per quest'ultima, il tempo necessario al recupero del valore di un prestito concesso a una PMI in difficoltà si aggira, in media, sui quattro anni e i creditori recuperano solo il 40 per cento circa dell'importo erogato (cfr. il pannello b) del grafico 10). Parametri sfavorevoli delle procedure di insolvenza potrebbero costituire un incentivo alla ricerca di modalità alternative di ristrutturazione o chiusura di un'impresa.

¹⁴ Cfr. *Report on the benchmarking of national loan enforcement frameworks*, EBA/REP/2020/29, Autorità bancaria europea, 2020.

L'eventualità che, in avvenire, aumentino insolvenze e chiusure di imprese dipende anche dal grado di vulnerabilità di queste ultime agli shock economici futuri. Le vulnerabilità societarie valutate attraverso la lente della qualità degli attivi bancari suggeriscono che durante la pandemia si è potuto osservare un certo deterioramento (cfr. il riquadro 1), come mostrato anche dall'indice di vulnerabilità illustrato nel grafico 7 e dal punteggio di Altman riportato nel pannello b) del grafico 9. Secondo le proiezioni l'indice di vulnerabilità rimarrà significativamente al di sotto del suo livello storico medio almeno fino alla fine del 2024, indicando un livello limitato di vulnerabilità delle imprese. Tale risultato è tuttavia subordinato a un ulteriore rafforzamento dell'attività economica e a condizioni di finanziamento favorevoli, che manterrebbero il costo del servizio del debito su livelli contenuti.

Riquadro 1

La qualità degli attivi bancari durante la pandemia di COVID-19 e le preesistenti vulnerabilità delle imprese

a cura di Maciej Grodzicki e Martina Spaggiari

Un'analisi del deterioramento della qualità dei prestiti alle imprese mostra che le preesistenti vulnerabilità dei prenditori, quali l'elevata leva finanziaria, le basse riserve di liquidità e la bassa redditività, sono spesso associate a un aumento del rischio di credito, che nel 2020 si è riflesso nella riclassificazione delle esposizioni allo stadio 2 previsto dal principio IFRS 9 (rischio di credito elevato).

Nel primo anno della pandemia di COVID-19 le banche dell'area dell'euro hanno riscontrato nei propri bilanci un aumento significativo del rischio di credito delle imprese. Le banche hanno riclassificato l'11,3 per cento dei portafogli dei prestiti alle imprese in bonis nello stadio 1, portandoli allo stadio 2 (prestiti con un aumento significativo del rischio di credito ma ancora in bonis)¹⁵. La frequenza delle riclassificazioni è quasi raddoppiata rispetto al 2019 ed è stata determinata principalmente dai settori economici più colpiti dalle misure di chiusura (lockdown). Tuttavia, solo una piccola quota di prestiti è stata riclassificata nello stadio 3 (crediti con rettifiche di valore). Il presente riquadro esamina il ruolo svolto dalle preesistenti vulnerabilità delle imprese, dagli shock settoriali, dai fattori a livello di banca e dalle politiche di sostegno nella riclassificazione dei prestiti nel 2020.

Le preesistenti vulnerabilità delle imprese, quali un forte peso del debito, una scarsa liquidità e una bassa redditività, sono associate ad aumenti significativi del rischio di credito (cfr. il grafico A). Combinando i dati a livello di impresa con i dati a livello di prestito di AnaCredit (la base dati sul credito dell'area dell'euro) emerge che i prestiti delle imprese entrate nella crisi con un grado di leva finanziaria più elevato e con attività liquide inferiori hanno avuto maggiore probabilità, rispetto a quelli delle altre imprese, di essere riclassificati negli stadi 2 e 3. Inoltre, le imprese i cui prestiti sono passati allo stadio 2 in genere erano meno redditizie di quelle con prestiti rimasti allo stadio 1, mentre la maggior parte delle società che hanno registrato perdite è passata direttamente allo stadio 3. La distribuzione degli indici finanziari delle imprese in queste tre categorie suggerisce, pertanto, che le vulnerabilità preesistenti hanno svolto un ruolo importante nelle decisioni adottate dalle banche in merito alla riclassificazione.

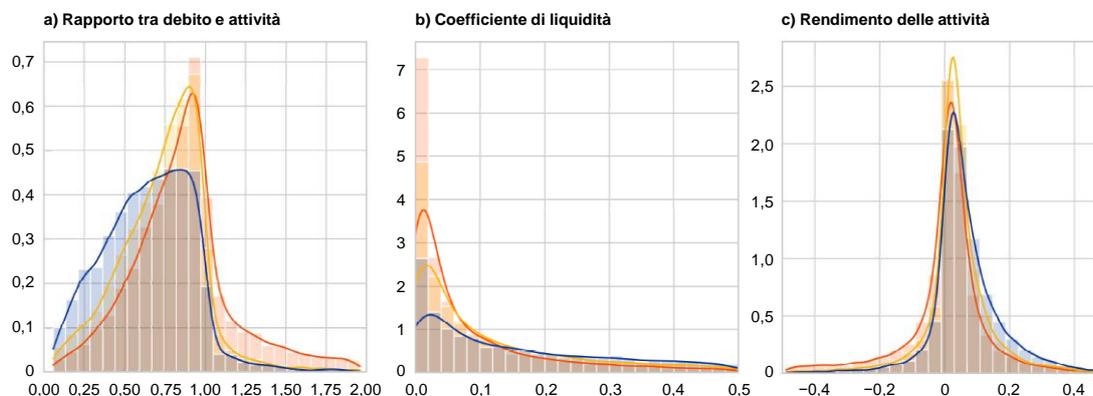
¹⁵ In base al quadro contabile IFRS 9, i prestiti sono classificati nello stadio 1 se il loro rischio di credito non è aumentato significativamente dalla rilevazione iniziale; nello stadio 2 se il rischio di credito è aumentato significativamente dalla rilevazione iniziale, ma sono ancora in bonis; nello stadio 3 se sono oggetto di una rettifica di valore.

Grafico A

Distribuzione degli indici finanziari dei prestatori per stadio di rischio dell'IFRS 9 alla fine del 2020

(asse delle ascisse: multipli; barre: istogrammi; linee: stima kernel della densità)

- Stadio di rischio 1
- Stadio di rischio 2
- Stadio di rischio 3



Fonti: BCE (dati di vigilanza, AnaCredit), Bureau van Dijk (Orbis) ed elaborazioni della BCE.

Note: secondo l'IFRS 9, le banche devono classificare i prestiti in tre stadi di rischio (cfr. la nota 15 a piè di pagina). I pannelli mostrano che tra la fine del 2019 e la fine del 2020 i prestiti alle imprese più indebitate, meno liquide e meno redditizie hanno avuto maggiori probabilità di essere riclassificati dallo stadio 1 agli stadi 2 e 3. Il campione è composto da 1.500.000 imprese con un prestito classificato nello stadio 1 alla fine del 2019, rimasto attivo alla fine del 2020 e per le quali sono disponibili indici finanziari in Orbis. I pannelli mostrano la distribuzione di tre indici finanziari per le imprese i cui rapporti di prestito sono rimasti nello stadio 1 (blu), sono migrati allo stadio 2 (giallo) o allo stadio 3 (rosso) nel corso del 2020. Le imprese con più rapporti di credito classificati in diversi stadi sono assegnate allo stadio di rischio corrispondente alla qualità creditizia peggiore. Il coefficiente di liquidità è definito come il rapporto tra contante o valori assimilabili e passività correnti.

Anche gli shock settoriali derivanti dalla chiusura di imprese e dalle restrizioni all'attività economica hanno contribuito a una minore qualità degli attivi bancari (cfr. il pannello a) del grafico B).

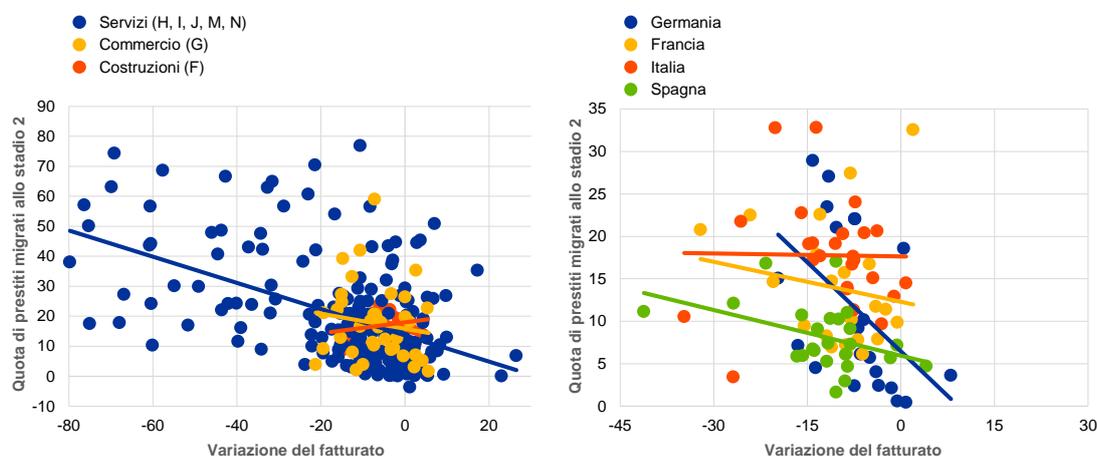
Le imprese che operano nei settori più colpiti dalle misure di chiusura hanno con maggiore probabilità visto riclassificare i propri prestiti negli stadi 2 o 3, sebbene l'errore di stima della relazione tra shock del fatturato a livello di settore e transizione dei prestiti suggerisca che anche altri fattori sono stati significativi. Tale associazione è particolarmente forte nel settore dei servizi e molto più debole in quello delle costruzioni, mentre il comparto manifatturiero mostra andamenti eterogenei tra i vari paesi.

Grafico B

Calo del fatturato, vulnerabilità antecedenti la pandemia e transizione dei prestiti durante il primo anno della pandemia

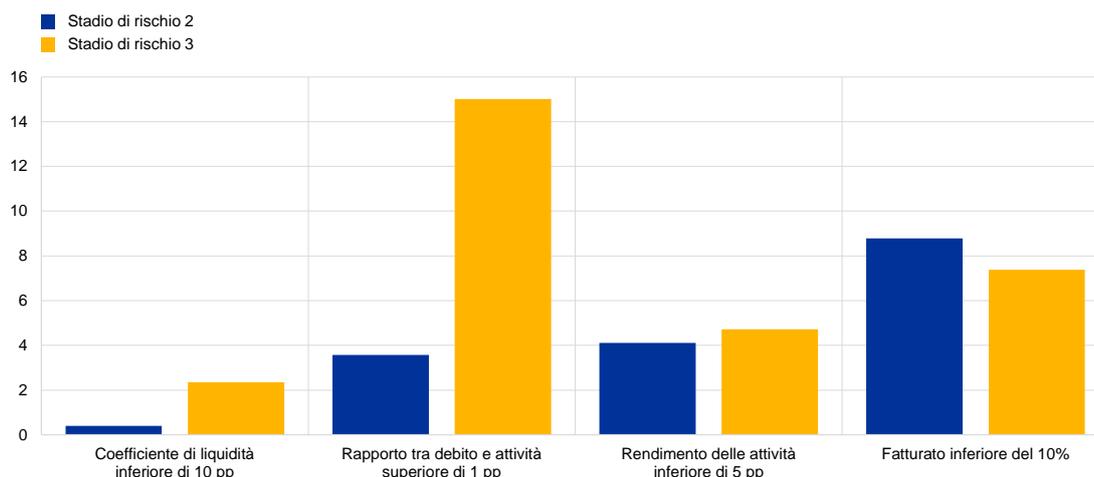
a) Variazione del fatturato rispetto al 2019 e tassi di transizione allo stadio 2 nel 2020

(valori percentuali)



b) Impatto del deterioramento dei fondamentali sulla transizione agli stadi 2 e 3

(variazioni percentuali delle probabilità di transizione (odds) dallo stadio 1)



Fonti: BCE (dati di vigilanza, AnaCredit), Eurostat, Bureau van Dijk (Orbis) ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): ogni punto indica una coppia composta da un sottosettore e da un paese (ad esempio, le agenzie di viaggi in Grecia). Le lettere fanno riferimento alla classificazione statistica delle attività economiche nell'UE (NACE). La voce "Servizi" comprende i sottosettori delle seguenti sezioni della classificazione NACE: H – Trasporto e magazzinaggio; I – Servizi di alloggio e di ristorazione; J – Servizi di informazione e comunicazione; M – Attività professionali, scientifiche e tecniche; N – Attività amministrative e di servizi di supporto. La voce "Commercio" comprende il commercio all'ingrosso e al dettaglio e la riparazione di autoveicoli e motocicli. Pannello b): stime dei rapporti di probabilità (odds ratio) tramite l'utilizzo di un modello logit multinomiale con effetti fissi relativi a banca e paese debitore, con circa 750.000 osservazioni a livello di impresa. Tutti i parametri stimati sono statisticamente significativi al livello dell'1 per cento. L'abbreviazione "pp" sta per punti percentuali.

I risultati dell'analisi di regressione confermano che il deterioramento osservato nella qualità degli attivi è riconducibile a shock settoriali e a fondamentali preesistenti. Per valutare il ruolo di diversi fattori all'origine del deterioramento della qualità creditizia delle imprese si utilizza un modello logit multinomiale. La variabile dipendente è definita come lo stadio di rischio in cui i crediti dell'impresa erano classificati alla fine del 2020; si considerano tre gruppi di variabili esplicative: variabili finanziarie a livello di impresa, che rappresentano i fondamentali del prenditore antecedenti la pandemia; variabili macro, rappresentative dell'impatto specifico della pandemia per paese e settore; fattori specifici delle singole banche. La redditività e la leva finanziaria delle imprese hanno svolto un ruolo molto importante: un incremento di 1 punto percentuale del rapporto tra debito e attività è associato ad un aumento del 3,6 per cento delle probabilità di transizione (odds) allo

stadio 2 per un'impresa media, e un calo di 5 punti percentuali del rendimento delle attività è associato a un aumento degli odds di oltre il 4 per cento (cfr. il pannello b) del grafico B). Tra i fattori macro, le variazioni dei flussi di cassa settoriali mostrano una forte relazione negativa con la transizione sia allo stadio 2 sia allo stadio 3.

Il ricorso a moratorie e garanzie ha interagito con la classificazione dei prestiti nel 2020. Sebbene le politiche di sostegno siano state essenziali per evitare un deterioramento su larga scala degli attivi, le banche hanno tuttavia rilevato che il loro utilizzo potrebbe essere associato a una maggiore vulnerabilità dei singoli debitori. Infatti, il ricorso a garanzie e moratorie si è tradotto in un incremento dei prestiti riclassificati allo stadio 2. Con particolare riferimento alle moratorie, questa tendenza alla riclassificazione è stata più marcata per i prenditori con un elevato grado di leva finanziaria rispetto a quelli con problemi di liquidità, in linea con l'obiettivo dichiarato delle moratorie di prevenire insolvenze determinate da una carenza di liquidità.

4 L'impatto dell'indebolimento dei bilanci societari sugli investimenti

L'accresciuto indebitamento delle imprese potrebbe inibire la spesa per investimenti e la ripresa economica. Anche nel caso in cui le insolvenze non dovessero segnare un forte aumento nel prossimo futuro, l'incremento dell'onere del debito societario rispetto al periodo precedente la pandemia e la distribuzione eterogenea del debito tra le imprese potrebbero comunque frenare la ripresa economica ostacolando la crescita degli investimenti. Ciò potrebbe verificarsi attraverso diversi canali. Un elevato indebitamento delle imprese comporta maggiori spese per interessi e, quindi, un minor volume di fondi disponibili per gli investimenti. Le imprese con un alto grado di leva finanziaria hanno anche più difficoltà a ottenere nuovi fondi da fonti esterne a causa del loro maggiore rischio di insolvenza. Il desiderio di risanare bilanci in condizioni critiche, inoltre, induce le imprese a ridurre la leva finanziaria, rinunciando così a opportunità di investimento, con possibili conseguenze negative anche per gli utili¹⁶.

Il legame negativo tra debito elevato e investimenti è ben consolidato dal punto di vista empirico. Un'ampia serie di studi ha esaminato il legame tra indebitamento e investimenti a livello di impresa. Analisi recenti evidenziano, in particolare, la natura non lineare di questo nesso individuando un livello soglia oltre il quale la relazione strutturale tra debito e investimenti si modifica¹⁷. Sebbene livelli di leva finanziaria bassi e medi non abbiano un impatto negativo sugli investimenti, le imprese fortemente indebitate segnalano investimenti più contenuti (cfr. il pannello a) del grafico 11). L'evidenza empirica per l'area dell'euro suggerisce che, in particolare, un numero considerevole di micro, piccole e medie imprese si trova in "aree vulnerabili" in cui il debito, e quindi il ricorso al finanziamento esterno, influisce negativamente sugli investimenti. Per contro, gli investimenti delle imprese

¹⁶ Cfr. Myers, S.C., "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, numero 2, novembre 1977, pagg. 147-175.

¹⁷ Cfr. Kalemli-Özcan, S., Laeven, L. e Moreno, D., "Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: evidence from the European crisis", *Working Paper Series*, n. 2241, BCE, febbraio 2019; e Gebauer, S., Setzer, R. e Westphal, A., "Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries", *Journal of International Money and Finance*, vol. 86, numero C, settembre 2018, pagg. 112-130.

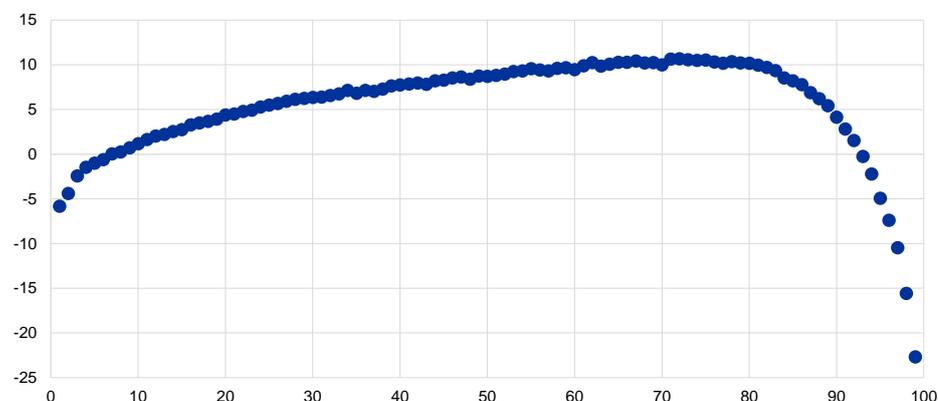
più grandi, in genere soggette a minori frizioni finanziarie, non sembrano essere influenzati da una maggiore leva finanziaria (cfr. il pannello b) del grafico 11).

Grafico 11

Debito e investimenti societari nell'area dell'euro

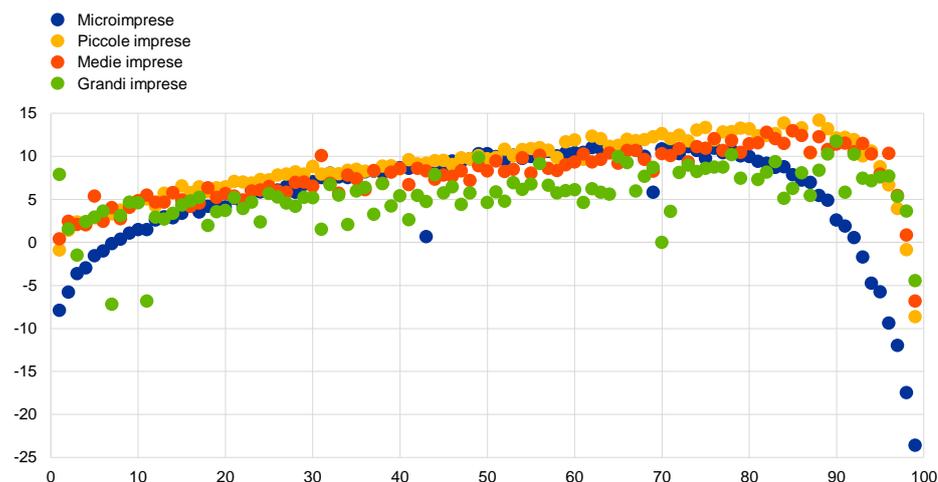
a) Rapporto debito/attività e tasso di investimento

(asse delle ascisse: rapporto debito/attività, percentili; asse delle ordinate: immobilizzazioni materiali, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Rapporto debito/attività e tasso di investimento per dimensione dell'impresa

(asse delle ascisse: rapporto debito/attività, percentili; asse delle ordinate: immobilizzazioni materiali, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Barrela, R., Lopez Garcia, P. e Setzer, R., "Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

Note: i percentili del rapporto debito/attività sono definiti al livello a due cifre dei settori per un campione di 14 paesi dell'area dell'euro dal 2005 al 2018. Il tasso di investimento è definito come la variazione sul periodo corrispondente delle immobilizzazioni materiali sulle immobilizzazioni materiali dell'anno precedente. Le dimensioni dell'impresa sono definite in base al numero di occupati. Le microimprese hanno meno di dieci dipendenti, le piccole imprese meno di 50, le medie imprese meno di 250 e le grandi imprese più di 250.

Nei periodi che seguono le crisi economiche, a debiti elevati corrispondono investimenti contenuti.

La sensibilità degli investimenti al debito è differente nelle fasi di espansione e in quelle di contrazione dell'economia. L'analisi condotta dalla BCE sui dati a livello di impresa per 14 paesi dell'area dell'euro dal 2005 al 2018 suggerisce che dopo una crisi economica gli investimenti delle imprese con elevati livelli di debito rimangono molto bassi per un lungo periodo di tempo¹⁸. Nel corso dei quattro anni successivi a una forte contrazione economica, il tasso di crescita delle immobilizzazioni materiali delle imprese con debiti elevati è inferiore di circa 15 punti percentuali rispetto a quello delle loro omologhe aventi debiti minori

¹⁸ Cfr. Barrela, R., Lopez Garcia, P. e Setzer, R., "Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

(cfr. il pannello a) del grafico 12). Tale risultato è soprattutto determinato dalle microimprese, che dopo una crisi registrano un calo degli investimenti più prolungato rispetto alle imprese più grandi (cfr. il pannello b) del grafico 12). L'applicazione di tali risultati alla crisi legata al COVID-19 suggerisce che lo shock pandemico potrebbe determinare un calo del 5 per cento del volume aggregato di immobilizzazioni materiali entro il 2024.

Il miglioramento della patrimonializzazione delle imprese potrebbe rafforzare la prospettiva di una crescita sostenibile degli investimenti nei paesi dell'area dell'euro. È probabile che le esigenze di investimento nel periodo successivo al COVID-19 siano consistenti. La pandemia ha accelerato trasformazioni strutturali su vasta scala che saranno probabilmente associate a un elevato fabbisogno di investimenti. Nuove modalità di lavoro che richiedono ulteriori strumenti hardware e software per consentire al personale di lavorare da remoto in modo efficace, una più diffusa adozione delle tecnologie digitali e la transizione verso un'economia neutrale in termini di emissioni di carbonio richiedono tutte una profonda modernizzazione dello stock di capitale delle imprese. Secondo stime della Commissione europea, il fabbisogno di investimenti privati e pubblici legato alla transizione ecologica e a quella digitale ammonterà a quasi 650 miliardi di euro annui fino al 2030, pari al 4,5 per cento del PIL dell'UE nel 2021 e a circa un quinto del totale degli investimenti pubblici e privati dell'UE nel 2021¹⁹. Livelli così elevati di investimenti sarebbero favoriti da un settore societario che migliora la propria capacità di accesso al credito necessario rafforzando il ricorso al capitale di rischio anziché al debito²⁰.

¹⁹ Cfr. Gentiloni, P., "Opening remarks at the press conference on the relaunch of the review of EU economic governance", Commissione europea, 19 ottobre 2021.

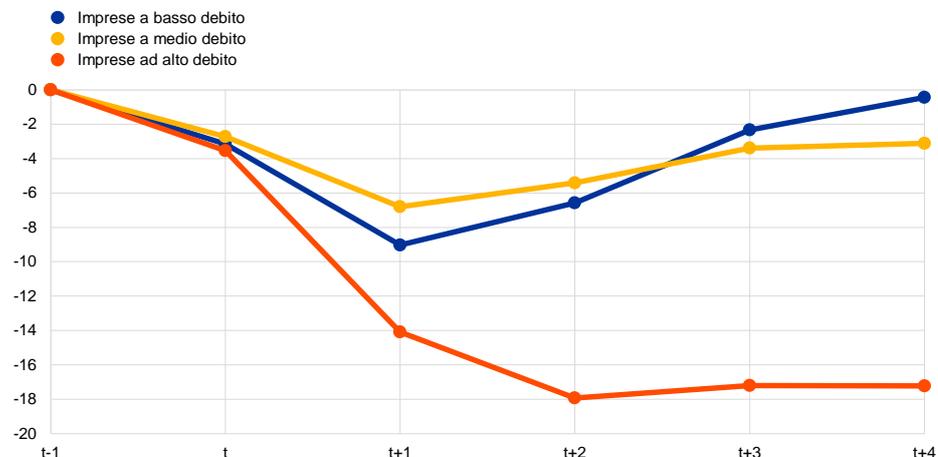
²⁰ Diversi studi hanno dimostrato che un elevato livello del debito può esacerbare i vincoli all'accesso delle imprese al credito, circostanza che frena gli investimenti societari e l'occupazione. Cfr. Cherchye, L., De Rock, B., Ferrando, A., Mulier, K. e Verschelde, M., "Identifying financial constraints", *Working Paper Series*, n. 2420, BCE, giugno 2020; e De Haas, R. e Popov, A., "Finance and carbon emissions", *Working Paper Series*, n. 2318, BCE, settembre 2019.

Grafico 12

Reazione degli investimenti alla contrazione dell'attività economica

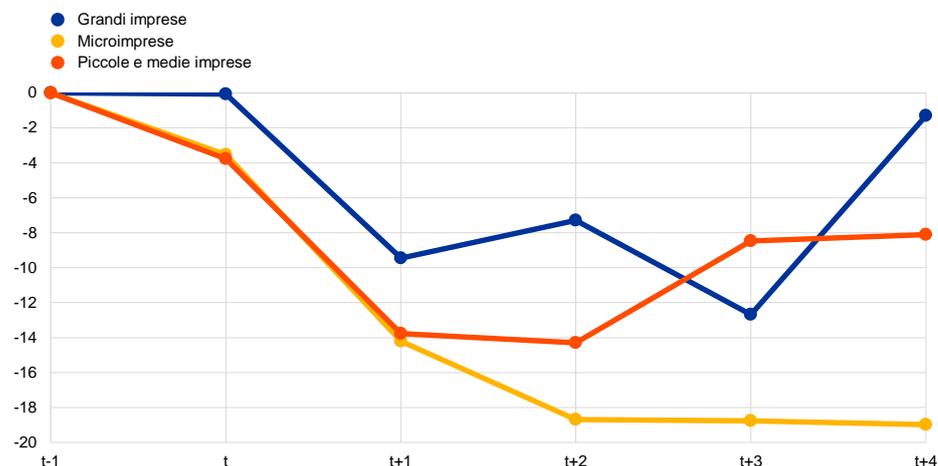
a) Investimenti per leva finanziaria dell'impresa

(crescita cumulata delle immobilizzazioni materiali, valori percentuali)



b) Investimenti di imprese ad alto debito per dimensione dell'impresa

(crescita cumulata delle immobilizzazioni materiali, valori percentuali)



Fonte: Barrella, R., Lopez Garcia, P. e Setzer, R., "Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

Note: una contrazione dell'attività economica è definita come un forte calo della crescita del valore aggiunto nel settore (1,5 deviazioni standard al di sotto della media storica settoriale). Il grafico mostra l'impatto cumulato (in percentuale) sulle immobilizzazioni materiali al tempo t+h rispetto a t-1 di un tale shock dell'attività al tempo t. Le funzioni di risposta agli impulsi sono stimate utilizzando l'approccio di proiezione locale in Jordà, O., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, marzo 2005, pagg. 161-182. Il campione include 14 paesi dell'area dell'euro dal 2005 al 2018.

Le dimensioni dell'impresa sono definite in base al numero di occupati. Le imprese a basso debito sono definite come quelle nel 20° percentile inferiore della distribuzione dell'indice di indebitamento, le imprese a medio debito sono quelle tra il 20° e l'80° percentile e le imprese ad alto debito si collocano al di sopra dell'80° percentile della distribuzione. Le microimprese hanno meno di dieci dipendenti, le piccole e medie imprese meno di 250 e le grandi imprese più di 250.

Riquadro 2

PMI: alcune caratteristiche strutturali

a cura di Ralph Setzer

Le PMI rappresentano la forma di organizzazione aziendale prevalente nell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico A). Si tratta di un segmento eterogeneo, i cui componenti variano da imprenditori individuali a società di medie dimensioni quotate in borsa. A tale segmento è ascrivibile il 62 per cento dell'occupazione totale e il 50 per cento del valore aggiunto nell'area dell'euro. In tutti i paesi dell'area le PMI producono di norma un valore aggiunto per numero di occupati inferiore rispetto alle grandi imprese. Nel 2019, a livello dell'area dell'euro, il divario di produttività rispetto alle grandi imprese ammontava al 44, 34 e 16 per cento rispettivamente per micro, piccole

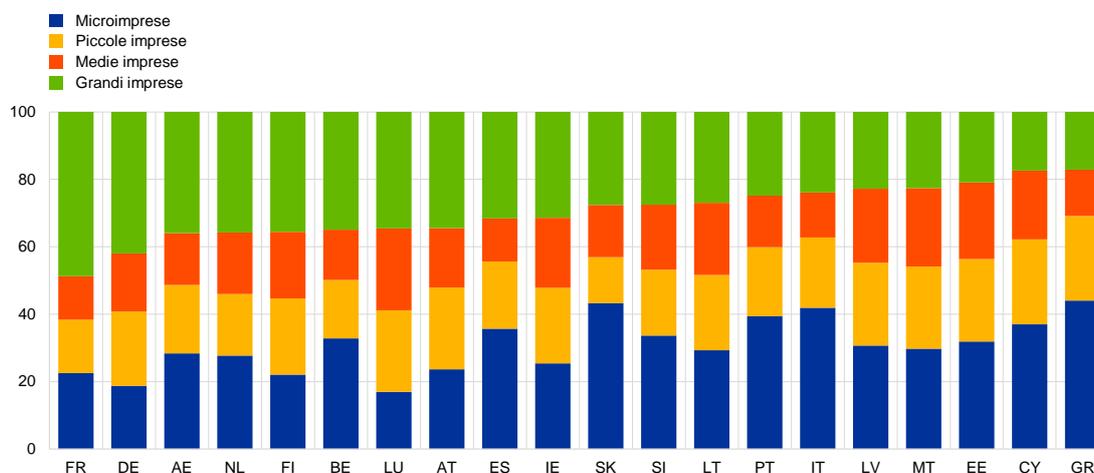
e medie imprese (cfr. il pannello b) del grafico A). In particolare in Irlanda, Grecia e Portogallo, le PMI sono meno produttive rispetto alle imprese di dimensioni maggiori, mentre le differenze di produttività sono meno marcate nei Paesi Bassi, in Lussemburgo, Estonia e Malta, ad esempio. Ciononostante, secondo l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), le imprese più piccole spesso registrano risultati migliori rispetto a quelle più grandi per effetto del vantaggio competitivo nel rispondere alla domanda di prodotti specifici e della maggiore flessibilità nell'adattare e differenziare i prodotti in base alle richieste. Le start up e le imprese giovani, generalmente piccole o micro, rappresentano inoltre la fonte principale di creazione di posti di lavoro in molti paesi²¹.

Grafico A

Caratteristiche strutturali delle PMI nell'area dell'euro

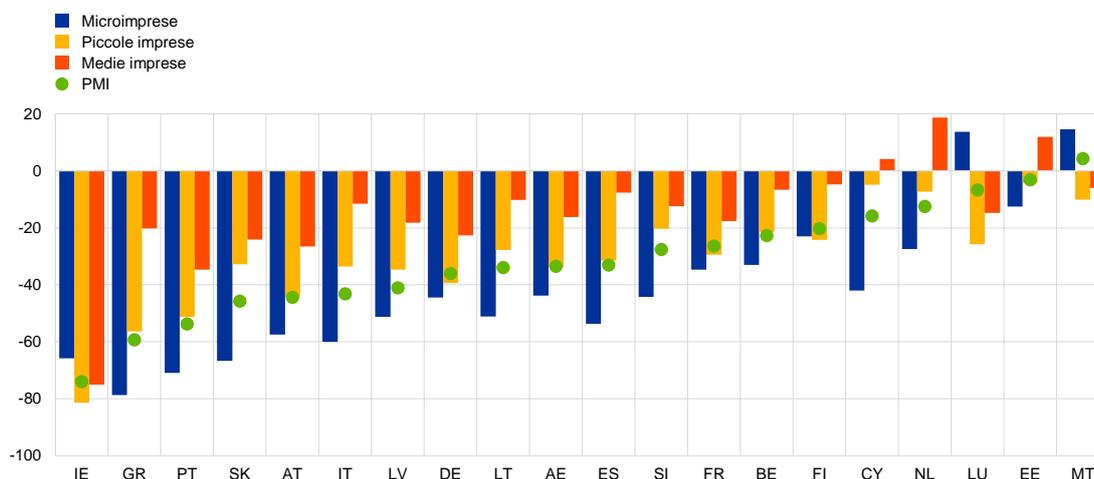
a) Quota di occupazione per dimensione dell'impresa, 2019

(valori percentuali della popolazione totale degli occupati)



b) Divario di produttività tra PMI e grandi imprese, 2019

(differenze percentuali rispetto alla produttività delle grandi imprese dello stesso paese)



Fonti: Eurostat (statistiche annuali sulle imprese) ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): i paesi sono ordinati in base alla quota combinata di occupazione delle PMI. Pannello b): la produttività è definita come il valore aggiunto diviso per il numero di occupati a livello di settore. Per alcuni paesi, sono esclusi taluni settori per i quali i dati non erano disponibili. I paesi sono ordinati in base all'entità del divario di produttività per tutte le PMI (punto verde).

Il divario di produttività tra piccole e grandi imprese è riconducibile ad alcune caratteristiche specifiche delle piccole imprese, oltre che a fattori istituzionali. È stato attribuito a una minore diversificazione, all'esistenza di barriere all'ingresso e alla crescita (a causa di normative basate

²¹ Cfr. *Small, Medium, Strong. Trends in SME Performance and Business Conditions*, OCSE, 2017.

sulle dimensioni) e a ostacoli alla capacità imprenditoriale. Questi ultimi sono associati, tra l'altro, a strutture aziendali a conduzione familiare e, in alcuni casi, a un sistema di selezione dei dirigenti basato più sulla lealtà che sulla competenza²². Inoltre, le microimprese sono caratterizzate da una produttività inferiore a quella delle PMI di dimensioni maggiori, che si dimostrano più orientate all'esportazione, competono con grandi multinazionali e spesso sono annoverate tra i leader delle loro specifiche nicchie di mercato.

La crisi generata dal COVID-19 ha esacerbato la vulnerabilità delle PMI. Sebbene si riscontrino differenze in base ai settori e ai paesi, la maggiore vulnerabilità delle PMI rispetto alle imprese più grandi è legata alla loro prevalenza in settori particolarmente sensibili alle conseguenze della pandemia, come il turismo, e alla loro maggiore difficoltà di accesso ai finanziamenti²³. Le PMI sono esposte in misura superiore ai rischi connessi alla sottocapitalizzazione societaria rispetto alle aziende di maggiori dimensioni. Inoltre le PMI hanno meno probabilità di accedere ai mercati dei capitali a causa della sproporzione dei costi (ad esempio, le varie commissioni) e dei timori circa l'influenza indesiderata da parte dei nuovi investitori.

Nel contempo, la pandemia di COVID-19 ha provocato un'accelerazione delle tendenze strutturali preesistenti, quali la deglobalizzazione delle catene globali del valore, la transizione digitale e quella ecologica. Tali tendenze potrebbero offrire nuove opportunità alle PMI, ad esempio rafforzandone i vantaggi comparati in termini di innovazione radicale e capacità di reagire in modo rapido all'evolvere delle condizioni del mercato. Anche la digitalizzazione apre, per queste imprese, nuove vie di accesso ai mercati mondiali a costi inferiori. Un contesto solido in cui operare e un sistema di riferimento favorevole rappresentano delle precondizioni necessarie a sfruttare i benefici della digitalizzazione per tutte le imprese, ma in modo particolare per le PMI, che risentono in misura sproporzionata di regimi di insolvenza inefficienti e degli elevati costi associati agli oneri amministrativi e alle procedure burocratiche²⁴.

5 Osservazioni conclusive

Durante la pandemia l'indebitamento delle imprese è aumentato. A livello aggregato, la maggiore entità del debito è stata in parte compensata da disponibilità liquide aggiuntive, soprattutto nel caso delle imprese più grandi. I prestiti bancari e il sostegno fornito dalle politiche economiche hanno contribuito a soddisfare il fabbisogno di liquidità delle imprese e a mitigare il rischio di insolvenze immediate al precipitare dei flussi di cassa. Dall'inizio della pandemia, pertanto, il numero di fallimenti di società nell'area dell'euro è significativamente diminuito, rafforzato dalla sospensione, in alcuni paesi, delle procedure obbligatorie di insolvenza. È verosimile che i tassi di insolvenza delle imprese aumentino, ma l'incremento sarà probabilmente inferiore rispetto a quanto le regolarità storiche lascerebbero presagire.

L'impatto eterogeneo della pandemia sui bilanci delle imprese e le trasformazioni strutturali in atto influenzeranno le prospettive per il settore societario. L'elevato grado di leva finanziaria delle imprese potrebbe scoraggiare

²² Cfr. Crouzet, N. e Mehrotra, N.R., "Small and Large Firms over the Business Cycle", *American Economic Review*, vol. 110, n. 11, 2020, pagg. 3549-3601; e Pellegrino, B. e Zingales, L., "Diagnosing the Italian Disease", *NBER Working Paper*, n. 23964, National Bureau of Economic Research, 2017.

²³ Cfr. *Coronavirus (COVID-19): SME policy responses*, OCSE, 2020.

²⁴ Cfr. *Enhancing the Contributions of SMEs in a Global and Digitalised Economy*, OCSE, 2017.

gli investimenti durante la ripresa. Se, da un lato, le grandi aziende presentano una maggiore capacità di tenuta agli shock futuri per effetto delle loro ingenti disponibilità liquide, dall'altro, non affrontare l'elevata leva finanziaria delle PMI, soprattutto nei settori duramente colpiti dalla pandemia, potrebbe anche determinare un aumento del numero di imprese non economicamente sostenibili, in grado di escludere quelle sostenibili dal credito disponibile. Ciò inciderebbe negativamente sulla capacità del settore societario di perseguire gli investimenti necessari a sostenere la transizione ecologica e digitale.

Ampliare le fonti di finanziamento delle imprese oltre il ricorso al debito potrebbe favorire una crescita sostenibile degli investimenti. Sono state proposte diverse misure volte a rafforzare gli incentivi per gli investitori privati a fornire capitale di rischio a imprese economicamente sostenibili che si trovano in difficoltà o a sostenere la ristrutturazione dei bilanci²⁵. Tra queste figurano la riduzione della distorsione fiscale a scapito del capitale di rischio e la garanzia di accesso a informazioni tempestive e affidabili per gli investitori. Modificando le norme contabili si potrebbe migliorare l'accesso al capitale di rischio fornito dagli investitori privati, con notevoli vantaggi per le PMI.

Solide politiche strutturali potrebbero ulteriormente promuovere la capacità del settore societario di sostenere la ripresa. Grazie a procedure di insolvenza più brevi sarebbe possibile una più ordinata riallocazione delle risorse dalle imprese meno produttive a quelle che hanno maggiori probabilità di prosperare nel contesto economico post-pandemia. La riduzione delle barriere all'ingresso e agli investimenti per nuovi e innovativi operatori di mercato potrebbe ulteriormente rafforzare il settore societario, soprattutto attraverso un maggiore ricorso alla digitalizzazione e alle tecnologie a basse emissioni di carbonio. Progressi sul fronte dell'unione bancaria e dei mercati dei capitali, nonché l'attuazione del programma Next Generation EU potrebbero contribuire fortemente ad accrescere la capacità di tenuta delle imprese e rafforzare la ripresa²⁶.

²⁵ Cfr., ad esempio, *Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions*, Gruppo di lavoro sul rilancio del settore societario, Gruppo dei Trenta, 2020.

²⁶ Cfr. de Guindos, L., "Banking Union and Capital Markets Union after COVID-19", intervento pronunciato in occasione della conferenza annuale internazionale sulle principali tendenze nella regolamentazione finanziaria, organizzata dal CIRSF (Research Centre on Regulation and Supervision of the Financial Sector, Portogallo) e svoltasi online il 12 novembre 2020; e l'articolo *Next Generation EU: una prospettiva a livello di area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ¹⁾					
	Indice composito dei responsabili degli acquisti					Per memoria: area dell'euro	Indice mondiale dei responsabili degli acquisti ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-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	11,4	9,6	13,3
2021 1° trim.	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,4	1,9	7,2
2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,8	1,6	2,1
3° trim.	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,1	-0,4	-1,8
4° trim.	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8
2021 set.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,1	-0,4	-1,8
ott.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,5	-0,2
nov.	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,1	0,3	-0,1
dic.	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8
2022 gen.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	.	.	.
feb.	53,1	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,4	53,6	50,1	.	.	.

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

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Depositi overnight (Eonia) ³⁾	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 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
feb.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02

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 ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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	-0,66	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
feb.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59

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 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
feb.	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5

Fonte: Refinitiv.

2 Andamenti finanziari

2.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	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 ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,75	5,10	5,25	5,87	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	15,78	4,93	5,13	5,73	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	15,76	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31
mag.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,77	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
giu.	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	15,72	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
lug.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,69	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
ago.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,72	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
set.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,64	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
ott.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
dic.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,13	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 gen. ^(p)	0,01	0,35	0,20	0,57	4,80	15,78	5,59	5,27	5,86	1,96	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

2.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore 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	
2021 feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,16	1,22	1,23	1,48
mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
mag.	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,86	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	1,83	1,88	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	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
ago.	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
set.	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	1,99	2,00	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
ott.	-0,03	-0,36	0,17	1,72	1,80	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39
dic.	-0,03	-0,33	0,17	1,68	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 gen. ^(p)	-0,04	-0,32	0,21	1,68	1,91	1,94	2,01	1,52	1,41	1,38	1,13	1,24	1,29	1,43

Fonte: BCE.

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

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

2 Andamenti finanziari

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
A breve termine														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 lug.	1.543	478	151	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
ago.	1.542	493	150	.	100	678	121	415	232	41	.	25	93	25
set.	1.574	507	144	.	100	697	127	475	220	45	.	39	124	46
ott.	1.530	485	138	.	104	686	117	419	203	39	.	41	105	32
nov.	1.528	498	138	.	98	680	113	427	223	44	.	31	102	27
dic.	1.453	457	138	.	93	669	95	305	134	43	.	37	76	15
A lungo termine														
2018	15.747	3.687	3.167	.	1.244	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.314	3.817	3.402	.	1.319	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.288	3.892	3.208	.	1.457	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 lug.	18.154	3.991	3.366	.	1.502	8.515	780	300	56	97	.	18	119	10
ago.	18.184	3.990	3.361	.	1.500	8.554	779	136	27	35	.	4	66	3
set.	18.282	4.020	3.393	.	1.521	8.558	788	305	72	81	.	23	114	15
ott.	18.369	4.038	3.464	.	1.526	8.553	787	293	64	102	.	22	92	13
nov.	18.525	4.062	3.518	.	1.555	8.597	792	268	50	82	.	36	90	9
dic.	18.503	4.055	3.516	.	1.546	8.590	796	178	45	76	.	8	42	7

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				
Consistenze											
2018	16.962,6	4.190,1	3.337,1	.	1.316,0	7.445,8	673,5	7.030,2	465,0	1.099,2	5.466,0
2019	17.597,3	4.367,0	3.582,4	.	1.403,3	7.558,1	686,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1
2020	18.817,7	4.346,2	3.352,9	.	1.555,0	8.720,3	843,3	8.442,0	468,4	1.312,0	6.661,5
2021 lug.	19.696,8	4.469,4	3.517,0	.	1.602,8	9.202,8	904,7	9.902,6	559,2	1.526,8	7.816,5
ago.	19.726,4	4.482,9	3.511,5	.	1.599,7	9.232,6	899,6	10.168,8	587,9	1.605,1	7.975,9
set.	19.856,0	4.526,9	3.537,4	.	1.621,3	9.255,6	914,9	9.908,8	597,2	1.616,8	7.694,8
ott.	19.898,7	4.523,7	3.601,4	.	1.630,3	9.239,3	904,0	10.304,8	613,8	1.700,7	7.990,3
nov.	20.052,5	4.560,3	3.655,9	.	1.653,0	9.277,6	905,7	10.020,9	566,5	1.618,3	7.836,0
dic.	19.956,3	4.511,7	3.654,6	.	1.639,6	9.259,1	891,3	10.314,4	586,5	1.544,2	8.183,6
Tasso di crescita											
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,3
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	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021 lug.	4,6	0,3	5,2	.	3,8	6,1	10,1	2,2	2,1	5,8	1,5
ago.	4,1	0,8	4,3	.	3,5	5,3	9,2	2,1	2,0	6,4	1,3
set.	4,1	1,0	4,5	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4
ott.	4,3	1,4	5,5	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
nov.	5,1	2,2	7,0	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
dic.	5,0	2,1	6,7	.	5,1	5,9	4,7	1,9	1,7	5,8	1,1

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

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

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 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
feb.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 feb.	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,3	0,0	1,7	0,6	0,2
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 feb.	-7,9	-0,5	-5,6	0,1	-0,3	2,5	1,2	-4,0	1,5	4,4	-3,6	-6,2

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
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.	257,6	259,8	-2,3	96,8	78,4	101,6	119,0	-0,8	51,6	62,4	8,3	130,8
<i>Transazioni</i>												
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	-
4° trim.	129,2	8,5	120,8	-14,6	-62,1	141,5	-60,7	31,8	-32,5	131,3	2,9	-
2021 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.	262,9	251,3	11,6	14,9	-6,9	39,8	22,7	4,6	200,5	235,6	3,2	-
nov.	115,6	76,1	39,5	42,2	31,9	54,3	-40,1	21,0	-2,5	84,4	0,6	-
dic.	-249,3	-319,0	69,7	-71,6	-87,1	47,3	-43,3	6,2	-230,4	-188,7	-0,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2021 dic.	1.204,5	816,2	388,2	107,3	-167,6	752,0	240,1	53,0	163,6	743,7	128,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 dic.	9,8	6,7	3,2	0,9	-1,4	6,1	2,0	0,4	1,3	6,1	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 ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2019	11.984,2	11.578,1	6.378,5	2.456,5	2.654,2	1.253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5.766,1	5.360,1
2020	11.405,6	10.982,1	5.905,3	2.572,4	2.497,0	1.216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5.177,3	4.753,8
2021	12.255,5	11.756,0	6.248,8	2.709,6	2.694,1	1.362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6.063,9	5.564,3
2020 1° trim.	2.945,9	2.808,9	1.471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1.407,0	1.269,9
2° trim.	3.018,4	2.888,8	1.533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1.476,6	1.347,0
3° trim.	3.122,9	2.990,2	1.614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1.542,4	1.409,7
4° trim.	3.157,9	3.058,8	1.626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1.632,1	1.533,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2021 1° trim.	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
2° trim.	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
3° trim.	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
4° trim.	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 1° trim.	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
2° trim.	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
3° trim.	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
4° trim.	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2021 1° trim.	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
2° trim.	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
3° trim.	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 1° trim.	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
2° trim.	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
3° trim.	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
4° trim.	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3 Attività economica

3.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2019	10.742,5	178,3	2.101,5	560,9	2.041,4	531,7	478,8	1.205,1	1.249,8	2.025,5	369,4	1.241,7
2020	10.275,9	177,1	1.971,7	552,6	1.801,0	545,3	471,1	1.211,7	1.168,1	2.054,6	322,8	1.129,7
2021	10.991,5	186,1	2.168,5	603,3	1.994,8	584,8	476,2	1.246,6	1.257,8	2.142,3	331,1	1.264,0
2020 1° trim.	2.652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
2° trim.	2.705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
3° trim.	2.794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
4° trim.	2.825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2021 1° trim.	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
2° trim.	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
3° trim.	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
4° trim.	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 1° trim.	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
2° trim.	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
3° trim.	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
4° trim.	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2021 1° trim.	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
3° trim.	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	-
4° trim.	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	-
2021 1° trim.	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	-
2° trim.	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	-
3° trim.	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	-
4° trim.	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 1° trim.	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
2° trim.	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
3° trim.	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
4° trim.	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
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	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	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	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 1° trim.	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
2° trim.	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
3° trim.	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
4° trim.	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 1° trim.	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
2° trim.	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
3° trim.	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
4° trim.	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,492	3,5	12,430	7,6	3,3	10,062	6,8	2,368	16,3	6,349	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	161,008	3,5	12,826	8,0	3,0	10,275	7,0	2,551	18,1	6,576	7,6	6,250	8,3	1,8
2021	.	.	12,608	7,7	.	10,164	6,8	2,444	16,8	6,409	7,4	6,199	8,1	2,4
2021 1° trim.	161,937	3,7	13,409	8,3	3,2	10,816	7,3	2,593	18,3	6,811	7,9	6,598	8,7	2,1
2° trim.	163,223	3,5	12,968	7,9	3,3	10,382	7,0	2,586	17,8	6,573	7,6	6,395	8,4	2,3
3° trim.	164,039	3,3	12,386	7,6	3,1	9,960	6,7	2,426	16,4	6,292	7,2	6,095	8,0	2,6
4° trim.	.	.	11,670	7,1	.	9,497	6,4	2,172	14,7	5,961	6,8	5,709	7,4	2,7
2021 ago.	-	-	12,374	7,5	-	9,979	6,7	2,395	16,1	6,286	7,2	6,088	7,9	-
set.	-	-	12,064	7,3	-	9,742	6,5	2,322	15,6	6,144	7,0	5,920	7,7	-
ott.	-	-	11,914	7,3	-	9,667	6,5	2,247	15,2	6,062	6,9	5,852	7,6	-
nov.	-	-	11,656	7,1	-	9,476	6,3	2,180	14,8	5,940	6,8	5,716	7,4	-
dic.	-	-	11,439	7,0	-	9,349	6,2	2,090	14,2	5,880	6,7	5,558	7,2	-
2022 gen.	-	-	11,225	6,8	-	9,187	6,1	2,038	13,9	5,777	6,6	5,448	7,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

3.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi ¹⁾	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	-2,5	-1,1	1,4	-1,7	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,4	-7,2	-11,9	-4,2	-4,6	-5,8	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,6	-25,1
2021	7,8	8,5	9,5	8,5	8,0	1,5	4,9	5,1	1,1	7,7	9,4	13,1	-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	-5,1	-0,1	3,7
2° trim.	23,1	25,2	25,6	31,3	18,5	5,6	17,9	11,8	2,1	18,7	29,8	25,0	53,4
3° trim.	6,0	6,8	7,7	5,1	8,9	-0,8	0,7	2,5	0,2	4,1	3,5	13,0	-23,6
4° trim.	0,1	-0,1	1,9	-4,5	4,6	1,8	-0,2	4,0	-0,5	6,1	13,9	16,4	-25,0
2021 ago.	5,6	6,7	6,9	4,8	9,4	-1,9	-2,6	1,4	-1,4	3,3	1,4	-	-24,7
set.	4,0	4,5	4,9	2,9	6,8	0,0	1,8	2,8	0,8	4,0	5,0	-	-24,0
ott.	0,1	0,3	2,4	-2,4	1,5	-0,8	3,3	1,7	-1,1	3,0	9,1	-	-28,4
nov.	-1,4	-1,9	2,0	-9,5	5,7	4,3	0,4	8,5	0,9	12,6	19,8	-	-21,6
dic.	1,6	1,7	1,3	-1,0	7,0	1,8	-3,9	2,1	-1,1	3,4	13,8	-	-24,9
2022 gen.	.	.	.	.	.	.	.	7,8	-1,7	14,8	12,7	-	-10,0

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2021 ago.	-1,6	-2,0	-1,3	-2,2	-2,2	0,6	-0,9	0,8	-0,7	2,3	-0,7	-	0,2
set.	-0,7	-0,8	-0,2	-1,5	0,4	1,4	0,8	-0,1	0,8	-1,4	1,0	-	1,7
ott.	-1,5	-1,4	-0,1	1,2	-4,3	0,5	0,9	0,3	0,1	0,4	0,5	-	-1,9
nov.	2,4	2,8	1,0	1,4	2,8	1,6	-0,2	1,1	0,2	1,8	-1,7	-	0,5
dic.	1,2	1,1	0,5	2,6	0,5	-0,8	-4,0	-2,7	0,5	-4,9	0,1	-	2,4
2022 gen.	.	.	.	.	.	.	.	0,2	0,0	0,2	-1,3	-	-5,4

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 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	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
feb.	114,0	14,0	-	-8,8	9,9	5,4	13,0	-	58,2	55,5	55,5	55,5

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

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	93,0	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 ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
4° trim.	1.152,9	1.086,7	66,2	668,0	625,3	273,1	213,8	179,2	171,9	32,6	75,6	59,9	44,8
2021 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.	376,0	356,0	20,0	215,2	199,0	90,8	72,7	58,9	58,9	11,1	25,4	8,6	4,3
nov.	390,7	367,1	23,6	226,0	210,7	93,3	70,4	60,7	60,1	10,6	25,8	5,7	3,7
dic.	386,2	363,6	22,6	226,8	215,6	89,0	70,7	59,5	52,9	10,9	24,4	45,6	36,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2021 dic.	4.382,3	4.072,5	309,8	2.513,6	2.217,2	982,9	859,8	751,1	697,8	134,7	297,7	124,5	81,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2021 dic.	35,8	33,3	2,5	20,5	18,1	8,0	7,0	6,1	5,7	1,1	2,4	1,0	0,7

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2021 1° trim.	0,7	0,4	581,7	280,6	115,1	174,2	486,9	512,2	284,3	91,5	129,7	382,8	47,1
2° trim.	34,4	34,0	596,2	291,4	116,9	177,4	493,6	558,8	324,2	92,3	136,1	405,4	53,6
3° trim.	13,6	22,8	607,5	305,1	118,4	171,6	501,7	580,5	344,7	93,7	135,3	415,3	58,8
4° trim.	12,0	31,1	632,9	.	.	.	521,2	643,6	.	.	.	446,6	.
2021 lug.	12,1	18,1	202,0	99,4	40,8	57,6	167,3	189,2	112,6	30,6	43,8	135,0	19,7
ago.	19,5	29,1	203,0	103,2	39,2	56,7	167,0	194,4	115,4	31,7	45,3	140,3	19,6
set.	10,2	21,7	202,5	102,5	38,5	57,3	167,3	197,0	116,7	31,4	46,2	139,9	19,5
ott.	7,4	24,7	207,3	104,3	37,5	60,6	170,7	206,5	124,6	30,6	47,5	143,2	23,0
nov.	14,5	32,0	213,5	107,5	38,6	62,9	175,3	215,3	131,0	31,6	49,9	149,9	25,1
dic.	14,1	36,7	212,2	.	.	.	175,2	221,9	.	.	.	153,6	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2021 1° trim.	0,8	0,2	104,5	108,5	100,8	101,5	103,8	104,8	103,2	112,6	105,4	108,2	85,8
2° trim.	29,3	20,4	104,7	109,2	101,7	101,8	103,4	109,8	110,5	113,8	108,5	112,2	85,1
3° trim.	4,4	5,4	103,5	109,7	100,9	96,5	102,0	108,1	109,1	112,3	104,9	110,8	84,9
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 giu.	19,2	16,0	104,4	110,2	100,1	100,3	103,1	109,3	109,4	114,5	108,2	112,2	83,7
lug.	4,9	3,2	104,3	109,1	104,7	97,6	103,2	107,0	108,7	110,0	103,5	108,9	85,9
ago.	9,1	11,3	103,3	110,8	100,0	95,3	101,4	108,8	109,6	115,1	105,2	112,5	85,9
set.	0,1	2,5	102,8	109,4	97,9	96,6	101,4	108,5	109,0	112,0	105,9	110,9	82,8
ott.	-2,9	2,8	104,1	109,6	94,9	101,4	102,8	110,7	112,4	106,0	108,2	111,8	89,8
nov.	3,1	9,1	106,2	112,1	98,0	103,1	104,7	114,4	118,0	107,5	111,7	115,3	95,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni 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											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
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	1,2	0,4	-0,7	1,1	6,5	0,5	1,0	1,4	
2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,6	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4	
3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,7	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5	
4° trim.	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1	
2021 set.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,5	1,4	0,4	3,3	3,6	
ott.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6	
nov.	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,8	0,3	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	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6	
2022 gen.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,8	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3	
feb. ³⁾	111,7	5,8	2,7	.	2,5	0,7	0,6	0,8	0,6	3,3	0,2	.	.	

	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 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.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6
feb. ³⁾	4,1	3,5	6,1	.	3,0	31,7	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima preliminare.

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
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
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	.	.	.
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	9,1	.
4° trim.	127,2	24,0	12,3	9,6	18,0	4,3	3,9	3,9	3,0	67,5	.	.	.
2021 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	66,1	-	-	-
dic.	130,5	26,3	12,3	10,1	18,7	4,7	4,5	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 gen.	137,3	30,6	13,9	11,7	20,2	5,7	6,1	6,3	4,8	85,6	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL							Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾		Importazioni ¹⁾	Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 1° trim.	108,1	1,5	1,5	1,1	2,5	1,2	1,0	0,9	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6
2° trim.	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
3° trim.	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
4° trim.	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2021 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	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,8	31,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4

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 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.	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
feb.	49,8	47,4	22,3	38,1	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8

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

4.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
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
2021	.	.	.	.	.	.	1,5
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
4° trim.	.	.	.	.	.	.	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html/html).

4 Prezzi e costi

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

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

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3													
	M2						M3-M2							
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12		
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	4		5	6	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	8	9	10
1	2													
	Consistenze													
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	1.464,7	9.796,5	11.261,2	927,5	2.507,6	3.435,1	14.696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15.488,9		
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.	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15.219,1		
4° trim.	1.464,7	9.796,5	11.261,2	927,5	2.507,6	3.435,1	14.696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15.488,9		
2021 ago.	1.435,9	9.519,2	10.955,2	914,2	2.487,1	3.401,3	14.356,5	112,8	617,9	36,9	767,5	15.124,0		
sett.	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15.219,1		
ott.	1.451,8	9.664,4	11.116,2	927,0	2.495,7	3.422,7	14.539,0	133,7	618,9	39,5	792,0	15.331,0		
nov.	1.459,9	9.698,3	11.158,1	928,9	2.499,4	3.428,3	14.586,5	126,1	644,5	40,7	811,3	15.397,8		
dic.	1.464,7	9.796,5	11.261,2	927,5	2.507,6	3.435,1	14.696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15.488,9		
2022 gen. ^(p)	1.481,9	9.816,3	11.298,2	951,8	2.512,7	3.464,4	14.762,6	131,2	610,1	30,2	771,5	15.534,2		
	Transazioni													
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	105,2	902,9	1.008,2	-118,4	67,2	-51,2	956,9	12,0	22,7	14,2	48,8	1.005,8		
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.	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,9	10,0	2,8	261,4		
4° trim.	21,1	190,6	211,7	17,1	14,4	31,5	243,2	-3,5	57,7	-25,6	28,6	271,8		
2021 ago.	8,5	81,1	89,5	-17,2	4,7	-12,5	77,0	-3,1	-0,1	1,0	-2,1	74,8		
sett.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,5	4,9	-17,0	0,9	-11,2	87,3		
ott.	8,2	47,6	55,8	24,0	2,3	26,3	82,1	13,2	18,0	1,2	32,4	114,5		
nov.	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5		
dic.	4,8	98,6	103,4	-1,9	8,5	6,6	110,0	-8,6	14,0	-24,6	-19,2	90,8		
2022 gen. ^(p)	17,2	15,0	32,2	24,6	5,7	30,3	62,5	12,7	-48,3	14,1	-21,6	40,9		
	Variazioni percentuali													
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	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	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	12,7	1,0	-	7,5	7,6		
4° trim.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9		
2021 ago.	8,6	11,4	11,1	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,4	7,7	-	12,7	8,0		
sett.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6		
ott.	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,9	3,9	197,2	11,2	7,7		
nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	104,2	12,3	7,4		
dic.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9		
2022 gen. ^(p)	7,7	9,3	9,0	-6,6	2,6	-0,1	6,8	14,8	-3,8	85,3	0,6	6,4		

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
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	2.980,7	2.527,3	309,9	140,3	3,2	7.659,1	4.960,7	437,3	2.260,3	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.249,2	2.823,4	290,7	128,7	6,5	8.083,3	5.375,4	373,0	2.334,2	0,7	1.236,8	228,3	551,6
2021 1° trim.	3.052,8	2.604,9	300,1	140,4	7,5	7.821,2	5.108,9	422,1	2.289,2	0,9	1.133,2	217,0	491,1
2° trim.	3.092,1	2.656,2	290,7	136,8	8,5	7.914,1	5.202,6	407,1	2.303,7	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	1.210,6	227,4	515,6
4° trim.	3.249,2	2.823,4	290,7	128,7	6,5	8.083,3	5.375,4	373,0	2.334,2	0,7	1.236,8	228,3	551,6
2021 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	1.187,0	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	1.210,6	227,4	515,6
ott.	3.188,1	2.758,2	292,7	128,9	8,2	8.040,3	5.332,5	383,5	2.323,3	1,0	1.244,7	239,2	508,5
nov.	3.212,1	2.783,7	291,5	129,5	7,5	8.058,5	5.354,2	377,8	2.325,6	1,0	1.233,2	231,9	517,0
dic.	3.249,2	2.823,4	290,7	128,7	6,5	8.083,3	5.375,4	373,0	2.334,2	0,7	1.236,8	228,3	551,6
2022 gen. ^(p)	3.234,1	2.802,4	294,3	127,1	10,3	8.134,1	5.424,7	364,9	2.343,1	1,4	1.266,5	238,6	538,5
Transazioni													
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	515,6	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	254,6	279,9	-21,3	-6,9	3,0	423,3	410,8	-65,0	77,6	-0,2	145,9	-8,3	48,2
2021 1° trim.	67,2	72,8	-10,0	0,1	4,2	160,6	146,0	-15,7	30,4	0,0	27,5	-18,2	-10,0
2° trim.	41,6	53,2	-9,2	-3,5	1,1	93,7	94,2	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
3° trim.	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,4	111,3	-18,3	15,5	-0,1	46,0	1,9	21,9
4° trim.	84,9	84,6	5,7	-2,3	-3,1	60,6	59,3	-16,0	17,2	0,1	38,0	2,3	32,7
2021 ago.	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,5	-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.	28,0	22,6	8,8	-2,0	-1,4	19,7	18,4	-5,3	6,2	0,4	34,6	11,9	-7,1
nov.	20,0	23,1	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
dic.	36,8	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,8	20,1	-4,9	8,8	-0,2	5,1	-3,7	34,5
2022 gen. ^(p)	-12,3	-19,6	3,1	0,5	3,7	44,6	43,0	-6,4	7,4	0,7	28,8	10,0	-13,1
Variazioni percentuali													
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	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 1° trim.	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	5,9	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	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
4° trim.	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 ago.	6,8	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,8	-1,8	6,1
sett.	7,1	10,3	-12,1	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
ott.	7,4	10,5	-10,1	-6,9	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,3	-0,4	6,0
nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,2	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
dic.	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 gen. ^(p)	7,5	9,3	-3,7	-4,1	55,9	5,3	8,0	-15,1	3,2	58,4	15,0	3,1	7,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2019	4.654,6	989,2	3.653,6	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.710,6	6.129,7	911,7	167,8	1.548,2	865,3
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,2	12.341,8	12.726,8	4.869,1	6.367,5	944,0	161,2	1.584,3	889,0
2021 1° trim.	6.069,4	994,5	5.073,2	14.457,5	12.058,9	12.411,5	4.766,3	6.187,3	953,7	151,6	1.518,5	880,2
2° trim.	6.217,0	1.003,7	5.211,6	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.736,2	6.250,2	942,1	149,1	1.523,2	887,2
3° trim.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.775,0	6.311,0	951,8	144,7	1.532,4	896,6
4° trim.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,2	12.341,8	12.726,8	4.869,1	6.367,5	944,0	161,2	1.584,3	889,0
2021 ago.	6.347,8	1.004,0	5.342,2	14.556,8	12.137,3	12.492,9	4.759,1	6.292,7	939,4	146,0	1.524,0	895,5
sett.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.775,0	6.311,0	951,8	144,7	1.532,4	896,6
ott.	6.391,9	987,4	5.402,9	14.682,9	12.231,6	12.592,5	4.795,3	6.334,5	947,2	154,6	1.555,8	895,5
nov.	6.476,2	987,3	5.487,3	14.739,4	12.310,2	12.659,5	4.821,0	6.360,0	968,7	160,6	1.541,7	887,4
dic.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,2	12.341,8	12.726,8	4.869,1	6.367,5	944,0	161,2	1.584,3	889,0
2022 gen. ^(p)	6.546,2	992,3	5.552,2	14.904,6	12.446,6	12.598,0	4.869,8	6.415,0	989,1	172,7	1.566,6	891,3
Transazioni												
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	1.041,9	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	570,6	480,8	515,8	176,4	262,2	51,9	-9,7	80,4	9,4
2021 1° trim.	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	56,1	60,7	39,2	-16,4	2,7	8,3
2° trim.	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,3	75,0	-10,8	-2,4	4,8	5,0
3° trim.	152,2	-4,7	156,9	136,9	122,5	125,4	40,1	65,9	23,5	-7,0	9,6	4,8
4° trim.	201,0	-1,2	202,0	229,8	175,3	227,5	98,6	60,7	-0,1	16,1	63,2	-8,7
2021 ago.	51,0	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1
sett.	38,0	-4,8	42,9	54,8	44,2	49,0	15,2	20,7	12,2	-3,9	8,6	2,0
ott.	31,9	-12,0	43,9	79,7	48,0	60,5	19,3	23,1	-4,4	9,9	35,2	-3,6
nov.	65,0	1,0	64,0	52,3	72,9	65,7	25,6	23,2	18,6	5,6	-14,0	-6,7
dic.	104,1	9,8	94,1	97,8	54,3	101,2	53,7	14,3	-14,3	0,5	41,9	1,6
2022 gen. ^(p)	11,6	-5,3	17,0	60,5	71,5	60,5	1,2	26,1	45,0	-0,7	-15,5	4,5
Variazioni percentuali												
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	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
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	6,4	-10,1	3,0	7,3
4° trim.	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 ago.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,7	-6,0	2,7	7,1
sett.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
ott.	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,4	3,5	1,9	4,3	6,3	-5,6	4,6	7,7
nov.	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,2	6,2
dic.	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 gen. ^(p)	10,8	0,1	13,0	4,3	4,4	4,6	3,7	4,4	8,2	4,7	4,5	1,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	4.710,6	4.832,1	897,6	1.010,2	2.802,8	6.129,7	6.398,1	700,6	4.724,7	704,4
2021	4.869,1	5.000,1	888,0	1.008,7	2.972,5	6.367,5	6.630,7	698,3	4.970,8	698,4
2021 1° trim.	4.766,3	4.888,3	893,9	1.016,7	2.855,8	6.187,3	6.450,4	696,7	4.787,4	703,2
2° trim.	4.736,2	4.857,3	832,4	970,4	2.933,3	6.250,2	6.509,1	694,1	4.852,6	703,5
3° trim.	4.775,0	4.890,0	835,1	972,2	2.967,7	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
4° trim.	4.869,1	5.000,1	888,0	1.008,7	2.972,5	6.367,5	6.630,7	698,3	4.970,8	698,4
2021 ago.	4.759,1	4.873,7	828,1	969,4	2.961,7	6.292,7	6.552,2	695,4	4.895,1	702,2
sett.	4.775,0	4.890,0	835,1	972,2	2.967,7	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
ott.	4.795,3	4.913,2	859,2	971,8	2.964,3	6.334,5	6.590,4	699,0	4.935,1	700,4
nov.	4.821,0	4.933,1	869,8	980,3	2.970,8	6.360,0	6.615,5	702,5	4.956,9	700,6
dic.	4.869,1	5.000,1	888,0	1.008,7	2.972,5	6.367,5	6.630,7	698,3	4.970,8	698,4
2022 gen. ^(p)	4.869,8	4.843,8	888,0	1.000,6	2.981,1	6.415,0	6.615,5	696,5	5.010,8	707,7
Transazioni										
2019	115,0	142,5	-13,0	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	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,4	209,0	-2,3	3,4	175,2	262,2	268,4	10,8	254,9	-3,5
2021 1° trim.	56,1	58,3	-3,8	6,8	53,1	60,7	58,0	-2,2	63,2	-0,3
2° trim.	-18,3	-22,0	-57,6	-43,0	82,2	75,0	70,4	2,3	72,1	0,6
3° trim.	40,1	44,5	4,1	1,9	34,1	65,9	67,6	4,1	64,0	-2,2
4° trim.	98,6	128,3	55,1	37,7	5,8	60,7	72,4	6,6	55,7	-1,6
2021 ago.	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,5	-0,9
sett.	15,2	19,8	7,0	2,4	5,8	20,7	21,3	2,1	19,7	-1,2
ott.	19,3	25,9	23,8	-0,9	-3,6	23,1	23,0	2,8	20,3	0,1
nov.	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,2	24,2	4,7	18,8	-0,3
dic.	53,7	79,6	20,6	29,0	4,0	14,3	25,2	-0,9	16,6	-1,4
2022 gen. ^(p)	1,2	0,7	-1,2	-8,2	10,6	26,1	25,7	-2,6	24,2	4,5
Variazioni percentuali										
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	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	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.	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2021 ago.	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,1	0,1	5,8	0,1
sett.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
ott.	1,9	2,6	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,3
nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,2	1,6	5,5	-0,3
dic.	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2022 gen. ^(p)	3,7	4,4	0,4	0,0	6,1	4,4	4,3	1,4	5,5	0,3

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

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

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

5 Moneta e credito

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
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	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2021 1° trim.	704,0	6.891,3	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,2	1.409,5	400,9	127,2	130,2
2° trim.	680,1	6.847,3	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,3	1.411,7	359,9	123,7	134,5
3° trim.	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
4° trim.	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2021 ago.	708,7	6.873,8	1.851,2	39,0	1.960,7	3.022,9	1.446,7	355,2	125,3	128,4
sett.	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
ott.	739,5	6.872,5	1.842,7	38,1	2.002,6	2.989,0	1.392,0	476,1	140,0	147,6
nov.	706,9	6.905,5	1.830,9	37,7	2.011,9	3.025,1	1.394,9	399,7	144,5	149,9
dic.	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2022 gen. ³⁾	724,6	6.880,8	1.840,6	36,8	1.992,8	3.010,6	1.346,7	342,0	164,1	157,5
Transazioni										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,6	-74,2	-5,0	-39,8	82,4	-117,4	-98,0	-11,3	-2,3
2021 1° trim.	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
2° trim.	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
3° trim.	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
4° trim.	106,7	8,2	-13,3	-1,6	6,1	16,9	-67,2	23,1	-20,2	-9,2
2021 ago.	22,0	-9,3	-10,0	-0,4	-3,9	5,0	2,6	1,3	-8,0	-4,8
sett.	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
ott.	48,6	17,1	-7,7	-0,5	23,8	1,5	4,5	64,2	0,9	1,6
nov.	-32,3	-11,9	-13,4	-0,5	1,0	1,0	-31,7	-63,2	4,6	2,2
dic.	90,4	2,9	7,8	-0,6	-18,7	14,4	-39,9	22,1	-25,7	-13,1
2022 gen. ³⁾	-72,6	-16,1	-16,1	-0,3	-14,1	14,4	-16,1	-103,8	45,8	21,1
Variazioni percentuali										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
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	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
4° trim.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 ago.	-12,0	-0,7	-3,8	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
sett.	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
ott.	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,5	-	-	-5,9	-4,3
nov.	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,4	3,5	-	-	-2,4	1,9
dic.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 gen. ³⁾	4,9	-0,4	-4,5	-12,1	-1,5	3,3	-	-	11,7	7,7

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 ¹⁾

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Scadenze fino a 1 anno			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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
2021	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2020 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
3° trim.	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
2021 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	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 gen.	15,1	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,6

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2017	-0,7	1,3	-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
Debito pubblico									
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
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
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
Debito pubblico										
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

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 9 marzo 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-22-002-IT-N (online)