



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 5 / 2022



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	13
3 Prezzi e costi	22
4 Andamenti del mercato finanziario	29
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	32
Riquadri	40
1 Flussi commerciali con la Russia dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina	40
2 La dinamica della quota dei salari e gli effetti di secondo impatto sull'inflazione dopo i rincari dei beni energetici negli anni '70 e oggi	48
3 Il risparmio delle famiglie durante la pandemia di COVID-19 e le implicazioni per la ripresa dei consumi	56
4 Possibili effetti dei più elevati prezzi del petrolio sul prodotto potenziale dell'area dell'euro	62
5 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	67
6 Aspettative sui prezzi di vendita tra le imprese dell'area dell'euro	70
7 La risposta delle politiche di bilancio dell'area dell'euro alla guerra in Ucraina e il suo impatto macroeconomico	76
Articoli	83
1 La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi	83
2 Assicurare la libertà di scelta nell'utilizzo degli strumenti di pagamento: l'accesso al contante nell'area dell'euro	104
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 21 luglio 2022, in linea con il forte impegno ad assolvere il suo mandato di preservare la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha adottato ulteriori misure fondamentali per assicurare un ritorno dell'inflazione sul suo obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE e ha approvato lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (Transmission Protection Instrument, TPI).

Il Consiglio direttivo ha ritenuto opportuno che il primo passo sul percorso di normalizzazione dei tassi di riferimento fosse più ampio rispetto a quanto segnalato nella riunione precedente. Questa decisione si è basata sull'aggiornamento della valutazione del Consiglio direttivo sui rischi di inflazione e sul sostegno rafforzato che il TPI fornisce all'efficace trasmissione della politica monetaria. Ciò sosterrà il ritorno dell'inflazione sull'obiettivo di medio termine del Consiglio direttivo consolidando l'ancoraggio delle aspettative di inflazione e assicurando un riallineamento delle condizioni della domanda tale da conseguire l'obiettivo di inflazione nel medio periodo.

Nelle prossime riunioni del Consiglio direttivo sarà opportuna un'ulteriore normalizzazione dei tassi di interesse. Anticipare l'uscita dai tassi di interesse negativi alla riunione di luglio consente al Consiglio direttivo di passare a un approccio in cui le decisioni sui tassi vengono prese volta per volta. L'evoluzione futura dei tassi di riferimento definita dal Consiglio direttivo continuerà a essere dipendente dai dati e contribuirà al conseguimento dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento nel medio termine. Nel contesto della normalizzazione della politica monetaria, il Consiglio direttivo valuterà le opzioni per la remunerazione della liquidità in eccesso.

Il Consiglio direttivo ha ritenuto necessaria l'istituzione del TPI al fine di sostenere l'efficace trasmissione della politica monetaria. In particolare, mentre il Consiglio direttivo prosegue nel percorso di normalizzazione, il TPI assicurerà che l'orientamento di politica monetaria sia trasmesso in modo ordinato in tutti i paesi dell'area dell'euro. L'unicità della politica monetaria del Consiglio direttivo è un presupposto affinché la BCE possa adempiere il mandato di mantenere la stabilità dei prezzi.

Il TPI rappresenta un ulteriore strumento a disposizione del Consiglio direttivo, attivabile per contrastare ingiustificate e disordinate dinamiche di mercato che mettono seriamente a repentaglio la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area dell'euro. La portata degli acquisti del TPI dipenderà dalla gravità dei rischi per la trasmissione della politica monetaria. Gli acquisti non sono soggetti a restrizioni

ex ante. Salvaguardando il meccanismo di trasmissione, il TPI consentirà al Consiglio direttivo di adempiere più efficacemente il mandato di preservare la stabilità dei prezzi.

In ogni caso, la flessibilità nel reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) rimane la prima linea di difesa al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione connessi alla pandemia.

Attività economica

Dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, tenutasi a giugno, nelle principali economie avanzate l'attività economica ha subito un rallentamento. Negli Stati Uniti, a maggio, la spesa per consumi ha registrato un andamento inatteso, notevolmente al ribasso, mentre l'incremento dell'occupazione si conferma robusto. I rischi al ribasso per le prospettive statunitensi sono complessivamente aumentati. Nel Regno Unito i dati sull'attività economica hanno evidenziato una flessione inattesa e l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori ha raggiunto un minimo storico. In Cina la crescita è in ripresa, dopo la fine dell'ondata più recente della pandemia che ha colpito il paese, ma resta debole. Nel contempo, nelle principali economie avanzate l'aumento dell'inflazione prosegue, con elevati incrementi rispetto al mese precedente, e si sta propagando in misura crescente al settore dei servizi. Dalla riunione di giugno del Consiglio direttivo i corsi petroliferi sono diminuiti di circa il 14 per cento, in quanto i più elevati rischi di un rallentamento economico gravano maggiormente delle turbative dal lato dell'offerta. I prezzi del gas in Europa hanno subito un brusco incremento a causa della riduzione dell'offerta da parte della Russia, comportando un inasprimento dello shock energetico nonostante il calo delle quotazioni del petrolio.

L'attività economica nell'area dell'euro sta rallentando. L'aggressione ingiustificata della Russia verso l'Ucraina rappresenta un persistente freno alla crescita. L'impatto dell'elevata inflazione sul potere d'acquisto, i perduranti vincoli dal lato dell'offerta e la maggiore incertezza esercitano un effetto frenante sull'economia. Le imprese continuano a fronteggiare costi più elevati e interruzioni nelle catene di approvvigionamento, sebbene vi siano timidi segnali di un allentamento di alcune strozzature dal lato dell'offerta. Considerati congiuntamente, tali fattori stanno gettando più di un'ombra sulle prospettive per la seconda metà del 2022 e oltre.

Al tempo stesso, l'attività economica continua a trarre beneficio dalla riapertura dell'economia, dal vigore del mercato del lavoro e dal sostegno fornito dalle politiche di bilancio. In particolare, la piena riapertura dell'economia sta sostenendo la spesa nel settore dei servizi. Con la ripresa dei viaggi, il turismo dovrebbe favorire l'economia nel terzo trimestre di quest'anno. I consumi sono sostenuti dai risparmi accumulati dalle famiglie durante la pandemia e dalla solidità del mercato del lavoro.

La politica di bilancio sta contribuendo ad attenuare l'impatto della guerra in Ucraina per coloro che risentono maggiormente dei rincari dell'energia. Le misure temporanee e mirate dovrebbero essere concepite in modo da limitare il rischio di

alimentare pressioni inflazionistiche. Le politiche di bilancio in tutti i paesi dovrebbero mirare a preservare la sostenibilità del debito e ad aumentare il potenziale di crescita in modo sostenibile per rafforzare la ripresa.

Inflazione

A giugno l'inflazione è ulteriormente salita all'8,6 per cento. L'impennata dei prezzi dei beni energetici è stata ancora la componente più importante dell'inflazione complessiva. Gli indicatori ricavati dai mercati suggeriscono che le quotazioni dei beni energetici a livello mondiale rimarranno elevate nel breve periodo. Si è inoltre registrato un ulteriore aumento dell'inflazione dei beni alimentari, attestatasi all'8,9 per cento a giugno, riflettendo in parte la rilevanza di Ucraina e Russia quali produttori di beni agricoli.

Altri contributi agli elevati tassi di inflazione attuali provengono dal perdurare delle strozzature dal lato dell'offerta di beni industriali e dalla domanda in ripresa, in particolare nel settore dei servizi. Le pressioni sui prezzi si stanno diffondendo in un numero crescente di settori, in parte a causa dell'impatto indiretto degli elevati costi dei beni energetici sull'intera economia. Di conseguenza, la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è ulteriormente aumentata.

A causa delle perduranti pressioni provenienti dai prezzi dei beni energetici e alimentari e delle pressioni inflazionistiche lungo la catena di formazione dei prezzi, il Consiglio direttivo si attende che l'inflazione si mantenga su livelli superiori a quelli desiderabili per qualche tempo. Maggiori pressioni inflazionistiche derivano altresì dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. In una prospettiva di più lungo periodo, tuttavia, in assenza di nuove turbative, i costi dell'energia dovrebbero stabilizzarsi e le strozzature dal lato dell'offerta dovrebbero attenuarsi; ciò, unitamente alla normalizzazione in atto della politica monetaria, dovrebbe contribuire al ritorno dell'inflazione sull'obiettivo fissato dal Consiglio direttivo.

Le condizioni nel mercato del lavoro si mantengono solide. A maggio la disoccupazione è scesa al minimo storico del 6,6 per cento. I posti di lavoro vacanti in molti settori mostrano la presenza di una vigorosa domanda di lavoro. La crescita salariale, anche in base agli indicatori anticipatori, ha continuato ad aumentare gradualmente negli ultimi mesi, pur rimanendo nel complesso contenuta. Nel corso del tempo, il rafforzamento dell'economia e alcuni effetti di recupero dovrebbero sostenere una più rapida crescita delle retribuzioni. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, anche se le recenti revisioni al di sopra dell'obiettivo di alcuni indicatori richiedono un costante monitoraggio.

Valutazione dei rischi

Il protrarsi della guerra in Ucraina continua a rappresentare una fonte di significativi rischi al ribasso per la crescita, soprattutto se le forniture di energia dalla Russia

dovessero subire interruzioni tali da determinare un razionamento per imprese e famiglie. La guerra potrebbe inoltre determinare un ulteriore deterioramento del clima di fiducia e aggravare i vincoli dal lato dell'offerta, mentre i costi dei beni energetici e alimentari potrebbero rimanere persistentemente più elevati del previsto. Un rallentamento più rapido della crescita mondiale rappresenterebbe inoltre un rischio per le prospettive dell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive di inflazione continuano a essere orientati al rialzo e si sono intensificati, soprattutto nel breve periodo. Nel medio termine tali rischi sono rappresentati da contrazioni durature della capacità produttiva dell'economia, prezzi dei beni energetici e alimentari persistentemente elevati, aspettative di inflazione superiori all'obiettivo del Consiglio direttivo e aumenti salariali maggiori di quanto previsto. Tuttavia, un eventuale indebolimento della domanda nel medio periodo ridurrebbe le pressioni sui prezzi.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato sono stati volatili in ragione della pronunciata incertezza economica e geopolitica. I costi della provvista bancaria sono aumentati negli ultimi mesi, ciò si è tradotto in tassi sui prestiti bancari sempre più elevati, in particolare per le famiglie. Il volume dei prestiti bancari alle famiglie, pur rimanendo elevato, dovrebbe diminuire in considerazione della minore domanda. Anche il credito alle imprese è stato solido, giacché gli elevati costi di produzione, l'accumulo di scorte e il minore ricorso al finanziamento sul mercato hanno generato una richiesta costante di credito bancario. Allo stesso tempo, la domanda di prestiti per finanziare gli investimenti è diminuita. L'espansione dell'aggregato monetario ha continuato a diminuire a causa del calo del risparmio liquido e degli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema.

L'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indica che i criteri per la concessione del credito sono divenuti più restrittivi per tutte le categorie di prestiti nel secondo trimestre dell'anno, in relazione ai maggiori timori delle banche circa i rischi cui è esposta la clientela nell'attuale contesto di incertezza. Le banche prevedono di continuare a inasprire i criteri di concessione del credito nel terzo trimestre.

Conclusioni

In sintesi, l'inflazione continua a mantenersi su livelli superiori a quelli desiderabili e ci si attende che rimanga al di sopra dell'obiettivo fissato dal Consiglio direttivo per qualche tempo. I dati più recenti indicano un rallentamento della crescita che getta delle ombre sulle prospettive per la seconda metà del 2022 e oltre. Allo stesso tempo, tale rallentamento è attenuato da una serie di fattori favorevoli.

Nella riunione del 21 luglio 2022 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e ha approvato il TPI. Nelle prossime riunioni sarà opportuna un'ulteriore normalizzazione dei tassi di interesse. L'evoluzione futura dei

tassi di riferimento continuerà a essere dipendente dai dati e contribuirà al conseguimento dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento nel medio termine da parte del Consiglio direttivo.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti nell'ambito del suo mandato per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Il nuovo TPI garantirà l'ordinata trasmissione dell'orientamento di politica monetaria in tutta l'area dell'euro mentre il Consiglio direttivo continua ad adeguare tale orientamento per far fronte all'elevata inflazione.

Decisioni di politica monetaria

Il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale saranno innalzati rispettivamente allo 0,50 per cento, allo 0,75 per cento e allo 0,00 per cento, con effetto dal 27 luglio 2022.

Nelle prossime riunioni del Consiglio direttivo sarà opportuna un'ulteriore normalizzazione dei tassi di interesse. Anticipare l'uscita dai tassi di interesse negativi consente al Consiglio direttivo di passare a un approccio in cui le decisioni sui tassi vengono prese volta per volta. L'evoluzione futura dei tassi di riferimento definita dal Consiglio direttivo continuerà a essere dipendente dai dati e contribuirà al conseguimento dell'obiettivo di inflazione del 2 per cento nel medio termine.

Il Consiglio direttivo ha approvato il TPI. Ha ritenuto necessaria l'istituzione del TPI al fine di sostenere l'efficace trasmissione della politica monetaria¹. In particolare, mentre il Consiglio direttivo prosegue nel percorso di normalizzazione, il TPI assicurerà che l'orientamento di politica monetaria sia trasmesso in modo ordinato in tutti i paesi dell'area dell'euro. L'unicità della politica monetaria del Consiglio direttivo è un presupposto affinché la BCE possa adempiere il mandato di mantenere la stabilità dei prezzi.

Nel rispetto dei criteri stabiliti, l'Eurosistema sarà in grado di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli emessi in giurisdizioni che presentano un deterioramento delle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali specifici del paese, al fine di contrastare, nella misura necessaria, i rischi per il meccanismo di trasmissione. La portata degli acquisti del TPI dipenderà dalla gravità dei rischi per la trasmissione della politica monetaria. Gli acquisti non sono soggetti a restrizioni ex ante.

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività (PAA) per un prolungato periodo di tempo, successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché

¹ Per maggiori informazioni sul TPI, cfr. il [comunicato stampa](#) del 21 luglio 2022.

sarà necessario per mantenere condizioni di abbondante liquidità e un orientamento adeguato di politica monetaria.

Per quanto riguarda il PEPP, il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma 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 di politica monetaria.

Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP è reinvestito in maniera flessibile, al fine di contrastare i rischi connessi alla pandemia per il meccanismo di trasmissione. La flessibilità dei reinvestimenti del PEPP continuerà a essere la prima linea di difesa per contrastare tali rischi.

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, esso riesaminerà regolarmente come le operazioni mirate di rifinanziamento contribuiscono all'orientamento della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti nell'ambito del suo mandato per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Il nuovo TPI del Consiglio direttivo salvaguarderà l'ordinata trasmissione dell'orientamento di politica monetaria in tutta l'area dell'euro.

Contesto esterno

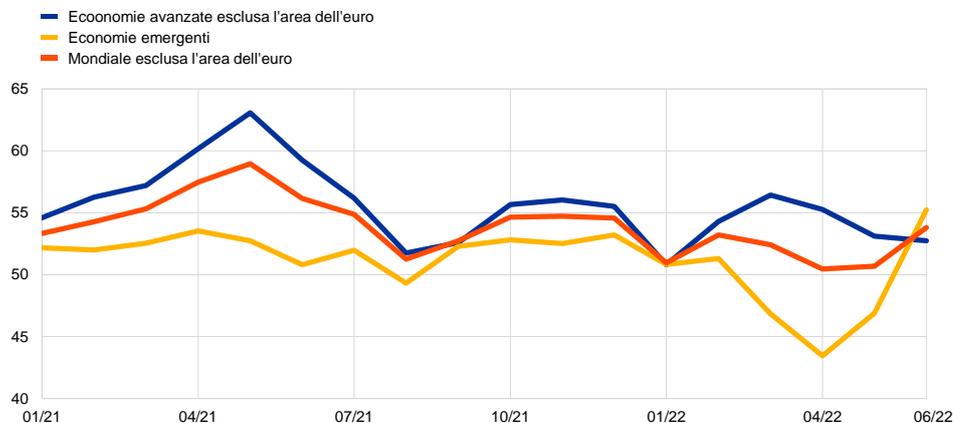
Dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, tenutasi a giugno, l'attività economica ha subito un rallentamento nelle principali economie avanzate. Negli Stati Uniti a maggio la spesa per consumi ha registrato un andamento notevolmente inferiore alle attese, mentre l'incremento dell'occupazione si conferma robusto. I rischi al ribasso per le prospettive statunitensi sono complessivamente aumentati. Nel Regno Unito i dati relativi all'attività hanno evidenziato una flessione inattesa e l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori ha raggiunto un minimo storico. In Cina la crescita è in ripresa, dopo la fine dell'ondata più recente di coronavirus (COVID-19) che ha colpito il paese, ma resta debole. Nel contempo, nelle principali economie avanzate l'aumento dell'inflazione prosegue, con elevati incrementi sul mese precedente, e si sta propagando in misura crescente al settore dei servizi. Dalla riunione di giugno del Consiglio direttivo i corsi petroliferi sono diminuiti di circa il 14 per cento, in quanto i maggiori rischi di un rallentamento economico più che compensano le turbative dal lato dell'offerta. Nonostante la diminuzione delle quotazioni del petrolio, i prezzi del gas in Europa hanno subito un brusco incremento, comportando un inasprimento dello shock dei beni energetici.

I dati recenti sull'attività economica internazionale indicano una moderazione della crescita in un contesto caratterizzato da livelli elevati di inflazione e da una normalizzazione della politica monetaria in tutto il mondo. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per le economie avanzate, esclusa l'area dell'euro, è diminuito nel periodo compreso tra aprile e giugno, riflettendo, in particolare, i deboli valori registrati negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Per contro, l'attività nei mercati emergenti è migliorata significativamente a giugno, principalmente per effetto dell'impennata dell'attività in Cina (cfr. il grafico 1). Il forte miglioramento di giugno in Cina ha fatto seguito all'andamento positivo della pandemia e alla conseguente revoca di molte misure di contenimento a maggio. Sia l'indice dell'attività mondiale, basato su indicatori ad alta frequenza, sia i dati del PMI di giugno segnalano un lieve indebolimento dell'attività, soprattutto nelle economie avanzate. Se da un lato parte dell'incertezza legata alla guerra in Ucraina si sta lentamente attenuando, dall'altro l'inflazione grava sul reddito disponibile reale e sulla domanda aggregata. Sebbene l'allentamento delle misure di contenimento legate alla pandemia sia destinato a sostenere la crescita in Asia, nei prossimi mesi ci si attende un'ulteriore moderazione dell'attività mondiale. In risposta all'aumento dell'inflazione, le banche centrali delle economie sia avanzate sia emergenti stanno progressivamente normalizzando il proprio orientamento di politica monetaria.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto

(indici di diffusione)



Fonti: IHS Markit, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2022.

Le interruzioni nelle catene mondiali di approvvigionamento si sono ulteriormente attenuate. A giugno l'indice PMI dei tempi di consegna da parte dei fornitori è tornato su livelli prossimi a quelli precedenti la guerra in Ucraina nella maggior parte delle economie, dopo il peggioramento riscontrato ad aprile e maggio. A livello mondiale anche il PMI relativo alle carenze dal lato dell'offerta è migliorato e le pressioni sui prezzi si sono attenuate. Inoltre, i recenti dati ad alta frequenza dell'attività relativa al porto di Shanghai indicano che in Cina le tensioni dal lato dell'offerta nel settore del trasporto marittimo si stanno attenuando. Sono previsti ulteriori miglioramenti delle reti produttive mondiali con la revoca delle misure di contenimento connesse alla pandemia e l'attenuarsi dell'impatto della guerra in Ucraina sulle catene di approvvigionamento. In prospettiva, il calo del PMI di giugno relativo ai prezzi degli input e l'allentamento delle turbative all'offerta potrebbero fornire segnali di una lieve attenuazione delle pressioni inflazionistiche dal lato dell'offerta. A causa della guerra persistono, tuttavia, strozzature nella fornitura di beni alimentari di prima necessità, quali frumento e granturco, e di fertilizzanti, con ripercussioni su economie emergenti già vulnerabili, in particolare in Africa e in Medio Oriente.

L'interscambio mondiale ha subito un'ulteriore contrazione a causa della guerra tra Russia e Ucraina e delle misure di contenimento della pandemia adottate in Cina. Ad aprile il commercio di beni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) ha subito una contrazione per il terzo mese consecutivo ed è diminuito dell'1,9 per cento rispetto a gennaio 2022. Nonostante un lieve miglioramento, l'indice della BCE relativo al commercio e il PMI per i nuovi ordinativi dall'estero di giugno continuano a evidenziare una contrazione. Tuttavia, ci si attende ancora una moderata crescita del commercio mondiale di beni nel 2022 e nel 2023.

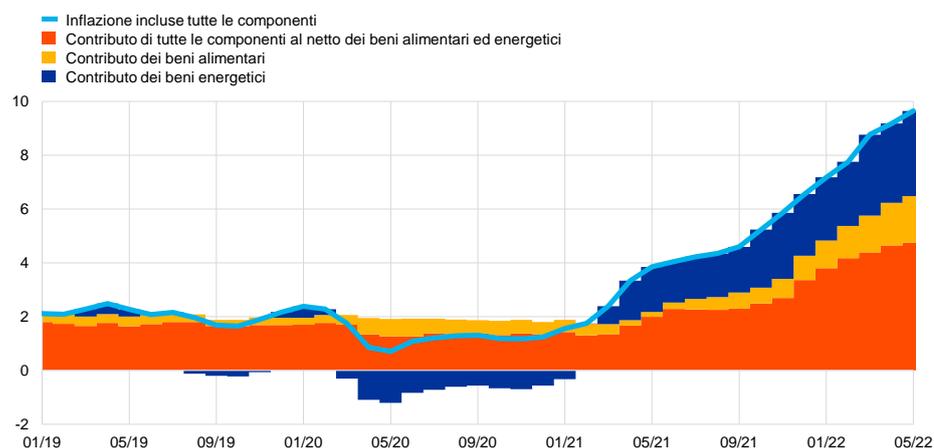
Le pressioni inflazionistiche a livello mondiale si stanno propagando al settore dei servizi. A maggio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE è aumentata al 9,6 per cento, dal 9,2 di aprile, per effetto delle componenti energetica e alimentare e, in misura minore,

dell'inflazione di fondo (cfr. il grafico 2). In molte delle principali economie avanzate l'inflazione si sta propagando anche ai servizi, a seguito del rialzo dei costi degli input e del riorientamento della domanda verso i servizi, a scapito dei beni.

Grafico 2

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE, Haver Analytics ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022.

I corsi petroliferi sono scesi del 14 per cento dalla riunione del Consiglio direttivo tenutasi a giugno, dal momento che i mercati hanno iniziato a metabolizzare un rallentamento dell'attività dell'economia reale. I prezzi del petrolio sono stati sostenuti dal graduale riavvio dell'economia cinese e dai perduranti vincoli dal lato dell'offerta, ma ciò è stato controbilanciato da prospettive di crescita più deboli. Questi fattori hanno inciso anche sui prezzi di altre materie prime: sia per i metalli sia per le derrate alimentari si registrano livelli di prezzi inferiori a quelli precedenti l'invasione russa in Ucraina. I recenti progressi compiuti nel creare un corridoio sicuro per le spedizioni marittime di cereali ucraini hanno consentito una diminuzione dei prezzi di frumento e granoturco dall'ultima riunione del Consiglio direttivo. I prezzi del gas sono aumentati bruscamente (+119 per cento) a seguito di carenze dal lato dell'offerta. Recentemente la riduzione delle forniture di gas dalla Russia alla Germania ha determinato una nuova impennata dei prezzi, dopo un periodo di calo in Europa grazie al forte aumento delle scorte.

Negli Stati Uniti la crescita economica ha registrato una brusca perdita di slancio nel secondo trimestre. A maggio la spesa per consumi è stata notevolmente inferiore rispetto alle attese e per aprile è stata rivista al ribasso. Inoltre, l'indicatore di fiducia calcolato dall'Università del Michigan (University of Michigan Consumer Sentiment Index) a giugno è sceso al livello più basso mai registrato dall'inizio delle rilevazioni, negli anni '50. Anche il mercato dell'edilizia residenziale mostra segnali di rallentamento, con il dato sulle nuove case in costruzione che a maggio ha sorpreso al ribasso. Per contro, le condizioni nel mercato del lavoro restano tese e i consumatori continuano a detenere un eccesso di risparmio che potrebbe sostenere la spesa in futuro. Nel complesso, sono aumentati i rischi al ribasso per le prospettive di crescita, in un contesto di maggiore

incertezza. Sul versante nominale, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita all'8,6 per cento a maggio e al 9,1 a giugno, superando le aspettative dei mercati. L'IPC complessivo è salito all'1,0 per cento a maggio e all'1,3 a giugno rispetto al mese precedente, collocandosi su tassi storicamente elevati. Quanto al rischio di recessione, un'indagine condotta tra gli economisti a fine giugno dal Wall Street Journal ha individuato una probabilità di recessione del 44 per cento nei prossimi dodici mesi.

In Cina la revoca delle misure di contenimento del COVID-19 ha determinato una ripresa dell'attività economica a giugno, ma la crescita di fondo rimane debole e permangono elevati rischi al ribasso. A seguito di una forte diminuzione dei casi di COVID-19 agli inizi di giugno, le misure di contenimento sono state allentate ulteriormente; di conseguenza gli indicatori di mobilità si sono collocati su livelli prossimi alla normalità. Dati quantitativi mensili relativi all'attività hanno segnato un parziale recupero a maggio e sono attesi ulteriori miglioramenti per il periodo di giugno, dato il forte aumento dell'indice PMI composito relativo al prodotto oltre i livelli precedenti la pandemia. Per il futuro sono state annunciate ulteriori misure di sostegno fiscale che probabilmente sosterranno la spesa per infrastrutture nel terzo trimestre. Ci si attende tuttavia che quest'anno la crescita del PIL rimanga significativamente al di sotto dell'obiettivo ufficiale del 5,5 per cento per il 2022, in parte frenata dalla persistente debolezza del settore immobiliare.

In Giappone l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC rimane al di sopra dell'obiettivo fissato dalla banca centrale nipponica. L'impennata del tasso di inflazione ad aprile ha rispecchiato il venir meno di forti effetti base negativi connessi alle tariffe di telefonia mobile. A maggio l'inflazione complessiva è rimasta invariata al 2,5 per cento, sostenuta dagli elevati prezzi dei beni energetici e alimentari, mentre l'inflazione di fondo è aumentata solo marginalmente. L'indagine Tankan di giugno ha segnalato che le imprese potrebbero gradualmente trasferire i rincari degli input ai prezzi finali. Nonostante le crescenti pressioni di mercato, la Banca del Giappone ha mantenuto la propria politica di controllo della curva dei rendimenti. Il tasso di divergenza con le altre principali banche centrali ha accresciuto le pressioni al ribasso sullo yen, che ha raggiunto livelli mai osservati dopo la crisi finanziaria asiatica del 1997. Ciononostante, la Banca del Giappone non ha segnalato variazioni del proprio orientamento di politica monetaria.

Nel Regno Unito lo slancio espansivo sta ulteriormente perdendo vigore in un contesto caratterizzato da un peggioramento del clima di fiducia delle imprese e da un aumento dell'inflazione che sta gravando sulla domanda dei consumatori. Il PIL mensile ad aprile ha mostrato risultati al ribasso inattesi. Anche le vendite al dettaglio sono diminuite e l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori è sceso a un minimo storico. A maggio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 9,1 per cento, mentre le spinte inflazionistiche si sono propagate in misura crescente al settore dei servizi. I salari reali sono diminuiti bruscamente e gli indicatori di breve periodo segnalano un deterioramento del clima di fiducia delle imprese. È probabile che il PIL del Regno Unito si sia contratto nel secondo trimestre.

In Russia i dati recenti continuano a segnalare un peggioramento delle condizioni economiche.

L'impatto della guerra sull'economia russa sta iniziando ad ampliarsi. A maggio la produzione industriale e le vendite al dettaglio hanno continuato a diminuire, mentre la produzione automobilistica si è quasi completamente interrotta. Tuttavia, i dati sul PIL per il primo trimestre e quelli sul conto corrente per il secondo potrebbero indicare che il crollo nel 2022 sarà meno grave del previsto. L'inflazione complessiva è scesa al 16 per cento a metà giugno (dopo il 18 per cento di aprile e il 17 per cento di maggio), principalmente a causa dell'apprezzamento del rublo e del calo della domanda da parte dei consumatori. Il 10 giugno la Banca centrale russa ha ridotto per la quarta volta il tasso di riferimento, al 9,5 per cento (dall'11 per cento di maggio), riportandolo allo stesso livello fissato prima dell'aumento al 20 per cento applicato in via emergenziale a febbraio, a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina e dell'imposizione delle conseguenti sanzioni.

2 Attività economica

Dopo aver segnato un tasso di espansione dello 0,5 per cento nel primo trimestre del 2022, sospinto dai contributi forniti dall'interscambio netto e dalle scorte, nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe essere stata trainata dalla riapertura delle attività economiche. Quest'ultima ha sostenuto la ripresa dei consumi di servizi a elevata intensità di contatti e il dinamismo del settore turistico, che dovrebbero verosimilmente supportare la crescita nel terzo trimestre. Nel contempo, persistenti fattori sfavorevoli quali il protrarsi della guerra russo-ucraina, l'elevata inflazione, le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento e le più rigide condizioni di finanziamento continuano a gravare sulla crescita². Nei trimestri a venire l'elevata incertezza, le pressioni sui prezzi delle materie prime (in parte determinati dalla minore offerta di gas dalla Russia) e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovrebbero frenare la spesa per consumi e investimenti. Inoltre, un'ulteriore riduzione delle forniture di gas dalla Russia, con la prospettiva di razionamenti nei mesi autunnali e invernali, potrebbe indebolire l'attività economica in misura significativa e determinare nuovi rincari energetici. Tuttavia, l'impatto di ulteriori turbative energetiche potrebbe essere attenuato dalla tenuta del mercato del lavoro, dagli elevati livelli di risparmio accumulato e da misure di bilancio aggiuntive e mirate.

Nel secondo trimestre del 2022 la crescita del PIL in termini reali dovrebbe essere stata sostenuta dalla ripartenza dell'economia e dalla vigorosa attività nel settore del turismo, malgrado la guerra in Ucraina, l'elevata inflazione, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e la persistente incertezza.

Nel primo trimestre del 2022 il PIL in termini reali nell'area dell'euro è cresciuto dello 0,5 per cento sul periodo precedente, trainato dal contributo positivo fornito dall'interscambio netto e dalle scorte, mentre la domanda interna ha segnato una contrazione. Se si esclude l'Irlanda, il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Per il secondo trimestre del 2022, l'impatto positivo sull'attività dell'area dell'euro esercitato dalla revoca delle restrizioni dovute alla pandemia sembra avere più che compensato il persistere di fattori sfavorevoli alla spesa per consumi e investimenti. Tali osservazioni trovano riscontro nei dati più recenti. Nei primi due mesi del secondo trimestre la produzione industriale (al netto delle costruzioni) si è collocata lievemente al di sotto del livello segnato nel primo trimestre, in linea con il contributo trascurabile del settore manifatturiero alla crescita. Nell'area dell'euro l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato, in media, a 54,2 nel secondo trimestre, solo lievemente al di sotto del valore registrato nel periodo precedente (cfr. il grafico 3). A giugno il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero ha segnato una contrazione per la prima volta da giugno 2020, scendendo al di sotto di 50 (cfr. il pannello a) del grafico 4). Ciò ha indicato un indebolimento dell'attività nel comparto manifatturiero, in particolare

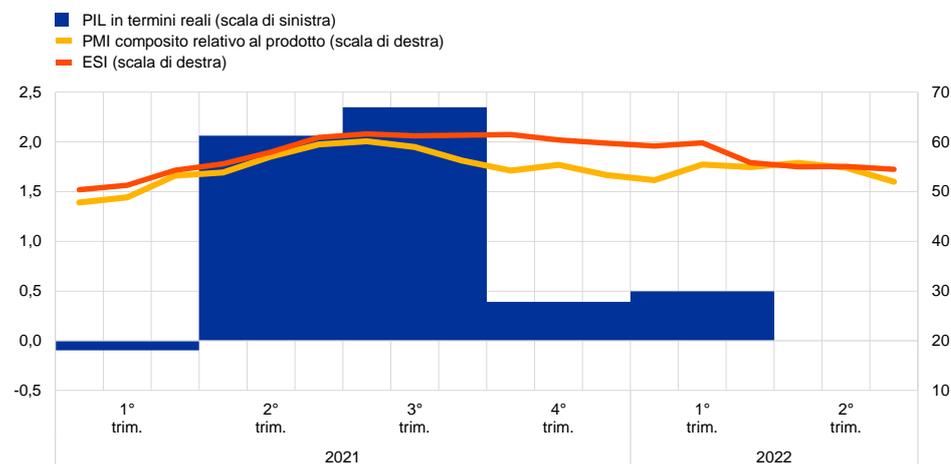
² In base alla stima rapida diffusa dall'Eurostat il 29 luglio, nel secondo trimestre del 2022 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,7 per cento sul trimestre precedente. Tale stima, inaspettatamente robusta e non disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio, sembra essere supportata dal forte contributo offerto dal settore dei servizi, in un contesto caratterizzato dalla riapertura delle attività economiche, insieme al più debole settore industriale.

a causa delle forti turbative lungo le catene di approvvigionamento, degli elevati prezzi delle materie prime a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina e dell'aumento dell'incertezza complessiva. A giugno, inoltre, il PMI relativo ai nuovi ordinativi nel settore manifatturiero ha continuato a diminuire, mentre il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori ha mostrato che, pur rimanendo tese, le strozzature dal lato dell'offerta si sono in una certa misura attenuate. Per contro, nel secondo trimestre del 2022 l'attività nel settore dei servizi ha segnato una ripresa e nel terzo trimestre dovrebbe ulteriormente rafforzarsi. In tale comparto ad aprile la produzione è stata superiore del 2,4 per cento rispetto al livello del primo trimestre dell'anno, di riflesso a uno spostamento della domanda dai beni ai servizi a seguito della riapertura delle attività economiche. Nel secondo trimestre il PMI relativo all'attività nei servizi si è collocato in media a 55,6, in lieve miglioramento rispetto alla media del primo trimestre, nonostante la moderazione segnata a giugno (cfr. il pannello b) del grafico 4). A giugno l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha registrato una lieve diminuzione, segnalando un rallentamento della crescita nel secondo trimestre (cfr. il grafico 3). Il clima di fiducia fra le imprese è lievemente migliorato nel settore industriale e in quello dei servizi, mentre è peggiorato nei comparti del commercio al dettaglio e delle costruzioni. A causa dei perduranti timori per gli alti tassi di inflazione in un contesto di elevata incertezza e gravi turbative lungo le catene di approvvigionamento, a luglio la fiducia dei consumatori è ulteriormente scesa a un livello inferiore a quello registrato all'inizio della crisi legata al COVID-19 ad aprile 2020³.

Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, Standard & Poor's Global Ratings ed elaborazioni della BCE.

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

L'attività economica dovrebbe beneficiare della ripresa dei consumi nei servizi a elevata intensità di contatti, ma potrebbero persistere fattori avversi.

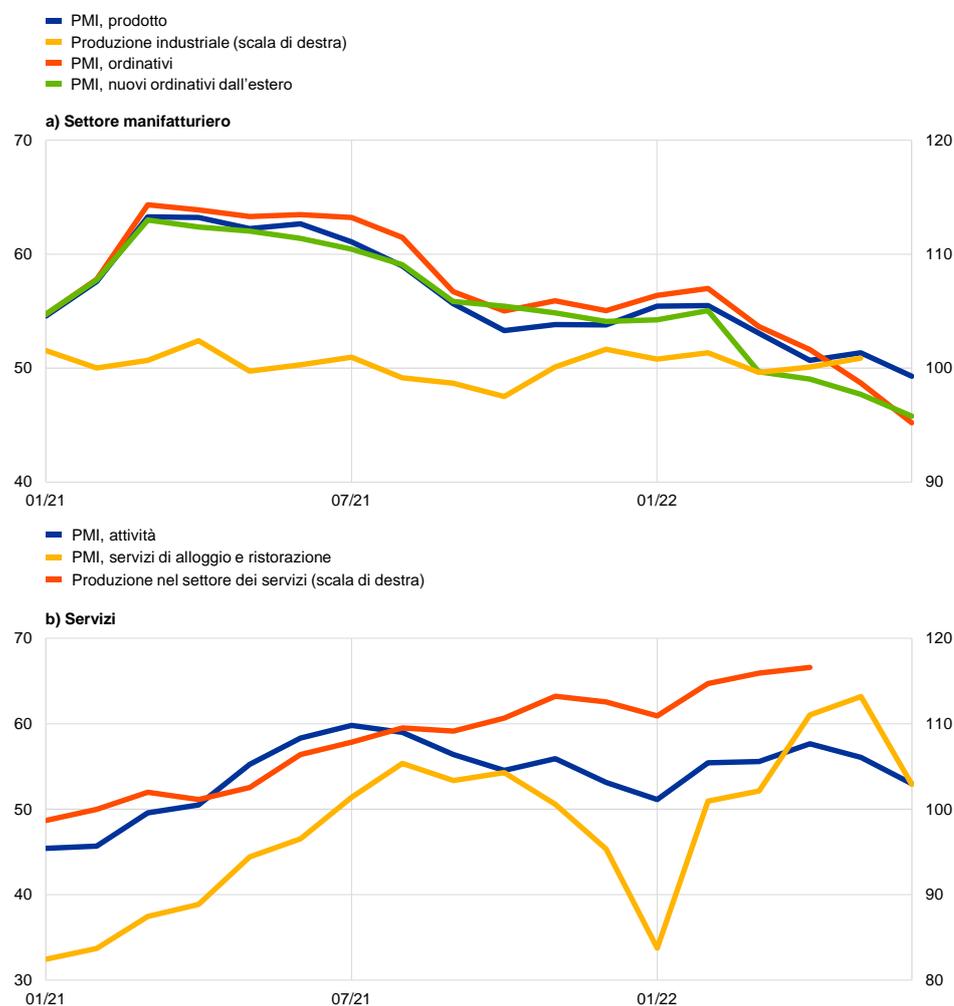
³ L'indicatore preliminare del clima di fiducia dei consumatori (Flash Consumer Confidence Indicator), pubblicato il 20 luglio dalla Commissione europea, si è collocato a -27.

La ripartenza dell'economia sta trainando la domanda di servizi ad alta intensità di contatti, con benefici sul settore del turismo, ma i rincari dell'energia e l'elevata incertezza stanno frenando la fiducia di consumatori e imprese. Secondo le interlocuzioni della BCE con le società non finanziarie, queste si attendono che le attuali difficoltà siano in qualche misura controbilanciate dalla ripartenza dell'economia e che ciò favorisca l'attività nei servizi a elevata intensità di contatti, in particolare nel turismo. Tuttavia, i referenti intervistati, in particolare coloro che operano nel settore del commercio al dettaglio, confermano i propri timori circa gli andamenti futuri della domanda, specie dopo l'estate (cfr. il riquadro 5). Sebbene i rischi per le prospettive di crescita nei mesi autunnali e invernali siano nettamente elevati, soprattutto in uno scenario contraddistinto da ulteriori riduzioni delle forniture di energia, vi sono fattori positivi che continuano a sostenere l'economia. La tenuta del mercato del lavoro, i risparmi accumulati durante la pandemia e le misure di bilancio dovrebbero contribuire ad attenuare l'impatto della più alta inflazione sui redditi e sui consumi. Anche i progressi nell'attuazione del programma Next Generation EU dovrebbero sostenere la ripresa economica.

Grafico 4

Settore manifatturiero e servizi

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: indice, febbraio 2020 = 100)



Fonti: Standard & Poor's Global Ratings, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 per la produzione industriale, a giugno 2022 per gli indici PMI e ad aprile 2022 per la produzione nel settore dei servizi.

Nell'area dell'euro prosegue il miglioramento del mercato del lavoro

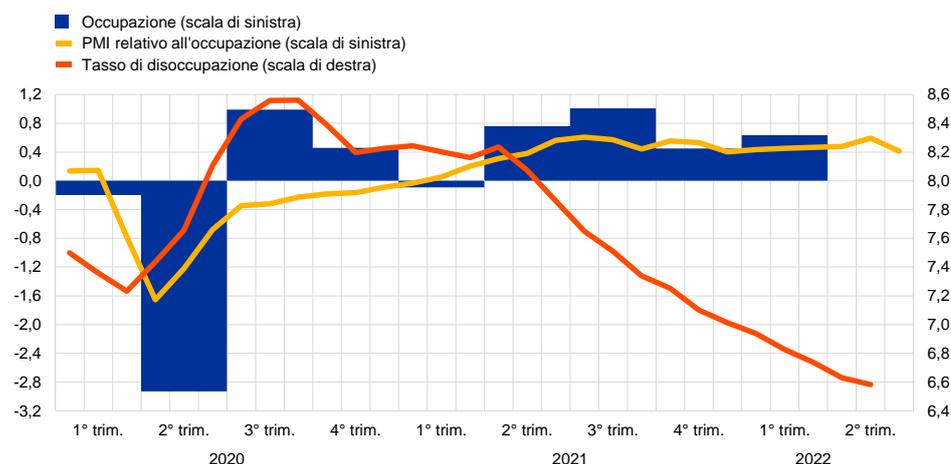
nonostante l'impatto economico della guerra in Ucraina. A maggio 2022 il tasso di disoccupazione si è attestato al 6,6 per cento, valore lievemente inferiore rispetto ad aprile e circa 0,8 punti percentuali al di sotto del livello precedente la pandemia, osservato a febbraio 2020 (cfr. il grafico 5). Si tratta del valore più basso mai registrato dalla creazione dell'area dell'euro, sebbene prosegua il ricorso, tuttavia sempre più contenuto, a misure di integrazione salariale. Nel primo trimestre del 2022 l'occupazione totale è cresciuta dello 0,6 per cento sul periodo precedente, dopo essere aumentata dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2021. Per effetto della ripresa economica in seguito alla revoca delle restrizioni legate alla pandemia, a marzo 2022 le misure di integrazione salariale interessavano l'1,1 per cento delle forze di lavoro, in calo rispetto all'1,6 per cento circa di dicembre 2021. Ciò si riflette anche nel totale delle ore lavorate, che sono salite verso i livelli precedenti la

pandemia, pur rimanendo al di sotto di essi, soprattutto nel settore industriale e in quello dei servizi di mercato.

Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, Standard & Poor's Global Ratings ed elaborazioni della BCE.

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

Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro continuano a segnalare la complessiva tenuta di quest'ultimo nell'area dell'euro. Il PMI composito relativo all'occupazione per il secondo trimestre del 2022 è rimasto, nel complesso, su un livello sostanzialmente simile a quello osservato nel primo trimestre, suggerendo pertanto un'ulteriore crescita dell'occupazione. Tuttavia, il calo a 54,1 a giugno (1,8 punti in meno rispetto a maggio) indica una perdita di slancio. Il PMI relativo all'occupazione è in territorio espansivo da febbraio 2021; quanto alla dinamica dei diversi settori, esso continua a evidenziare una robusta crescita dell'occupazione nei servizi e nel comparto manifatturiero.

Si osserva una riallocazione della spesa delle famiglie dai beni ai servizi.

Nel primo trimestre del 2022 i consumi privati sono diminuiti dello 0,4 per cento, con una contrazione della domanda sia di servizi sia di beni. È probabile che nel secondo trimestre il consumo di beni da parte delle famiglie sia rimasto debole dati gli alti tassi di inflazione, l'elevata incertezza e le persistenti strozzature nelle reti di produzione e distribuzione nel settore. Tale debolezza trova riscontro nei recenti andamenti delle vendite al dettaglio, che nel periodo aprile-maggio 2022 si sono collocate, in media, su un livello inferiore dello 0,8 per cento a quello del primo trimestre. Nel contempo, le immatricolazioni di nuove autovetture nel secondo trimestre sono risultate inferiori del 3 per cento rispetto al trimestre precedente. Nel secondo trimestre il clima di fiducia dei consumatori ha continuato a deteriorarsi ed è ulteriormente peggiorato a luglio, di riflesso ai perduranti timori per l'elevata inflazione e al calo delle aspettative economiche e finanziarie, in un contesto di accresciuta incertezza e gravi vincoli dal lato dell'offerta. Prosegue, tuttavia, la ripresa della domanda nel settore turistico. Con la progressiva revoca delle

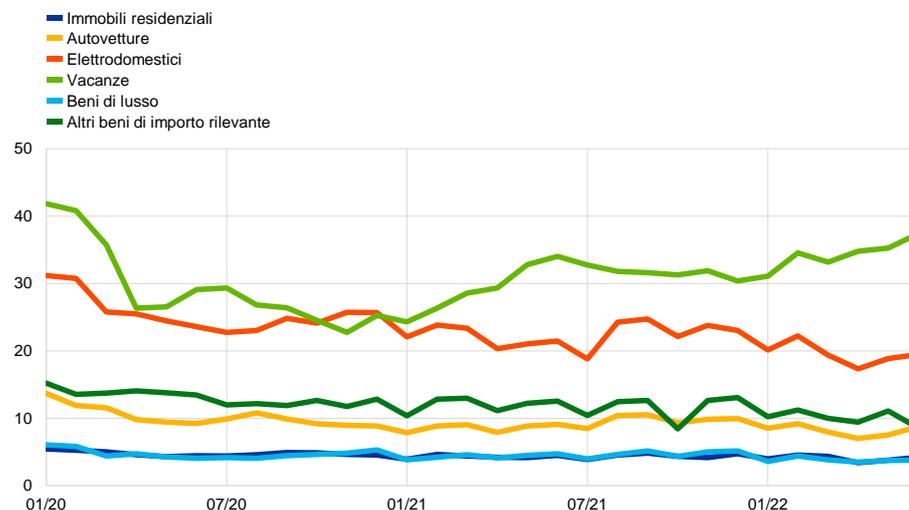
restrizioni si osserva una riallocazione della spesa delle famiglie dai beni ai servizi a elevata intensità di contatti e ciò sostiene la domanda nel breve periodo. I risultati relativi a giugno dell'indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori hanno suggerito che, nonostante il peggioramento del clima di fiducia, la domanda attesa di servizi alberghieri, di ristorazione e di viaggio dovrebbe verosimilmente sostenere la crescita dei consumi privati, almeno nel periodo estivo⁴. Ciò è confermato anche dagli ultimi dati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey) relativa a giugno, secondo i quali le famiglie hanno assegnato priorità alla spesa per le vacanze, mentre la loro intenzione di acquistare beni materiali di elevato importo (come autovetture ed elettrodomestici) si è confermata contenuta (cfr. il grafico 6). Allo stesso tempo, i consumi sono in parte sostenuti dall'ingente volume di risparmi accumulati dalle famiglie durante la pandemia e dal perdurante vigore del mercato del lavoro, che contribuisce a sostenere i redditi da lavoro nel loro complesso. Nel primo trimestre del 2022 il tasso di risparmio delle famiglie è aumentato marginalmente, fino a raggiungere il 15 per cento del reddito disponibile, riflettendo in larga misura l'impatto delle restrizioni legate al COVID-19 e l'accresciuta incertezza. In prospettiva, è probabile che le più forti motivazioni precauzionali dovute all'incertezza provocata dall'invasione russa dell'Ucraina saranno controbilanciate dal ricorso delle famiglie al risparmio al fine di attutire, almeno in parte, gli effetti negativi dello shock energetico. Tuttavia, la distribuzione asimmetrica della capacità di risparmio tra le famiglie, i crescenti timori finanziari e la connessa incertezza potrebbero limitare la misura in cui tali risparmi siano in grado di preservare la ripresa dei consumi in atto dalla recente impennata dei prezzi dell'energia (cfr. il riquadro 3).

⁴ Tuttavia, come mostrato nel pannello b) del grafico 4, il PMI di giugno relativo ai servizi alberghieri e di ristorazione ha segnalato una certa moderazione.

Grafico 6

Intenzioni di acquisto delle famiglie per i dodici mesi successivi

(percentuale di intervistati)



Fonti: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2022.

Nel secondo trimestre del 2022 la crescita degli investimenti delle imprese sarebbe stata modesta.

Nei primi tre mesi del 2022 gli investimenti diversi dalle costruzioni sono diminuiti del 3,6 per cento sul periodo precedente, a causa delle oscillazioni degli investimenti in proprietà intellettuale in Irlanda. Se si esclude tale paese, gli investimenti dell'area dell'euro sono aumentati dell'1,5 per cento sul trimestre precedente, trainati dalla crescita nelle quattro maggiori economie dell'area e principalmente per effetto dell'espansione di quelli in macchinari e attrezzature non connessi al trasporto. Nel secondo trimestre la produzione industriale di beni di investimento ha registrato una parziale ripresa a maggio (+2,5 per cento sul mese precedente), dopo un calo significativo a marzo (-3,5 per cento) e una moderata contrazione ad aprile (-0,6 per cento). Tuttavia, l'indice permane ancora al di sotto della media del primo trimestre, segnalando rischi al ribasso per gli investimenti delle imprese. Anche i risultati delle indagini a partire da giugno indicano una dinamica ridotta in conseguenza delle perduranti turbative lungo le catene di approvvigionamento, dell'elevata incertezza, degli alti costi degli input e del rallentamento della domanda di beni di investimento. In prospettiva, è probabile che nella seconda metà dell'anno persistano rischi al ribasso. È altresì probabile che la domanda di investimenti delle imprese sia ridotta dai crescenti timori di un possibile razionamento del gas per effetto della guerra russo-ucraina, accompagnati da più rigide condizioni di finanziamento e da una più debole domanda finale. Tuttavia, diversi fattori potrebbero sostenere gli investimenti delle imprese e attenuare in parte le pressioni al ribasso: la disponibilità di flussi di cassa e utili non distribuiti delle aziende; il protrarsi dello stimolo agli investimenti attraverso le erogazioni del Next Generation EU e le opportunità di investimento offerte dagli ulteriori progressi nella transizione verde e in quella digitale dell'economia (cfr. l'articolo 1).

Nel secondo trimestre del 2022 la crescita degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale avrebbe verosimilmente subito una moderazione, essendo stata gravata dall'aumento dell'incertezza e dall'indebolimento della domanda. Secondo le stime, dopo il notevole incremento segnato nel primo trimestre del 2022, la dinamica degli investimenti in edilizia residenziale avrebbe registrato una significativa moderazione nel secondo trimestre. Malgrado la considerevole attività di costruzione in programma, evidenziata dal numero crescente di concessioni edilizie rilasciate nei primi tre mesi dell'anno, ad aprile e maggio il prodotto nel settore delle costruzioni si è collocato, in media, su un livello di appena lo 0,1 per cento superiore a quello del primo trimestre. Anche i dati delle indagini segnalano una moderazione dell'attività in presenza di crescenti fattori avversi per la domanda. A giugno l'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze dell'attività edilizia è aumentato, pur essendo in media diminuito nel secondo trimestre, per effetto del minore sostegno offerto dalla domanda e dalle condizioni finanziarie, nonché della persistente, seppur attenuata, carenza di materiali e manodopera. Secondo l'indagine sull'accesso delle imprese ai finanziamenti, all'inizio del secondo trimestre le aspettative delle imprese di costruzione riguardo al fatturato nel breve periodo sono rimaste solide, ma le aziende hanno segnalato in misura crescente timori circa il costo dei materiali, la ricerca dei clienti e l'accesso al credito. L'indagine della Commissione europea presso le imprese e i consumatori conferma una significativa contrazione della domanda di abitazioni, dal momento che nel secondo trimestre le intenzioni delle famiglie riguardo all'acquisto o alla costruzione di un'abitazione nel breve termine hanno registrato il più ampio calo trimestrale mai osservato, pur rimanendo al di sopra della loro media di lungo periodo. Nel complesso, l'elevata incertezza e il deterioramento delle condizioni di finanziamento potrebbero esercitare ulteriori pressioni al ribasso sulla ripresa in atto degli investimenti in edilizia residenziale.

Ad aprile le esportazioni di beni sono cresciute in misura moderata, ma le prospettive a breve termine si sono notevolmente deteriorate.

Ad aprile 2022 le esportazioni nominali di beni verso l'esterno dell'area dell'euro sono cresciute moderatamente, mentre le importazioni dall'esterno dell'area sono aumentate in misura sostanziale. Il saldo dell'interscambio di beni si è spostato ulteriormente verso il disavanzo, a causa dei maggiori costi delle importazioni di beni energetici e della dinamica più contenuta delle esportazioni. Dopo essersi dimezzate a marzo, ad aprile le esportazioni verso la Russia sono ulteriormente diminuite, di riflesso all'impatto delle sanzioni internazionali. I dati ad alta frequenza sul commercio indicano un lieve allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta nel secondo trimestre del 2022 rispetto al periodo precedente, sebbene le indagini suggeriscano che le imprese continueranno probabilmente a essere soggette a turbative lungo le catene transfrontaliere del valore nel prossimo futuro. Gli indicatori prospettici segnalano un rallentamento delle esportazioni sia di beni sia di servizi, per via di ulteriori debolezze nelle esportazioni di prodotti manifatturieri e di vincoli alla capacità produttiva nel settore del turismo. Il PMI di giugno indica che gli ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero sono ulteriormente scesi in territorio negativo, mentre anche gli ordinativi dall'estero nel settore dei servizi, dopo una ripresa in maggio, sono tornati in una fase di contrazione. Dopo essersi gradualmente rafforzati fino alla primavera, a giugno gli indicatori relativi al turismo

hanno mostrato alcuni segnali di indebolimento, pur rimanendo tutti (ad eccezione di quelli relativi ai voli) al di sopra dei livelli precedenti la pandemia.

I rischi per le prospettive economiche continuano a essere orientati verso il basso. Mentre i rischi legati alla pandemia rimangono contenuti nel breve periodo, il conflitto russo-ucraino continua a rappresentare un significativo rischio al ribasso per la crescita. In particolare, ulteriori interruzioni nelle forniture di energia all'area dell'euro costituirebbero una minaccia rilevante, che potrebbe dar luogo a un razionamento del gas per imprese e famiglie. La guerra potrebbe inoltre determinare un ulteriore deterioramento del clima di fiducia e aggravare i vincoli dal lato dell'offerta, mentre i costi dei beni energetici e alimentari potrebbero rimanere persistentemente più elevati del previsto.

3 Prezzi e costi

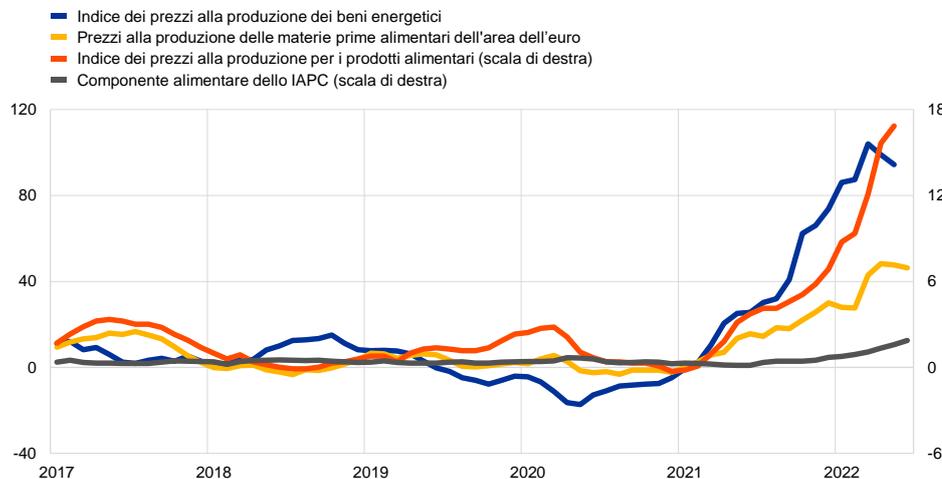
A giugno l'inflazione è ulteriormente aumentata, all'8,6 per cento. L'impennata dei prezzi dei beni energetici è stata di nuovo la componente più importante dell'inflazione complessiva. Si è inoltre registrato un ulteriore incremento dei prezzi dei prodotti alimentari, che in parte riflette la rilevanza di Ucraina e Russia quali produttori di beni agricoli. Altri contributi agli elevati tassi di inflazione attuali provengono dal perdurare delle strozzature dal lato dell'offerta di beni industriali e dalla ripresa della domanda, in particolare nel settore dei servizi. Le pressioni sui prezzi si stanno diffondendo in un numero crescente di settori, in parte a causa dell'impatto indiretto degli elevati costi dei beni energetici sull'intera economia. Di conseguenza, la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è ulteriormente aumentata. È probabile che l'inflazione si manterrà su livelli elevati ancora per qualche tempo, in ragione del perdurare delle pressioni esercitate dai prezzi dei beni energetici e alimentari, nonché di quelle lungo la catena di formazione dei prezzi. Maggiori pressioni inflazionistiche derivano altresì dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. In una prospettiva di più lungo periodo, in assenza di nuove turbative, i costi dell'energia dovrebbero stabilizzarsi e le strozzature dal lato dell'offerta dovrebbero attenuarsi; ciò, unitamente alla normalizzazione in atto della politica monetaria, dovrebbe sostenere il ritorno dell'inflazione all'obiettivo fissato dalla BCE.

A giugno l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata, raggiungendo un nuovo picco. Tale ulteriore incremento, dall'8,1 all'8,6 per cento tra maggio e giugno, è stato guidato principalmente dal rialzo della componente alimentare. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo dei beni energetici è aumentato solo marginalmente, ma è rimasto eccezionalmente elevato, al di sopra del 40 per cento, e ha continuato a rappresentare circa metà dell'inflazione complessiva. Il livello elevato sia dei prezzi all'ingrosso di gas, petrolio ed elettricità, sia dei margini di raffinazione e distribuzione dei carburanti per il trasporto (in particolare gasolio) ha contribuito al rialzo della componente energetica. L'inflazione dei beni alimentari trasformati e freschi è cresciuta sensibilmente, spinta al rialzo dalle quotazioni mondiali delle materie prime alimentari e dall'aumento dei relativi prezzi alla produzione nell'area dell'euro. Le pressioni sui prezzi dei prodotti alimentari riflettono in misura crescente il rialzo dei costi degli input connessi a energia e fertilizzanti (cfr. il grafico 7).

Grafico 7

Pressioni sui costi degli input energetici e alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat

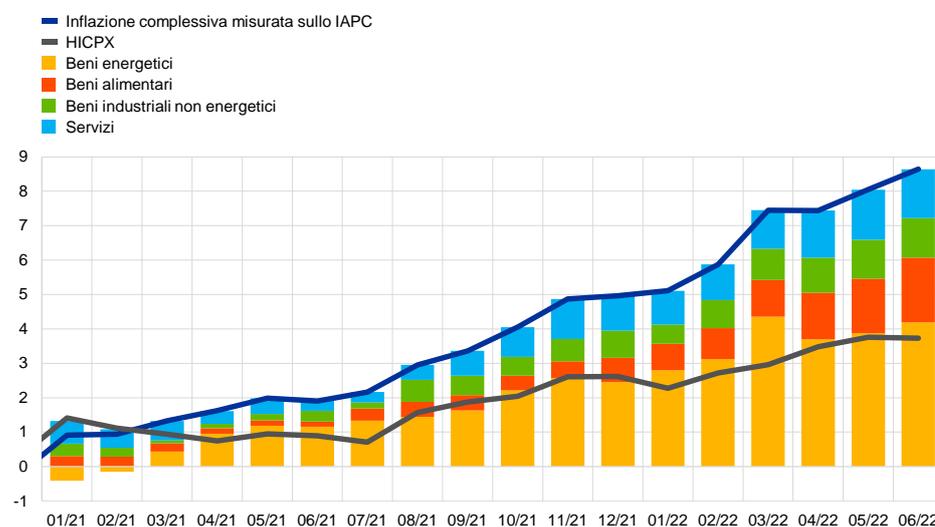
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2022 per i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e a maggio 2022 per gli altri dati.

A giugno lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è leggermente diminuito, al 3,7 per cento, in quanto il lieve incremento dell'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) è stato più che controbilanciato dal calo della componente dei servizi (cfr. il grafico 8). Anche in questo caso, i rincari degli input dovuti all'aumento dei prezzi dei beni energetici si sono confermati un fattore determinante. L'inflazione dei beni industriali non energetici ha raggiunto un nuovo picco, trainata sia dai beni durevoli sia dai beni non durevoli. I prezzi di entrambe queste componenti hanno registrato ancora una volta consistenti rincari sul mese precedente, in un contesto caratterizzato da interruzioni dell'offerta a livello mondiale, ulteriormente intensificate a seguito della guerra in Ucraina e degli effetti indiretti degli elevati costi dell'energia. L'inflazione dei servizi ha rappresentato l'unico degli aggregati principali dello IAPC che ha registrato una diminuzione, in parte di riflesso all'introduzione temporanea, in Germania, del biglietto per il trasporto pubblico al costo di 9 euro. Al netto dell'effetto di tale misura, la componente dei servizi ha mantenuto la propria tendenza al rialzo. I rincari dei beni energetici, che influiscono in particolare sui trasporti, si sono confermati tra i fattori principali all'origine dell'inflazione dei servizi, insieme alla crescita dei prezzi dei beni alimentari, fattore importante per la ristorazione, e agli effetti delle riaperture, particolarmente evidenti in voci quali i servizi alberghieri.

Grafico 8

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2022.

A giugno un'ampia gamma di misure dell'inflazione di fondo ha superato il 3,5 per cento (cfr. il grafico 9).

Alcune misure basate sull'esclusione di certe componenti sono diminuite, mentre altre hanno continuato ad aumentare.

Pur rimanendo elevata, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) a giugno è scesa lievemente, al 3,7 per cento, dal 3,8 di maggio. Anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature, nonché beni energetici e alimentari (HICPXX), è diminuita leggermente, al 3,4 per cento. Nel mentre, la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), basata su modelli, a giugno è lievemente diminuita, al 5,5 per cento, e l'indicatore Supercore, che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è salito al 4,5 per cento, dal 3,9 di maggio. È probabile che il calo di alcune delle misure dell'inflazione di fondo abbia risentito dell'impatto molto forte del biglietto per il trasporto pubblico a 9 euro in Germania. Infine, l'indicatore dell'inflazione interna, che riporta gli andamenti dei prezzi delle voci a bassa intensità di importazioni, ha superato il 3 per cento⁵. Al tempo stesso, rimane incerto quanto i livelli elevati di tali indicatori si riveleranno persistenti. Gran parte della spinta al rialzo delle dinamiche dell'inflazione di fondo è attribuibile agli effetti indiretti del marcato aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari e agli andamenti eccezionali dell'equilibrio tra domanda e offerta indotti dalla pandemia e dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

Gli ultimi dati disponibili hanno mostrato una crescita delle retribuzioni contrattuali pari al 2,8 per cento nel primo trimestre del 2022.

L'aumento del tasso di crescita dall'1,6 per cento del trimestre precedente è da ricondursi

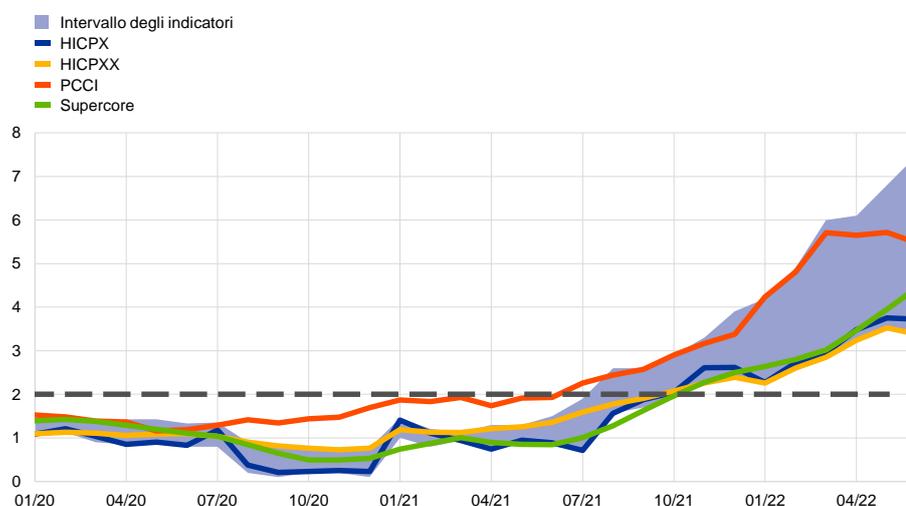
⁵ Cfr. il riquadro 7 *Un nuovo indicatore dell'inflazione interna per l'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

principalmente a pagamenti una tantum. Per quanto riguarda gli indicatori dei salari effettivi, la crescita della retribuzione oraria e del reddito per occupato si sono collocate rispettivamente all'1,2 per cento (dall'1,3 del trimestre precedente) e al 4,5 (dal 3,8 del trimestre precedente). La discrepanza tra queste due misure del salario effettivo riflette le variazioni nelle ore lavorate per occupato in risposta all'andamento dell'attività e il venir meno dell'impatto delle misure di integrazione salariale. In prospettiva, l'andamento dei salari rappresenterà un fattore chiave per la dinamica futura dell'inflazione di fondo.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto 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 giugno 2022.

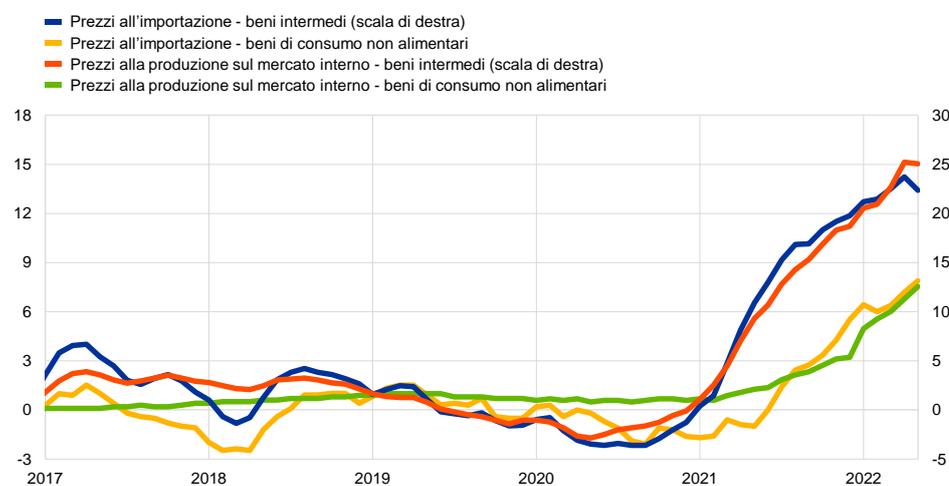
Le pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo dei beni industriali non energetici hanno continuato a intensificarsi in tutti gli stadi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 10). Le pressioni sui costi sono ulteriormente aumentate fino a toccare nuovi massimi storici a causa delle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento, che si sono nuovamente intensificate sulla scorta della guerra in Ucraina, e dei rialzi delle quotazioni mondiali delle materie prime, in particolare dell'energia, ma anche di alcuni metalli. Considerando gli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi della componente NEIG dello IAPC, a maggio 2022 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è diminuito lievemente, al 25,0 per cento, dal 25,2 del mese precedente. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione per i beni intermedi è sceso (22,4 per cento a maggio, rispetto al 23,7 del mese precedente). Le pressioni sui costi degli input hanno caratterizzato in modo più marcato anche gli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi: l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è salita dal 6,8 per cento di aprile al 7,5 di maggio, un livello che si è mantenuto eccezionalmente elevato rispetto al tasso medio annuo dello 0,6 per cento registrato nel periodo dal 2001 al 2019. A maggio anche l'inflazione dei prezzi

all'importazione dei beni di consumo non alimentari ha continuato ad aumentare, raggiungendo il 7,9 per cento. La differenza tra l'inflazione dei prezzi all'importazione e quella dei prezzi alla produzione sul mercato interno è probabilmente attribuibile al perdurante deprezzamento dell'euro. Nel complesso, gli andamenti dei prezzi all'importazione e alla produzione dei beni di consumo non alimentari implicano la probabilità che le pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici dello IAPC si mantengano elevate nel prossimo futuro. Ciò si riflette altresì nei dati sulle aspettative sui prezzi di vendita nel settore manifatturiero, che si confermano elevati nonostante una lieve diminuzione nel corso dei due mesi passati.

Grafico 10

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022.

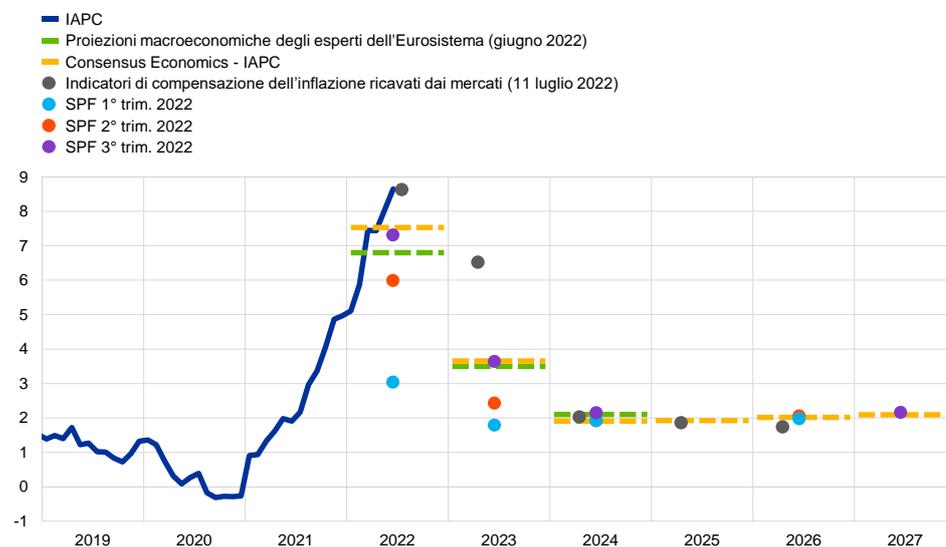
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini hanno continuato ad aumentare gradualmente, raggiungendo livelli prossimi o leggermente superiori al 2 per cento, mentre le misure desunte dai mercati sono diminuite in misura significativa dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno (cfr. il grafico 11). Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al terzo trimestre del 2022, le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2026) sono ulteriormente cresciute, al 2,2 per cento, mentre quelle di Consensus Economics si sono collocate al 2,1 per cento, dall'1,9 del trimestre precedente. Nel contempo, secondo l'indagine SPF, sia l'aspettativa mediana sia quella modale sono rimaste stabili al 2,0 per cento. Secondo l'ultima indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA), le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste invariate al 2,0 per cento. L'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES) ha altresì mostrato che le aspettative di inflazione a più lungo termine (con un orizzonte triennale) delle famiglie sono aumentate a giugno, dopo il lieve allentamento osservato nei due mesi precedenti.

Attualmente le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) indicano che l'aumento dei prezzi nell'area dell'euro potrebbe tornare su livelli prossimi al 2 per cento nel corso del 2024, piuttosto che alla fine del 2025 come previsto prima della riunione. Tali misure hanno iniziato a diminuire subito dopo la decisione del Consiglio direttivo di giugno e hanno continuato a farlo nelle settimane successive; e ci si attende inoltre che i segnali di un rallentamento della crescita, unitamente all'inasprimento della politica monetaria, attenuino le pressioni inflazionistiche nei prossimi anni. Anche le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine si sono confermate in calo nel periodo in esame. Il 20 luglio il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale si è collocato al 2,08 per cento, in calo di 18 punti base. È importante notare che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono un indicatore diretto delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto contengono premi per il rischio di inflazione volti a compensarne l'incertezza. Attualmente, sebbene si stimi che gran parte della dinamica dei prezzi di queste misure rifletta un abbassamento dei premi per il rischio, la loro sostenuta volatilità suggerisce che l'incertezza circa le prospettive di inflazione degli operatori di mercato rimane elevata.

Grafico 11

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.
 Note: la serie relativa agli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dal mercato è basata 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 dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono all'11 luglio 2022. L'indagine presso i previsori professionali relativa al terzo trimestre del 2022 è stata condotta tra il 1° e il 5 luglio 2022. Le previsioni di Consensus Economics sono aggiornate a luglio 2022. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 24 maggio 2022.

I rischi per le prospettive di inflazione continuano a essere orientati al rialzo e si sono intensificati, soprattutto nel breve periodo. I rischi per le prospettive di inflazione a medio termine includono una riduzione duratura della capacità produttiva

per la nostra economia, un livello persistentemente elevato dei prezzi dei beni energetici e alimentari, una crescita delle aspettative di inflazione superiore al nostro obiettivo e aumenti salariali maggiori delle attese. Tuttavia, qualora la domanda dovesse indebolirsi nel medio periodo, si attenuerebbero le pressioni sui prezzi.

Andamenti del mercato finanziario

Nel periodo di riferimento (dal 9 giugno al 20 luglio 2022) gli andamenti dei mercati finanziari sono stati dominati dall'impatto dell'inasprimento della politica monetaria in atto nelle economie avanzate e dai crescenti timori di un imminente rallentamento mondiale. L'inclinazione della curva a termine dello euro short-term rate (€STR) ha mostrato un'elevata volatilità. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti in un contesto di minori tassi privi di rischio; anche i differenziali di rendimento dei titoli di Stato si sono ridotti, pur mostrando una certa volatilità nel periodo di riferimento. I mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato considerevoli perdite, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ampliati, riflettendo le aspettative di una politica monetaria più restrittiva e le crescenti probabilità di un rallentamento economico. L'euro ha continuato a indebolirsi su base ponderata per l'interscambio.

I tassi a breve termine privi di rischio nell'area dell'euro hanno mostrato un'elevata volatilità nel periodo di riferimento, in un contesto di notevole incertezza circa le prospettive di inflazione. Nel periodo di riferimento l'€STR si è collocato in media a -58 punti base, mentre la liquidità in eccesso è diminuita di circa 180 miliardi di euro per attestarsi a 4.437 miliardi, riflettendo i rimborsi relativi alle operazioni passate condotte nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), pari a 74 miliardi di euro. Nel contempo l'inclinazione della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basato sul tasso di riferimento €STR, si è spostata verso l'alto all'inizio del periodo di riferimento, soprattutto in risposta all'andamento dell'indice dei prezzi al consumo statunitense, superiore alle attese a maggio, e all'impatto dell'inasprimento della politica monetaria in atto in diverse economie mondiali. L'aumento iniziale si è invertito nel momento in cui sono passati in primo piano i timori degli operatori di mercato circa un imminente rallentamento mondiale. Verso la fine del periodo in esame l'OIS ha ripreso ad aumentare, dopo un nuovo incremento superiore alle attese dell'indice dei prezzi al consumo statunitense a giugno. Nel complesso, alla fine del periodo di riferimento, la curva a termine dell'OIS ha approssimativamente incorporato aumenti cumulati per circa 150 punti base alla fine del 2022 (in rialzo rispetto ai 138 punti base previsti il 9 giugno).

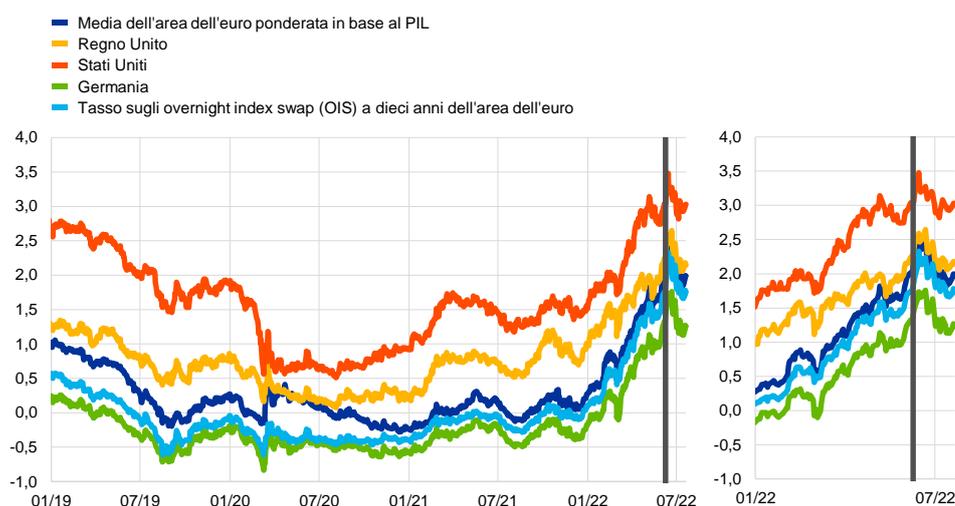
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti in un contesto di riduzione dei tassi a lungo termine privi di rischio e di assottigliamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato (cfr. il grafico 12). Nel periodo in esame i rendimenti medi dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e della Germania ponderati per il PIL sono diminuiti rispettivamente di 17 e 18 punti base, portandosi all'1,99 e all'1,26 per cento. Anche i rendimenti dei titoli di Stato decennali di Stati Uniti e Regno Unito sono diminuiti, collocandosi rispettivamente al 3,03 e al 2,14 per cento. I tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti di circa 11 punti base e anche i differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai tassi privi di rischio si sono ridotti, pur mostrando una certa volatilità nel periodo in esame. In particolare, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato sono diminuiti in misura considerevole a seguito dell'annuncio, da parte del Consiglio direttivo il 15 giugno, di applicare

flessibilità nel reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, nell'ottica di preservare il funzionamento del meccanismo di trasmissione e accelerare la messa a punto di un nuovo strumento anti-frammentazione. Negli ultimi giorni del periodo di riferimento i differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono tornati su livelli più elevati, con l'evolversi della crisi politica in Italia. A livello di singoli paesi, il calo maggiore dei differenziali è stato osservato per la Grecia, con una diminuzione di 55 punti base del differenziale sul rendimento dei titoli di Stato decennali nel periodo di riferimento. La diminuzione dei differenziali sui titoli di Stato decennali di Spagna e Francia è stata meno pronunciata, con valori pari, rispettivamente, a 1,5 e 4,5 punti base. Anche il differenziale sul rendimento dei titoli di Stato decennali per l'Italia è diminuito complessivamente di 8 punti base, ma la sua volatilità è aumentata verso la fine del periodo in esame, di riflesso alla crisi politica in atto nel paese.

Grafico 12

Rendimenti dei titoli di Stato decennali 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 (9 giugno 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 20 luglio 2022.

I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati con l'aumento dei rischi al ribasso per le valutazioni delle obbligazioni societarie.

I differenziali sulle obbligazioni di tipo investment grade emesse da società non finanziarie dell'area dell'euro sono aumentati di 17 punti base, fino a 87 punti base, mentre quelli sulle obbligazioni delle società finanziarie hanno registrato un ulteriore lieve incremento, di 20 punti base, portandosi a 113 punti base. Anche le quotazioni dei mercati delle obbligazioni societarie sono diminuite, riflettendo il pessimismo degli investitori circa le prospettive economiche. In linea con ciò, le stime basate sui modelli dei differenziali sulle obbligazioni societarie suggeriscono che l'ampliamento di tali differenziali sulle obbligazioni societarie dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno riflette probabilmente un aumento del rischio di insolvenza e un ulteriore deterioramento della propensione al rischio da parte degli investitori.

I mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato ulteriori perdite, dato che l'inasprimento della politica monetaria e il deterioramento delle prospettive per la crescita mondiale hanno pesato sulle quotazioni azionarie.

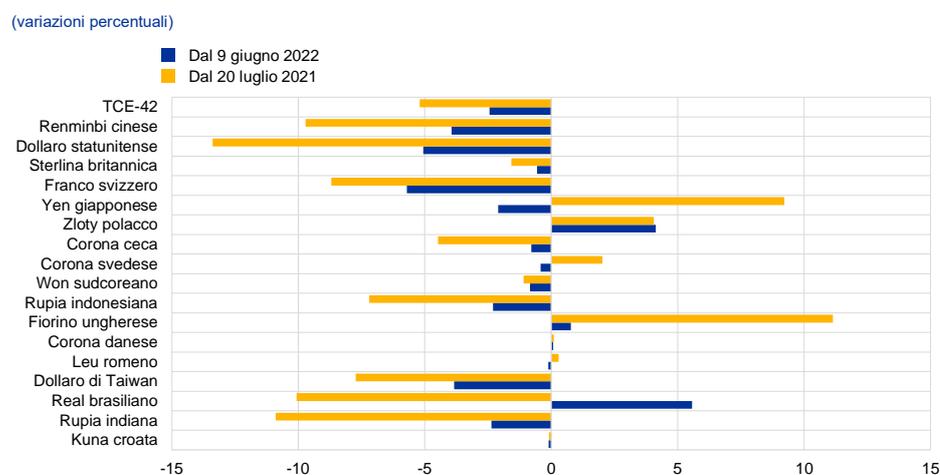
Le quotazioni azionarie delle banche e delle società non finanziarie dell'area dell'euro sono diminuite rispettivamente del 12,67 e del 2,84 per cento, principalmente per effetto di un deterioramento della propensione al rischio e di un ulteriore peggioramento delle aspettative sugli utili a lungo termine. Il più ampio calo dei prezzi delle azioni bancarie riflette probabilmente il fatto che molte grandi società europee operano a livello mondiale, mentre le banche sono molto più sensibili ai cicli economici interni. Tali fattori segnalano una maggiore probabilità di rallentamento dell'economia mondiale percepita dagli operatori a seguito di risultati peggiori delle attese, riportati negli ultimi dati economici. Inoltre, nell'area dell'euro, tale percezione è esacerbata dai timori per la minaccia russa di ulteriori riduzioni delle forniture di gas. Negli Stati Uniti il calo delle quotazioni azionarie delle società bancarie e non finanziarie è stato più contenuto, collocandosi rispettivamente al 3,16 e all'1,18 per cento.

Sui mercati dei cambi, l'euro ha continuato a deprezzarsi su base ponderata per l'interscambio, riflettendo un indebolimento nei confronti di gran parte delle principali valute (cfr. il grafico 13).

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 del 2,4 per cento. Ciò ha riflesso un deprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense (del 5,1 per cento), in un contesto in cui ci si attendeva un più rapido ritmo di inasprimento monetario da parte del Federal Reserve System statunitense, nonché sulle valute di altre importanti economie, fra cui il franco svizzero (del 5,7 per cento), lo yen giapponese (del 2,1 per cento) e, in misura inferiore, la sterlina britannica (dello 0,6 per cento). L'euro si è indebolito anche rispetto alle valute della maggior parte delle economie emergenti, incluso il renminbi cinese (del 3,9 per cento), mentre si è apprezzato sullo zloty polacco (del 4,1 per cento) e sul fiorino ungherese (dello 0,8 per cento).

Grafico 13

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



Fonte: BCE
 Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 20 luglio 2022.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

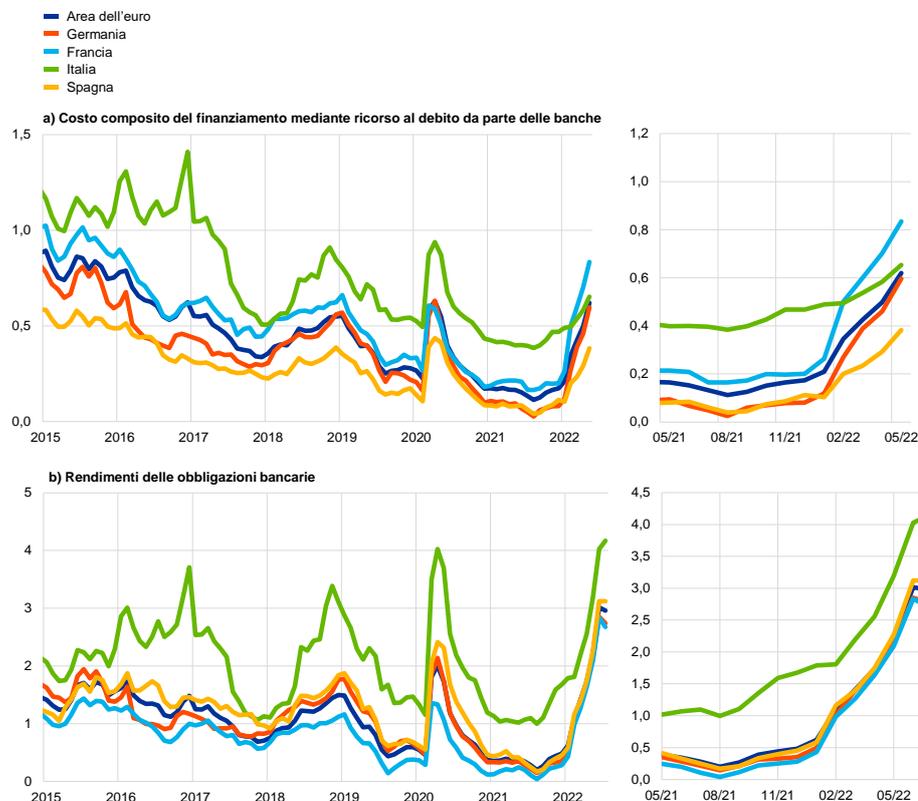
A maggio le condizioni della provvista bancaria e della concessione del credito hanno continuato a inasprirsi; i tassi per i prestiti a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati, riflettendo la tendenza al rialzo dei tassi di mercato. Ciò nonostante, la crescita dei prestiti a imprese e famiglie si è confermata vigorosa. Nel periodo compreso tra il 9 giugno e il 20 luglio il costo per le imprese sia del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato, sia del capitale di rischio è aumentato considerevolmente. L'ultima indagine sul credito bancario indica che i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui per l'acquisto di abitazioni alle famiglie sono divenuti considerevolmente più restrittivi nel secondo trimestre del 2022, in ragione dei maggiori timori delle banche circa i rischi a cui è esposta la clientela nell'attuale contesto di incertezza. A maggio la creazione di moneta si è ulteriormente normalizzata in un contesto caratterizzato da prezzi dell'energia elevati, che hanno compresso il reddito disponibile, e da minori acquisti di attività da parte dell'Eurosistema.

A maggio i costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro hanno continuato ad aumentare a fronte dell'ulteriore incremento dei tassi di mercato. A maggio il costo composito del finanziamento delle banche dell'area dell'euro mediante ricorso al debito ha proseguito la tendenza al rialzo che era iniziata ad agosto 2021, aumentando successivamente di circa 50 punti base (cfr. il pannello a) del grafico 14). Questa dinamica è riconducibile soprattutto all'aumento dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 14), giacché i tassi sui depositi, che rappresentano un'ampia quota della provvista bancaria dell'area dell'euro, sono finora rimasti prossimi ai minimi storici. Le banche sono ancora in grado di applicare tassi negativi a una quota significativa dei depositi di imprese e famiglie. Più di recente, i rendimenti obbligazionari si sono stabilizzati, sulla scorta di un peggioramento della percezione circa le prospettive economiche che ha esercitato pressioni al ribasso sui tassi privi di rischio.

Grafico 14

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, indici IHS Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono rappresentati da una media ponderata del costo composito 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 i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 20 luglio 2022 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

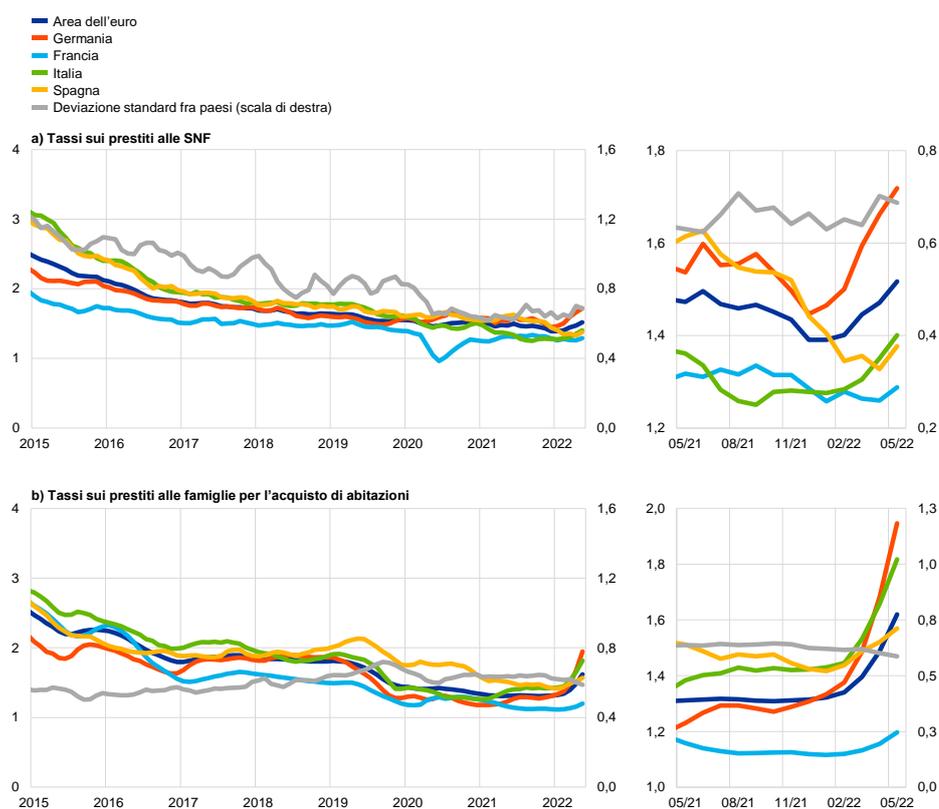
I tassi sul credito bancario a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati a maggio, con i tassi sui mutui che hanno registrato la variazione mensile più ampia degli ultimi vent'anni. Il brusco aumento dei tassi privi di rischio e dei rendimenti sui titoli di Stato dell'area dell'euro osservato dall'inizio del 2022 ha spinto al rialzo i tassi sui prestiti (cfr. il grafico 15). A maggio il tasso composito sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad accelerare, attestandosi all'1,78 per cento dopo un incremento su base mensile pari a 17 punti base e a un aumento di 14 punti base ad aprile. I tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono aumentati in misura più contenuta, di 4 punti base, collocandosi all'1,55 per cento. Il differenziale fra i tassi sui prestiti bancari di importo molto modesto e quelli su prestiti di importo elevato si è mantenuto sostanzialmente invariato, ai livelli antecedenti la pandemia, a indicare che, in termini relativi, le condizioni del credito bancario per le piccole e medie imprese non si sono deteriorate. Inoltre, la dispersione fra paesi dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie è rimasta contenuta (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 15). Per i mesi a venire, le evidenze disponibili indicano ulteriori aumenti dei tassi sui prestiti come suggerisce, ad esempio, il marcato aumento registrato dagli indici di diffusione che,

calcolati a partire da dati micro, quantificano il numero netto di banche che stanno innalzando i tassi sui prestiti alle imprese e tendono ad avere proprietà di indicatori anticipatori. Inoltre, le banche hanno continuato a inasprire i criteri per la concessione del credito a imprese e famiglie, come segnalato dall'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#), che indica una contrazione dell'offerta di credito nei prossimi mesi, potenzialmente foriera di tassi sui prestiti più elevati.

Grafico 15

Tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie in alcuni paesi

(valori percentuali sui dodici mesi, medie mobili di 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 di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022.

Nel periodo compreso tra il 9 giugno e il 20 luglio 2022 il costo per le SNF sia del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato, sia del capitale di rischio è aumentato considerevolmente. A causa del ritardo con cui

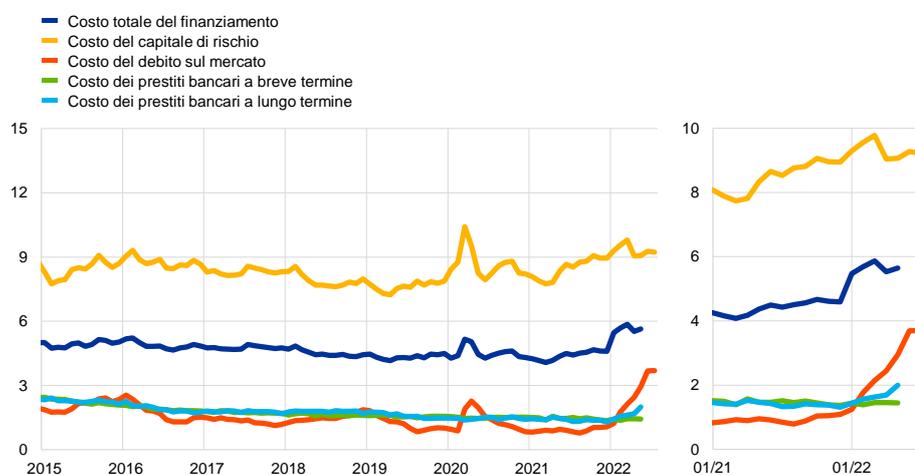
vengono resi disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, incluso il costo dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, può essere calcolato solo fino a maggio 2022, mese in cui è salito al 5,7 per cento dal 5,5 per cento di aprile. Ciò è riconducibile a un aumento sia del costo del debito sul mercato, sia del costo dei prestiti bancari a lungo termine (cfr. il grafico 16). I dati di maggio 2022 si sono avvicinati al picco registrato precedentemente nel corso dell'anno, collocandosi su un livello significativamente superiore rispetto ai livelli osservati nei due anni precedenti. Nel periodo a partire dal 9 giugno sia il costo del debito emesso sul

mercato, sia il costo del capitale di rischio hanno continuato ad aumentare, rispettivamente di circa 50 e 30 punti base. Il lieve calo dei tassi privi di rischio osservato in questo periodo è stato più che compensato da un significativo ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, in particolare nel segmento ad alto rendimento. Analogamente, l'aumento del costo del capitale di rischio è riconducibile a un incremento del premio per il rischio azionario, in quanto il deterioramento delle prospettive economiche per l'area dell'euro e a livello mondiale ha permeato la percezione del rischio di mercato.

Grafico 16

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.

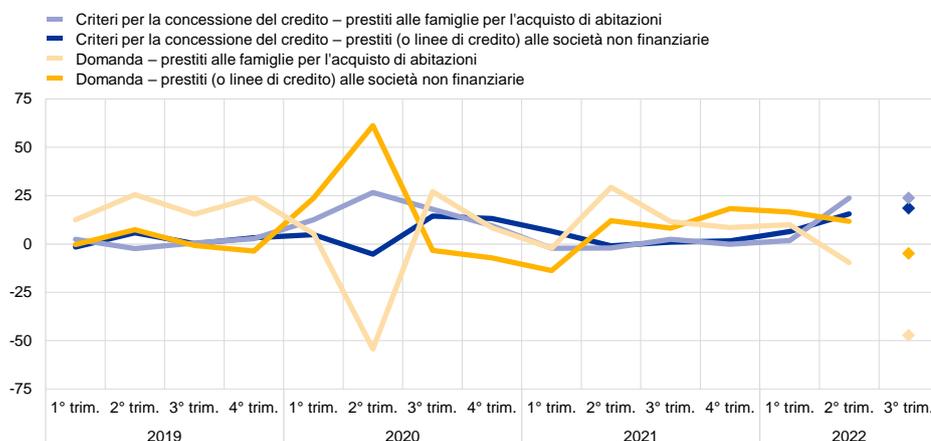
Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 20 luglio 2022 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 15 luglio 2022 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a maggio 2022 per il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2022, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diventati notevolmente più restrittivi nel secondo trimestre dell'anno (cfr. il grafico 17). A fronte dell'elevata incertezza circa le prospettive economiche, delle frequenti interruzioni lungo le catene di approvvigionamento e degli elevati prezzi dell'energia, i principali fattori alla base dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito sono stati la percezione di un aumento del rischio e la minore tolleranza allo stesso. In un contesto caratterizzato da una politica monetaria meno accomodante, le banche dell'area dell'euro hanno annoverato anche il costo della provvista e i vincoli di bilancio tra i fattori alla base dell'inasprimento. L'irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato considerevolmente più marcato rispetto al trimestre precedente e superiore alla media storica. Per il terzo trimestre del 2022 le banche si attendono che l'irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni prosegua.

Grafico 17

Variazioni nei criteri di concessione del credito e nella domanda netta di prestiti alle SNF e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

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



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

Note: per i quesiti sui criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato "notevole irrigidimento" e "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" e "notevole". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" e "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'ultima edizione disponibile dell'indagine per il trimestre successivo. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

La domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è diminuita nel secondo trimestre del 2022, mentre la domanda di prestiti da parte delle imprese ha continuato ad aumentare, sebbene per il terzo trimestre ci si attenda una contrazione.

Le banche hanno segnalato che la domanda di prestiti da parte delle imprese è stata motivata dal fabbisogno di capitale circolante, in un contesto caratterizzato da strozzature lungo le catene di approvvigionamento e da costi crescenti degli input. Per contro, la domanda di prestiti per il finanziamento degli investimenti fissi ha fornito un forte contributo negativo alla domanda complessiva di prestiti da parte delle imprese, indicando che, nell'attuale contesto di incertezza, queste ultime potrebbero star posticipando i propri investimenti. Si è rilevato, inoltre, che il contributo positivo dato dal livello generale dei tassi di interesse alla domanda di prestiti è stato più contenuto rispetto al trimestre precedente. Il calo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni sarebbe riconducibile al peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e all'aumento del livello generale dei tassi di interesse. Per il terzo trimestre del 2022 le banche si attendono una diminuzione della domanda di prestiti da parte delle imprese, nonché un calo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni più marcato che nel secondo trimestre.

L'indagine suggerisce inoltre che l'accesso da parte delle banche alla provvista all'ingrosso si è deteriorato.

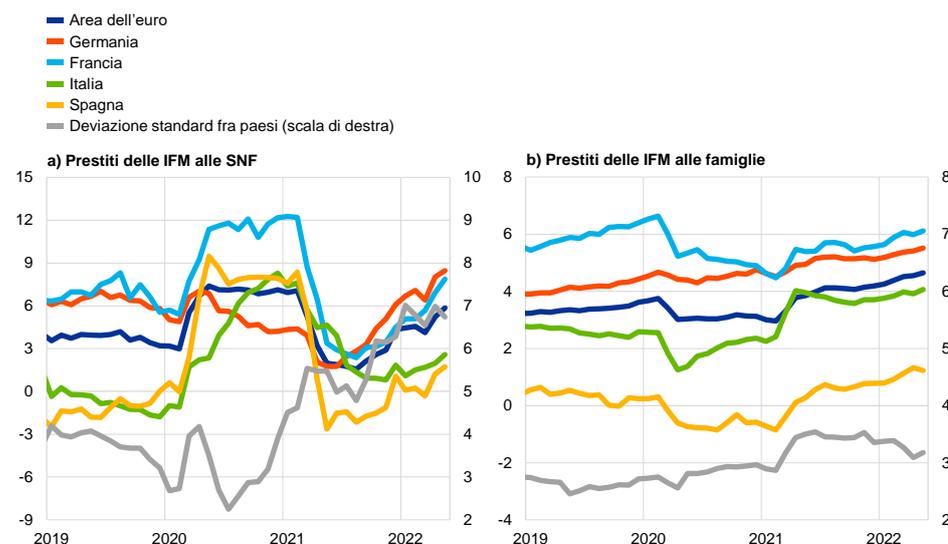
Le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che nel secondo trimestre del 2022 il loro accesso ai mercati monetari, al finanziamento mediante cartolarizzazione e, specialmente, mediante emissione di titoli di debito ha continuato a peggiorare. Ciò riflette l'inasprimento delle condizioni nei mercati finanziari per le banche nell'attuale contesto di normalizzazione della politica monetaria. Per contro, l'accesso al finanziamento al dettaglio nel secondo

trimestre è lievemente migliorato. Per il terzo trimestre le banche si attendono un lieve peggioramento dell'accesso al finanziamento al dettaglio e il perdurare del deterioramento dell'accesso al finanziamento sul mercato, in particolare tramite titoli di debito.

La crescita dei prestiti a imprese e famiglie si è confermata vigorosa. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è salito al 5,8 per cento a maggio, a fronte del 5,2 di aprile e del 4,1 di marzo (cfr. il pannello a) del grafico 18), rispecchiando ancora una volta un forte effetto base, dopo una riduzione sul mese precedente dei volumi dei prestiti registrata sia ad aprile che a maggio 2021. I prestiti a più breve termine hanno fornito un contributo notevole, sullo sfondo delle persistenti strozzature lungo le catene di approvvigionamento e di maggiori costi degli input, entrambi fattori che determinano un maggiore fabbisogno di capitale circolante da parte delle imprese. Il confermarsi della crescita dei prestiti riflette anche, in certa misura, il minore ricorso alle emissioni di titoli di debito, in un contesto in cui le condizioni di finanziamento sul mercato si sono inasprite più marcatamente rispetto a quelle del finanziamento bancario. A maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato al 4,6 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 18), sostenuto dall'incremento robusto dei mutui per l'acquisto di abitazioni e da una ripresa dei prestiti al consumo legata all'intensificarsi delle opportunità di spesa alla luce della riapertura dell'economia. Come indicato dall'[indagine sulle aspettative dei consumatori \(Consumer Expectations Survey\)](#) condotta dalla BCE, ciò potrebbe anche essere collegato alle attese delle famiglie in merito a un accesso più restrittivo al credito e a maggiori costi di indebitamento in termini nominali il prossimo anno.

Grafico 18
Prestiti delle IFM in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazione standard)



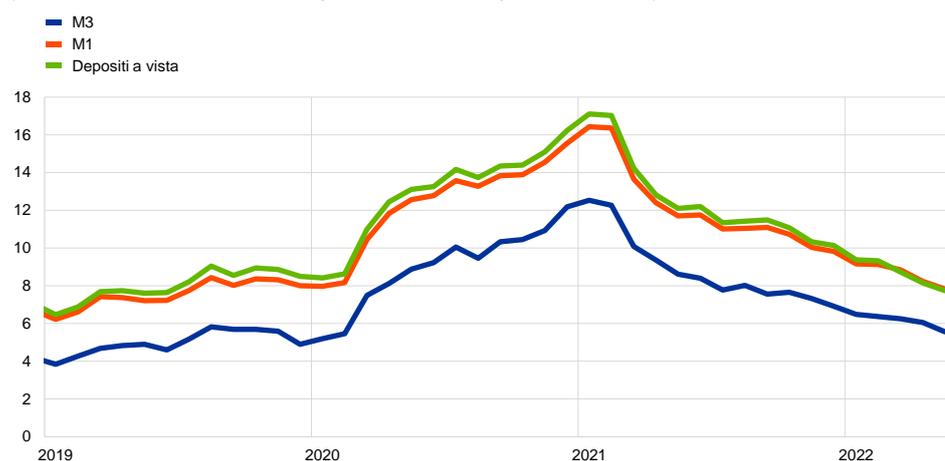
Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (monetary financial institutions, MFI) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle SNF, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata per una composizione fissa di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022.

A maggio il ritmo di accumulo dei depositi ha continuato a diminuire rispetto agli elevati livelli registrati durante la pandemia (cfr. il grafico 19). Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a vista è sceso al 7,7 per cento a maggio, dall'8,1 di aprile. Il rallentamento è stato rilevato per i depositi a vista sia delle imprese sia delle famiglie, in quanto i rincari dei beni alimentari ed energetici hanno ridotto le riserve di liquidità delle imprese e limitato la capacità delle famiglie di accumulare risparmio⁶. Nel contempo, la preferenza per le attività liquide da parte di imprese e famiglie ha continuato a essere influenzata dalla forte incertezza collegata alla guerra in Ucraina e dal peggioramento delle prospettive economiche. Su questo sfondo, a maggio gli afflussi verso i depositi sono rimasti consistenti per effetto di un aumento della componente relativa alle famiglie. La crescita dei depositi di imprese e famiglie è stata eterogenea fra un paese e l'altro a causa di differenze nel fabbisogno di liquidità e nelle misure di sostegno di bilancio adottate a livello nazionale.

Grafico 19 M3, M1 e depositi a vista

(tasso di crescita sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022.

A maggio la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) si è riportata sulla propria media di lungo periodo. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha continuato a contrarsi a maggio, scendendo al 5,6 per cento dal 6,1 di aprile (cfr. il grafico 19). Questo tasso sui dodici mesi è in linea con la media registrata a partire dal 1999; la dinamica di breve periodo indica una maggiore moderazione. Dal lato delle componenti, l'aggregato ristretto M1 ha continuato a essere la determinante principale della crescita di M3, riflettendo in ampia misura la dinamica dei depositi a vista. Dal lato delle contropartite, il credito al settore privato ha continuato a sostenere la crescita sui dodici mesi di M3, mentre il contributo positivo dato dagli acquisti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica si è ulteriormente ridotto, giacché tali acquisti sono in fase di graduale

⁶ Cfr. il riquadro 3 *Il risparmio delle famiglie durante la pandemia di COVID-19 e le implicazioni per la ripresa dei consumi* in questo numero del Bollettino.

cessazione. Nel contempo, l'aumento dei deflussi monetari netti verso il resto del mondo ha frenato l'espansione monetaria, risentendo principalmente di due andamenti. In primo luogo, i rincari dei beni energetici hanno inciso negativamente sulla dinamica dei depositi e sul saldo commerciale dell'area dell'euro. In secondo luogo, l'incertezza corrente e gli attuali differenziali di rendimento rispetto a diversi paesi esterni all'area dell'euro hanno reso gli investimenti in attività dell'area meno appetibili per gli investitori internazionali.

Riquadri

1 Flussi commerciali con la Russia dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina

a cura di Maria Grazia Attinasi, Julia Doleschel, Rinalds Gerinovics, Vanessa Gunnella e Michele Mancini

Le turbative alla produzione e all'interscambio di energia e materie prime agro-alimentari collegate alla guerra hanno destato timori in merito alla sicurezza dell'offerta mondiale di energia e alimentari. La Russia è uno dei principali paesi esportatori di materie prime energetiche e, come l'Ucraina, un importante esportatore mondiale di materie prime agricole. Il presente riquadro effettua innanzitutto una ricognizione dei recenti andamenti dei flussi commerciali dalle aree colpite dalla guerra dall'inizio delle ostilità. I flussi di materie prime energetiche e agro-alimentari vengono tracciati attraverso i dati sul trasporto merci per via marittima e sui flussi di gas, che forniscono una valutazione più tempestiva degli andamenti recenti rispetto ai dati sul commercio doganale¹. Il riquadro passa quindi a esaminare l'evoluzione delle importazioni della Russia dall'inizio della guerra. Tuttavia, poiché la Russia ha smesso di pubblicare i dati ufficiali sul commercio doganale a partire da fine febbraio 2022, il riquadro esamina i dati doganali sulle esportazioni di un certo numero di partner commerciali della Russia per derivarne un'approssimazione delle importazioni da parte di quest'ultimo paese. Tali dati sono infine utilizzati per fornire una valutazione empirica preliminare degli effetti delle sanzioni sui flussi commerciali della Russia.

La quantità di esportazioni di petrolio dalla Russia per via marittima è risalita a livelli prossimi a quelli precedenti l'invasione, in un contesto caratterizzato da sconti storicamente elevati e da alcune deviazioni dei flussi verso i grandi paesi asiatici. A seguito dell'invasione russa in Ucraina, i trasporti settimanali di petrolio da parte della Russia hanno subito un calo (-15 per cento) a fine marzo 2022, rispetto al livello dell'anno precedente, per via delle turbative connesse alla guerra e del ritiro volontario dagli accordi commerciali di alcune compagnie energetiche e di trasporto mercantile. Tale calo è stato particolarmente marcato per gli Stati Uniti (-60 per cento) e l'Unione europea (-35 per cento). Il prezzo del petrolio russo (di qualità Ural) è sceso all'inizio della guerra e tale combustibile è ora venduto a prezzi fortemente scontati rispetto al greggio di qualità Brent (-30 per cento, cfr. il grafico A). Di conseguenza, e in presenza di una certa volatilità, durante la prima settimana di luglio i flussi di petrolio si sono collocati su livelli prossimi alla media del 2021, nonostante il significativo calo registrato a giugno. La quota della Russia sul totale delle importazioni di petrolio da parte di Cina e India è salita rispettivamente all'11 e al 14 per cento a fine giugno, dal 6 e 2 per cento di prima della guerra. Per contro, le esportazioni per via marittima verso gli

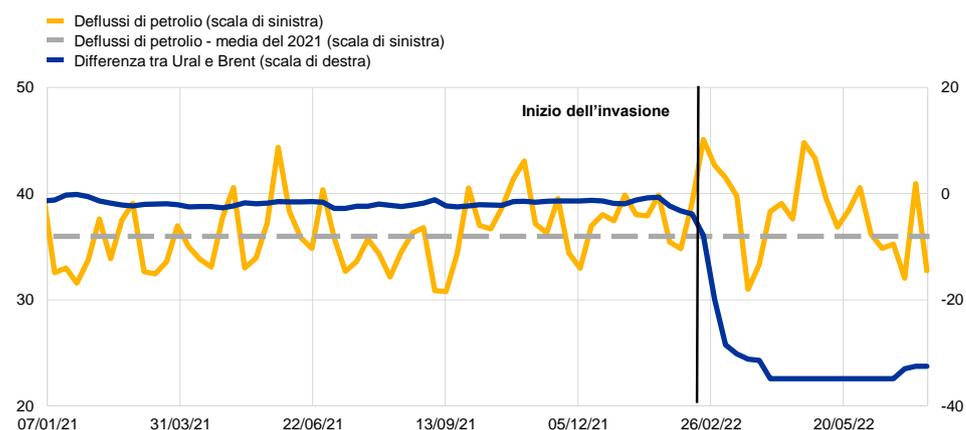
¹ I dati sui movimenti delle imbarcazioni marittime sono raccolti attraverso un sistema di identificazione automatico che registra e trasmette la posizione dell'imbarcazione per esigenze di tracciamento e sono forniti da Refinitiv, mentre quelli sui flussi di gas provengono da Bloomberg.

Stati Uniti e il Regno Unito si sono gradualmente interrotte poco dopo l'inizio della guerra, dal momento che entrambi i paesi hanno proibito le importazioni di petrolio dalla Russia, che l'UE ha invece ridimensionato, incrementando il ricorso alle Americhe e all'Africa quali origini per l'approvvigionamento (cfr. il grafico B)².

Grafico A

Esportazioni di petrolio marittimo russo - volumi e prezzi rispetto al Brent

(scala di sinistra: milioni di barili a settimana; scala di destra: differenza in dollari statunitensi)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni degli esperti della BCE.

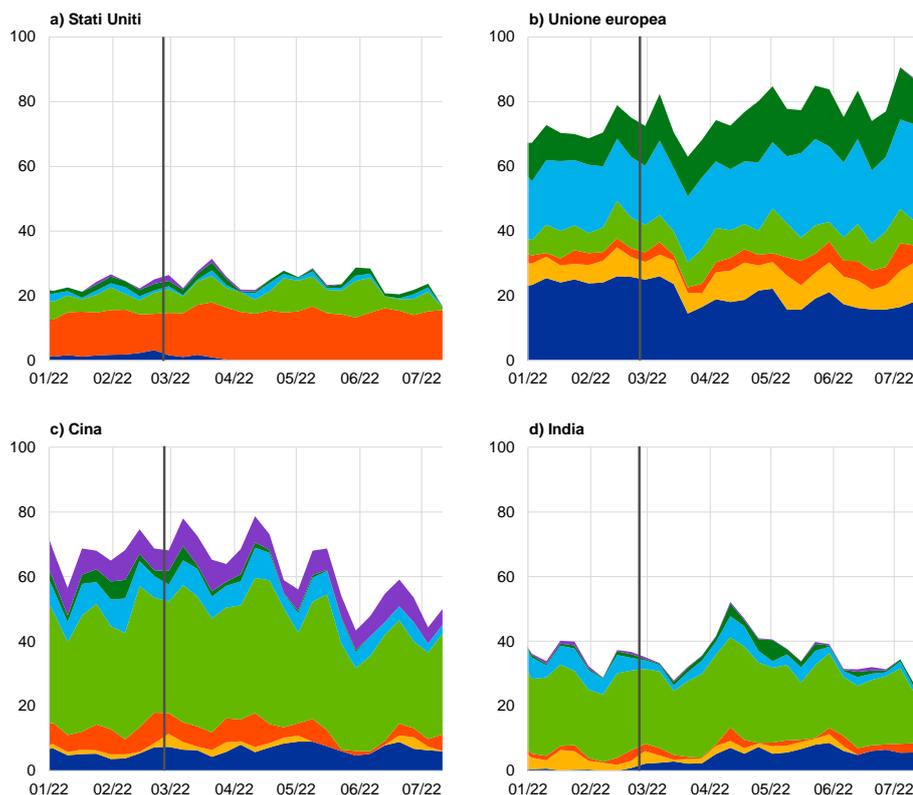
Note: le ultime osservazioni settimanali si riferiscono al 15 luglio 2022. Il petrolio marittimo include il greggio e l'olio combustibile pesante.

² In seguito al sesto pacchetto di sanzioni varato dall'UE, il divieto di importazioni di petrolio che copre il 90 per cento delle importazioni complessive dell'UE dalla Russia (con la temporanea esenzione dei flussi degli oleodotti) dovrebbe essere pienamente effettivo entro la fine del 2022. Tuttavia alcune importanti compagnie energetiche europee hanno già sospeso le operazioni e gli acquisti di petrolio e prodotti petroliferi in conseguenza dell'invasione. L'UE ha inoltre annunciato un nuovo divieto, per le imprese dell'UE operanti nel settore dei servizi marittimi, di fornire assicurazioni e finanziamenti alle navi che trasportano petrolio russo, ostacolando in tal modo l'esportazione verso paesi terzi.

Grafico B

Importazioni di petrolio per via marittima in base all'origine

(milioni di barili a settimana)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono alla settimana del 15 luglio 2022. Per l'UE, l'Europa include le importazioni intra-UE, ma esclude i flussi interni ai singoli paesi. In tutti i grafici, la voce "Europa" si riferisce all'Europa geografica, che esclude la Russia. Il petrolio marittimo include il greggio e l'olio combustibile pesante.

Anche le esportazioni di gas dalla Russia all'UE si sono ridotte in misura significativa, collocandosi al 35 per cento del livello segnato l'anno precedente nell'ultima settimana di giugno 2022 (cfr. il grafico C). Al volgere dell'anno i flussi dei gasdotti russi attraverso l'Europa centrale e orientale erano diminuiti considerevolmente a causa delle tensioni con l'Ucraina. Con l'inizio delle ostilità si sono mantenuti volatili fino alla recente completa cessazione dei flussi verso Bulgaria, Danimarca, Finlandia, Lituania, Paesi Bassi e Polonia e le riduzioni volontarie da parte di (o i parziali tagli nei confronti di) Austria, Repubblica Ceca, Germania, Italia e Slovacchia. Di conseguenza, nell'ultima settimana di giugno le importazioni totali di gas dell'UE dalla Russia sono diminuite del 65 per cento rispetto allo scorso anno³. L'aumento delle importazioni di gas naturale liquefatto

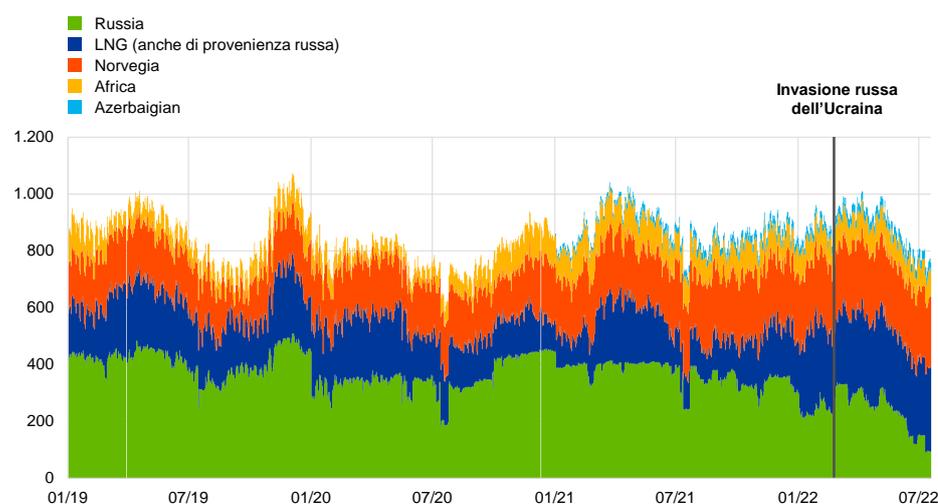
³ Per un'analisi degli effetti della guerra sui mercati dell'energia dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 1 *L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia dell'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

(liquefied natural gas, LNG)⁴ e di gas proveniente da gasdotti non russi (cfr. il grafico C) ha parzialmente compensato le carenze; tuttavia i rischi per l'approvvigionamento di gas all'UE rimangono all'orizzonte⁵, considerando che il livello di stoccaggio all'interno dell'Unione si è mantenuto al di sotto della media del periodo 2015-2020 all'inizio di luglio⁶. Dal lato russo, le forniture di gas vengono deviate verso le rotte asiatiche.

Grafico C

Esportazioni di gas verso l'UE per origine

(milioni di metri cubi al giorno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 19 luglio 2022. Il periodo considerato include anche una sospensione completa dei flussi di gas dalla Russia attraverso il gasdotto Nord Stream 1, dovuta a lavori di manutenzione annuali, a partire dal 14 luglio 2022.

Le esportazioni via mare di materie prime agricole provenienti dalla Russia hanno subito un calo all'inizio dell'invasione, mentre quelle provenienti dall'Ucraina si sono arrestate. A livello mondiale, nel 2021 Russia e Ucraina hanno costituito congiuntamente una quota pari al 24 per cento delle esportazioni di frumento e al 14 per cento delle esportazioni di granoturco⁷. Dall'inizio della guerra, le esportazioni di frumento per via marittima da parte della Russia hanno evidenziato una notevole volatilità, come riflesso di turbative nella logistica dei trasporti ma anche di una contromossa della Russia, che ha previsto la restrizione temporanea delle proprie esportazioni di alcune materie prime agro-alimentari agli Stati dell'ex Unione sovietica, all'interno dell'unione economica euroasiatica, al fine di garantire la sicurezza alimentare della Federazione russa⁸. Alla fine di giugno, le esportazioni

⁴ I dati sul trasporto merci per via marittima forniti da Refinitiv evidenziano che le forniture di LNG di provenienza russa costituiscono circa un quinto dei volumi di importazione extra-UE di LNG e che tale quota è rimasta sostanzialmente invariata dopo lo scoppio del conflitto.

⁵ Per una quantificazione degli effetti delle carenze di gas, cfr. Borin, A., Conteduca, F. P., Di Stefano, E., Gunnella, V., Mancini, M. e Panon, L., "Una valutazione quantitativa degli impatti economici delle interruzioni al commercio a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 700, 2022.

⁶ Cfr. "European natural gas imports", Bruegel, 20 luglio 2022.

⁷ In base ai dati doganali forniti dal Trade Data Monitor.

⁸ Cfr. "Russia temporarily bans grain exports to ex-Soviet countries", Reuters, 14 marzo 2022 e "Russian Federation bans exports of wheat, maize and other cereals to Armenia, Kazakhstan and Kyrgyzstan until 30 June 2022", Food Price Monitoring and Analysis, 15 marzo 2022.

settimanali di frumento per via marittima da parte della Russia erano pari al 40 per cento del livello dell'anno precedente, considerando il dirottamento di un numero crescente di esportazioni verso Egitto e Turchia⁹. Fino a tempi recenti, a causa del blocco completo dei porti nel Mar Nero, le esportazioni di cereali dall'Ucraina si erano arretrate, aggravando i timori per la sicurezza alimentare a livello mondiale. Tuttavia, per agevolare l'allentamento di tale pressione su scala globale, Ucraina e Russia hanno raggiunto un accordo sul transito sicuro di cereali provenienti dai porti ucraini che dovrebbe attenuare significativamente le preoccupazioni sulla sicurezza alimentare delle economie emergenti¹⁰.

La sicurezza alimentare potrebbe essere a rischio nei paesi che dipendono maggiormente dalle esportazioni di prodotti alimentari da parte di Russia e Ucraina, data la loro limitata capacità di diversificare le fonti di approvvigionamento nel breve periodo.

I dati nominali sul commercio doganale disponibili in merito alle importazioni mondiali di prodotti agro-alimentari (fertilizzanti, soia, frumento e granturco) segnalano una certa eterogeneità fra paesi e regioni in termini di esposizione alle importazioni da Russia e Ucraina (cfr. il grafico D). Le economie emergenti, e in particolare i paesi dell'Africa e dell'Asia centrale, sono tra le regioni maggiormente dipendenti da Russia e Ucraina per l'approvvigionamento di cereali. Inoltre, come segnala un indice di diversificazione del mercato delle esportazioni, una maggiore esposizione alle importazioni tende ad associarsi a un'elevata concentrazione di esportatori, il che significa che la capacità di tali paesi di reperire fornitori alternativi potrebbe essere limitata nel breve periodo¹¹. Il divieto recentemente annunciato di esportazione di frumento da parte dell'India, il secondo maggiore produttore mondiale di tale cereale, potrebbe aggravare ulteriormente la situazione dell'offerta mondiale di beni alimentari, già ridotta dalla guerra¹². Pur non incidendo in misura sostanziale sulle importazioni nell'area dell'euro, il divieto indiano contribuisce al massimo storico toccato dai prezzi del frumento a livello mondiale¹³.

⁹ Tuttavia ci si attende che le condizioni meteorologiche favorevoli per l'attuale stagione dei raccolti determinino un aumento delle esportazioni di cereali.

¹⁰ Cfr. ["Russia and Ukraine sign grain deal to avert global food crisis"](#) Financial Times, 22 luglio 2022.

¹¹ Il prezzo elevato dei fertilizzanti potrebbe mettere a repentaglio la sicurezza alimentare incidendo sulla produzione agricola nel 2022 e 2023. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia non ha che esacerbato una situazione di offerta già limitata di fertilizzanti, il cui prezzo ha iniziato ad aumentare già nel 2021 nel contesto di elevati prezzi dell'energia. Cfr.: ["Impacts and Repercussions of Price Increases on the Global Fertilizer Market"](#), USDA Foreign Agricultural Service, 30 giugno 2022.

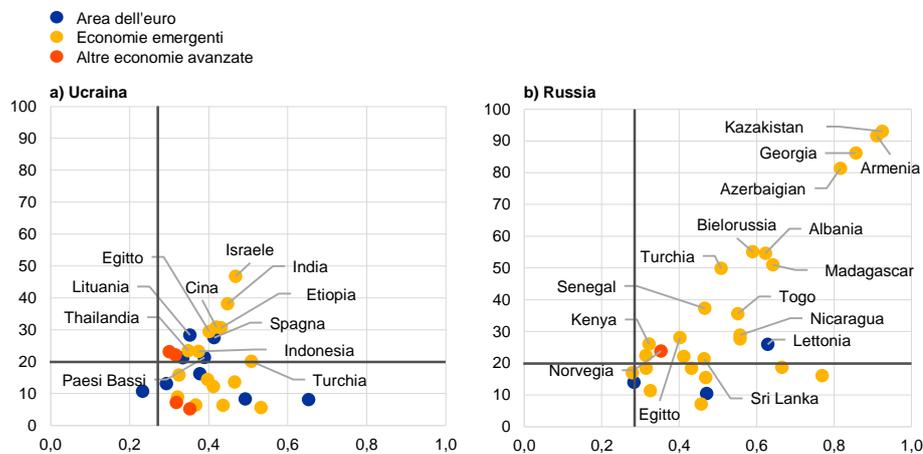
¹² Cfr. ["India Bans Wheat Exports Due to Domestic Supply Concerns"](#), USDA Foreign Agricultural Service, 19 maggio 2022.

¹³ Cfr. il riquadro 6 ["L'impennata dell'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro e l'impatto della guerra russo-ucraina"](#) nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Grafico D

Concentrazione del mercato e dipendenza dalle importazioni di cereali

(asse delle ordinate: quota delle importazioni da Ucraina e Russia; asse delle ascisse: indice Herfindahl–Hirschman, 2021)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.

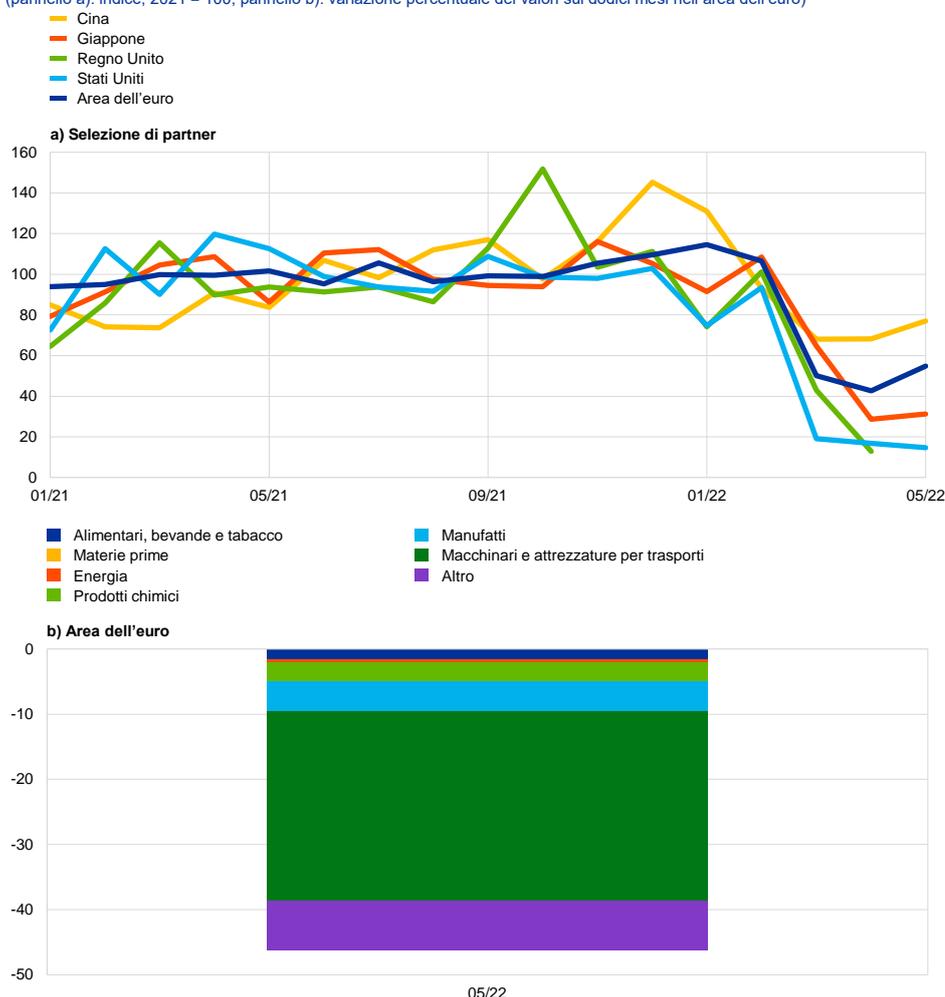
Note: l'indice Hirschman-Herfindahl è una misura della dispersione del valore dell'interscambio tra i partner commerciali di un paese importatore. Un paese le cui importazioni si concentrano su un numero molto limitato di mercati avrà un valore dell'indice prossimo a 1. Analogamente, un paese con un portafoglio commerciale perfettamente diversificato avrà un indice prossimo a zero. È stata applicata una soglia minima pari al 5 per cento di dipendenza dalle importazioni dalla Russia. L'area a destra della linea verticale e al di sopra di quella orizzontale denota un'elevata concentrazione complessiva dei partner per le importazioni e un'elevata dipendenza dalla Russia o dall'Ucraina.

Nel complesso, le importazioni di beni dalla Russia sono diminuite significativamente dall'inizio della guerra, in particolare da parte dei paesi che hanno irrogato sanzioni. I dati doganali evidenziano che le esportazioni verso la Russia sono diminuite in misura considerevole rispetto ai livelli del 2021 a causa delle turbative agli scambi commerciali di tale paese dovute alle avverse conseguenze macroeconomiche e sui trasporti ingenerate dalla guerra (cfr. il pannello a) del grafico E). La contrazione è particolarmente marcata per i paesi che hanno irrogato sanzioni (-85 per cento per gli Stati Uniti e -45 per cento per l'area dell'euro rispetto al livello del 2021, secondo i dati rilevati a maggio 2022); anche le esportazioni da parte dei paesi che non hanno imposto sanzioni, tuttavia, si mantengono su livelli inferiori a quelli del 2021 (ad esempio, -23 per cento nel caso della Cina).

Grafico E

Esportazioni verso la Russia

(pannello a): indice, 2021 = 100; pannello b): variazione percentuale dei valori sui dodici mesi nell'area dell'euro)



Fonti: Trade Data Monitor, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni nel pannello a) si riferiscono a maggio 2022 per Cina, Giappone, Stati Uniti e area dell'euro e ad aprile 2022 per il Regno Unito. Il pannello b) mostra le esportazioni dall'area dell'euro verso la Russia suddivise per settore.

Per l'area dell'euro, le esportazioni verso la Russia di beni soggetti a sanzioni (come macchinari e attrezzature per trasporti) stanno determinando la contrazione complessiva delle esportazioni. Dall'invasione russa dell'Ucraina, l'UE ha emanato sei pacchetti di sanzioni contro la Russia, che comprendono provvedimenti contro individui e restrizioni ai mezzi di informazione, ai settori finanziario e dei trasporti e agli scambi commerciali¹⁴. All'inizio, le misure commerciali hanno riguardato merci e prodotti militari finalizzati all'avanzamento della Russia nell'ambito militare, tecnologico e dei trasporti. Le restrizioni più recenti riguardano i beni di lusso (sia importati sia esportati) e altri beni di importazione che generano reddito per la Russia, inclusi carbone e petrolio. Osservando i flussi commerciali tra l'area dell'euro e la Russia (cfr. il pannello b) del grafico E),

¹⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. "Misure restrittive dell'UE nei confronti della Russia in relazione all'Ucraina (dal 2014)", Consiglio europeo.

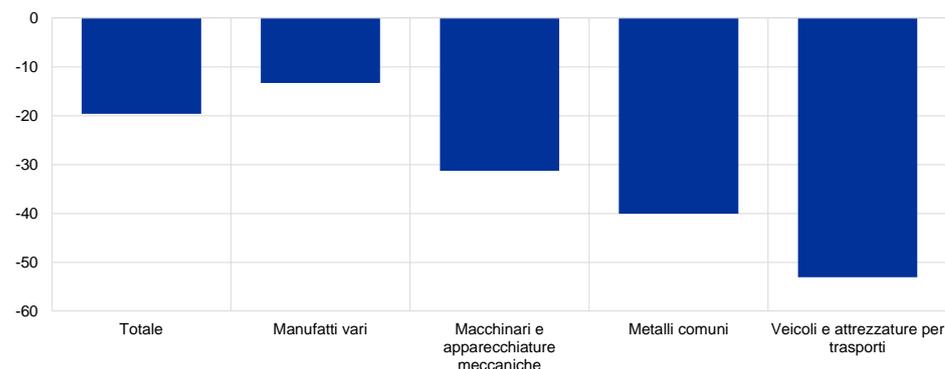
la flessione complessiva è riconducibile per la maggior parte a macchinari e attrezzature per trasporti.

Da un'analisi empirica si rileva che la prima tornata di sanzioni, a marzo 2022, ha ridotto le importazioni russe del 15 per cento, con i prodotti sottoposti a sanzioni che hanno inciso per la maggior parte. Un'analisi empirica che utilizza un approccio difference-in-differences (“differenza nelle differenze”) basato su un campione di 59 partner commerciali della Russia, costituenti circa l’86 per cento del totale delle importazioni russe nel 2021, conferma che a marzo 2022, rispetto al mese precedente in cui le sanzioni erano assenti, le importazioni russe dai paesi che hanno introdotto sanzioni sono state di 20 punti percentuali inferiori rispetto a quelle provenienti dai paesi che non le hanno introdotte. Da una scomposizione effettuata per alcuni gruppi di prodotti si rileva che l’accesso da parte della Russia a beni finalizzati alla produzione di attrezzature militari, quali veicoli e macchinari e apparecchiature meccaniche, è stato significativamente ostacolato in termini relativi (cfr. il grafico F). Nel complesso, ciò corrisponde a un calo del 15 per cento circa delle importazioni totali a marzo, in seguito alla prima tornata di sanzioni.

Grafico F

Effetto delle sanzioni sulle importazioni russe

(difference-in-differences, effetto in punti percentuali su marzo 2022 rispetto a febbraio 2022)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la “differenza nelle differenze” si ottiene sottraendo dalla variazione nelle importazioni russe dai paesi sanzionatori tra marzo e febbraio 2022 la variazione nelle importazioni russe dai paesi che non hanno irrogato sanzioni. Per i paesi esportatori con limitata disponibilità di dati, quelli sulle esportazioni sono al livello a due cifre del sistema armonizzato. I paesi che non hanno introdotto sanzioni sono Argentina, Brasile, Cina, Costa Rica, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Islanda, Israele, Kazakistan, Malaysia, Messico, Norvegia, Perù, Singapore, Sud Africa, Thailandia e Turchia. I paesi che hanno introdotto sanzioni sono Australia, Austria, Belgio, Brunei Darussalam, Bulgaria, Canada, Cile, Cipro, Colombia, Corea del Sud, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Marocco, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Taiwan e Ungheria. I settori scelti rappresentano circa il 60 per cento del totale delle importazioni russe.

2 La dinamica della quota dei salari e gli effetti di secondo impatto sull'inflazione dopo i rincari dei beni energetici negli anni '70 e oggi

a cura di Niccolò Battistini, Helen Grapow, Elke Hahn e Michel Soudan

Il presente riquadro esamina la dinamica della quota dei salari e i potenziali effetti di secondo impatto sull'inflazione in periodi caratterizzati da rincari dei beni energetici. In una regione importatrice netta di energia, quale l'area dell'euro, un aumento della componente energetica dell'inflazione determina un deterioramento delle ragioni di scambio, cioè il rapporto tra l'indice dei prezzi delle esportazioni e delle importazioni. Ciò causa un'erosione del reddito impiegato per remunerare i fattori produttivi interni. La quota dei salari, cioè la parte del reddito nazionale destinata al fattore lavoro, può fornire un'indicazione della capacità dei lavoratori di sostenere tali perdite di reddito reale, nonché dei potenziali effetti di secondo impatto sui prezzi¹. Il presente riquadro analizza la dinamica della quota dei salari e dell'inflazione nell'area dell'euro a seguito del rialzo dei beni energetici osservato a partire dal secondo trimestre del 2021. Nella prima parte si mettono a confronto le circostanze attuali con un altro episodio molto noto di forte shock sui prezzi dell'energia, cioè l'embargo petrolifero imposto dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) nell'ottobre del 1973. Segue un raffronto tra gli andamenti osservati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. In conclusione si valutano, attraverso un'analisi basata su un modello, le differenze rispetto agli anni '70 delle modalità di trasmissione dei rialzi dei beni energetici all'inflazione, con particolare attenzione all'emergere di effetti di secondo impatto.

La quota dei salari riflette l'interazione tra salari reali, produttività e ragioni di scambio. Da un punto di vista contabile, la quota dei salari cresce al verificarsi di: un aumento dei salari reali (misurati dal rapporto tra salari nominali per occupato e deflatore dei consumi privati), una diminuzione della produttività del lavoro o un deterioramento delle ragioni di scambio (approssimate dal rapporto tra deflatore del PIL e deflatore dei consumi privati)². Nella misura in cui un aumento dei prezzi all'importazione si trasmette ai prezzi al consumo, una diminuzione delle ragioni di scambio riconducibile all'andamento dei prezzi dell'energia incide sui salari reali,

¹ La quota dei salari (misurata dal rapporto tra salari nominali e PIL nominale) offre una buona approssimazione dei costi marginali in termini reali delle imprese nella curva di Phillips neo-keynesiana, rappresentando dunque una determinante dell'inflazione importante dal punto di vista quantitativo. Per ulteriori dettagli sul legame tra la dinamica della quota dei salari e quella dell'inflazione, cfr. Galí, J. e Gertler, M., "Inflation dynamics: A structural econometric analysis", *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, n. 2, ottobre 1999, pagg. 195-222.

² Formalmente, la quota dei salari può essere scomposta come segue:

$$\frac{W}{Y} = \frac{W}{E} \cdot \frac{P^C}{P^Y} \cdot \frac{E}{Y^r}$$

dove W indica i redditi da lavoro dipendente (corretti in base al rapporto tra occupati e lavoratori dipendenti), Y indica il PIL nominale, E indica gli occupati, P^C indica il deflatore dei consumi privati, P^Y indica il deflatore del PIL e Y^r indica il PIL reale. Pertanto, la quota dei salari indicata nel lato sinistro dell'equazione corrisponde al prodotto dei tre rapporti indicati nel lato destro, cioè: salari reali, il reciproco delle ragioni di scambio e il reciproco della produttività del lavoro. Per un impiego analogo del rapporto tra deflatore dei consumi privati e deflatore del PIL come approssimazione delle ragioni di scambio, cfr., ad esempio, l'articolo 1 [Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

innescando potenzialmente pressioni perché i salari aumentino, così da tutelare il potere d'acquisto dei lavoratori. L'impatto dei rincari dei beni energetici sulla quota dei salari dipende dunque in modo cruciale dalla risposta del reddito da lavoro, che, a parità di condizioni, si ripercuoterà, a sua volta, sul costo del lavoro per unità di prodotto e sul deflatore del PIL.

Il recente deterioramento delle ragioni di scambio ha avuto implicazioni limitate per il reddito da lavoro e il deflatore del PIL rispetto all'esperienza degli anni '70.

L'aumento dei prezzi dei beni energetici ha provocato un forte calo delle ragioni di scambio dell'area dell'euro tra il secondo trimestre del 2021 e il primo del 2022, determinando la perdita su quattro trimestri più elevata degli ultimi 40 anni³. Tale perdita di reddito, tuttavia, è stata approssimativamente solo un terzo del calo provocato dall'embargo petrolifero dell'OPEC tra il quarto trimestre del 1973 e il terzo del 1974⁴. Un'altra differenza è rappresentata dal fatto che a seguito del recente aumento della componente energetica dell'inflazione si è osservata una diminuzione dei salari reali, mentre negli anni '70 si registrò un forte aumento⁵. Nel complesso, minori perdite in termini di ragioni di scambio e salari reali più contenuti hanno determinato un lieve calo della quota dei salari, in contrasto con il considerevole aumento osservato dopo l'embargo petrolifero dell'OPEC (cfr. il pannello a) del grafico A). Tali andamenti si sono riflessi nel profilo del deflatore del PIL, che nel periodo recente è cresciuto in misura moderata e attraverso canali diversi (principalmente utili unitari e imposte, piuttosto che costo del lavoro per unità di prodotto) rispetto agli anni '70 (cfr. il pannello b) del grafico A).

³ L'effetto reddito riconducibile alle ragioni di scambio è calcolato ponderando le variazioni dei prezzi all'esportazione e all'importazione per i rispettivi valori; tali variazioni sono espresse come quota percentuale del PIL. In base a tale calcolo, il calo delle ragioni di scambio ha comportato, tra il secondo trimestre del 2021 e il primo del 2022, una riduzione del reddito nazionale pari a 1,6 punti percentuali del PIL. Si noti che tale perdita si riferisce all'effetto totale delle ragioni di scambio sul reddito, che include sia l'aumento dei prezzi dell'energia sia altre componenti (ad esempio il deprezzamento del tasso di cambio). Per la metodologia, cfr. il riquadro 1 *Gli effetti su reddito reale e conto corrente del deterioramento delle ragioni di scambio* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

⁴ I dati riferiti all'area dell'euro precedenti il 1995 sono tratti dal dataset Area-Wide Model (AWM). Cfr. Fagan, G., Henry, J. e Mestre, R., "An area-wide model (AWM) for the euro area", *Working Paper Series*, n. 42, BCE, gennaio 2001.

⁵ Si noti che le recenti dinamiche salariali potrebbero essere distorte dall'utilizzo da parte di diversi governi dell'area dell'euro di misure di integrazione salariale volte ad attenuare l'impatto sui redditi dei lavoratori della crisi legata al coronavirus (COVID-19).

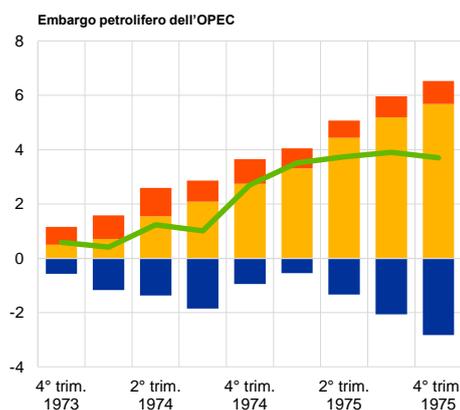
Grafico A

Quota dei salari e deflatore del PIL nell'area dell'euro: confronto tra anni '70 e oggi

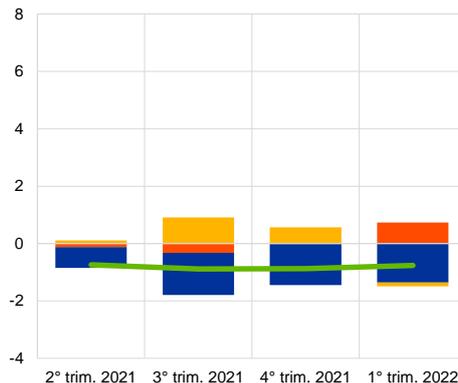
a) Quota dei salari e sue componenti

(variazioni cumulate, in punti percentuali del PIL)

- Produttività (reciproco)
- Salari reali rispetto ai consumi
- Ragioni di scambio (reciproco)
- Quota dei salari



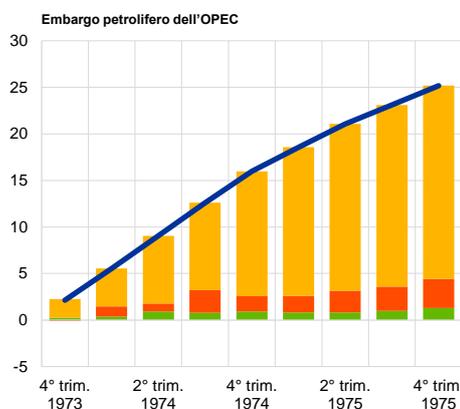
Aumento attuale della componente energetica dell'inflazione



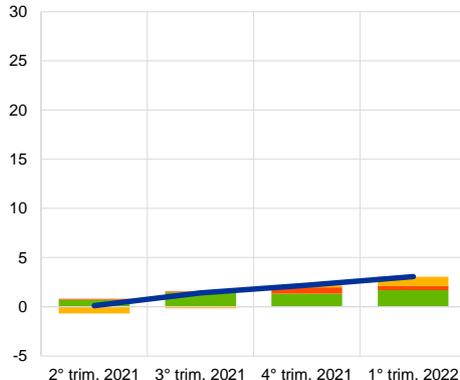
b) Deflatore del PIL e sue componenti

(variazioni cumulate, in punti percentuali del PIL)

- Costo unitario del lavoro
- Utili unitari
- Imposte per unità di prodotto
- Deflatore del PIL



Aumento attuale della componente energetica dell'inflazione



Fonti: Eurostat, dataset Area-Wide Model (AWM) della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la produttività è calcolata come il rapporto tra PIL in termini reali e occupati. I salari reali sono definiti come i redditi da lavoro dipendente (corretti in base al rapporto tra occupati e lavoratori dipendenti) divisi per gli occupati e il deflatore dei consumi privati. Le ragioni di scambio sono approssimate dal rapporto tra il deflatore del PIL e il deflatore dei consumi privati.

La dinamica della quota dei salari negli Stati Uniti presenta analogie con quella osservata attualmente nell'area dell'euro, ma notevoli differenze rispetto agli anni '70. Negli Stati Uniti, l'attuale aumento dei prezzi dell'energia ha determinato perdite di reddito attraverso le ragioni di scambio più contenute (1,5 punti percentuali

del PIL) rispetto agli anni '70 (3,0 punti percentuali di PIL)⁶. Tuttavia, a differenza dell'area dell'euro, la quota dei salari statunitense è diminuita marginalmente in seguito all'embargo petrolifero dell'OPEC, riflettendo principalmente le perdite dei salari reali, mentre l'esperienza attuale nelle due giurisdizioni è analoga (cfr. il pannello a) del grafico B). Le attuali determinanti dell'andamento del deflatore del PIL negli Stati Uniti sono simili a quelle dell'episodio degli anni '70, sebbene di minore entità, e l'aumento degli utili unitari riveste un ruolo significativo in entrambi gli episodi (cfr. il pannello b) del grafico B). Nel complesso, l'esperienza statunitense mostra che il deflatore del PIL potrebbe aumentare considerevolmente per effetto di shock legati ai prezzi dell'energia, nonostante i limitati meccanismi di indicizzazione salariale e, soprattutto oggi, la scarsa dipendenza energetica netta e la forte credibilità della politica monetaria.

⁶ Si noti che, in entrambi gli episodi, le perdite di reddito causate dal deterioramento delle ragioni di scambio sono inferiori negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Ciò può essere riconducibile alla maggiore dipendenza energetica dell'area dell'euro in confronto agli Stati Uniti (cfr., ad esempio, Fosco, M. e Klitgaard, T., "Recycling Oil Revenue", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 14 maggio 2018). Tale divario si è ampliato nel corso degli ultimi venti anni, giacché gli Stati Uniti hanno aumentato in misura significativa la propria indipendenza energetica, mentre l'area dell'euro ha evidenziato un incremento della dipendenza netta da beni energetici esteri, pur rimanendo al di sotto dei livelli registrati agli inizi degli anni '80 (cfr. il sito [Internet dell'Energy Information Administration \(EIA\) statunitense](#)).

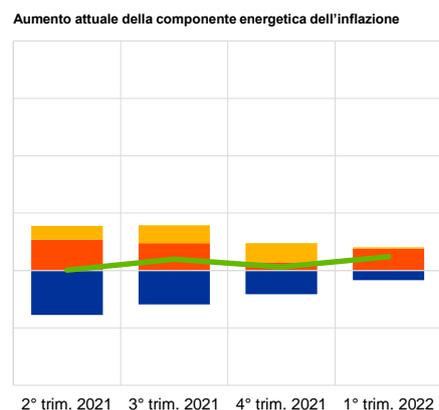
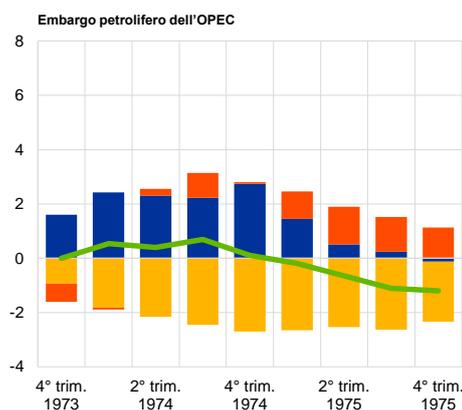
Grafico B

Quota dei salari e deflatore del PIL negli Stati Uniti: confronto tra anni '70 e oggi

a) Quota dei salari e sue componenti

(variazioni cumulate, in punti percentuali del PIL)

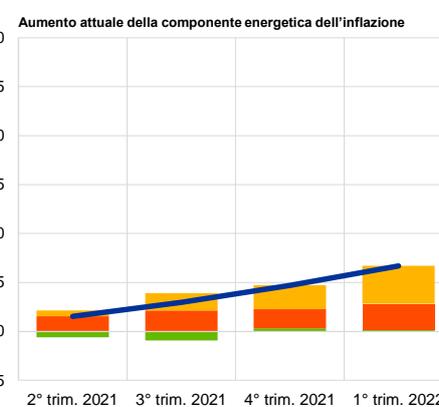
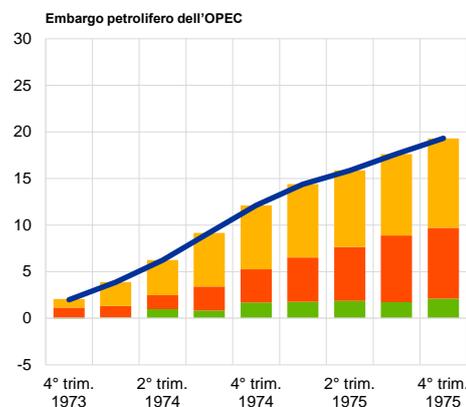
- Produttività (reciproco)
- Salari reali rispetto ai consumi
- Ragioni di scambio (reciproco)
- Quota dei salari



b) Deflatore del PIL e sue componenti

(variazioni cumulate, in punti percentuali del PIL)

- Costo unitario del lavoro
- Utili unitari
- Imposte per unità di prodotto
- Deflatore del PIL



Fonti: OCSE, Bureau of Economic Analysis statunitense ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: cfr. le note del grafico A.

È possibile identificare gli effetti di secondo impatto dei rincari dei beni energetici sull'inflazione attraverso un modello strutturale.

Gli shock dal lato dell'offerta petrolifera, che rappresentano determinanti cruciali per le quotazioni dei beni energetici, possono avere ripercussioni sui prezzi al consumo attraverso effetti diretti, indiretti e di secondo impatto⁷. Si definiscono diretti gli effetti immediatamente collegati a specifici aggregati dello IAPC, mentre gli effetti indiretti rilevano la trasmissione dello shock ai prezzi al consumo attraverso la catena di produzione e distribuzione. Gli effetti di secondo impatto si verificano quando gli operatori

⁷ Per una tassonomia dei diversi effetti dei rialzi dei beni energetici sull'inflazione, cfr. il riquadro 3 *Andamento recente dei corsi petroliferi e il loro impatto sui prezzi nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2004 del Bollettino Mensile della BCE.

trasmettono l'impatto inflazionistico degli effetti diretti e indiretti alla determinazione di retribuzioni e prezzi, innescando potenzialmente una spirale salari-prezzi. La trasmissione dello shock dal lato dell'offerta petrolifera all'inflazione è analizzata in due passaggi, utilizzando un modello strutturale⁸. Si inizia isolando gli effetti diretti da quelli complessivi, approssimandoli con la differenza tra le risposte dello IAPC totale e quello al netto della componente energetica⁹. Successivamente si procede stimando l'entità e l'origine degli effetti di secondo impatto avvalendosi delle risposte osservate in termini di deflatore del PIL e delle sue componenti. Confrontando poi la combinazione degli effetti indiretti e di secondo impatto ottenuti nel primo passaggio dell'analisi con gli effetti di secondo impatto rilevati in termini di deflatore del PIL nel secondo passaggio è possibile trarre delle conclusioni sugli effetti indiretti. Le stime del modello per gli anni '70 e '80 e per il periodo a partire dall'introduzione dell'euro nel 1999 forniscono indicazioni sulle differenze nel meccanismo di trasmissione degli shock dal lato dell'offerta petrolifera all'inflazione e sull'emergere di effetti di secondo impatto nei due periodi in esame.

Gli effetti di secondo impatto hanno svolto un ruolo importante nella trasmissione all'inflazione degli shock dal lato dell'offerta petrolifera negli anni '70 e '80, ma sono stati in media per lo più assenti a partire dall'introduzione dell'euro.

Negli anni '70 e '80 le ripercussioni di uno shock dal lato dell'offerta petrolifera sull'inflazione misurata sullo IAPC sono state ritardate, ma anche ingenti e durature, principalmente a causa della combinazione di effetti indiretti e di secondo impatto (cfr. il pannello a) del grafico C). Per contro, nell'epoca dell'euro uno shock di pari entità ha avuto un impatto rapido sull'inflazione misurata sullo IAPC, ma modesto e transitorio, con una distinzione in misura pressoché uguale tra gli effetti diretti e la combinazione di effetti indiretti e di secondo impatto. Negli anni '70 e '80 il deflatore del PIL ha iniziato ad aumentare circa sei mesi dopo lo shock; tale incremento è stato determinato dapprima dai salari nominali (misurati dai redditi per occupato) e successivamente, dopo un anno, anche dagli utili unitari, innescando una spirale salari-prezzi (cfr. il pannello b) del grafico C). Per contro, dal 1999 non si è avuto, in media, un recupero delle perdite di reddito reale causate dagli shock dal lato dell'offerta petrolifera nella determinazione né dei salari né dei prezzi. Tali risultati suggeriscono inoltre che gran parte della persistenza che negli anni '70 e '80 ha caratterizzato l'impatto degli shock dal lato dell'offerta petrolifera sull'inflazione misurata sullo IAPC fosse riconducibile agli effetti di secondo impatto e che quelli indiretti abbiano invece contribuito agli aumenti inflazionistici nei trimestri immediatamente successivi allo shock. Poiché a partire dal 1999 non ci sono evidenze robuste di effetti di secondo impatto duraturi, gli effetti indiretti hanno rivestito il ruolo maggiore nella stima della combinazione. In linea con la prospettiva contabile descritta in precedenza, i risultati del modello indicano altresì che uno

⁸ Le risposte a impulso derivano da una versione modificata del modello sviluppato in Hahn, E., "How are wage developments passed through to prices in the euro area? Evidence from a BVAR model", *Applied Economics*, vol. 53, numero 22, 2021. Il modello è stato ampliato al fine di rilevare altresì uno shock dal lato dell'offerta petrolifera. Le stime del modello sono distinte per il periodo dall'introduzione dell'euro (dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2019, così da escludere la crisi legata al COVID-19) e per quello compreso tra il primo trimestre del 1973 e il quarto del 1989 al fine di rilevare le caratteristiche dei periodi in questione, considerati i rilevanti cambiamenti economici dal punto di vista strutturale e istituzionale registrati dagli inizi degli anni '70.

⁹ I dati dello IAPC impiegati per gli anni precedenti il 1996 sono riferibili a stime interne della BCE.

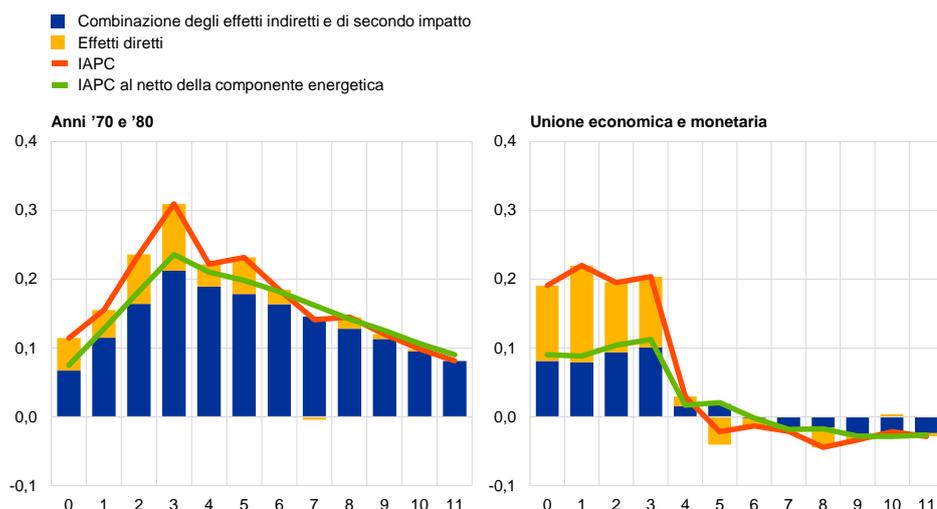
shock dal lato dell'offerta petrolifera ha determinato un aumento della quota dei salari negli anni '70 e '80, ma non nel periodo successivo all'introduzione dell'euro.

Grafico C

Impatto di uno shock dal lato dell'offerta petrolifera: confronto tra anni '70-'80 e Unione economica e monetaria

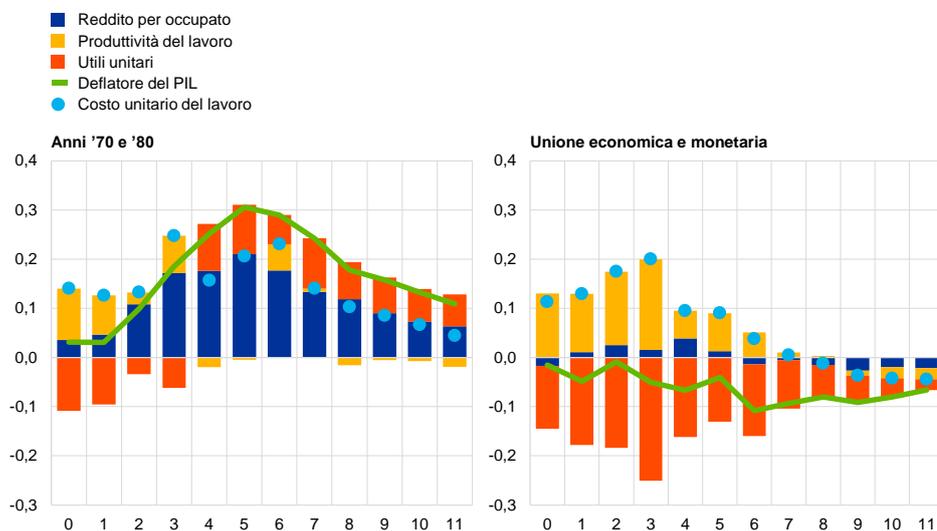
a) Confronto tra gli effetti diretti e la combinazione di effetti indiretti e di secondo impatto

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



b) Effetti di secondo impatto

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



Fonti: Eurostat, BCE, dataset Area-Wide Model (AWM) della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le stime si basano su una versione modificata del modello sviluppato in Hahn, E., op. cit. (cfr. la nota 8 a piè di pagina).

In entrambi i pannelli, lo shock dal lato dell'offerta petrolifera è standardizzato per riflettere un aumento del 10 per cento dei corsi petroliferi e l'asse delle ascisse mostra il numero di trimestri a partire dallo shock ("0" si riferisce al trimestre in cui si verifica lo shock). Il campione della stima si riferisce al periodo compreso tra il primo trimestre del 1973 e il quarto del 1989 per i pannelli di sinistra e al periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il quarto del 2019 per i pannelli di destra.

Rispetto agli anni '70, i recenti andamenti della quota dei salari e del deflatore del PIL sono stati contenuti, mentre dal 1999 gli effetti di secondo impatto dei rincari dei beni energetici sull'inflazione sono, in media, perlopiù assenti. Dopo la recente impennata dei prezzi dei beni energetici, il deflatore del PIL dell'area

dell'euro è aumentato in misura sensibilmente inferiore rispetto allo IAPC. Rispetto agli anni '70, gli andamenti contenuti della quota dei salari e del deflatore del PIL potrebbero derivare da vari cambiamenti economici di lungo periodo che hanno influito, ad esempio, sulla struttura produttiva (ad esempio la minore dipendenza energetica e la maggiore integrazione nelle catene globali del valore), sulle istituzioni del mercato del lavoro (ad esempio un'indicizzazione salariale meno diffusa e un minore grado di sindacalizzazione) e sulla politica monetaria (ad esempio, una strategia più chiara volta a controllare l'inflazione)¹⁰. Cionondimeno, livelli di inflazione elevati e persistenti acquiscono il rischio che si concretizzino effetti di secondo impatto attraverso un aumento dei salari e dei margini di profitto.

¹⁰ Sull'indicizzazione salariale, cfr. Goldstein, M., "Wage Indexation, Inflation, and the Labor Market", *IMF Staff papers*, vol. 22, n. 3, Fondo monetario internazionale, gennaio 1975; e, di più recente pubblicazione, Bivens, J., "Look to the 1990s, not the 1970s, for the right lessons to guide today's monetary policy", *Working Economics Blog*, Economic Policy Institute, agosto 2016; e Bivens, J., "Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond?", *Working Economics Blog*, Economic Policy Institute, aprile 2022. Sulla politica monetaria, cfr. Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R. S. e Swanson, E. T., "Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 93(1), febbraio 2011, pagg. 350-364. Sul legame tra i due argomenti, cfr. Hofmann, B., Peersman, G., e Straub, R., "Time variation in U.S. wage dynamics", *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, n. 8, dicembre 2012, pagg. 769-783.

3 Il risparmio delle famiglie durante la pandemia di COVID-19 e le implicazioni per la ripresa dei consumi

a cura di Maarten Dossche, Dimitris Georgarakos, Aleksandra Kolndrekaj e Francisco Tavares

Nell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE nel 2020 e nel 2021 alle famiglie sono state poste alcune domande sulle loro scelte di risparmio e sulle motivazioni sottostanti.

In alcuni quesiti specifici si chiedeva alle famiglie se nel 2020 avessero accantonato risparmi o attinto da essi, in quale misura e perché. Le risposte degli intervistati forniscono informazioni riguardo alle determinanti dell'aumento del risparmio registrato nei dati aggregati dell'area dell'euro¹.

I dati mostrano che durante la pandemia di coronavirus (COVID-19) la maggior parte delle famiglie non è stata in grado di incrementare il proprio risparmio.

Il pannello a) del grafico A evidenzia che nel corso del 2020 la maggior parte delle famiglie non ha registrato variazioni nella quantità di risparmio detenuta, mentre circa il 20 per cento ha incrementato il proprio risparmio e circa il 16 per cento lo ha visto diminuire. Le determinanti delle scelte di risparmio delle famiglie differiscono fra chi accumula e chi decumula risparmio (cfr. il pannello b) del grafico A). Da un lato, nel caso di coloro che hanno accumulato risparmio, le determinanti più importanti sono state le restrizioni legate al COVID-19 e il timore del contagio, nonché motivazioni precauzionali². Dall'altro lato, presso coloro che hanno intaccato i propri risparmi, la perdita inattesa di reddito è stata indicata come il motivo principale. Molti di questi ultimi hanno riferito di aver dovuto attingere ai propri risparmi anche a causa di circostanze legate al COVID-19 (ad esempio il manifestarsi di spese aggiuntive). Nel complesso, questi risultati sono in linea con precedenti riscontri in base ai quali l'impennata del tasso di risparmio aggregato è stata determinata principalmente da risparmi involontari dovuti alle restrizioni legate al COVID-19 e al timore di venire contagiati, sebbene anche le motivazioni precauzionali abbiano svolto un ruolo importante³.

¹ L'analisi si basa sulle risposte date da famiglie in Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio.

² Si noti che nel pannello b) del grafico A l'incidenza delle motivazioni precauzionali dovrebbe essere considerata come un limite superiore nel dar conto dell'aumento del tasso di risparmio aggregato, giacché è probabile che tale motivazione fosse già presente prima della pandemia (a differenza delle motivazioni legate al COVID-19).

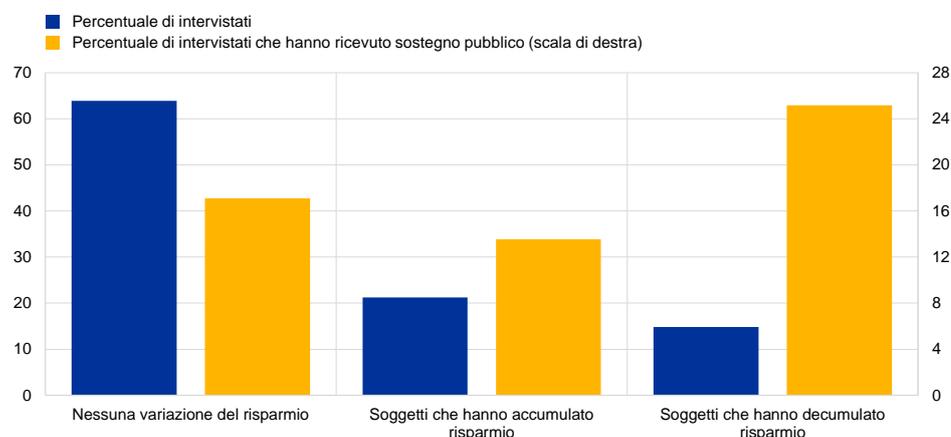
³ Cfr. Dossche, M. e Zlatanos, S., *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

Grafico A

Soggetti che hanno accumulato/decumulato risparmio e relative motivazioni

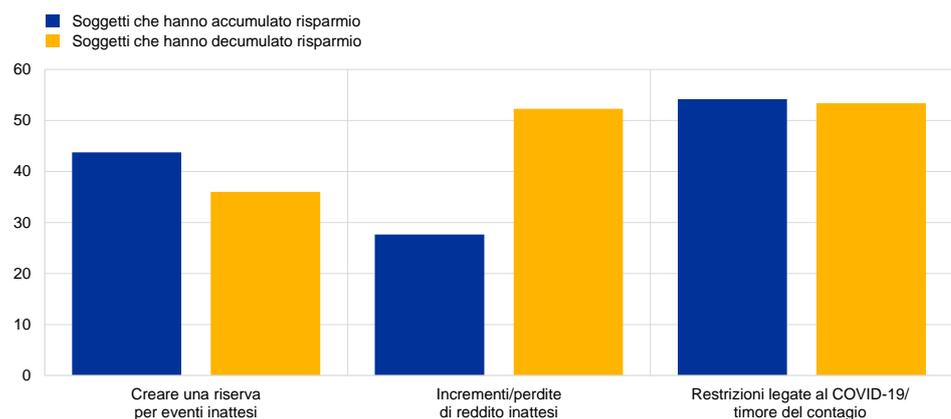
a) Soggetti che hanno accumulato e decumulato risparmio

(scala di sinistra: percentuali di intervistati; scala di destra: percentuali di intervistati all'interno di una specifica categoria)



b) Motivazioni alla base dell'accumulo o del decumulo

(percentuali di soggetti che hanno accumulato/decumulato)



Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori).

Note: dati ponderati. Il pannello b) mostra la quota di intervistati che hanno indicato (uno o più) motivi specifici quali fattori principali alla base delle proprie scelte di risparmio.

Coloro che hanno intaccato il proprio risparmio generalmente hanno ricevuto maggiore sostegno pubblico, erano più frequentemente soggetti a vincoli di liquidità e, rispetto ai risparmiatori, mostravano una maggiore propensione marginale al consumo. Combinando le informazioni appena illustrate con quelle provenienti dai moduli periodici dell'indagine sulle aspettative dei consumatori è possibile delineare un profilo economico delle famiglie che accumulano o decumulano risparmio. Tale analisi conferma che il sostegno pubblico legato al COVID-19 è stato rivolto principalmente a quelle famiglie che avevano dovuto attingere ai risparmi a seguito dell'impatto avverso subito durante la pandemia. Allo stesso tempo, le famiglie che hanno accumulato risparmio tendevano ad avere meno vincoli di liquidità e una propensione marginale al consumo più contenuta. Ciò ha presumibilmente limitato la pressione al rialzo sui consumi derivante dall'atteso decumulo dei risparmi delle famiglie nel momento in cui la pandemia ha iniziato ad attenuarsi.

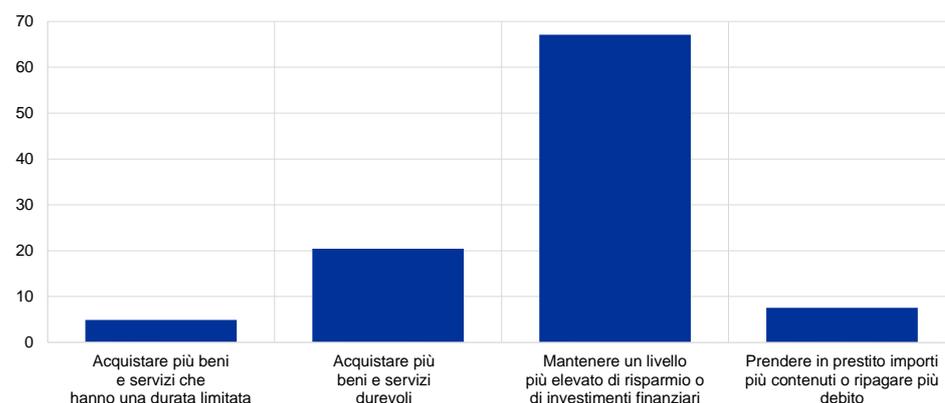
Secondo le attese, la maggior parte dei risparmi indotti dal COVID-19 non sarebbero stati spesi almeno fino alla primavera del 2022.

Nel corso dell'indagine di marzo 2021 agli intervistati sono stati posti due quesiti specifici riguardanti il proprio risparmio: a) quanto ha risparmiato (o intaccato il suo risparmio) da gennaio 2020?; b) nei prossimi dodici mesi come prevede di utilizzare la (o reagire alla) quantità (ridotta) di risparmio o investimenti finanziari che ha accumulato dall'inizio del 2020? Mettendo insieme le risposte a queste domande è stato possibile calcolare la quota di risparmio netto accumulato che le famiglie prevedevano di utilizzare nell'anno seguente (cfr. il grafico B). I risultati potrebbero inoltre riflettere alcuni risparmi che vengono utilizzati per consumi periodici programmati, in particolare per acquisti di importo elevato. Il grafico B indica che a marzo 2021 gli intervistati prevedevano che almeno il 74 per cento del risparmio netto in eccesso accumulato da gennaio 2020 non sarebbe stato speso nei successivi 12 mesi, attenuando così le aspettative che vi fosse una diffusa domanda repressa.

Grafico B

Allocazione del risparmio netto nei successivi dodici mesi

(percentuale di risparmio netto)



Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori di marzo 2021)

Note: dati ponderati. Il risparmio netto corrisponde alla differenza tra l'ammontare risparmiato e quello speso a partire da gennaio 2020. Gli istogrammi rappresentano la quota di risparmio netto riferita a ciascuna delle opzioni.

Le famiglie sono state inoltre interpellate in merito ai propri consumi in confronto al periodo precedente il COVID-19.

A luglio 2021 è stato chiesto ai partecipanti all'indagine di indicare come i loro consumi passati (futuri) si configurassero (si sarebbero configurati) in confronto ai livelli precedenti la pandemia⁴. La maggior parte delle famiglie ha segnalato che i propri consumi nei dodici mesi prima di luglio 2021 sono stati simili ai normali consumi pre-pandemia (cfr. il pannello a) del grafico C)⁵. Oltre il 30 per cento delle famiglie ha dichiarato che

⁴ La domanda posta in chiave retrospettiva era "Per il suo nucleo familiare, quale opzione descrive meglio i consumi totali dell'insieme di tutti i beni e i servizi negli ultimi dodici mesi? I suoi consumi erano più elevati/circa i medesimi/più contenuti rispetto a quelli che il suo nucleo familiare registrava in media prima della pandemia di COVID-19?". La versione in chiave prospettica si riferiva ai successivi dodici mesi.

⁵ Anche le analisi aggregate non segnalavano ampi margini per un ulteriore stimolo alla ripresa dei consumi in atto derivante da una diffusa domanda repressa. Cfr. Dossche, M., Krustev, G. e Zlatanov, S., *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

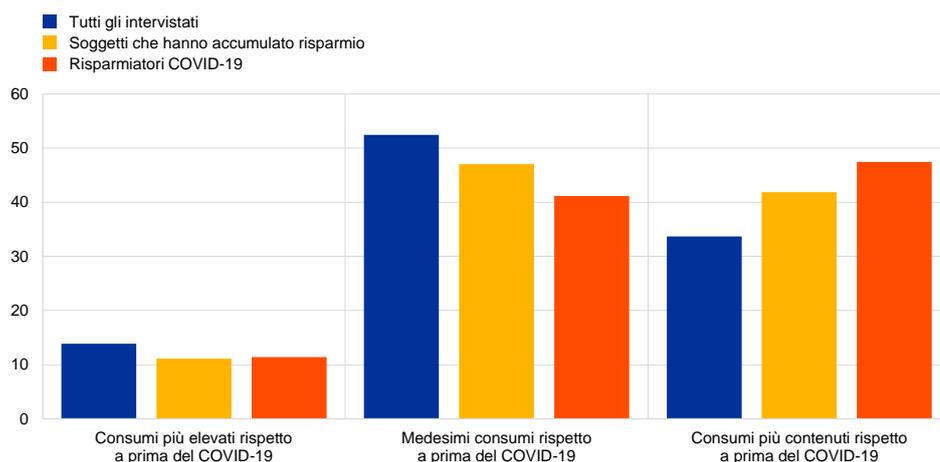
i propri consumi sono stati inferiori rispetto al periodo precedente il COVID-19, mentre meno del 15 per cento ha segnalato consumi superiori rispetto a prima della pandemia. Tali risposte sono in linea con il calo osservato nei consumi aggregati rispetto al periodo precedente la pandemia. L'aggiustamento al ribasso della spesa rispetto ai livelli antecedenti la pandemia è stato più marcato presso le famiglie che avevano accumulato risparmio ("i risparmiatori"), e ancor più presso quelle che, come principale ragione alla base del risparmio nel corso della pandemia, avevano addotto motivazioni legate al COVID-19, quali le restrizioni imposte dai governi o il timore di contagio ("risparmiatori COVID-19") (cfr. il pannello a) del grafico C). Ciò corrobora le evidenze secondo cui una parte significativa del risparmio aggiuntivo è stata trainata dalle famiglie che avevano dovuto ridurre i propri consumi a causa delle restrizioni su vari tipi di attività ("risparmio involontario").

Grafico C

Consumi messi a confronto con il periodo precedente il COVID-19

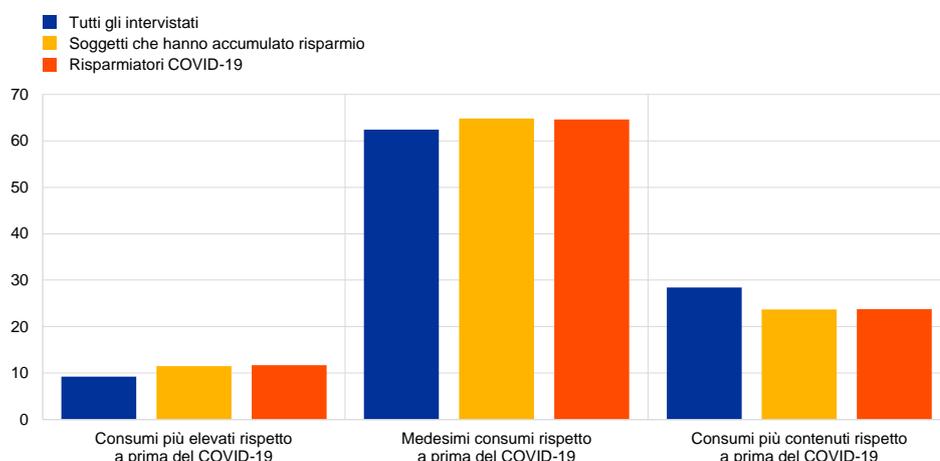
a) Consumi negli ultimi dodici mesi

(percentuale di partecipanti appartenenti a una categoria specifica)



b) Consumi nei successivi dodici mesi

(percentuale di partecipanti appartenenti a una categoria specifica)



Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori di luglio 2021).

Note: dati ponderati. Per distinguere fra i diversi tipi di risparmiatori sono stati utilizzati i quesiti dell'indagine sulle aspettative dei consumatori di luglio 2021.

Alla domanda sui propri programmi di spesa futuri, la maggior parte dei consumatori ha risposto che prevede di tornare ai livelli di consumo antecedenti il COVID-19.

Inoltre, la percentuale di consumatori che prevedevano consumi inferiori rispetto al periodo antecedente la pandemia ha superato quella dei consumatori che prevedevano invece di consumare di più (cfr. il pannello b) del grafico C). Se da un lato le evidenze mostrano che le restrizioni imposte dai governi o il timore del contagio hanno contribuito all'accumulo di risparmio, dall'altro ci si attendeva che tali motivazioni perdessero gradualmente importanza, in particolare dopo l'estate del 2021, in cui una parte rilevante della popolazione ha cominciato a essere vaccinata e le misure di chiusura sono divenute meno stringenti. Ciononostante, il fatto che le famiglie siano rimaste caute nell'accrescere la propria spesa dopo l'estate del 2021 suggerisce che esse abbiano continuato a essere influenzate da forti motivazioni precauzionali, riconducibili principalmente a timori di carattere finanziario indotti dalla pandemia e alla diffusa incertezza⁶. Nel complesso, i risultati dell'edizione dell'indagine di luglio 2021 non indicavano che una diffusa domanda repressa avrebbe fornito un impulso immediato ai consumi aggregati, soprattutto se i timori delle famiglie per le proprie finanze non fossero diminuiti⁷. Poiché l'indagine è stata condotta a metà del 2021, i risultati ottenuti potrebbero anche aver riflesso le aspettative di un'ulteriore ondata di COVID-19, che in larga misura si è poi verificata.

La concentrazione presso determinate famiglie dei risparmi riconducibili alla pandemia limita la misura in cui tali risparmi possono attutire gli effetti della recente impennata dei prezzi dei beni energetici.

Come documentato in precedenza, le famiglie che sono riuscite ad accumulare risparmio durante la pandemia di COVID-19 rappresentano solo il 20 per cento circa della popolazione. Inoltre, tali famiglie sono meno esposte a voci di consumo a elevata intensità di energia rispetto alla media di tutte le famiglie (cfr. il grafico D). Ciò è ancor più vero per i risparmiatori COVID-19 ed è coerente con altri riscontri desunti dall'indagine sulle aspettative dei consumatori secondo cui le famiglie con reddito più elevato tendono a spendere una quota più contenuta del proprio reddito in consumi a elevata intensità di energia⁸. La distribuzione del risparmio accumulato durante la pandemia di COVID-19 potrebbe perciò limitare la misura in cui tali risparmi possono proteggere la ripresa dei consumi attualmente in atto dagli effetti avversi della recente impennata dei prezzi dei beni energetici.

⁶ Cfr. Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. e Kenny, G., ["The Covid-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries"](#), *Working Paper Series*, n. 2507, BCE, dicembre 2020.

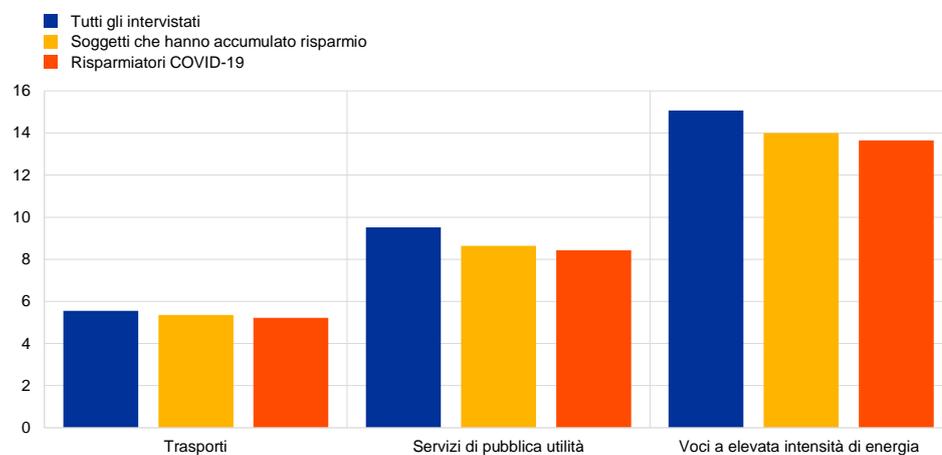
⁷ La minore probabilità che una domanda repressa generalizzata potesse fornire un impulso immediato ai consumi aggregati nell'area dell'euro a partire dall'estate del 2021 si evince anche da un confronto fra i dati di contabilità nazionale per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti, disponibili a partire da luglio 2021. Cfr. ad esempio, Lane P.R., ["The euro area outlook and monetary policy"](#), presentazione alla conferenza "The ECB and its Watchers XXII", Francoforte sul Meno, 17 marzo 2022.

⁸ Cfr. Battistini, N., Di Nino, V., Dossche, M. e Kolndrekaj, A., ["Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione"](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

Grafico D

Esposizione ai consumi a elevata intensità di energia

(quota del reddito)



Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori).

Note: dati ponderati. L'esposizione ai prezzi dell'energia è calcolata come rapporto tra la spesa media per trasporti e/o servizi di pubblica utilità e il reddito netto complessivo delle famiglie a gennaio e aprile 2022.

Possibili effetti dei più elevati prezzi del petrolio sul prodotto potenziale dell'area dell'euro

a cura di Julien Le Roux, Bela Szörfi e Marco Weißler

Il recente rincaro dei beni energetici costituisce uno shock significativo dal lato dell'offerta che potrebbe esercitare un impatto anche sul prodotto potenziale dell'economia dell'area dell'euro. Secondo le ipotesi adottate nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema, nel triennio dal 2022 al 2024 il prezzo del petrolio in dollari statunitensi dovrebbe risultare del 40 per cento superiore rispetto ai livelli del periodo precedente la pandemia di COVID-19 (2017-2019)¹. Espresso in percentuale, l'aumento dei corsi petroliferi a partire dal 2019 è più esiguo rispetto a quello verificatosi con gli shock del 1973 e del 1979 (cfr. il grafico A)². Inoltre, l'aumento osservato tra il 2003 e il 2008 si è rivelato di maggiore entità rispetto a quello attuale. La natura dell'odierno rincaro del petrolio – in gran parte riconducibile a uno shock di offerta dovuto alle strozzature dal lato dell'offerta e alla guerra in Ucraina – è più simile a quella degli shock degli anni '70 rispetto a quelli degli anni 2000, in cui la domanda di petrolio svolse un importante ruolo nell'aumento dei prezzi dei combustibili fossili³. Poiché l'attuale rincaro dei beni energetici, e in particolare del petrolio, riflette fattori dal lato dell'offerta, esso potrebbe incidere anche sul prodotto potenziale e sull'output gap, con implicazioni a livello di pressioni inflazionistiche. Il presente riquadro descrive i canali di impatto e utilizza le elasticità stimate sui dati storici per gettare luce sui rischi per il prodotto potenziale derivanti dal rincaro dei beni energetici in atto.

¹ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2022](#).

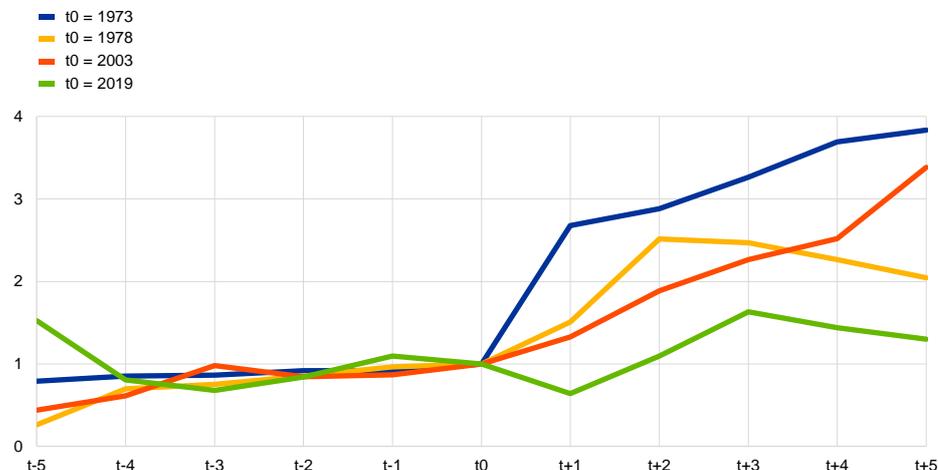
² Nel 1974 il prezzo di un barile di greggio di qualità Brent è aumentato del 168 per cento, mentre l'aumento è stato del 51 per cento nel 1979 e del 67 per cento nel 1980. Gli shock sono stati innescati da eventi di carattere politico che hanno interessato i principali paesi produttori di petrolio. Per ulteriori raffronti, cfr. ["Today's oil shock pales in comparison with those of yesteryear"](#), *The Economist*, 15 marzo 2022.

³ Anche fattori dal lato della domanda legati alla ripresa dell'economia mondiale dopo la pandemia hanno svolto un ruolo nel recente rincaro dei corsi petroliferi. Per una scomposizione dei prezzi del petrolio in fattori dal lato della domanda e dell'offerta, cfr. l'articolo 1 ["Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo"](#) nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Grafico A

Variazione annua relativa dei prezzi del greggio in dollari statunitensi

(indice = 1 nell'anno precedente lo shock)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la variazione relativa del prezzo del petrolio, espresso in dollari statunitensi, per i cinque anni precedenti e successivi a ciascuno shock esogeno, dove t0 indica l'anno precedente il forte aumento dei corsi petroliferi. Per lo shock del 2020, il prezzo del petrolio si basa sulle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022, a loro volta fondate sui prezzi dei contratti future sul petrolio al 17 maggio 2022.

Quanto ai canali di impatto, secondo la teoria economica variazioni permanenti dei corsi petroliferi, in determinate condizioni, possono essere correlate negativamente con ciascuna delle determinanti del prodotto potenziale⁴. Sullo stock di capitale incidono principalmente due effetti contrapposti.

In primo luogo, il prezzo del petrolio stesso quale input del processo produttivo può essere considerato una componente del costo d'uso del capitale e può incidere sulle decisioni di investimento. In secondo luogo, il prezzo del petrolio presenta una correlazione negativa con il grado di utilizzo dello stock di capitale e, pertanto, con il tasso di deprezzamento. In generale, in entrambi i casi, se l'elasticità di sostituzione tra il petrolio e gli altri input intermedi è maggiore di uno, vi è una relazione negativa tra i corsi petroliferi e lo stock di capitale esistente, e quindi il prodotto potenziale. Un aumento del prezzo del petrolio riduce la produttività totale dei fattori, giacché corsi petroliferi più elevati determinano l'obsolescenza delle tecnologie produttive ad alta intensità di utilizzo di tale combustibile e quindi una diminuzione del valore aggiunto della produzione. Inoltre, i maggiori costi di trasporto derivanti dal rincaro del petrolio potrebbero ridurre l'incentivo alla specializzazione e, di conseguenza, determinare un calo della crescita della produttività. L'impatto dei più elevati prezzi dei beni energetici sulle tendenze del mercato del lavoro dipende dalla misura in cui le rivendicazioni salariali dei lavoratori si adeguano a tale aumento. Un rialzo dei prezzi dell'energia inizialmente comporta costi maggiori e minori utili delle imprese, in assenza di un adeguamento dei salari nominali. Per ripristinare i livelli iniziali di occupazione e redditività è necessario che a una riduzione dei salari nominali si

⁴ Ci si attende che variazioni temporanee dei corsi petroliferi non incidano sul prodotto potenziale, ma principalmente sul ciclo economico. Tuttavia, un contesto caratterizzato da volatilità delle quotazioni del petrolio, anche nel caso in cui non dia luogo a prezzi in media più elevati, potrebbe anche avere un impatto sulle decisioni di investimento e, di conseguenza, sul prodotto potenziale. Cfr. Estrada, A. e Hernández de Cos, P., "Oil prices and their impact on potential output", *Occasional Paper*, n. 0902, Banco de España, 2009.

accompagnare un aumento dei prezzi del prodotto. In entrambi i casi i salari reali e il tasso di disoccupazione che non genera pressioni salariali o inflazionistiche (il cosiddetto tasso di disoccupazione NAIRU, non-accelerating inflation rate of unemployment) potrebbero subire effetti negativi e alterare in modo permanente l'offerta di lavoro.

Non vi sono, tuttavia, chiare evidenze empiriche a sostegno dell'ipotesi che gli shock petroliferi abbiano effetti duraturi sul prodotto potenziale.

Sebbene secondo Fuentes e Moder (2020) l'embargo petrolifero imposto dall'OPEC nel biennio 1973-1974 abbia avuto un impatto negativo sul prodotto potenziale mondiale solo nel primo anno successivo allo shock, rapidamente riassorbito negli anni successivi, alcuni studi hanno rilevato effetti moderati sulla crescita del PIL in termini reali nel lungo periodo⁵. Blanchard e Galí (2008) riscontrano per un gruppo di paesi dell'OCSE che gli shock al prezzo del petrolio hanno perso rilevanza come fonti di oscillazioni nell'attività economica dagli anni '70 a oggi⁶. Essi sostengono che ciò sia conseguenza di mercati del lavoro più flessibili, di una migliore politica monetaria e del fatto che tali economie presentano un'intensità di utilizzo del petrolio minore rispetto agli anni '70. Quando il primo shock ai prezzi del petrolio ha colpito l'economia mondiale, nel 1973, era necessario circa un barile di petrolio per generare 1.000 dollari statunitensi di PIL ai prezzi del 2010. Oggi per generare lo stesso livello di prodotto è necessaria una quantità di petrolio pari a meno della metà⁷. Per le economie dell'area dell'euro, tale calo è stato probabilmente anche più ampio (cfr. il grafico B), perché la composizione di fonti energetiche di cui esse fanno uso è molto meno dipendente dai combustibili fossili.

⁵ Cfr., da un lato, il riquadro 1 *Effetti di lungo periodo di crisi del passato sull'economia mondiale* nel numero 8/2020 di questo Bollettino; dall'altro, ad esempio, Darby, M. R., "The Importance of Oil Price Changes in the 1970s World Inflation", NBER Chapters in *The International Transmission of Inflation*, 1983, pagg. 232-272; nonché Kilian, L., "The Economic Effects of Energy Price Shocks", *Journal of Economic Literature*, vol. 46(4), 2008, pagg. 871-909.

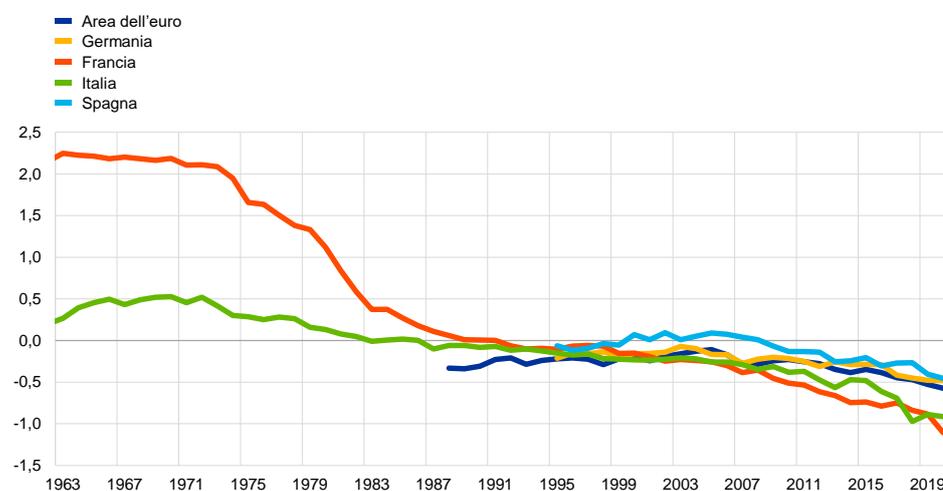
⁶ Cfr. Blanchard, O. J. e Galí, J., "The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so Different from the 1970s?", *Working Paper*, MIT Department of Economics, n. 07-21, 2008.

⁷ Cfr. Rühl, C. e Erker, T., "Oil Intensity: The curious relationship between oil and GDP", *M-RCBG Associate Working Paper Series*, n. 164, Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard University, 2021.

Grafico B

Importazioni nette di combustibili fossili

(chilogrammi per 1.000 euro di PIL, espresso in forma di logaritmo)



Fonti: Eurostat, Insee, Istat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra le importazioni nette di carbone, coke, bricchette, petrolio, prodotti petroliferi e relativi materiali, nonché gas, naturale e manufatto, rispetto al PIL (chilogrammi per 1.000 euro di PIL ai prezzi del 2010).

Dato l'attuale rincaro del petrolio, il calo del livello del prodotto potenziale dell'area dell'euro nel medio termine può essere stimato attorno allo

0,8 per cento.

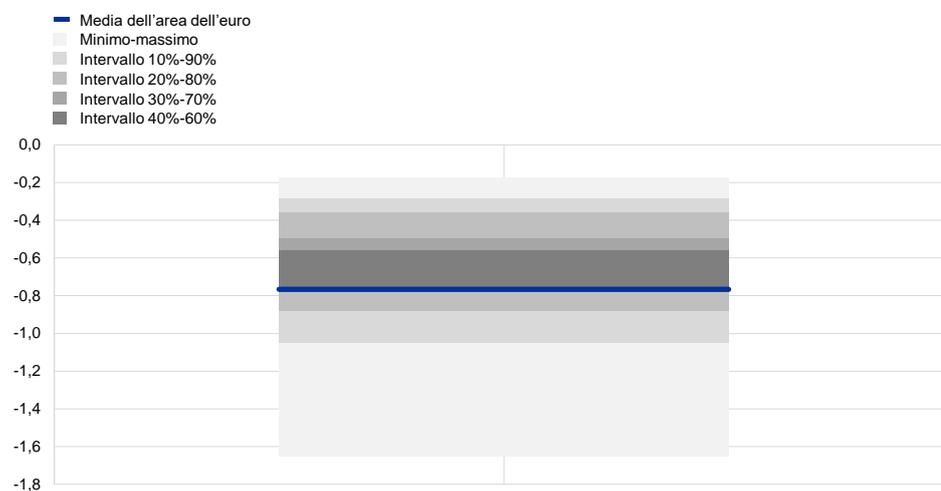
In base alle elasticità ricavate dai modelli macroeconomici utilizzati per elaborare le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, un aumento dell'1 per cento dei corsi petroliferi implicherebbe un calo del livello del prodotto potenziale dell'area dell'euro pari all'incirca al -0,02 per cento nel medio termine. Ipotizzando uno shock dei prezzi del petrolio permanente del 40 per cento (equivalente alla deviazione del prezzo del petrolio ipotizzato nelle proiezioni macroeconomiche di giugno 2022 degli esperti dell'Eurosistema rispetto alla media del periodo 2017-2020), il livello del prodotto potenziale nell'area dell'euro sarebbe rivisto al ribasso del -0,8 per cento dopo quattro anni (cfr. il grafico C). Tale shock sarebbe in qualche misura limitato e andrebbe considerato nel contesto dell'aumento cumulato del prodotto potenziale che, secondo le stime della Commissione europea, dovrebbe aggirarsi attorno a un valore del 5,2 per cento per i prossimi quattro anni. Questa valutazione appare inoltre coerente con altre stime, dal momento che studi precedenti condotti dalla BCE individuano un valore pari a -0,02 per l'elasticità di lungo termine del PIL ai corsi petroliferi a livello mondiale, implicando un effetto analogo dell'attuale shock ai prezzi del petrolio sul livello del PIL di lungo periodo⁸.

⁸ Schnabel, I., "Reflation, not stagflation", intervento di apertura di un evento virtuale organizzato da Goldman Sachs, Francoforte sul Meno, 17 novembre 2021.

Grafico C

Distribuzione dell'impatto del recente aumento dei corsi petroliferi sul livello del prodotto potenziale nei diversi paesi dell'area dell'euro

(deviazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle elasticità ricavate dai modelli macroeconomici utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema per formulare le proiezioni macroeconomiche relative all'area dell'euro.

Note: lo scenario si basa sulle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022, in deviazione da uno scenario controfattuale in cui il prezzo del petrolio è fisso su un valore corrispondente alla media del periodo compreso tra il quarto trimestre del 2017 e il primo trimestre del 2019. Attorno alla media dell'area dell'euro, le aree ombreggiate rappresentano i decili dell'impatto, dopo quattro anni, dell'attuale shock ai corsi petroliferi sul livello del prodotto potenziale suddiviso per paese, nei diciannove paesi dell'area dell'euro.

La presente analisi è tuttavia caratterizzata da notevole incertezza, in particolare in relazione alla persistenza dello shock e alle azioni di risposta.

Da un lato l'entità dello shock si basa sui prezzi dei contratti future per il periodo dal 2022 al 2024, che possono essere molto volatili. Di conseguenza, le stime dell'entità del calo del prodotto potenziale possono variare in misura significativa. Dall'altro, la risposta della politica monetaria alle pressioni inflazionistiche derivanti da un aumento dei prezzi del petrolio può parzialmente attenuarne la persistenza e ridurre gli effetti di medio termine sul prodotto potenziale stabilizzando il ciclo macroeconomico e ancorando stabilmente le aspettative di inflazione, limitando in tal modo gli effetti di isteresi. Inoltre, l'attuale contesto tecnologico ed economico è notevolmente diverso da quello prevalente durante i precedenti periodi di shock ai corsi petroliferi. Tale situazione potrebbe determinare un più rapido adeguamento della tecnologia produttiva alla variazione dei prezzi degli input. In particolare, per i trasporti e il consumo di energia da parte delle famiglie esistono valide alternative verdi che dipendono molto meno dall'uso del petrolio⁹.

⁹ Il rincaro del petrolio ha coinciso con un netto aumento dei prezzi del gas naturale, fattore che potrebbe amplificare gli effetti negativi dei corsi petroliferi sull'attività economica e sul prodotto potenziale, riducendo di fatto in misura significativa le possibilità che all'uso del petrolio si sostituisca quello del gas.

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

a cura di Johannes Gareis, Friderike Kuik e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 71 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte principalmente tra il 20 e il 29 giugno 2022¹.

Le società contattate hanno segnalato che la crescita dell'attività è proseguita, benché con andamenti piuttosto diversificati sia tra i vari settori, sia nell'ambito degli stessi comparti. Nonostante i segnali di indebolimento della

domanda in alcuni settori, negli ultimi mesi l'attività complessiva ha mostrato una tenuta superiore a quanto molti si attendevano alla luce dell'incertezza generata dalla guerra in Ucraina e dell'aumento dell'inflazione. Nei settori che hanno beneficiato dell'allentamento delle restrizioni connesse alla pandemia la ripresa è stata particolarmente vigorosa, sebbene in alcuni casi attenuata da vincoli dal lato della manodopera, e in generale ha superato le aspettative. Le prenotazioni nel settore turistico per la primavera e l'estate sono state dichiarate pari o superiori ai livelli precedenti la pandemia. È stata altresì segnalata una buona ripresa della domanda di abbigliamento e altri articoli destinati alla persona, nel contesto di un ritorno da parte dei consumatori a profili di spesa più normali. Per contro, i produttori e i venditori al dettaglio di beni alimentari hanno segnalato uno spostamento dei consumi in risposta all'elevata inflazione della componente alimentare, con una diminuzione dei pasti consumati fuori a favore di quelli a casa, nonché un orientamento della spesa a beneficio di prodotti meno costosi. Anche la domanda di numerosi articoli per la casa è stata segnalata in diminuzione, di riflesso al peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e al previsto riorientamento dei consumi verso i servizi, a scapito dei beni durevoli. Lo scenario caratterizzato dall'aumento dei costi e dei tassi di interesse e da forte incertezza ha alimentato segnali di indebolimento della domanda nel settore dell'edilizia, principalmente residenziale. Nel contempo, l'attività manifatturiera è rimasta in larga misura soggetta a vincoli dal lato dell'offerta, con lunghi ritardi negli ordini, nonostante numerosi interlocutori abbiano riferito un calo dei nuovi ordinativi.

Per il futuro si riscontrano incertezza e preoccupazione diffuse riguardo le prospettive dell'attività economica, in particolare dopo l'estate. Oltre alla riduzione dell'attività nel mercato degli immobili residenziali, molte delle società intervistate hanno menzionato un notevole peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Alcune di esse (in particolare nei settori dei beni al dettaglio e di consumo) avevano già mostrato incertezza circa le prospettive di spesa per consumi nel terzo trimestre. Altre, pur non riscontrando ancora segnali di rallentamento nei propri dati, hanno fatto più che altro riferimento alla possibilità di una recessione nel prosieguo dell'anno. In base alle segnalazioni, nei prossimi mesi l'attività sarà

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

probabilmente supportata da diversi fattori, tra cui la domanda repressa (in particolare per le vacanze), i risparmi accumulati, un graduale allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta, i livelli sostenuti degli ordinativi e il desiderio da parte di molte imprese di aumentare le proprie scorte. Alcune società contattate hanno tuttavia sottolineato che col tempo le famiglie risentiranno in misura crescente della contrazione finanziaria dovuta all'aumento dei prezzi. È inoltre chiaro che in caso di ulteriori riduzioni delle forniture di gas si materializzerebbero degli scenari al ribasso.

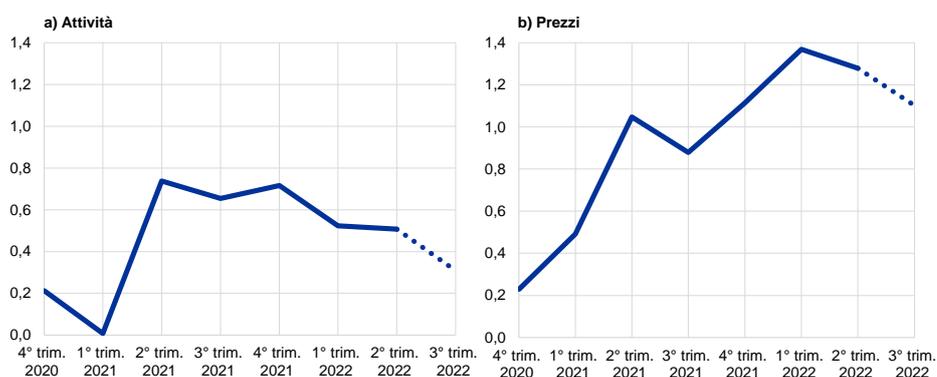
Le società intervistate hanno segnalato il protrarsi di una positiva crescita dell'occupazione, ancorché frenata dalle difficoltà di assunzione e mantenimento del personale riscontrate in alcuni paesi e settori.

L'incremento dell'occupazione è da ricondursi principalmente alla ripresa dei servizi legati a ricettività, viaggi e intrattenimento, secondo le agenzie di selezione del personale. Queste ultime hanno altresì evidenziato un riorientamento delle finalità della selezione verso occupazioni a tempo indeterminato piuttosto che interinali, a seguito della riduzione dei test legati al COVID-19 da parte delle amministrazioni pubbliche. Molte imprese hanno continuato a riferire difficoltà nell'assunzione e nel mantenimento di personale e, sebbene ciò sia avvenuto principalmente per i professionisti altamente qualificati (soprattutto nel settore informatico), in alcuni paesi e settori sono state anche riscontrate carenze di manodopera non qualificata. Al momento delle interviste non si riteneva che l'afflusso di rifugiati dall'Ucraina avesse un impatto rilevante sull'offerta di lavoro.

Grafico A

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

(media dei punteggi assegnati dagli esperti della BCE, da -2 (riduzione significativa) a +2 (aumento significativo))



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dai referenti circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi nel secondo trimestre del 2022. I punteggi sono compresi tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). In base a tale valutazione, un punteggio pari a 0 corrisponde a nessuna variazione, mentre un punteggio pari a 1 è da considerarsi tipico in caso di crescita normale. La linea tratteggiata si riferisce alle aspettative per il trimestre successivo.

I referenti hanno continuato a segnalare un'entità e/o una frequenza elevata degli aumenti dei prezzi di vendita, in quanto le considerevoli pressioni sui costi si sono trasmesse lungo la catena del valore.

I rincari dei beni energetici e/o dei trasporti hanno costituito la principale fonte di preoccupazione per la maggior parte delle imprese. Anche i prezzi di gran parte degli input di materiali e componenti hanno continuato ad aumentare, nonostante gli andamenti delle quotazioni delle

materie prime negli ultimi tempi si siano mostrati più eterogenei. I mercati dell'energia hanno scontato premi al rischio elevati per il gas e l'elettricità a causa dell'incertezza sull'offerta di gas dalla Russia, mentre anche i margini di raffinazione sono aumentati notevolmente². Molte imprese non avevano ancora trasferito il recente aumento dei costi dell'energia, che veniva percepito solo gradualmente, alla scadenza dei relativi contratti. Alcune società si sono mostrate riluttanti a concludere nuovi contratti di copertura a lungo termine, perché ciò avrebbe significato bloccare prezzi elevati, sebbene in questo modo le proprie basi di costo siano rimaste più esposte alla volatilità dei futuri prezzi dei beni energetici. La trasmissione dell'aumento dei costi ai prezzi di vendita è stata agevolata dal fatto che quasi tutte le imprese stavano aumentando i propri prezzi in parallelo e, in particolare nel settore manifatturiero, i clienti si sono concentrati maggiormente sulla disponibilità e la puntualità delle consegne che sui prezzi. Di conseguenza, molte imprese hanno potuto sostanzialmente mantenere o persino aumentare i propri margini, sebbene ciò si sia rivelato più difficile nei settori orientati ai consumatori, dove le società hanno dovuto far fronte a una maggiore concorrenza. Ciò detto, sono stati osservati forti aumenti dei prezzi anche per molti beni di consumo e servizi (ristorazione, viaggi, alloggio, ecc.) e i rincari sono stati pronunciati anche in settori (ad esempio le telecomunicazioni) generalmente caratterizzati da diminuzioni dei prezzi. In prospettiva, mentre la maggior parte dei referenti contattati non ha segnalato di prevedere variazioni nell'andamento degli aumenti dei prezzi di vendita nel terzo trimestre, alcuni si sono mostrati più esitanti, alla luce della debolezza della domanda, e hanno riferito la possibilità di un lieve calo del tasso di incremento complessivo dei prezzi.

La maggior parte delle società contattate ha ritenuto che le pressioni salariali fossero in graduale aumento, malgrado l'elevato grado di incertezza ed eterogeneità tra paesi. Il ritmo della crescita salariale di fondo non è facilmente quantificabile, a causa delle tempistiche differenti delle trattative, della lunghezza dei contratti in essere e di numerosi elementi una tantum e ad hoc. Ciò detto, circa tre quarti dei referenti hanno segnalato di prevedere che le trattative salariali, presenti o future, comporteranno una crescita salariale più elevata nel 2023 rispetto al 2022, e la maggior parte di essi ha quantificato tale crescita tra il 2 e il 4 per cento per l'anno in corso. Ciononostante, in molti hanno trovato difficile esprimere un dato in questa fase. Un aspetto fondamentale di molte delle imminenti trattative salariali sarebbe l'equilibrio tra gli elementi permanenti e quelli una tantum. Si sono inoltre osservate differenze regionali significative, con pressioni salariali e potere contrattuale relativamente inferiori nei paesi o nelle aree in cui i tassi di disoccupazione si sono mantenuti elevati.

² L'aumento dei margini di raffinazione ha interessato sia la benzina sia il gasolio, ma quest'ultimo in misura maggiore. Le pressioni sui margini di raffinazione sono riconducibili a un insieme di fattori, in particolare la diminuzione delle esportazioni di prodotti petroliferi raffinati dalla Russia, ma anche la ridotta capacità di raffinazione a livello mondiale (che era aumentata nelle prime fasi della pandemia) in un contesto di ripresa della domanda.

6 Aspettative sui prezzi di vendita tra le imprese dell'area dell'euro

a cura di Nicola Benatti, Renate Dreiskena, Annalisa Ferrando, Juan Ángel García e Carolina Miguel

Il presente riquadro analizza le recenti informazioni fornite dalle imprese dell'area dell'euro circa le loro aspettative sui prezzi di vendita. Le imprese sono importanti operatori economici nell'analisi della dinamica dell'inflazione, poiché assumono molte decisioni che influenzano i risultati macroeconomici, dalla contrattazione salariale alla fissazione dei prezzi, fino alla definizione dell'entità degli investimenti e del numero di persone da assumere. Tuttavia, le informazioni sulle prassi adottate dalle imprese ai fini della fissazione dei prezzi di vendita restano relativamente scarse rispetto alle informazioni su altri operatori economici, nell'area dell'euro come in molti altri paesi. Per cercare di capire tali prassi fra le imprese dell'area dell'euro, nell'ultima edizione dell'indagine sull'accesso delle imprese ai finanziamenti nell'area (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) sono state introdotte ulteriori domande sulle recenti (per i dodici mesi precedenti) e attese (per i successivi dodici mesi) variazioni dei prezzi di vendita a livello di impresa¹. Sono state inserite domande sull'importanza delle diverse determinanti delle aspettative dei prezzi nei successivi dodici mesi. Il presente riquadro illustra le risposte delle imprese analizzando quali sono le caratteristiche delle imprese rilevanti ai fini di una migliore comprensione delle loro aspettative.

In linea con il recente aumento delle pressioni inflazionistiche, le imprese dell'area dell'euro hanno segnalato nel complesso un aumento dei prezzi di vendita nell'ultimo anno. Circa tre quarti delle imprese dell'area dell'euro hanno indicato che i loro prezzi di vendita sono aumentati “un po’” (il 46 per cento) o “molto” (il 26 per cento), mentre la quota di imprese i cui prezzi sono rimasti invariati è stata più limitata (22 per cento) e solo pochissime imprese hanno dichiarato di aver abbassato i prezzi (4 per cento).

Le imprese si attendono che le pressioni al rialzo continuino nel breve termine (cfr. il grafico A). Gran parte delle imprese dell'area dell'euro si aspetta inoltre che nel periodo a venire i prezzi aumentino (“un po’” secondo il 47 per cento di esse e “molto” secondo il 28 per cento), mentre una proporzione più ridotta di loro prevede che i prezzi rimangano invariati (il 18 per cento) o diminuiscano lievemente (il 3 per cento). Tali aspettative di un aumento complessivo dei prezzi di vendita è diffusa a prescindere dalle dimensioni delle imprese interpellate.

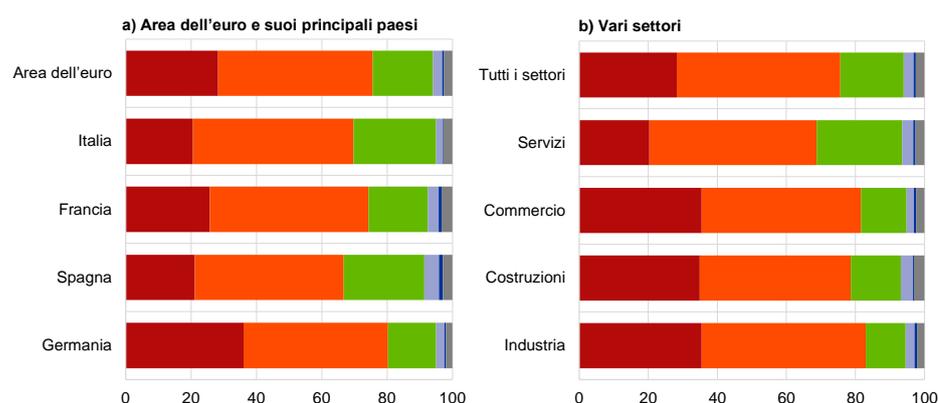
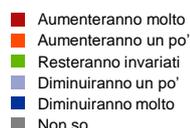
¹ Cfr. l'indagine sull'accesso delle imprese ai finanziamenti nell'area dell'euro relativa al periodo compreso tra ottobre 2021 e marzo 2022 (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022*), BCE, giugno 2022.

Grafico A

Variazioni attese dei prezzi di vendita nell'area dell'euro, nei maggiori paesi dell'area e nei vari settori

Domanda A2: in prospettiva, considerando i mercati in cui la sua azienda offre i suoi principali prodotti o servizi, direbbe che nei prossimi dodici mesi i vostri prezzi di vendita...?

(percentuale degli intervistati)



Fonte: BCE (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022*).
Nota: la base dell'elaborazione è costituita da tutte le imprese.

Tra le quattro maggiori economie dell'area dell'euro, le imprese tedesche prevedono maggiori pressioni al rialzo sui prezzi rispetto alle imprese degli altri tre paesi. Secondo più di un terzo delle imprese tedesche (il 36 per cento) i loro prezzi aumenteranno “molto”, mentre negli altri grandi paesi tale quota è compresa tra il 21 per cento (in Spagna e Italia) e il 26 per cento (in Francia). In tutti e quattro i paesi le aziende secondo cui i prezzi cresceranno “un po'” costituiscono il gruppo più ampio (che va dal 44 per cento in Germania al 49 per cento in Francia e Italia), mentre solo un quarto circa delle imprese (pari a una quota compresa tra il 18 per cento in Germania e il 30 per cento in Spagna) si attende che i prezzi resteranno invariati o che diminuiranno.

A livello settoriale, prezzi di vendita più elevati sono prevalentemente indicati dalle aziende operanti nell'industria, nelle costruzioni e nel commercio, mentre gli aumenti attesi nel settore dei servizi sono più moderati. Circa il 35 per cento delle imprese nei settori dell'industria, delle costruzioni e del commercio prevede che i prezzi aumentino “molto”, contro appena il 20 per cento delle imprese nel settore dei servizi. Inoltre, mentre il 25 per cento di queste ultime dichiara che non intende incrementare i prezzi nel prossimo anno, la percentuale è significativamente inferiore negli altri settori. Sebbene non sia possibile delineare con precisione il rapporto fra i prezzi applicati dalle imprese e i principali aggregati dello IAPC, i risultati dell'indagine evidenziano maggiori pressioni sui prezzi per la componente dei beni industriali non energetici, mentre la componente dei servizi potrebbe contribuire a contenere l'aumento complessivo dell'inflazione.

I costi degli input (materiali e lavoro) e l'inflazione attesa sono i principali fattori all'origine del previsto aumento dei prezzi di vendita tra le imprese dell'area dell'euro, seguiti dalla domanda di beni e servizi propri.

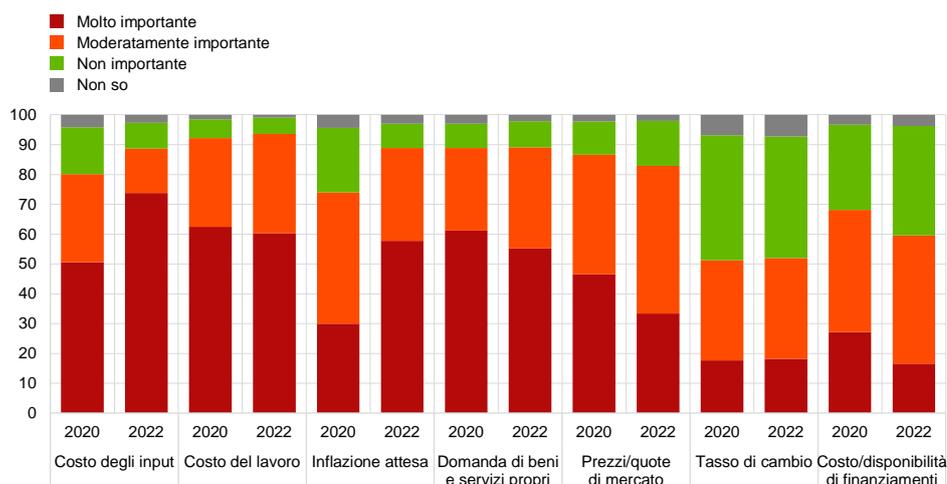
Per comprendere meglio i fattori alla base delle previste variazioni dei prezzi, alle imprese è stato anche chiesto di indicare le principali determinanti delle proprie aspettative sui prezzi di vendita per i successivi dodici mesi (cfr. il grafico B). In linea con i rincari osservati a livello mondiale per materie prime e beni essenziali, il costo degli input di produzione è il principale fattore che attualmente influenza le aspettative sui prezzi di vendita (ritenuto "molto importante" dal 74 per cento delle imprese), seguito dal costo del lavoro (60 per cento), dall'inflazione attesa (58 per cento) e dalla domanda di beni e servizi propri (55 per cento). Per contro, fattori quali le quote di mercato/i prezzi della concorrenza, il tasso di cambio, i costi e la disponibilità di finanziamento hanno un ruolo molto più marginale².

Grafico B

Fattori che influenzano i prezzi di vendita delle imprese dell'area dell'euro: un confronto fra 2022 e 2020 (pre-pandemia)

Domanda A3: quanto ritiene siano importanti i seguenti fattori nel fissare o modificare i prezzi di vendita della sua azienda nei prossimi dodici mesi?

(percentuale degli intervistati)



Fonte: BCE (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022).
Nota: la base è costituita da tutte le imprese.

L'importanza percepita dei costi degli input e dell'inflazione attesa come fattori che influenzano le aspettative sui prezzi di vendita è aumentata rispetto al 2020. Prima della pandemia di coronavirus (COVID-19), in una precedente edizione

² Un'analisi probit basata sulle risposte a livello di impresa conferma l'importanza relativa dei vari fattori nello spiegare gli incrementi futuri attesi dei prezzi di vendita. Tali risultati dipendono da differenze tra settori e paesi, nonché dalle caratteristiche delle imprese (come dimensioni e orientamento all'esportazione) e dalla loro posizione finanziaria (precedente aumento delle vendite e dei profitti). Ad esempio, l'impatto marginale stimato indica, approssimativamente, che un aumento pari a una deviazione standard dell'inflazione attesa è associato a un incremento di 12 punti percentuali della quota di imprese che rivedono al rialzo i propri prezzi di vendita. La decisione delle imprese di aumentare i prezzi di vendita futuri è per lo più influenzata dai costi delle materie prime e da altri costi di fornitura, che contribuiscono a un aumento di 25 punti percentuali della proporzione di imprese che prevedono di innalzare i prezzi. La crescita del costo del lavoro e dei costi di finanziamento dà luogo a incrementi più moderati (3-4 punti percentuali) della probabilità che le imprese segnalino la loro intenzione di alzare i prezzi di vendita.

dell'indagine SAFE erano state poste domande analoghe sui fattori che influenzano le aspettative delle imprese sui prezzi di vendita. Le variazioni in termini di importanza relativa attribuita ai diversi fattori emerse nell'edizione recente dell'indagine rispetto a quella precedente offrono ulteriori indicazioni riguardo alla crescita delle aspettative sui prezzi di vendita fra le imprese. Agli inizi del 2020, prima della pandemia, il costo del lavoro e degli input di produzione erano già le principali fonti di pressioni al rialzo sui prezzi di vendita. Più specificatamente, la quota di imprese secondo cui il costo del lavoro è rilevante è rimasta simile a quella dell'indagine precedente (definita come "molto importante" da circa il 60 per cento delle imprese), mentre la rilevanza del costo degli input è cresciuta ulteriormente (toccando il 74 per cento delle imprese dal precedente 50 per cento). L'aumento significativo dell'inflazione dal 2020 sembra aver influito sul ruolo svolto dall'inflazione attesa nei prezzi di vendita previsti, con il 58 per cento delle imprese che lo considerano "molto importante" (in rialzo dal 30 per cento del 2020). Per contro, gli andamenti della domanda propria e dei prezzi/delle quote di mercato dei concorrenti sono meno determinanti rispetto al 2020, mentre il tasso di cambio e i costi/la disponibilità di finanziamenti continuano a incidere in maniera molto contenuta e sono definiti "non importanti" da circa il 40 per cento delle imprese. Si tratta di tendenze sostanzialmente simili a prescindere dalle dimensioni delle imprese, sebbene i costi degli input e l'inflazione attesa sembrino essere più rilevanti per le grandi aziende che non per le piccole e medie imprese, mentre nel caso dei costi di finanziamento sembra essere vero il contrario.

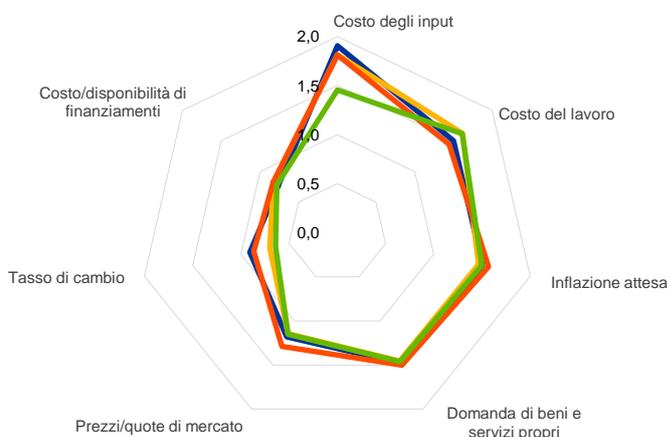
La maggiore importanza attribuita al costo degli input contribuisce a spiegare perché le aspettative sui prezzi di vendita siano più elevate nel settore industriale, in quello delle costruzioni e nel commercio rispetto al settore dei servizi (cfr. il grafico C). Le imprese operanti nell'industria, nelle costruzioni e nel commercio attribuiscono un'importanza significativamente maggiore al ruolo del costo degli input rispetto alle imprese del settore dei servizi. Ciò sottolinea il forte impatto avuto negli ultimi mesi dai rincari delle materie prime e dei beni essenziali sui settori che ne fanno un maggior utilizzo, mentre i settori a maggiore intensità di lavoro, come i servizi ma anche le costruzioni, attribuiscono un'importanza lievemente maggiore al costo del lavoro. Quanto agli altri due fattori importanti, l'inflazione attesa e la domanda di beni e servizi propri, sono classificati in modo molto simile nei vari settori.

Grafico C

Fattori che influenzano i prezzi di vendita nei vari settori

Domanda A3: quanto ritiene siano importanti i seguenti fattori nel fissare o modificare i prezzi di vendita della sua azienda nei prossimi dodici mesi?

(indice)



Fonte: BCE (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022*).

Note: il grafico mostra l'importanza attribuita dalle imprese ai diversi fattori che influenzano i prezzi di vendita nei vari settori su una scala da 0 a 2. Le risposte sono state associate ai seguenti valori: "non importante" = 0; "importante" = 1; "molto importante" = 2. La base dell'elaborazione è costituita da tutte le imprese.

Ulteriori analisi dettagliate forniscono indicazioni in merito alle tipologie di imprese che ritengono l'inflazione attesa particolarmente importante ai fini della determinazione dei prezzi di vendita nel 2022. Per comprendere meglio l'origine dell'importanza crescente delle aspettative di inflazione segnalate dagli intervistati, l'analisi confronta le imprese che hanno definito "molto importante" (cfr. la porzione rosso scuro degli istogrammi nel grafico B) l'inflazione attesa ai fini delle decisioni di prezzo con quelle che la considerano "non importante" (cfr. la porzione verde degli istogrammi nel grafico B).

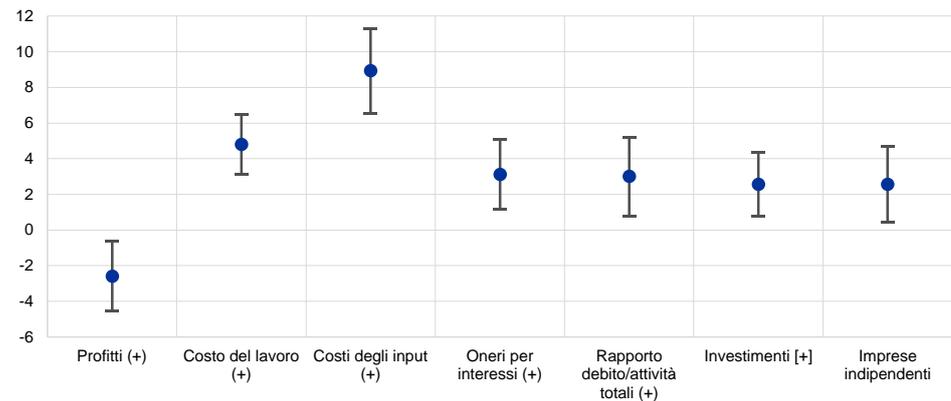
Le imprese a gestione familiare e quelle che riferiscono aumenti dei prezzi degli input produttivi e del loro indebitamento complessivo sono tra le aziende che considerano l'inflazione attesa come molto importante ai fini della determinazione dei prezzi di vendita futuri. Il grafico D mostra l'impatto marginale di diverse caratteristiche delle imprese, come dimensioni, settore e paese in cui operano, sulla probabilità che l'inflazione attesa sia considerata "molto importante". Le imprese che hanno segnalato aumenti del costo degli input e del lavoro nel periodo compreso tra ottobre 2021 e marzo 2022 hanno, rispettivamente, una probabilità di 5 e 9 punti percentuali in più di definire l'inflazione attesa come un fattore molto importante per i prezzi di vendita futuri rispetto alle imprese che non hanno segnalato tali aumenti. Ciò potrebbe indicare che la maggiore importanza dei costi degli input e del lavoro e dell'inflazione attesa potrebbe semplicemente riflettere pressioni al rialzo sui prezzi. Anche le imprese i cui oneri per interessi e leva finanziaria sono cresciuti hanno mostrato la tendenza a indicare l'inflazione attesa come molto importante ai fini della determinazione dei prezzi, sebbene la differenza sia lievemente inferiore, pari a 3 punti percentuali. Inoltre, l'analisi mostra che le imprese "indipendenti" (individuali o a gestione familiare) hanno una probabilità di 3 punti percentuali maggiore di rivedere le proprie decisioni di prezzo a causa

dell'inflazione attesa. Infine, anche le imprese che nei sei mesi precedenti hanno aumentato i loro investimenti fissi hanno maggiori probabilità di tenere in considerazione l'inflazione attesa. Per contro, ciò si è rivelato meno probabile nel caso delle imprese più redditizie, che disponevano forse di margini più ampi per mantenere invariati i prezzi assorbendo i costi.

Grafico D

Impatto marginale delle caratteristiche delle imprese sul livello di importanza da loro attribuita all'inflazione attesa nella determinazione dei prezzi di vendita futuri

(effetti marginali medi con intervalli di confidenza pari al 95 per cento; punti percentuali)



Fonte: BCE (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022*).

Note: effetti marginali medi di un aumento pari a una deviazione standard nella variabile scelta sui prezzi di vendita futuri attesi in base a regressioni probit. La variabile dipendente è una dummy pari a 1 se le imprese definiscono l'inflazione attesa come un fattore "molto importante" nel fissare i prezzi di vendita futuri e a 0 se la definiscono "non importante". Le variabili esplicative sono costituite da: dimensioni; assetto proprietario; quotazione o non quotazione in Borsa; orientamento all'esportazione; precedenti incrementi di fatturato, profitti, leva finanziaria, oneri per interessi, costo del lavoro, costo degli input, investimenti, capitale circolante e occupazione; percezione positiva delle variazioni delle prospettive economiche generali. Sono incluse anche le variabili dummy relative a settori e paesi.

La risposta delle politiche di bilancio dell'area dell'euro alla guerra in Ucraina e il suo impatto macroeconomico

a cura di Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier e Philip Muggenthaler

Il presente riquadro fornisce una valutazione quantitativa delle misure di bilancio adottate dai governi dell'area dell'euro in risposta alla guerra in Ucraina e del loro impatto macroeconomico. Le misure di bilancio discrezionali adottate dai governi dell'area dell'euro a partire dall'invasione russa dell'Ucraina, il 24 febbraio 2022, hanno tre obiettivi principali: attenuare l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia, accrescere le capacità di difesa nei paesi dell'area dell'euro e in Ucraina e affrontare la crisi dei rifugiati. Alcuni governi hanno inoltre fornito un più ampio sostegno alla liquidità sotto forma di garanzie; ciò, in linea di principio, influirà sui rispettivi saldi di bilancio solo se le garanzie (passività potenziali) verranno attivate¹. Sono state inoltre adottate diverse iniziative di sostegno a livello di UE, tra cui l'assistenza diretta al governo ucraino. In tale contesto, il presente riquadro si focalizza sulle misure di stimolo che hanno un impatto diretto sul saldo di bilancio dei paesi dell'area dell'euro. Fornisce altresì stime dell'impatto di tali misure sulla crescita e sull'inflazione dell'area dell'euro nel periodo 2022-2024.

Il sostegno di bilancio discrezionale dell'area dell'euro in risposta alla guerra in Ucraina, incorporato nelle proiezioni dello scenario di base degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2022, è stimato come prossimo all'1 per cento del PIL nel 2022². Tale sostegno è costituito per tre quarti da ulteriori misure di compensazione introdotte in risposta all'aumento dei prezzi dell'energia dopo l'invasione russa dell'Ucraina (cfr. il pannello a) del grafico A). Va notato che diversi paesi dell'area dell'euro, già prima dell'invasione, avevano adottato misure per far fronte all'aumento dei prezzi dell'energia³. Il resto del sostegno legato alla guerra è associato alla spesa per la difesa e agli aiuti per i rifugiati. Gran parte di tale sostegno, in particolare la componente relativa all'energia, dovrebbe esaurirsi nel periodo 2023-2024. Allo stesso tempo, la spesa per la difesa dovrebbe aumentare in misura più marcata entro la fine dell'orizzonte temporale di proiezione. Nel complesso, sulla base dei piani dei governi al momento delle proiezioni di giugno 2022, circa un terzo dello stimolo dovrebbe proseguire nell'orizzonte di proiezione. Secondo gli esperti dell'Eurosistema i rischi rispetto a tali ipotesi di base sono

¹ Diversi paesi dell'area dell'euro hanno approvato specifici programmi di garanzia per le imprese colpite dalla guerra o hanno consentito loro di beneficiare degli importi già iscritti a bilancio e non utilizzati, approvati nel contesto della pandemia di COVID-19.

² Si tratta delle misure di politica di bilancio adottate alla data di aggiornamento delle ipotesi sui conti pubblici, ovvero il 24 maggio 2022. Per maggiori dettagli, cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2022](#).

³ Tali misure, introdotte nel 2021, sono stimate attorno allo 0,2 per cento del PIL dell'area dell'euro. Parte di tale sostegno è stato esteso al 2022, mentre nuove misure sono state approvate tra il 1° gennaio e il 24 febbraio 2022. Unitamente alle misure adottate dopo il 24 febbraio 2022, che rappresentano circa lo 0,65 per cento del PIL dell'area dell'euro (cfr. il grafico A), il sostegno di bilancio complessivo legato all'energia è stimato allo 0,8 per cento del PIL nel 2022.

soprattutto al rialzo, derivanti in particolare dall'estensione delle misure di compensazione legate all'energia⁴.

In termini di composizione per strumento di bilancio, la maggior parte delle misure determinate dalla guerra riguarda il lato della spesa. Più specificamente, la maggior parte del sostegno di bilancio introdotto nell'area dell'euro in risposta alla guerra, con effetto nel 2022, consiste in trasferimenti e sussidi, nonché in riduzioni delle imposte indirette (relative all'energia) (cfr. il pannello b) del grafico A). Attualmente si stima che gran parte del sostegno consista in investimenti pubblici, nel periodo 2023-2024, principalmente nella spesa per la difesa. La maggior parte delle misure dovrebbe essere finanziata mediante ricorso al debito, con alcuni importi che dovrebbero essere coperti attraverso le entrate provenienti dal sistema dell'UE deputato allo scambio di quote di emissione e da misure discrezionali di compensazione relativamente limitate⁵.

⁴ Di fatto, a partire dalla data di aggiornamento dei dati utilizzati per le proiezioni di giugno 2022, diversi governi hanno già annunciato l'estensione delle misure e/o l'introduzione di nuove misure oltre a quelle considerate nelle proiezioni di base. Inoltre, i rischi di ulteriori interventi di politica di bilancio potrebbero concretizzarsi in uno scenario al ribasso legato all'impatto economico della guerra, quale quello presentato nel [Riquadro 3](#) delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2022.

⁵ In particolare, in Italia è stata approvata una misura discrezionale intesa specificamente a compensare parte del sostegno legato all'energia. Si tratta di un'imposta di recupero sui profitti dei produttori di energia, ovvero un prelievo una tantum del 25 per cento che si applicherà alle vendite nette che, nel periodo fra ottobre 2021 e aprile 2022, sono aumentate di oltre 5 milioni di euro rispetto a un anno prima, escludendo i casi in cui il margine di profitto è aumentato di meno del 10 per cento.

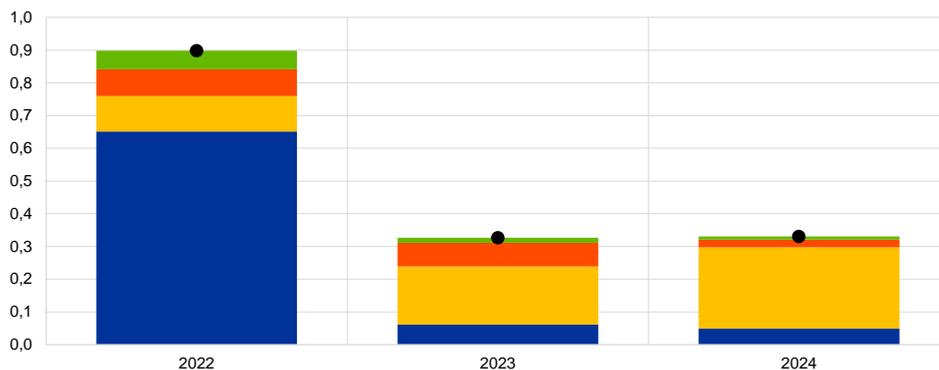
Grafico A

Misure di bilancio dell'area dell'euro legate alla guerra in Ucraina

(percentuale del PIL dell'area dell'euro)

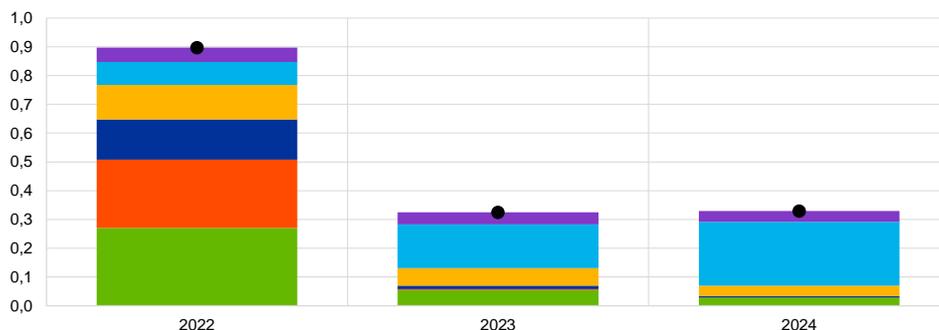
- Sostegno di bilancio discrezionale complessivo
- Misure di compensazione legate all'energia
- Spesa aggiuntiva per la difesa
- Sussidi per i rifugiati
- Altre spese legate alla guerra

a) Per tipologia di politica



- Totale
- Trasferimenti
- Sovvenzioni
- Imposte indirette
- Consumi collettivi
- Investimenti delle amministrazioni pubbliche
- Imposte dirette e contributi previdenziali

b) Per tipologia di strumento di bilancio



Fonti: proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022 ed elaborazioni della BCE, in base ai dati desunti dai questionari di bilancio del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPFF) del SEBC. Note: nel pannello a) la voce "altre spese legate alla guerra" comprende altri trasferimenti diretti verso l'Ucraina, l'accumulo di riserve strategiche di gas e il sostegno a imprese diverse da quelle delle tre principali categorie individuate. Nel pannello b), in cui le misure di bilancio dell'area dell'euro legate alla guerra in Ucraina sono mostrate per tipologia di strumento fiscale, i "trasferimenti di bilancio" consistono principalmente in un sostegno diretto delle amministrazioni pubbliche alle famiglie e, in misura minore, in trasferimenti in conto capitale alle imprese. Per "sovvenzioni" si intendono i pagamenti correnti non richiesti dalle amministrazioni pubbliche ai produttori residenti (imprese), finalizzati principalmente a ridurre i prezzi dell'energia. Le misure di bilancio sono riportate in termini di costo di bilancio (ex ante), per anno. Il sostegno compensativo per l'energia legato alla guerra, che indica sostanzialmente le misure approvate dopo il 24 febbraio 2022, è qui approssimato dalle revisioni del costo di bilancio stimato rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti della BCE a marzo 2022.

Le misure di compensazione legate all'energia attuate nel 2022 sono state classificate in quattro categorie dagli esperti dell'Eurosistema⁶ (cfr. il grafico B):

- **Composizione dal lato del bilancio.** Le misure dal lato della spesa hanno una quota lievemente maggiore in termini di impatto sul bilancio dell'area dell'euro

⁶ Da notare che in alcuni casi questa classificazione non è immediata e si basa necessariamente su ipotesi in tali casi.

nel 2022 (prossimo al 60 per cento)⁷. Esse riguardano principalmente trasferimenti di bilancio alle famiglie e sussidi alle imprese. Questo tipo di spesa è collegato al consumo di energia oppure assume la forma di pagamenti forfettari alle famiglie. Nei paesi dell'area dell'euro che hanno introdotto un blocco dei prezzi dell'energia, i governi forniscono sovvenzioni o trasferimenti in conto capitale ai fornitori di energia o compensano oneri/tariffe per il servizio. Dal lato delle entrate, le misure riguardano principalmente la riduzione delle imposte sull'energia (accise) per elettricità, gas naturale e combustibili solidi e, in misura minore, la riduzione dell'IVA sui prodotti energetici⁸. Inoltre, i paesi dell'area dell'euro hanno ridotto altre imposte o tariffe legate al consumo di energia, quali sovrapprezzi ambientali, tariffe di rete o oneri di sistema.

- **Gruppo di destinatari.** La maggior parte delle misure approvate per il 2022 è rivolta alle famiglie (lievemente al di sopra del 70 per cento dell'impatto complessivo sul bilancio)⁹. Diversi paesi hanno inoltre esteso il sostegno alle imprese nei settori più colpiti, con un impatto di bilancio tuttavia più limitato.
- **Orientamento al reddito.** In termini di impatto, circa il 12 per cento delle misure dell'area dell'euro si rivolge alle famiglie a basso reddito (ovvero misure che includono criteri di reddito chiaramente definiti). Tali misure mirate assumono la forma di sgravi, bonus per i costi dell'elettricità o del riscaldamento e pagamenti forfettari a favore delle famiglie a basso reddito. Si ritiene che circa il 54 per cento delle misure complessive sia costituito da un sostegno non mirato per le famiglie, mentre il restante 34 per cento consiste in trasferimenti alle imprese e altre misure generalmente non mirate a un determinato livello di reddito.
- **Considerazioni ambientali.** Sulla base delle informazioni finora disponibili si stima che, in termini di impatto sul bilancio, poco più dell'1 per cento delle misure complessive contribuisca direttamente alla transizione verde. Circa il 53 per cento delle misure può essere classificato come sostegno al consumo a breve termine di combustibile fossile, mentre l'altro 46 per cento rappresenta misure "neutre da un punto di vista ambientale", comprese quelle che al momento sono difficili da classificare. La riduzione delle imposte e i sussidi relativi ai combustibili fossili non incentivano né l'uso efficiente dell'energia né gli investimenti in tecnologie a risparmio energetico. Alcuni paesi hanno introdotto "misure verdi", fra cui sovvenzioni per i trasporti pubblici o riduzioni dell'IVA e sussidi per fonti di energia rinnovabile.

⁷ La valutazione contenuta nel presente riquadro considera i dati aggregati per l'area dell'euro, pur riconoscendo che vi sono variazioni a livello nazionale.

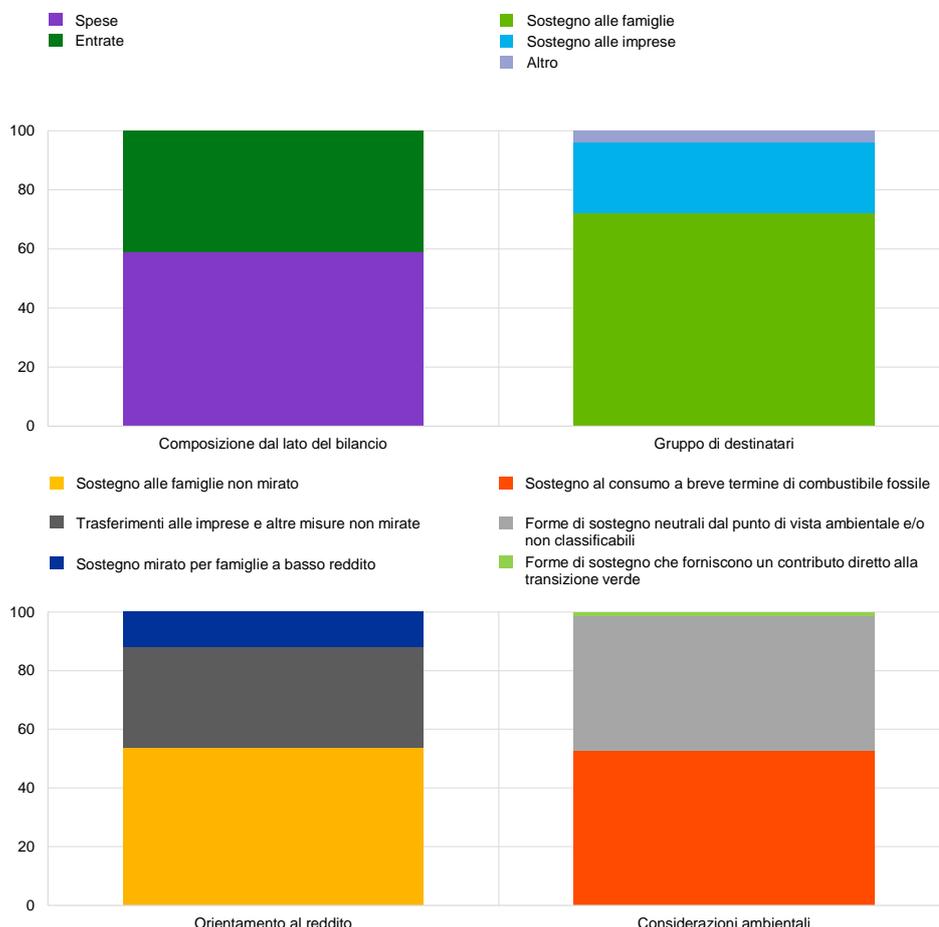
⁸ Nel caso dell'IVA, gli Stati membri dell'UE possono applicare aliquote ridotte ai prodotti energetici, a condizione che rispettino i criteri minimi stabiliti nella direttiva dell'UE sull'IVA ([Direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto](#) (GU L 347 dell'11.12.2006, pag. 1)) e consultino il comitato IVA. Per le accise, gli Stati membri possono ridurre le loro aliquote al minimo stabilito dalla vigente direttiva sulla tassazione dell'energia.

⁹ Le riduzioni dell'IVA sono per lo più classificate come sostegno alle famiglie.

Grafico B

Misure di bilancio adottate nel complesso dell'area dell'euro per attenuare l'impatto dell'aumento dei prezzi dei beni energetici nel 2022

(quota percentuale del totale in base all'impatto sul bilancio 2022)



Fonti: proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022 ed elaborazioni della BCE, in base ai dati desunti dai questionari di bilancio del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPFF) del SEBC e dalla valutazione degli esperti dell'Eurosistema

Note: nell'istogramma del "Gruppo di destinatari", la categoria "Altro" comprende, tra le altre cose, l'accumulo di riserve di gas e le ricapitalizzazioni delle imprese pubbliche. Nell'istogramma "Orientamento al reddito", la categoria "Sostegno mirato per famiglie a basso reddito" indica le misure volte a sostenere direttamente le famiglie sulla base di criteri di reddito ben definiti. Nella categoria "Trasferimenti alle imprese e altre misure non mirate", alcune misure (circa il 5 per cento in tale categoria) fanno riferimento al sostegno erogato solo a settori specifici, come l'agricoltura o i trasporti, caratterizzati da una quota più elevata di lavoratori a bassa retribuzione rispetto ad altri settori.

Oltre alle misure volte a contenere l'impatto degli elevati prezzi dell'energia, la risposta di bilancio dell'area dell'euro alla guerra riguarda principalmente la difesa e la spesa per l'assistenza ai rifugiati. L'aumento della spesa per la difesa nell'area dell'euro, incorporato nelle proiezioni macroeconomiche di giugno 2022 degli esperti dell'Eurosistema, riflette in primo luogo l'ulteriore spesa per la difesa annunciata in Germania. Diversi altri paesi dell'area dell'euro hanno annunciato di voler accrescere la propria capacità militare e molti richiamano l'impegno, assunto in sede NATO, di investire il 2 per cento del PIL nella spesa per la difesa. Tuttavia, solo alcuni paesi hanno delineato in dettaglio i propri piani. Infine, in diversi paesi sono state approvate ulteriori spese per far fronte alla crisi dei rifugiati dall'Ucraina, che rappresentano una quota maggiore del sostegno complessivo, soprattutto nei paesi dell'Europa centrale e orientale.

In termini di impatto macroeconomico, si stima che le misure di bilancio legate alla guerra esercitino un effetto positivo sulla crescita del PIL e riducano temporaneamente le pressioni inflazionistiche nel 2022.

Le simulazioni armonizzate a livello di paese, basate sui modelli della BCE e del SEBC, indicano che le misure legate alla guerra descritte in precedenza potrebbero incrementare la crescita del PIL dell'area dell'euro di circa 0,4 punti percentuali e ridurre l'inflazione misurata sullo IAPC (principalmente riducendo l'inflazione dei beni energetici) di poco meno di 0,4 punti percentuali nel 2022 (cfr. il grafico C)¹⁰. Nel 2023 si stima che l'impatto sulla crescita venga meno, mentre quello sull'inflazione dovrebbe sostanzialmente invertirsi. In termini cumulativi, nell'orizzonte temporale di proiezione, si stima che le misure di stimolo complessivamente adottate in risposta alla guerra abbiano un impatto di quasi 0,4 punti percentuali sulla crescita complessiva e un impatto limitato di poco più di 0,1 punti percentuali sull'inflazione. Le simulazioni armonizzate sono soggette a incertezza. L'impatto dell'inflazione misurata sullo IAPC, che si trasmetterà principalmente dalla componente energetica, dipenderà dalla misura in cui i sussidi influiranno sui prezzi al consumo, nonché dalle altre risposte comportamentali derivanti dalle caratteristiche delle misure specifiche per i singoli paesi. Le conseguenze sulla crescita dipenderanno dall'efficacia delle misure nello stimolare i consumi a breve termine e, in particolare per il periodo 2023-2024, dall'impatto effettivo della spesa per la difesa, che attualmente dovrebbe assumere principalmente la forma di investimenti pubblici¹¹.

In prospettiva, se si rendesse necessario un sostegno pubblico aggiuntivo, le risorse finanziarie dovrebbero essere utilizzate in modo efficiente. Andrebbero compiuti sforzi per indirizzare le misure di compensazione legate all'energia in misura sempre maggiore verso le famiglie più vulnerabili¹². Inoltre, gli incentivi dovrebbero essere orientati a ridurre l'uso di combustibili fossili e la dipendenza dall'energia russa, preservando al tempo stesso la solidità delle finanze pubbliche.

¹⁰ Per una trattazione di fattori diversi dalle misure dirette di bilancio legate all'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia, cfr. il riquadro 1 *L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino. Tale riquadro presenta anche le stime relative al contributo delle misure di bilancio dal lato delle imposte alla riduzione dell'inflazione misurata sulla componente energetica dello IAPC ad aprile 2022.

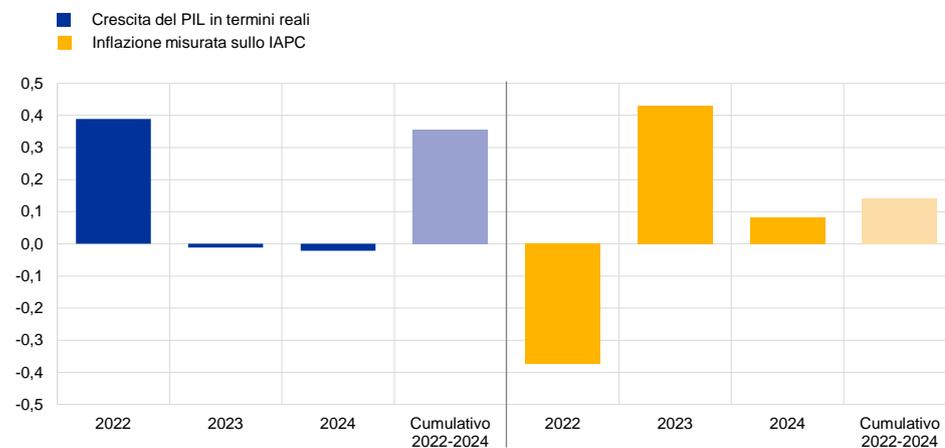
¹¹ Alcune spese potrebbero non essere destinate a investimenti produttivi, ma assumere la forma di altri strumenti di bilancio, come i salari pubblici. Inoltre, gli investimenti pubblici potrebbero non alimentare la produzione interna di attrezzature militari, bensì includere consegne militari dall'estero. Di conseguenza, i relativi moltiplicatori di bilancio potrebbero essere inferiori a quelli considerati nelle attuali simulazioni.

¹² Cfr. anche le [raccomandazioni](#) della Commissione europea nell'ambito del Semestre europeo 2022: "Per garantire la massima efficacia, le politiche di sostegno dovrebbero essere temporanee e mirate ai soggetti più vulnerabili e al contempo mantenere gli incentivi a ridurre il consumo di combustibili fossili e limitare la loro incidenza sul bilancio".

Grafico C

Effetti macroeconomici del sostegno di bilancio legato alla guerra in Ucraina

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le simulazioni sono condotte mediante due serie di modelli regolarmente utilizzate nell'ambito degli esercizi di previsione condotti dall'Eurosistema: il nuovo modello della BCE a più paesi (New Multi-Country Model, NMCM) e le elasticità del modello base (Basic Model Elasticities, BMEs), una piattaforma incentrata sui modelli macroeconomici delle banche centrali nazionali. Le simulazioni tengono conto solo delle misure di bilancio con un impatto diretto sui conti pubblici; non coprono altre misure pubbliche (regolamentari) i cui costi potrebbero essere sostenuti dal settore privato.

Articoli

1 La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi

a cura di Malin Andersson, Claudia Di Stefano, Yiqiao Sun e Francesca Vinci

1 Introduzione

La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha determinato un brusco calo degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro, cui ha fatto seguito un recupero significativo. Gli investimenti diversi dalle costruzioni (o "delle imprese") nell'area dell'euro, definiti anche "investimenti" nel presente articolo, hanno subito una notevole flessione all'insorgere della pandemia. Le imprese hanno faticato a far fronte alle carenze di capitale circolante nelle loro attività operative ordinarie e hanno ritardato il conseguimento degli obiettivi strategici di investimento quando le economie sono crollate improvvisamente nella prima metà del 2020. Grazie al sostanziale sostegno fornito dalle politiche monetaria e di bilancio, che hanno altresì evitato un crollo di più vasta portata, gli investimenti hanno ormai segnato una notevole ripresa e sono prossimi al livello precedente la pandemia¹. Tuttavia, hanno dovuto far fronte a una serie di difficoltà dovute alle strozzature dal lato dell'offerta, ai rincari dei beni energetici e all'elevata incertezza. I rischi per le prospettive di investimento sono aumentati con la guerra mossa dalla Russia all'Ucraina. Al tempo stesso, la pandemia ha accelerato il processo di trasformazione strutturale in atto nell'economia dell'area dell'euro, evidenziando i benefici degli investimenti verdi e digitali.

Se si considerano gli investimenti in una prospettiva di medio termine, la digitalizzazione e la transizione verde dell'economia pongono opportunità, sfide e rischi. Comprendere le implicazioni di questo duplice processo di trasformazione è essenziale, dato l'importante ruolo degli investimenti quale fattore determinante del ciclo economico e della capacità produttiva dell'economia². Il presente articolo fa il punto sull'attuale dinamica degli investimenti nell'area dell'euro ed esamina le determinanti del processo di trasformazione in atto, nonché le sue possibili conseguenze per la ripresa economica.

Il presente articolo si incentra sui seguenti aspetti ciclici e strutturali.

La sezione 2 esamina gli andamenti degli investimenti delle imprese due anni dopo l'inizio della pandemia nell'area dell'euro. La sezione 3 si focalizza sulle opportunità, le sfide e i rischi per gli investimenti derivanti dalla digitalizzazione e dalla transizione

¹ Corretti per la volatilità statistica degli investimenti immateriali in Irlanda (cfr. il riquadro 1).

² Cfr. l'articolo 2 *L'evoluzione degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro dalla crisi* nel numero 7/2016 di questo Bollettino.

verde in atto dell'economia dell'area dell'euro. Nella sezione 4 sono esposte le osservazioni conclusive.

2 Gli investimenti delle imprese: il punto della situazione dopo lo shock pandemico

A due anni dall'inizio della pandemia, gli investimenti delle imprese hanno registrato una notevole ripresa. Lo shock pandemico ha causato il calo degli investimenti più marcato e più rapido verificatosi nella storia moderna. Grazie allo straordinario sostegno fornito dalle politiche e al fatto che le ripercussioni durature sui mercati finanziari sono state contenute, gli investimenti dell'area dell'euro hanno evidenziato una sostanziale ripresa (cfr. il grafico 1), sebbene in misura minore rispetto agli Stati Uniti (cfr. il riquadro 1). La politica monetaria ha svolto un ruolo fondamentale nel sostenere gli investimenti durante la pandemia, fornendo condizioni di finanziamento favorevoli e agevolando l'accesso al credito alle imprese³. Le evidenze indicano che il sostegno fornito dalle politiche di bilancio nazionali è andato prevalentemente a beneficio delle imprese e dei settori con il maggiore fabbisogno di liquidità o le più consistenti perdite realizzate sulle vendite durante la crisi⁴. Le politiche di bilancio hanno inoltre sostenuto gli investimenti negli ultimi due anni (in parte attraverso garanzie e sostegno di liquidità), soprattutto nelle tecnologie digitali e nella transizione verde⁵.

Ciò nonostante, la ripresa degli investimenti sembra essere stata più debole per i paesi e le tipologie di investimento maggiormente interessati da strozzature dal lato dell'offerta e da restrizioni alla mobilità. Ciò vale in particolare per la Germania, che sta affrontando una situazione di carenza di microchip, e per i mezzi di trasporto, che sono stati colpiti da un calo della domanda di voli (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 1). Dall'inizio del 2022 gli investimenti hanno dovuto far fronte anche all'aumento dei prezzi delle materie prime e all'incertezza legata alla guerra in Ucraina, unitamente al riacutizzarsi di timori dal lato dell'offerta a seguito della guerra e della recrudescenza della pandemia in Asia.

³ Per informazioni sulla sua [risposta alla pandemia](#) cfr. il sito Internet della BCE nonché Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G.F., "[Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#)", *Working Paper Series*, n. 2598, BCE, ottobre 2021.

⁴ Cfr. il riquadro 2 [L'impatto delle misure di sostegno di bilancio sul fabbisogno di liquidità delle imprese durante la pandemia](#) nel numero 4/2021 di questo Bollettino, e Harasztosi, P. et al., "[Firm-level policy support during the crisis: So far, so good?](#)", *EIB Working Papers*, 2022/01, Banca europea per gli investimenti, gennaio 2022.

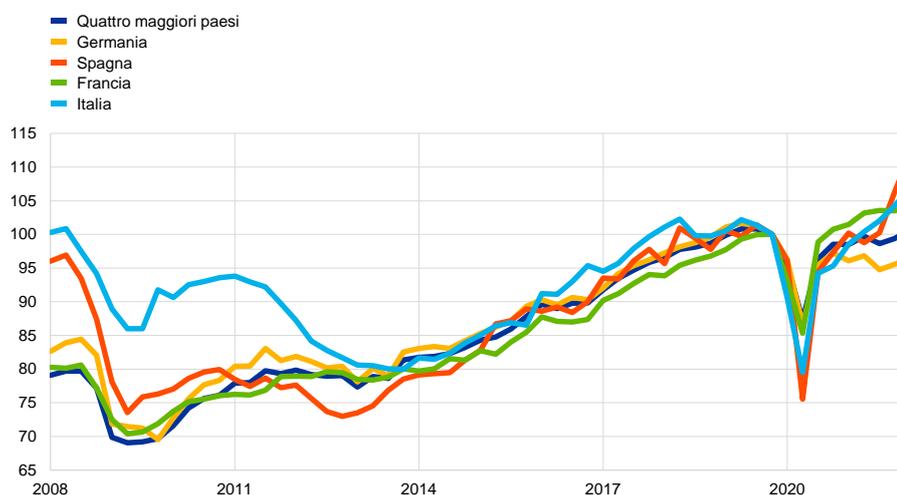
⁵ Cfr. l'articolo 3 [La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino e "[Latest EIB survey: The state of EU business investment 2021](#)", Banca europea per gli investimenti, 2 dicembre 2021.

Grafico 1

Investimenti reali diversi dalle costruzioni nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro

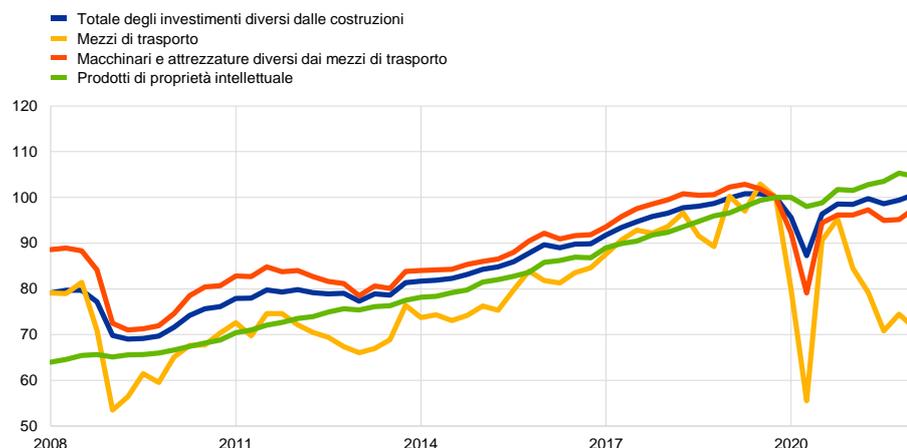
a) Totale degli investimenti diversi dalle costruzioni

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



b) Scomposizione per tipo di attività

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



Fonti: Eurostat e stime della BCE.

Note: la prima serie del pannello a) e tutti i dati del pannello b) si riferiscono ai quattro maggiori paesi dell'area dell'euro per evitare l'elevata volatilità dei dati di alcuni altri paesi dell'area relativi agli investimenti immateriali (cfr. il riquadro 1). Nel pannello b), a causa di dati mancanti, gli investimenti tedeschi in mezzi di trasporto a partire dal secondo trimestre del 2021 in poi sono stati approssimati utilizzando i tassi di crescita sul trimestre precedente della produzione tedesca di mezzi di trasporto. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2022.

Riquadro 1

Investimenti diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

a cura di Valerie Jarvis

Il presente riquadro mette a confronto il recupero degli investimenti diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Negli Stati Uniti la ripresa degli investimenti diversi dalle costruzioni dopo le misure di chiusura (lockdown) attuate nel 2020 è stata rapida, con gli investimenti che hanno superato i livelli precedenti la pandemia di COVID-19, e sostanzialmente

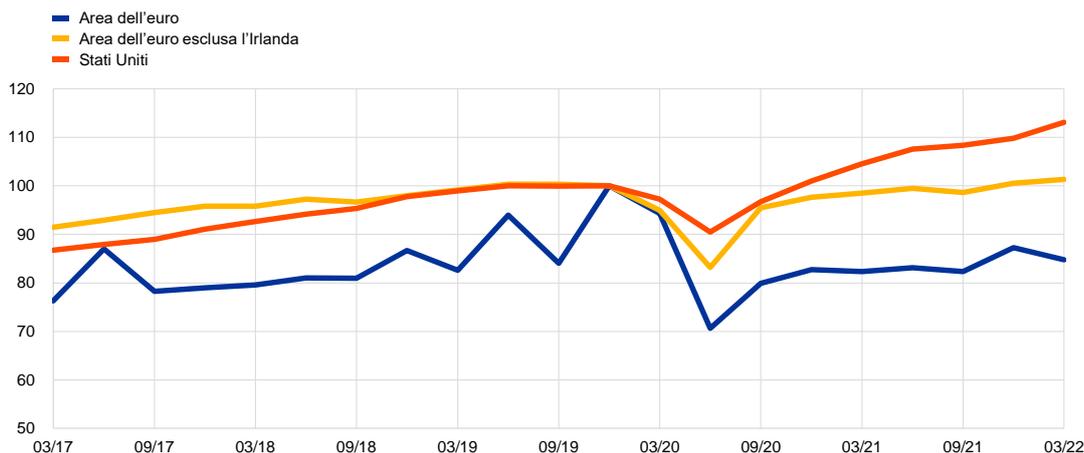
ristabilito i tassi di crescita pre-pandemia, entro la fine dello stesso anno⁶. Al contrario, i dati aggregati per l'area dell'euro segnalano un divario significativo rispetto al livello pre-pandemia (cfr. il pannello a) del grafico A).

Grafico A

Investimenti reali diversi dalle costruzioni

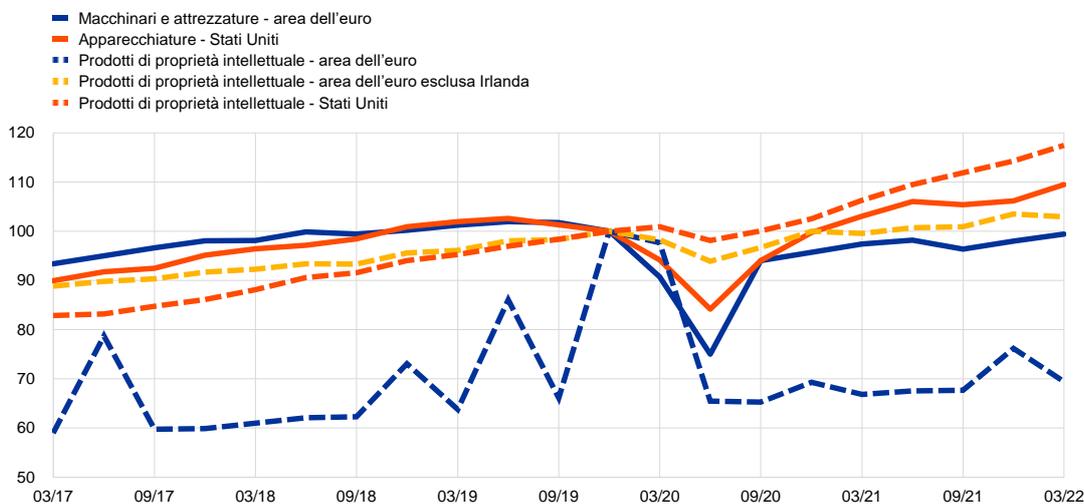
a) Totale degli investimenti diversi dalle costruzioni

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



b) Scomposizione

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



Fonti: Bureau of Economic Analysis (Haver Analytics), Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello a), i dati relativi agli Stati Uniti fanno riferimento agli investimenti privati diversi dalle costruzioni; nel pannello b) la dicitura "prodotti di proprietà intellettuale" (o immateriali) include software e banche dati, nonché le spese per attività di ricerca e sviluppo. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022.

Vi sono diversi fattori alla base della più lenta ripresa degli investimenti nell'area dell'euro. In primo luogo, la pandemia è iniziata lievemente in anticipo in Europa rispetto agli Stati Uniti e le misure di

⁶ In aggiunta, anche la crescita tendenziale è stata, in generale, lievemente superiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Tra il punto minimo registrato durante la crisi finanziaria mondiale e la fine del 2019, gli investimenti diversi dalle costruzioni sono aumentati fino a raggiungere un valore appena superiore all'1,5 per cento per ciascun trimestre, rispetto all'1,4 per cento registrato nell'area dell'euro (lo 0,8 per cento escludendo l'Irlanda). In seguito alla doppia recessione del 2008-2012 nell'area dell'euro, negli Stati Uniti gli investimenti sono aumentati, in media, dell'1,1 per cento sul trimestre precedente, a fronte dell'1,0 per cento osservato nell'area dell'euro escludendo l'Irlanda.

lockdown nella primavera del 2020 sono state più severe e persistenti, con conseguenze meno importanti per la salute delle persone ma più gravi in termini di contrazione dell'attività economica e degli investimenti, nonché in termini di fattori di ostacolo alla ripresa⁷. In secondo luogo e, aspetto più importante, i profili di investimento nell'area dell'euro hanno evidenziato una maggiore volatilità rispetto agli Stati Uniti, di riflesso agli irregolari afflussi di investimenti immateriali da parte delle multinazionali statunitensi, in particolare in Irlanda. L'afflusso di gran lunga più ampio sinora registrato si è verificato nell'ultimo trimestre del 2019, fattore che ha artificialmente innalzato il termine di riferimento per la misurazione della susseguente ripresa⁸. Adeguando tale livello di partenza (cfr. il pannello a) del grafico A), la ripresa dell'area dell'euro risulta più prossima al profilo di quella osservata negli Stati Uniti, sebbene si sia riavvicinata ai suoi livelli pre-crisi soltanto a metà 2021. Questa dinamica è comune a diverse tipologie di investimento, con l'apertura di un divario tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti sia per i macchinari e le attrezzature, sia per i prodotti di proprietà intellettuale (cfr. il pannello b) del grafico A).

Esistono spiegazioni aggiuntive per il più rapido recupero degli investimenti negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Negli Stati Uniti, la più veloce ripresa economica può aver incrementato la fiducia nella solidità di quest'ultima, riducendo in tal modo l'effetto al ribasso esercitato dall'incertezza sugli investimenti rispetto alla situazione nell'area dell'euro. Anche il maggior numero di licenziamenti negli Stati Uniti durante il periodo più restrittivo della pandemia potrebbe essere stato compensato da investimenti più elevati in confronto all'area dell'euro. Al tempo stesso, una quota potenzialmente più ampia di impieghi orientati al telelavoro negli Stati Uniti può aver contribuito ad accrescere gli investimenti in attrezzature informatiche più che nell'area dell'euro⁹. È anche possibile che, all'interno dell'area, nella seconda metà del 2020 e all'inizio del 2021 alcuni investimenti siano stati posticipati mentre il settore privato rimaneva in attesa che venissero rivelati i dettagli sul funzionamento del Next Generation EU (NGEU) (cfr. il riquadro 2).

Negli ultimi due anni gli investimenti hanno continuato ad attestarsi a livelli inferiori al risparmio societario.

Il settore delle società non finanziarie dell'area dell'euro è stato un prestatore netto per la maggior parte del periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale, a indicare che le imprese hanno generato risparmi superiori ai propri investimenti in gran parte degli anni (cfr. il grafico 2).

Tali dinamiche riflettono una serie di fattori che hanno frenato gli investimenti e stimolato il risparmio¹⁰. Ad esempio, gli investimenti sono stati frenati da: rigidità strutturali nei mercati dei beni e servizi e del lavoro; episodi di aggiustamento dei bilanci per ridurre un elevato onere del debito societario; espansione del settore dei servizi, che ha determinato riallocazioni da capitale tangibile a produzioni ad alta

⁷ Cfr. Licchetta, M., Mattozzi, G., Raciborski, R. e Willis, R., "Economic Adjustment in the Euro Area & the United States during the COVID-19 Crisis", *European Economy Discussion Paper*, n. 160, Commissione europea, marzo 2022. Cfr. anche il riquadro 1 *Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

⁸ Il valore di riferimento potrebbe essere stato incrementato anche dagli investimenti aggiuntivi nel contesto dei timori collegati a una Brexit senza accordo. Cfr. il riquadro 1 nell'articolo 1 *Comprendere la debolezza della domanda di importazioni del Regno Unito dopo il referendum e i rischi legati alla bilancia dei pagamenti di tale paese per l'area dell'euro* nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

⁹ Cfr. Brussevich, M., Dabla-Norris, E. e Khalid, S., "Who will Bear the Brunt of Lockdown Policies? Evidence from Tele-workability Measures Across Countries", *IMF Working Paper*, n. 2020/088, Fondo monetario internazionale, 12 giugno 2020, nonché Dingel, J.I. e Neiman, B., "How many jobs can be done at home?", *Journal of Public Economics*, vol. 189, settembre 2020.

¹⁰ Cfr. Boone, L. e Revoltella, D., "Policy change needed to accelerated investment in structural transformation", *VoxEU*, 6 dicembre 2019.

intensità di lavoro; un calo di lungo periodo dei rendimenti degli investimenti, che ha incentivato le imprese a orientarsi verso attività finanziarie e a scapito delle immobilizzazioni di capitale¹¹. I risparmi sono stati favoriti dall'aumento delle riserve di liquidità necessarie a finanziare investimenti immateriali e da livelli di scorte più bassi¹². La posizione creditizia netta delle imprese è ulteriormente aumentata durante la pandemia, raggiungendo livelli record nel 2021: le società non finanziarie hanno incrementato la liquidità e le riserve di capitale per meglio resistere agli shock futuri¹³.

Sebbene i fondi interni siano aumentati, la tempistica del loro utilizzo futuro è incerta. Sia il finanziamento interno sia quello esterno in rapporto al valore aggiunto sono aumentati negli ultimi anni (cfr. il grafico 2). L'ampia disponibilità di fondi dovrebbe sostenere gli investimenti delle imprese e il finanziamento sia della digitalizzazione, che si basa maggiormente sui fondi interni, sia degli investimenti verdi, finanziati in capitale di rischio oltre che tramite debito. Tuttavia, le imprese potrebbero decidere di risparmiare a scopo precauzionale a fronte del perdurare di un'elevata incertezza, soprattutto per effetto della guerra in Ucraina (dato il suo potenziale impatto sulla futura combinazione delle fonti energetiche o sul processo di globalizzazione), dell'incertezza circa la necessità di investimenti in seguito alle politiche relative al clima, del venir meno delle misure di sostegno di bilancio o, più recentemente, di un'inflazione elevata. Altre sfide e rischi per le prospettive di investimento derivano dall'attesa normalizzazione del costo del finanziamento, dall'elevato indebitamento societario e dall'atteso aumento delle insolvenze¹⁴.

¹¹ Cfr. Ruscher, E. e Wolff, G., ["Corporate balance-sheet adjustment: New stylised facts and their relevance for the Eurozone"](#), *VoxEU*, 5 marzo 2012.

¹² Cfr. 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, pagg. 40-44.

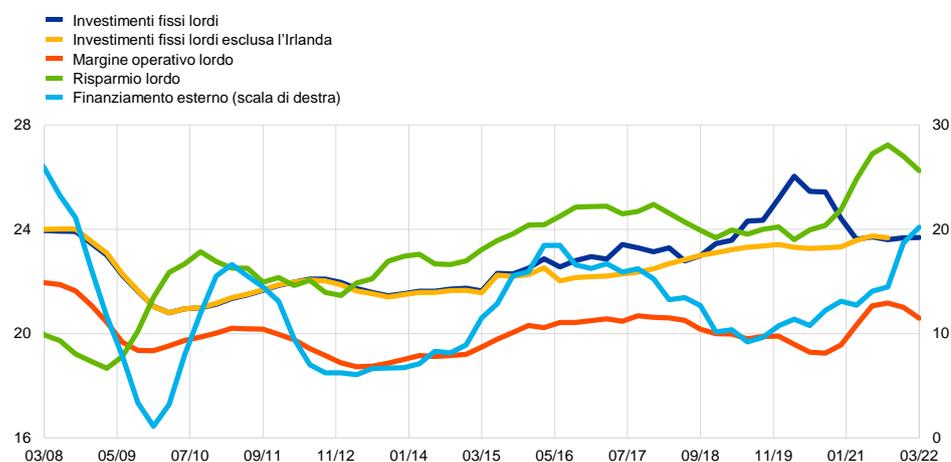
¹³ Cfr. il riquadro 4 [Tassi di risparmio societario durante la pandemia](#) nel numero 2/2022 di questo Bollettino.

¹⁴ Cfr. l'articolo 2 [Una valutazione delle vulnerabilità delle imprese nell'area dell'euro](#) nel numero 2/2022 di questo Bollettino.

Grafico 2

Investimenti, risparmio e finanziamento in termini nominali

(medie mobili di quattro trimestri in percentuale del valore aggiunto)



Fonte: BCE

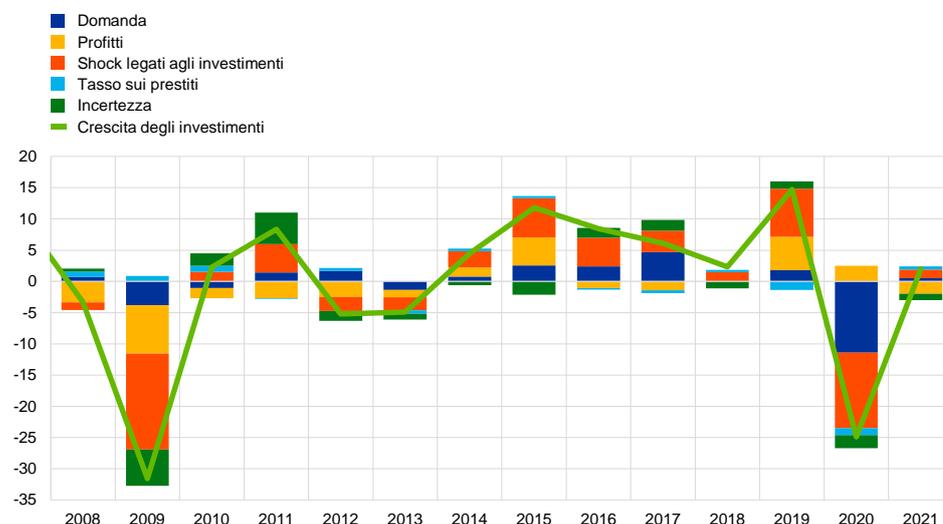
Note: il finanziamento esterno si riferisce alla variazione netta delle passività finanziarie totali, compresi i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), i titoli di debito, le azioni, i prestiti concessi da intermediari diversi dalle IFM e dal resto del mondo nonché il credito commerciale. Il margine operativo lordo è espresso come quota del valore aggiunto meno 20. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021 per gli investimenti fissi lordi, esclusa l'Irlanda, e al primo trimestre del 2022 per le altre serie.

La domanda interna e i profitti sono fattori fondamentali della dinamica degli investimenti delle imprese. Un modello autoregressivo vettoriale strutturale (VAR) mostra che le principali determinanti della crescita degli investimenti dal 2008 sono state gli shock dal lato della domanda interna e del margine operativo lordo (cfr. il grafico 3). Insieme alla debolezza della domanda, l'incertezza basata sulle notizie ha frenato gli investimenti sia durante le crisi passate sia durante la pandemia. Le stime basate su dati micro segnalano la rilevanza della domanda (vendite) e dei profitti (flussi di cassa), ma con diverse sensibilità a seconda della solidità finanziaria, del settore e delle dimensioni dell'impresa, cfr. il riquadro 2.

Grafico 3

Scomposizione degli investimenti delle imprese

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



Fonti: Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", 10 marzo 2016, Commissione europea, Eurostat, Bce e stime della BCE.

Note: il modello VAR strutturale utilizza una scomposizione degli shock di Cholesky. È stimato su dati trimestrali per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2005 e il quarto trimestre del 2021 e i risultati sono stati aggregati per produrre dati annuali. Per "domanda" si intende il PIL meno gli investimenti totali ricavati dalla contabilità nazionale, mentre per "profitti" si intende il margine operativo lordo totale ricavato dalla contabilità nazionale. Per "investimenti" si intendono gli investimenti totali al netto degli investimenti nell'edilizia residenziale (entrambi ricavati dalla contabilità nazionale) e al netto degli investimenti pubblici (tratti dalla base dati AMECO, interpolati per ottenere valori trimestrali, e deflazionati). Per "incertezza" si intende una misura dell'incertezza basata sulle notizie (che utilizza due quotidiani per paese). Il "tasso sui prestiti" è il tasso di interesse annualizzato sui prestiti alle imprese diversi da prestiti rotativi e scoperti di conto, debiti da carte di credito a saldo e debiti da carte di credito di tipo "revolving". Cfr. WGEM Team on Investment, "Business investment in EU countries", Occasional Paper Series, n. 215, BCE, ottobre 2018, pagg. 92-93. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2021.

Riquadro 2

Il ruolo dei flussi di cassa negli investimenti in base ai dati a livello di singola impresa

a cura di Desislava Rusinova, Lorena Saiz e Jan-Christopher Scherer

Il presente riquadro utilizza dati a livello di singola impresa per valutare le determinanti degli investimenti delle imprese, in particolare di quelle con vincoli finanziari. La letteratura ha rilevato che fattori finanziari quali l'indebitamento e i flussi di cassa rappresentano importanti determinanti degli investimenti in beni materiali; altre caratteristiche rilevanti sono il settore o il paese in cui opera l'impresa, la crescita delle vendite, la redditività futura attesa e il livello di incertezza economica. La presente analisi si basa su equazioni di investimento che includono la maggior parte di queste variabili e che sono state stimate utilizzando dati panel relativi alle aziende dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro nel periodo successivo alla crisi finanziaria (2013-2019). I risultati empirici confermano la rilevanza dei flussi di cassa, in particolare per le micro e piccole imprese e per i paesi con una più ampia quota di imprese di dimensioni ridotte, come Spagna e Italia¹⁵.

¹⁵ Le equazioni di investimento dinamico sono state stimate utilizzando un approccio basato sul metodo dei momenti generalizzato (generalised method of moments) che tiene conto delle distorsioni dovute a effetti non osservati specifici per singola impresa e a variabili esplicative endogene. Il modello include i valori passati degli investimenti, la crescita delle vendite e i flussi di cassa, nonché effetti fissi a livello di tempo, settore e dimensione di impresa e una relazione di equilibrio di lungo periodo tra investimenti e stock di capitale, o un termine di correzione dell'errore, come in Bond, S., Elston, J.A., Mairesse, J. e Mulkey, B., "Financial factors and investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A comparison using company panel data", *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 85(1), febbraio 2003, pagg. 153-165.

Una fondamentale determinante degli investimenti è legata alla misura in cui le imprese hanno accesso a finanziamento esterno, in particolare al credito bancario, o sono soggette a vincoli finanziari. Alcuni indicatori proxy dei vincoli finanziari sono rappresentati dal livello di leva finanziaria, dalla dimensione e dall'età dell'impresa. In letteratura, l'"eccessiva sensibilità" degli investimenti ai flussi di cassa è spesso interpretata come indicazione della rilevanza dei vincoli finanziari. Avere a disposizione del contante quando le condizioni creditizie si inaspriscono è importante, dal momento che le imprese con elevati livelli di indebitamento e bassi livelli di disponibilità liquide potrebbero essere costrette a ridurre gli investimenti in presenza di shock avversi. Se si identificano come vulnerabili quelle imprese che presentano al contempo elevati livelli di indebitamento e bassi livelli di attività liquide o di disponibilità in contanti, circa il 15 per cento delle imprese si trovavano in condizioni di vulnerabilità finanziaria prima della crisi del COVID-19 in media nei quattro paesi considerati¹⁶. In tutti i paesi, la maggior parte delle imprese vulnerabili sono micro imprese. Poiché le imprese più piccole tendono a dipendere in misura maggiore dal finanziamento esterno tramite le banche, coefficienti di leva finanziaria elevati segnalano sia alti livelli di indebitamento (fattore che incide, potenzialmente, sull'accesso al credito) sia una maggiore esposizione al rischio di tasso di interesse. Le imprese fornitrici di servizi di pubblica utilità e quelle che operano nel settore dei servizi di alloggio e ristorazione e nel settore dei trasporti sono rappresentate molto più di frequente tra quelle vulnerabili. Sebbene le società nel settore dei servizi di pubblica utilità beneficino di flussi di cassa stabili, esse sono caratterizzate da elevati livelli di leva finanziaria dovuti alla necessità di finanziare spese in conto capitale potenzialmente ingenti e periodiche per la manutenzione delle infrastrutture. Le imprese che forniscono servizi di alloggio e ristorazione, che appartengono a uno dei settori maggiormente colpiti dalla crisi del COVID-19, erano rappresentate in maniera già relativamente elevata tra le imprese vulnerabili nel 2019.

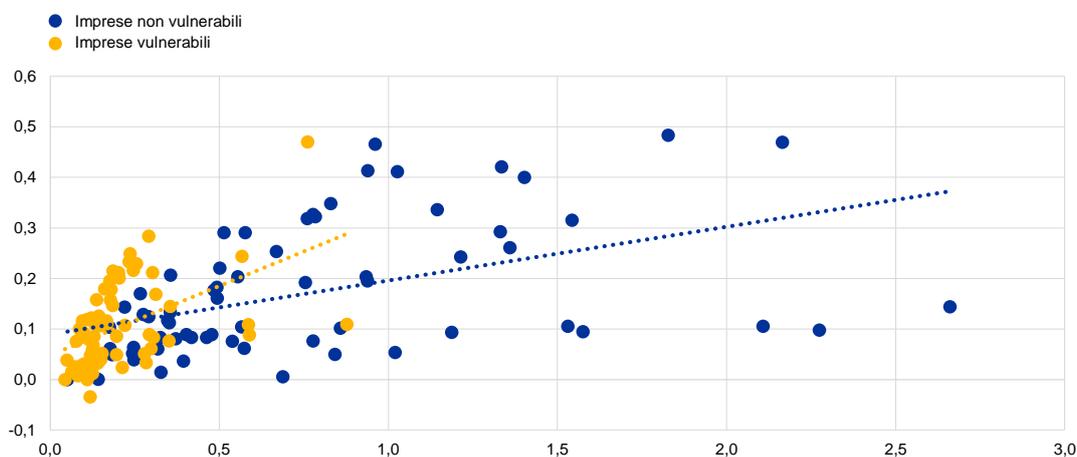
Se si considera la sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa nel periodo precedente la pandemia separatamente per le imprese vulnerabili e non vulnerabili, essa risulta molto più elevata per le prime (cfr. il grafico A). Ciò significa che è verosimile che variazioni inattese dei flussi di cassa operativi comportino adeguamenti delle decisioni di investimento più drastici per tali imprese. Poiché alcuni dei settori più colpiti dalla pandemia (come il settore di trasporti e immagazzinaggio, quello delle attività alberghiere e di ristorazione e quello dei servizi immobiliari) erano già caratterizzati da una quota di imprese vulnerabili superiore alla media, è plausibile che la contrazione degli investimenti per tali settori sia stata particolarmente pronunciata. Il calo del tasso di investimento previsto a fronte delle variazioni osservate sia nei flussi di cassa sia nelle vendite nel 2020 è maggiore nei settori più colpiti dalla pandemia (cfr. il grafico B). I dati relativi agli investimenti fissi lordi per settore nel 2020, ove disponibili, confermano che gli investimenti sono diminuiti maggiormente in questi settori. I micro dati preliminari (ma incompleti) per il 2020 indicano che il calo del tasso di investimento è stato, in media, inferiore a quanto previsto in tutti i settori, suggerendo che anche altri fattori, come il sostegno fornito dalle politiche monetaria e di bilancio, abbiano avuto un impatto.

¹⁶ Si definiscono vulnerabili le imprese che si collocano simultaneamente nel terzile superiore del coefficiente di leva finanziaria (debito finanziario sul totale dell'attivo) e nel terzile inferiore della quota di attività liquide (attività correnti meno passività correnti sul totale dell'attivo). Un'impresa con un livello di indebitamento elevato ma con ampie riserve di attività liquide e utili anch'essi elevati può indebitarsi ulteriormente per finanziare progetti di investimento futuri, mentre un'impresa con scarse attività liquide può avere difficoltà a farlo. Cfr. Albuquerque, B., "Corporate debt booms, financial constraints and the investment nexus", *Staff Working Paper*, n. 935, Bank of England, agosto 2021.

Grafico A

Investimenti in beni materiali e flussi di cassa relativi alle imprese vulnerabili e non vulnerabili in ciascun settore

(asse delle ordinate: investimenti in beni materiali rispetto al totale delle immobilizzazioni; asse delle ascisse: flussi di cassa rispetto al totale delle immobilizzazioni)



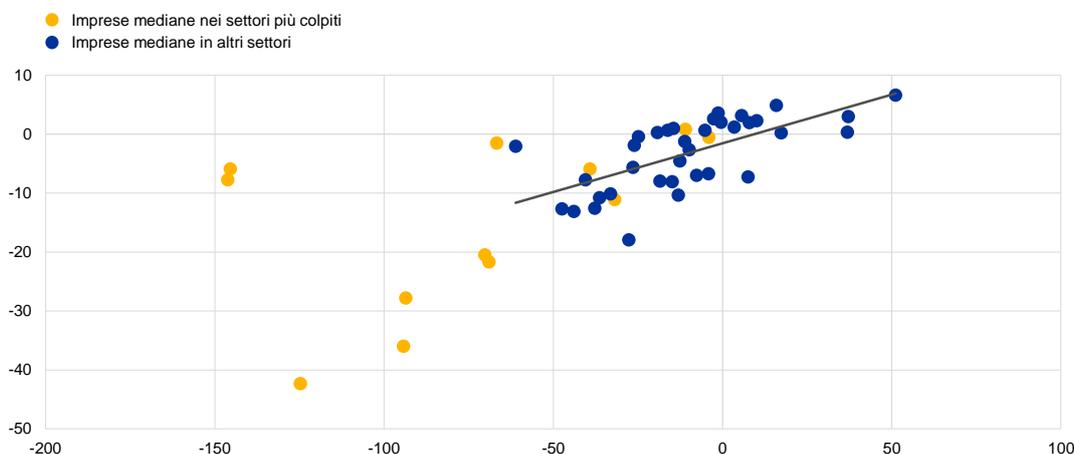
Fonti: Orbis ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il valore medio degli investimenti in beni materiali e dei flussi di cassa (questi ultimi dati dalla somma di utili e deprezzamento), entrambi in rapporto alle immobilizzazioni valutate al valore contabile, per le imprese vulnerabili e non vulnerabili in ciascun settore economico (tutti eccetto quello finanziario, in base al sistema di classificazione NACE) in Germania, Spagna, Francia e Italia nel periodo 2012-2019. Cfr. la nota 16 per una definizione di imprese vulnerabili. Tutte le variabili nei micro dati sottostanti sono winsorizzate al 5° e al 95° percentile per attenuare l'effetto dei valori anomali.

Grafico B

Variazioni previste del tasso di investimento nel 2020

(asse delle ordinate: variazione prevista del tasso di investimento (punti percentuali); asse delle ascisse: variazione dei flussi di cassa (valori percentuali))



Fonti: Orbis, BACH ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le variazioni del tasso di investimento previste per l'impresa mediana in Spagna, Francia e Italia e in ciascun settore economico nel 2020 (tutti eccetto quello finanziario, in base al sistema di classificazione NACE) a fronte delle variazioni dei flussi di cassa osservate fra il 2019 e il 2020. Poiché i dati del 2020 a livello di singole imprese sono incompleti, per le variazioni dei flussi di cassa e dell'espansione delle vendite (inclusa anch'essa nell'equazione di investimento) sono stati utilizzati i dati settoriali desunti dalla banca dati BACH, che non includono la Germania. Il tasso di investimento è definito come la variazione delle immobilizzazioni materiali in rapporto alla somma di immobilizzazioni materiali e immateriali nel periodo precedente. I settori maggiormente colpiti sono il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i trasporti e l'immagazzinaggio, i servizi di alloggio e ristorazione e il settore delle arti, dell'intrattenimento e dello svago. La linea di regressione si basa sulle osservazioni relative alle imprese che operano negli altri settori (punti blu). Essa individua una evidente correlazione positiva tra le variazioni previste del tasso di investimento e le variazioni dei flussi di cassa. Per le imprese dei settori maggiormente colpiti (punti gialli), il calo nei flussi di cassa e nel tasso di investimento previsto è stato molto più ampio rispetto agli altri settori.

Il sostegno delle politiche ha svolto un ruolo fondamentale nel fornire liquidità e ammortizzare l'impatto della pandemia, sebbene in misura differenziata fra le imprese. Tra le misure adottate, la politica monetaria ha svolto un ruolo chiave nell'assicurare che si preservassero condizioni di finanziamento favorevoli e un flusso di credito continuo. Ciononostante, i vincoli finanziari

potrebbero implicare che la spesa per investimenti delle singole imprese risponda in maniera diversa alle variazioni nella politica monetaria, e l'evidenza empirica in tal senso non ha dato risultati conclusivi¹⁷. Gli shock di politica monetaria, approssimati dai tassi sui prestiti bancari o dalle variazioni del tasso swap a tre mesi sull'Eonia, sembrano tuttavia avere maggiore potere esplicativo in merito alle decisioni di investimento attuate dalle imprese vulnerabili in Spagna e in Italia, rispetto a quelle degli altri paesi.

Riquadro 3

Investimenti delle imprese e strumento Next Generation EU: attrazione o spiazzamento?

a cura di Roberto A. De Santis, Maximilian Freier e Francesca Vinci

Il presente riquadro valuta l'impatto esercitato sugli investimenti delle imprese dall'atteso significativo aumento degli investimenti pubblici finanziati dall'UE. Lo strumento di bilancio Next Generation EU (NGEU) è stato istituito in risposta alla pandemia, non solo come misura temporanea a sostegno del processo di ripresa, ma anche con l'intento di accrescere la capacità di tenuta delle economie dell'Unione europea attraverso riforme e investimenti strutturali, in linea con gli obiettivi di lungo periodo dell'UE, quali la transizione ecologica e quella digitale¹⁸. La sua componente principale, il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF), fornirà agli Stati membri dell'UE sovvenzioni e prestiti fino a 724 miliardi di euro a prezzi correnti nel periodo 2021-2026. L'erogazione dei finanziamenti nell'ambito dell'RRF è subordinata al rispetto di vari criteri, tra i quali l'utilizzo dei fondi per progetti di investimento che rispettino obiettivi e tappe prestabiliti.

Con riferimento all'area dell'euro, il Next Generation EU dovrebbe determinare un aumento degli investimenti pubblici pari a circa 2,5 punti percentuali di PIL nei sei anni fino al 2026. La quota più ampia di finanziamenti è destinata a nuovi progetti di investimento ("investimenti aggiuntivi"), mentre una quota più ridotta interesserà progetti già iscritti in bilancio ("investimenti sostitutivi"), come mostrato nella prima colonna del grafico A. Precedenti studi suggeriscono che gli investimenti nell'ambito del Next Generation EU e le riforme strutturali avranno verosimilmente effetti economici positivi (ad esempio sulla crescita, sul prodotto potenziale, sulla convergenza tra paesi e sui conti pubblici); tuttavia, tali studi non si soffermano in modo esplicito sugli effetti che avrebbero sugli investimenti privati¹⁹.

¹⁷ Cfr., ad esempio, Ottonello, P., Winberry, T., "Financial Heterogeneity and the Investment Channel of Monetary Policy", *Econometrica*, vol. 88, n. 6, novembre 2020, pagg. 2473-2502; Jeenas, P., "Firm Balance Sheet Liquidity, Monetary Policy Shocks, and Investment Dynamics", *Working paper*, 2019. Lakdawala, A. e Moreland, T., "Monetary Policy and Firm Heterogeneity: The Role of Leverage Since the Financial Crisis", *Working Paper*, 2021.

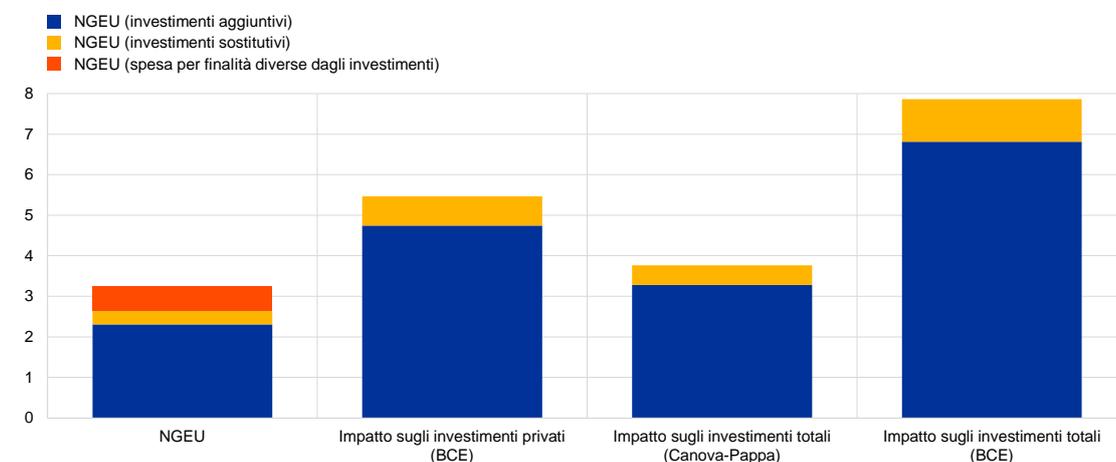
¹⁸ Cfr. l'articolo 2 *Next Generation EU: una prospettiva a livello di area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

¹⁹ Cfr., ad esempio, Bańkowski, K., Bouabdallah, O., Domingues Semeano, J., Dorrucchi, E., Freier, M., Jacquinet, P., Modery, W., Rodríguez-Vives, M., Valenta, V. e Zorell, N., "The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 291, BCE, aprile 2022.

Grafico A

Finanziamenti del Next Generation EU e relativo impatto cumulado atteso sugli investimenti privati e totali nell'area dell'euro (2021-2026)

(in punti percentuali del PIL dell'area dell'euro)



Fonti: Canova e Pappa (cfr. la nota 22) ed elaborazioni degli esperti della BCE su dati ricavati da elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.
Note: elaborazioni basate sulle elasticità stimate tramite un modello di regressione a variabile strumentale e riportate nella tavola 1, applicate al flusso atteso dei fondi provenienti dal Next Generation EU. Le elaborazioni di Canova e Pappa si basano sulla loro stima del moltiplicatore al momento dell'impatto del Fondo europeo di sviluppo regionale sugli investimenti. La maggior parte delle sovvenzioni e dei prestiti nell'ambito del Next Generation EU dovrebbe finanziare nuove misure di bilancio nell'area dell'euro ("investimenti aggiuntivi"), mentre un importo più ridotto dovrebbe essere destinato a misure già iscritte nei bilanci ("investimenti sostitutivi").

Il segno, positivo o negativo, dell'impatto delle variazioni degli investimenti pubblici sugli investimenti delle imprese rimane controverso in letteratura. In determinate circostanze, gli investimenti pubblici possono spiazzare gli investimenti delle imprese: in maniera diretta, perché l'attività economica privata è sostituita da quella pubblica, oppure in forma indiretta, perché il più elevato debito pubblico spinge al rialzo i tassi di interesse e quindi il costo reale del capitale²⁰. D'altro canto, gli investimenti pubblici possono avere un positivo effetto moltiplicatore su quelli delle imprese, ad esempio se, per questi ultimi, gli investimenti in infrastrutture pubbliche determinano un contesto più favorevole²¹.

L'impatto potenziale del Next Generation EU sugli investimenti privati può essere valutato stimando i moltiplicatori storici dei Fondi strutturali e di investimento europei (fondi SIE) per gli investimenti privati. Sebbene vi siano differenze a livello di governance fra i fondi SIE e il Next Generation EU (ad esempio, le misure finanziate dall'RRF non richiedono il co-finanziamento da parte degli Stati membri dell'UE), i due programmi condividono due caratteristiche importanti in termini di obiettivi e strumenti strategici²². In primo luogo, i finanziamenti sono indirizzati verso obiettivi sostanzialmente simili, tra i quali figurano gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S), la transizione ecologica e la coesione sociale. In secondo luogo, sia i fondi SIE sia il Next Generation EU destinano la maggior parte dei loro finanziamenti agli investimenti (circa l'80 per cento della spesa del Next Generation EU nell'area dell'euro; cfr. la prima colonna del grafico A). Pertanto, i flussi legati ai fondi SIE, disponibili dai primi anni '90, possono essere utilizzati per stimare gli effetti di tali fondi UE sugli

²⁰ Cfr. Buiter, W.H., "Crowding out' and the effectiveness of fiscal policy", *Journal of Public Economics*, vol. 7, n. 3, giugno 1977, pagg. 309-328.

²¹ Cfr. Aschauer, D.A., "Is public expenditure productive?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 23, n. 2, marzo 1989, pagg. 177-200.

²² Cfr. anche Canova, F. e Pappa, E., "What are the likely macroeconomic effects of the EU Recovery plan?", *Working Paper*, 2021; Albrizio S. e Geli, J.F., "An empirical analysis of the determinants that can boost Next Generation EU's effectiveness" *Economic Bulletin*, numero 4, Banco de España, 2021, pagg. 1-9.

investimenti privati (circa il 70 per cento dei quali è costituito dagli investimenti delle imprese) in rapporto al PIL su base annua, sia al momento dell'impatto ($h=0$) sia negli anni successivi ($h>0$).

Secondo le regolarità storiche stimate per i fondi SIE, gli investimenti pubblici finanziati dal Next Generation EU potrebbero attrarre ingenti investimenti privati, con un moltiplicatore superiore a uno. I moltiplicatori stimati per i fondi SIE, basati su un campione di 28 paesi UE nel periodo tra il 1994 e il 2018, sono maggiori di uno, sia al momento dell'impatto sia a distanza di un anno (cfr. la tavola A). Ciò implica che un euro speso attraverso i fondi SIE è associato a due euro in investimenti privati cumulati nel tempo. L'entità cumulata dell'effetto è pertanto positiva e ampia. È possibile trarre conclusioni analoghe, sebbene l'impatto positivo sia minore, da uno studio di Canova e Pappa (cfr. la nota 22) che utilizza tecniche econometriche alternative e si concentra sugli investimenti totali (privati e pubblici). Nonostante l'elevata incertezza e le possibili differenze tra paesi, tali stime suggeriscono che i flussi del Next Generation EU potrebbero incrementare gli investimenti privati dell'area dell'euro, in termini cumulati, di circa il 5 per cento del PIL dell'area tra il 2021 e il 2026 (cfr. il grafico A)²³. Questa conclusione, tuttavia, è soggetta ad alcune ipotesi, che includono l'attuazione tempestiva, efficiente ed efficace dei piani previsti dal programma.

Tavola A

Moltiplicatori dei Fondi strutturali e di investimento europei per gli investimenti privati

(impatto cumulato di un euro erogato nell'ambito dei fondi SIE sulla spesa per investimenti privati in rapporto al PIL nell'anno considerato ($h=0$) e su un orizzonte di un anno ($h=1$))

	Investimenti privati		Investimenti totali	
	$h=0$	$h=1$	$h=0$	$h=1$
Moltiplicatore dei fondi SIE	1,144***	2,197***	1,619***	3,161***

Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la stima comporta una regressione lineare della variazione dei finanziamenti erogati mediante i fondi SIE sulla variazione degli investimenti (entrambi espressi in rapporto al PIL) con una variabile strumentale, dove lo strumento utilizzato è la variazione del finanziamento previsto. Il finanziamento previsto è definito, per una data regione, come media delle erogazioni di fondi SIE in regioni con caratteristiche simili ma in altri paesi, poi aggregate a livello nazionale. La stima tiene conto della crescita del PIL nell'anno precedente, degli effetti fissi per anno e per paese, nonché degli effetti fissi paese-tempo relativi alla crisi finanziaria mondiale. Il 5 per cento superiore e quello inferiore delle osservazioni sono winsorizzati. Campione: 1994-2018 per gli allora 28 Stati membri dell'UE. Metodi tratti da: Durand, L. ed Espinoza, R.A., "The Fiscal Multiplier of European Structural Investment Funds: Aggregate and Sectoral effects with an Application to Slovenia", *IMF Working Paper*, n. 2021/118, Fondo monetario internazionale, 30 aprile 2021. Il simbolo *** denota una significatività statistica all'1 per cento.

Esistono diversi canali possibili attraverso i quali gli investimenti pubblici finanziati dall'UE stimolano gli investimenti privati. In primo luogo, gran parte dei finanziamenti europei è destinata a infrastrutture di rete (di trasporto e comunicazione). Ciò ha aperto agli investimenti delle imprese aree rurali precedentemente isolate. In secondo luogo, i finanziamenti dell'UE sono spesso assegnati a settori poco sviluppati dell'economia, in particolare nel campo delle tecnologie avanzate. In questi settori i rendimenti possono essere relativamente elevati e attrarre l'interesse degli investitori. Una terza spiegazione dell'elevato moltiplicatore dei fondi SIE potrebbe risiedere nel fatto che tali progetti richiedono una quota di cofinanziamento nazionale, da parte di soggetti pubblici o privati. L'individuazione dei fattori alla base degli effetti positivi degli investimenti finanziati dall'UE sugli investimenti privati rimane tuttavia un ambito di ricerca aperto.

²³ Cfr. anche Pfeiffer, P., Varga, J. E in 't Veld, J., "Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment", *European Economy Discussion Paper*, n. 144, Commissione europea, luglio 2021.

3 Opportunità e sfide per gli investimenti

La pandemia ha fornito grandi opportunità di investimento per la digitalizzazione e la transizione verde. Queste ultime rappresentano due delle priorità fondamentali dell'UE sul piano delle politiche e i fondi del programma Next Generation EU (NGEU) sono intesi a stimolare tali investimenti (cfr. il riquadro 3). Per conseguire gli obiettivi è necessario effettuare ulteriori, notevoli investimenti e bisognerà superare diversi rischi e sfide.

Investimenti nella digitalizzazione

Gli investimenti in tecnologie digitali hanno registrato un'accelerazione dopo l'insorgere della pandemia: vi hanno fatto ricorso soprattutto le imprese di più grandi dimensioni e quelle del settore dei servizi²⁴. Le evidenze ricavate dalle indagini mostrano che l'adozione di tecnologie digitali è aumentata nell'UE tra il 2018 e il 2020 e circa la metà delle imprese interpellate in Germania a febbraio 2021 ha dichiarato di aver investito in una qualche forma di tecnologia digitale durante la pandemia, mentre un terzo ha ritenuto che la pandemia abbia accelerato la digitalizzazione (cfr. il grafico 4). Tuttavia, sono state riscontrate notevoli differenze tra imprese e settori: gli investimenti in tecnologie digitali erano stati più frequenti fra le imprese di grandi dimensioni dell'UE, mentre le piccole e medie imprese avevano incontrato maggiori barriere finanziarie o logistiche. A livello settoriale, mentre la digitalizzazione nel settore manifatturiero si assestava su livelli elevati, ma non aveva compiuto progressi significativi durante la pandemia, il settore dei servizi aveva accelerato gli investimenti in tecnologie digitali.

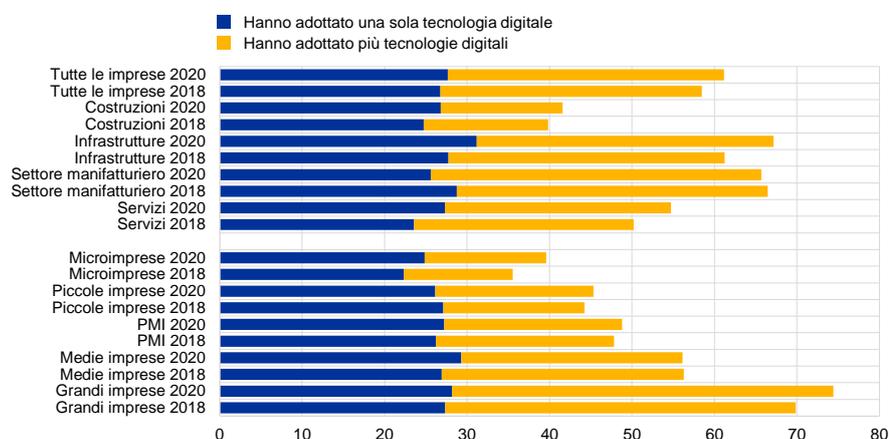
²⁴ Cfr. Ficarra, M., Rückert, D., Virginie, A. e Weiss, C., "Digitalisation in Europe 2020-2021 — Evidence from the EIB Investment Survey", Banca europea per gli investimenti, luglio 2021. Cfr. anche Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Morgan, J., Petroulakis, F. e Lara, V., "Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies – Degree, effects, and key issues", *Occasional Paper Series*, n. 244, BCE, giugno 2020, rivisto a dicembre 2020.

Grafico 4

La pandemia di COVID-19 e la diffusione delle tecnologie digitali

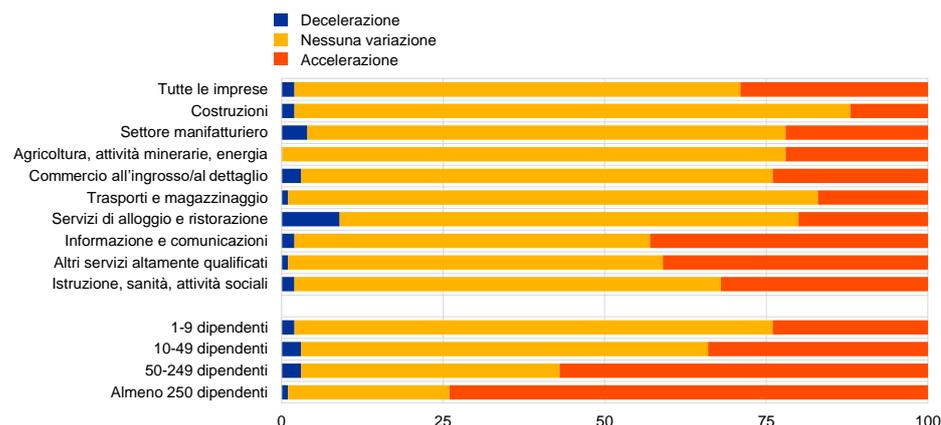
a) Unione europea

(percentuali delle imprese nella rispettiva indagine)



b) Germania

(percentuali delle imprese nell'indagine)



Fonti: pannello a): [European Investment Bank Investment Survey](#); pannello b): Bellmann et al., "The pandemic has boosted firm investments in digital technologies", *VoxEU*, 5 agosto 2021, e Institute for Employment Research.
 Note: L'indagine riportata nel pannello a) è stata condotta nel 2018 e nel 2020. I dati del pannello b) rispondono alla domanda "La pandemia ha accelerato la diffusione delle tecnologie digitali?" e riguardano 1.941 imprese tedesche, interpellate per telefono a febbraio 2021. PMI sta per "piccole e medie imprese".

La digitalizzazione e l'attività di ricerca e sviluppo nell'area dell'euro stanno accrescendo l'intensità dei beni immateriali negli investimenti. Gli investimenti immateriali sono andati aumentando nell'area dell'euro in percentuale del PIL (cfr. il pannello a) del grafico 5), trainati dalle iniziative di ricerca e sviluppo, che comprendono gli investimenti tesi ad ampliare la frontiera tecnologica, nonché dalla spesa per software e banche dati, che traccia la componente software degli investimenti digitali. Secondo i dati preliminari di contabilità nazionale per il 2020, l'intensità degli investimenti immateriali è salita dal 4,1 per cento del PIL nell'area dell'euro nel 2019 al 4,4 per cento nel 2020. L'intensità dei beni immateriali può essere tracciata anche attraverso i dati di bilancio delle società quotate con sede nell'area dell'euro, che riportano la spesa per iniziative di ricerca e sviluppo nonché quella per beni immateriali specifici delle singole imprese. Quest'ultima si basa su una definizione più ampia degli investimenti immateriali rispetto ai dati di contabilità

nazionale, e comprende anche gli investimenti in marketing e in capitale umano. Tali investimenti sono collegati alla capacità delle imprese di immettere i propri prodotti sul mercato, raggiungere i consumatori e acquisire e mantenere quote di mercato. I dati di bilancio mostrano inoltre che le imprese con sede nell'area dell'euro hanno investito in misura crescente in beni immateriali, con investimenti immateriali aggregati superiori al 5 per cento delle vendite nel 2020 (cfr. il pannello b) del grafico 5). Ciò conferma l'impatto negativo relativamente modesto della pandemia sugli investimenti immateriali (cfr. Il pannello b) del grafico 1).

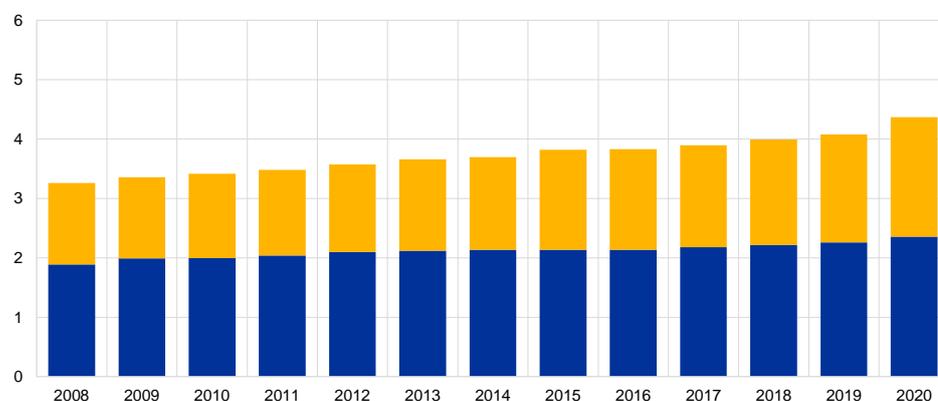
Grafico 5

Intensità degli investimenti immateriali dell'area dell'euro

a) Intensità dei beni immateriali: dati delle contabilità nazionali

(in percentuale del PIL)

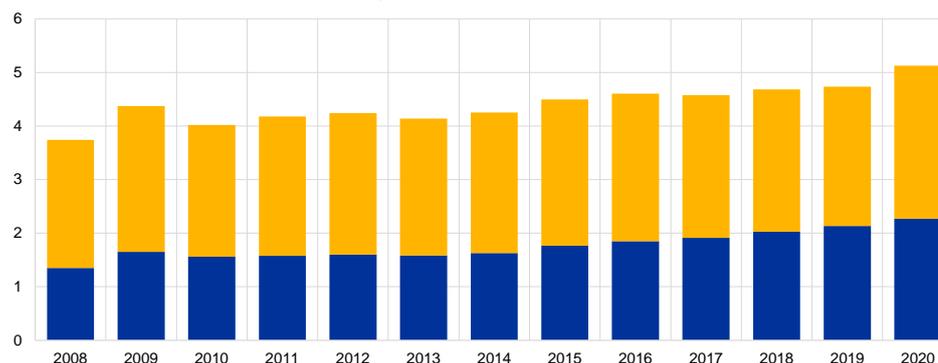
■ Intensità di R&S
■ Intensità di software e banche dati



b) Intensità dei beni immateriali: dati tratti dai bilanci delle imprese

(in percentuale delle vendite)

■ Intensità di R&S
■ Intensità dei beni immateriali specifici delle singole imprese



Fonti: Eurostat, Standard & Poor's ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intensità dei beni immateriali nell'ambito dei conti nazionali è definita come gli investimenti immateriali in rapporto al PIL. L'intensità dei beni immateriali nell'ambito dei dati di bilancio (per le società quotate con sede nell'area dell'euro) è definita come il totale degli investimenti immateriali rispetto alle vendite totali. Il campione dei dati di bilancio non comprende agricoltura e finanza (codici A e K della classificazione NACE). Per "beni immateriali specifici delle singole imprese" si intende il 30 per cento delle spese di vendita, generali e amministrative, come definite in Peters e Taylor²⁵.

L'aumento dell'intensità dei beni immateriali e della digitalizzazione incide in maniera profonda ed estesa sul contesto imprenditoriale. Ad esempio, le

²⁵ Cfr. Peters, R.H. e Taylor, L.A., "Intangible capital and the investment-q relation", *Journal of Financial Economics*, vol. 123(2), 2017, pagg. 251-272.

imprese ad alta intensità digitale tendono a stimolare la produttività nei propri settori, sebbene spesso con un certo ritardo prima che si manifestino pienamente gli effetti positivi delle tecnologie digitali sulla produttività stessa²⁶. La digitalizzazione è anche intrinsecamente collegata ai regimi fiscali, che potrebbero rendere più volatile la base imponibile di economie sempre più digitali e a elevata intensità di beni immateriali. Se le multinazionali possono facilmente trasferire il proprio capitale immateriale da un luogo all'altro, potrebbe aumentare anche la volatilità dei cicli di investimento²⁷. Le imprese ad alta intensità di capitale immateriale potrebbero essere soggette a ulteriori vincoli di finanziamento, in quanto potrebbe essere difficile utilizzare gli investimenti in beni immateriali come garanzia, generando incertezza circa la capacità di reperire fondi²⁸. Di conseguenza, le imprese tendono a fare affidamento sugli utili non distribuiti anziché sui prestiti bancari per finanziare investimenti in beni immateriali²⁹. Un'economia a maggiore intensità di beni immateriali potrebbe quindi reagire in modo meno sensibile al canale del credito della politica monetaria³⁰.

Il cammino verso la digitalizzazione in Europa è reso più difficile dalle caratteristiche strutturali del settore produttivo. L'Europa tende a essere lenta nell'adottare le tecnologie digitali a causa di vari fattori: la sua ampia quota di piccole e medie imprese, che passano alle nuove tecnologie più lentamente rispetto a quelle di grandi dimensioni; un mercato unico dei servizi ancora incompleto; la preferenza per il finanziamento mediante ricorso al debito, dovuta alla deducibilità fiscale della spesa per interessi e, in certa misura, fattori collegati agli assetti normativi e ai costi³¹.

²⁶ Per una panoramica generale, cfr. Haskel, J. e Westlake, S., *Capitalism without capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017 e, per una trattazione dell'impatto ritardato degli investimenti digitali sulla produttività a livello di impresa e del più ampio "paradosso della produttività", cfr. Work stream on productivity, innovation and technological progress, "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021, rivisto a dicembre 2021.

²⁷ Cfr. Crotti, R., "Does intangible asset intensity increase profit-shifting opportunities of multinationals?" *Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper*, n. 02-2021, 2021; Avdijev, S., Everett, M. e Shin, H.S., "Tracking the international footprints of global firms", *BIS Quarterly Review*, 11 marzo 2018, nonché Montornès, J. e Khder, M.B., "The impact of multinationals' transfers on Irish GDP", *Eco Notepad*, Post n. 202, Banque de France, 2 marzo 2021.

²⁸ Cfr. Coad, A. et al., "Investment expectations by vulnerable European firms – a difference-in-difference approach", *EIB Working Papers*, 2022/04, Banca europea per gli investimenti, marzo 2022.

²⁹ Cfr. Caggese, A. e Pérez-Orive, A., "How stimulative are low real interest rates for intangible capital?", *European Economic Review*, vol. 142, 103987, febbraio 2022.

³⁰ Cfr. Döttling, R. e Ratnovski, L., "Technological progress reduces the effectiveness of monetary policy", *VoxEU*, 19 marzo 2021.

³¹ Cfr. il riquadro 4 *La digitalizzazione e il suo impatto sull'economia: cosa emerge da un'indagine presso imprese di grandi dimensioni* nel numero 7/2018 di questo Bollettino; Anderton, R., Jarvis, V., Labhard, V., Morgan, J., Petroulakis, F. e Vivian, L., "Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies – Degree, effects, and key issues", *Occasional Paper Series*, n. 244, BCE, giugno 2020, rivisto a dicembre 2020; "The Digital Transformation of SMEs" *Policy Highlights*, OCSE, 2021.

Investimenti in tecnologie verdi

La necessità di sviluppare nuove tecnologie per attenuare i rischi legati ai cambiamenti climatici e adattarsi a essi crea opportunità di investimento³².

Secondo i risultati della recente indagine condotta dalla BCE presso le imprese, le grandi aziende associano i cambiamenti climatici non solo a rischi ma anche a opportunità imprenditoriali, in particolare nel caso in cui esse cercano di essere leader nella transizione, oppure sviluppano tecnologie pulite o servizi informatici e di consulenza che aiutano altre imprese nella transizione³³. L'indagine mostra che le imprese hanno già aumentato gli investimenti per attenuare i rischi climatici, assicurare il rispetto delle politiche relative al clima e ridurre al minimo i danni legati a possibili disastri naturali.

L'innovazione verde, misurata in termini di quota di brevetti relativi alle tecnologie finalizzate all'attenuazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento a essi sui brevetti totali, ha registrato un notevole incremento in alcuni settori. I brevetti verdi hanno rappresentato la quota più elevata di tutti i brevetti registrati tra il 2016 e il 2018 nei settori più inquinanti, quali quelli delle materie prime, dell'energia e i settori che producono altri beni industriali, a indicazione del fatto che una percentuale significativa della spesa da essi destinata a R&S è stata dedicata alle tecnologie verdi (cfr. il grafico 6). Ci si attende che il processo di diffusione delle tecnologie brevettate all'intera economia inneschi ulteriori investimenti verdi.

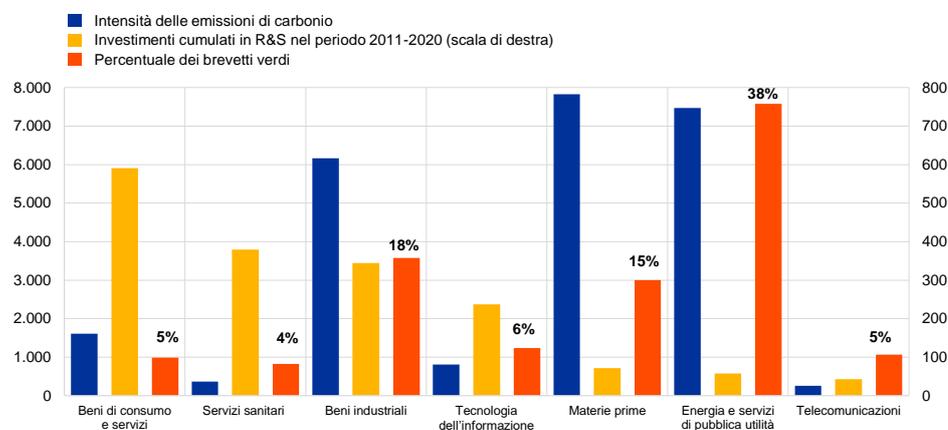
³² Non solo la transizione verso un'economia più verde, ma anche i rischi fisici, come le calamità naturali, incidono sugli investimenti, distruggendo capitale e innescando nuovi investimenti (sebbene ciò non sia ulteriormente discusso in questa sede); al riguardo, cfr. Hallegatte, S. e Przyluski, V., "The economics of natural disasters", *CESifo Forum*, vol. 11, n. 02, ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research presso l'Università di Monaco, luglio 2010, pagg. 14-24.

³³ Cfr. il riquadro 4 *L'impatto dei cambiamenti climatici sull'attività economica e sui prezzi: evidenze da un'indagine presso imprese leader* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Grafico 6

Investimenti cumulati in R&S e innovazione verde per settore di attività principale

(scala di sinistra: tonnellate di CO2 equivalente/milioni di dollari USA; scala di destra: miliardi di euro)



Fonti: Quadro europeo di valutazione degli investimenti industriali in R&S della Commissione europea, banca dati di Commissione europea-JRC/OCSE COR&DIP© v. 3 per i brevetti, Urgentem per le emissioni ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'intensità delle emissioni di carbonio si riferisce al rapporto tra le emissioni di CO2 e i ricavi; il grafico mostra le medie settoriali del 2020. Gli investimenti cumulati in R&S sono calcolati come la somma degli investimenti in R&S (in termini nominali) delle 500 società che hanno investito gli importi più consistenti in R&S nei 27 paesi dell'UE più il Regno Unito nel periodo 2011-2020. È stato scelto il 2011 come anno iniziale a motivo di una variazione, verificatasi in quell'anno, delle definizioni dei settori contenute nel benchmark di classificazione industriale gestito da FTSE Russell. Il settore di attività principale si basa sul benchmark di classificazione industriale. I brevetti verdi sono definiti come quelli relativi all'attenuazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento a questi ultimi. L'innovazione verde si riferisce alla quota di brevetti verdi registrati dai primi 462 investitori in R&S negli anni dal 2016 al 2018.

Gli investimenti in energia pulita costituiscono il pilastro principale della transizione verde e dipendono in misura decisiva dalla disponibilità di tecnologie pulite per la produzione energetica.

Gli investimenti in transizione energetica stanno aumentando per tutte le tecnologie e nel 2021 hanno raggiunto circa 110 miliardi di euro nell'area dell'euro³⁴, una quota ancora esigua rispetto agli investimenti complessivi (cfr. il grafico 7). Sebbene il ritmo degli investimenti verdi nell'UE abbia accelerato durante la pandemia, nel periodo fino al 2050 sarebbero necessari ulteriori investimenti per 90-100 miliardi di euro all'anno per raggiungere l'obiettivo dell'UE di emissioni nette pari a zero³⁵. Le esigenze di investimento sono più elevate in un regime composto da una combinazione di politiche, comprendente prezzi delle emissioni di carbonio, divieti e regolamentazioni, nonché sovvenzioni verdi, rispetto a una politica basata esclusivamente sulla determinazione dei prezzi delle emissioni di carbonio³⁶. A livello settoriale, il fabbisogno di investimenti del settore dell'edilizia residenziale supera la somma degli investimenti necessari nei trasporti, nell'industria e nei servizi. La crisi energetica e la guerra in Ucraina hanno rafforzato gli incentivi a perseguire investimenti nell'energia verde per ragioni di sicurezza energetica. Al tempo stesso, il conseguente rincaro delle materie prime a livello mondiale e il riacutizzarsi delle strozzature dal lato dell'offerta hanno

³⁴ Cfr. "Global Investment in Low-Carbon Energy Transition Hit \$755 Billion in 2021", BloombergNEF, 27 gennaio 2022.

Cfr. Gruppo ad alto livello sulle sfide economiche e sociali post COVID-19, "A New Era for Europe – How the European Union Can Make the Most of its Pandemic Recovery, Pursue Sustainable Growth, and Promote Global Stability", Unione europea, Lussemburgo, 1° marzo 2022, pag. 22.

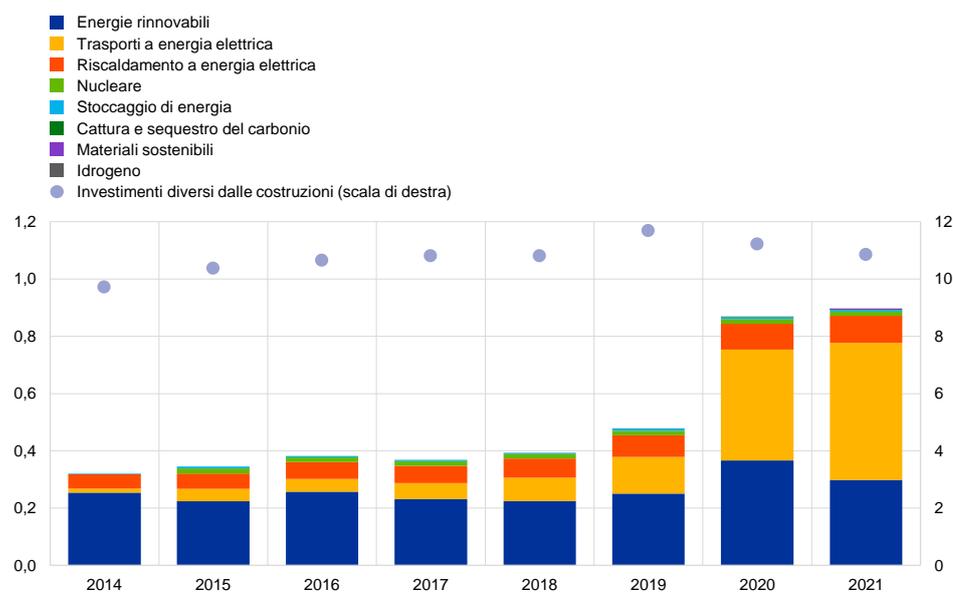
³⁶ Cfr. "Impact assessment accompanying the document 'Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Stepping up Europe's 2030 climate ambition – investing in a climate-neutral future for the benefit of our people', Commission Staff Working Document, SWD(2020) 176 final, Commissione europea, Bruxelles, 17 settembre 2020.

accresciuto il rischio di ritardi negli investimenti nel settore dell'energia pulita, innalzando i costi di produzione di pannelli solari, turbine eoliche e batterie.

Grafico 7

Investimenti diversi dalle costruzioni e investimenti in transizione energetica per tecnologia nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: BloombergNEF ed Eurostat.

Nota: le serie "nucleare", "cattura e sequestro del carbonio", "materiali sostenibili" e "idrogeno" partono rispettivamente dal 2015, 2018, 2021 e 2019.

Gli investimenti verdi presentano diversi ostacoli, connessi principalmente ai finanziamenti disponibili, alla certezza della normativa e al personale. Il

finanziamento da fonti pubbliche e private a sostegno degli investimenti verdi è fondamentale³⁷. I fondi europei per gli investimenti privati in nuove tecnologie verdi sono erogati attraverso lo strumento Next Generation EU (cfr. il riquadro 3), il Fondo europeo per gli investimenti strategici e i prestiti della Banca europea per gli investimenti³⁸. Inoltre, sia il complesso delle politiche sia i rendimenti privati di tali progetti devono fornire gli opportuni incentivi. Per agevolare e incentivare l'attuazione del pacchetto "Pronti per il 55%" ("Fit for 55"), alla fissazione dei prezzi delle emissioni di carbonio e alle norme del Green Deal si affiancano la messa a punto delle necessarie infrastrutture, il meccanismo per una transizione giusta (Just Transition Mechanism) e la graduale revoca delle quote libere di emissione assegnate nell'ambito del sistema deputato allo scambio di tali quote (Emissions

³⁷ Cfr. Dipartimento di Economia (BEI), "Investment Report 2020/2021: Building a smart and green Europe in the Covid-19 era", Banca europea per gli investimenti, 2021, pag. 149, e Spinaci, S., "Green and sustainable finance", *Briefing*, Servizio studi del Parlamento europeo, Parlamento europeo, febbraio 2021.

³⁸ La Banca europea per gli investimenti prevede di sostenere investimenti per un valore di 1.000 miliardi di euro in iniziative per il clima e sostenibilità ambientale nel periodo 2021-2030. Nel 2021 ha cessato di finanziare progetti energetici basati sui combustibili fossili e aumenterà gradualmente la quota dei finanziamenti destinati all'azione per il clima e alla sostenibilità ambientale fino a raggiungere la metà delle proprie attività nel 2025.

Trading System)³⁹. Nondimeno, molte imprese europee sono restie a investire a causa dell'incertezza del quadro normativo, degli elevati costi di investimento, della mancanza di finanziamenti, dell'indisponibilità di personale qualificato e dell'incertezza relativa alle nuove tecnologie⁴⁰. Sebbene le imprese interpellate dalla BCE abbiano menzionato tali difficoltà in un'indagine speciale condotta quest'anno sui cambiamenti climatici, tutti gli intervistati hanno previsto di aumentare i propri investimenti in misure di mitigazione degli effetti del cambiamento climatico durante tutto il periodo di transizione nell'ambito della propria strategia di tenuta agli shock⁴¹.

4 Osservazioni conclusive

Gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro hanno subito una forte flessione durante la pandemia; la ripresa è stata significativa, ma con notevoli differenze tra paesi, imprese e tipologie di investimento. Tuttavia, la pandemia ha accelerato l'adozione di tecnologie digitali a seguito del maggiore ricorso al lavoro a distanza. Gli investimenti verdi privati sono attualmente stimolati dalle politiche di transizione verde e dai cambiamenti nelle azioni delle imprese in risposta all'impennata dei rischi climatici e a considerazioni circa la sicurezza energetica collegate alla guerra in Ucraina. Sebbene sostenuti da politiche straordinarie, gli investimenti hanno continuato a incontrare condizioni di difficoltà negli ultimi due anni, il che comporta anche rischi evidenti per gli anni a venire. La guerra ha intensificato i rischi per le prospettive a breve termine degli investimenti in relazione ai vincoli dal lato dell'offerta, ai costi di produzione e all'incertezza. Il risparmio societario ha superato in misura crescente gli investimenti. Non si può ancora prevedere quando le imprese cominceranno a spendere in investimenti i risparmi accumulati.

La perdurante ripresa degli investimenti nell'area dell'euro dipende in larga misura dal non semplice perseguimento della digitalizzazione e della transizione verde dell'economia dell'area. Questa duplice trasformazione ha creato opportunità di investimento durante la pandemia, ma le esigenze di investimento in questi ambiti rimangono considerevoli e la spesa è ancora insufficiente. Se da un lato la R&S e le nuove tecnologie sono potenzialmente in grado di stimolare la produttività nell'area dell'euro, soprattutto alla luce delle possibili sinergie tra investimenti digitali e verdi, dall'altro permangono difficoltà in termini di finanziamenti, normativa e incentivi, che richiedono un coordinamento delle politiche.

³⁹ Il [Piano di investimenti Green Deal europeo](#) è finalizzato: a) ad aumentare i finanziamenti e mobilitare almeno 1.000 miliardi di euro in investimenti sostenibili nel corso del prossimo decennio, in particolare tramite il programma InvestEU; b) a creare un contesto che agevoli gli investitori privati e del settore pubblico e c) a fornire supporto ai fini dell'individuazione, della strutturazione e dell'esecuzione di progetti sostenibili. Nell'ambito del Green Deal europeo, come prescritto dal pacchetto "Pronti per il 55%" ("Fit for 55"), l'UE sta rivedendo la legislazione in materia di clima, energia e trasporti con l'obiettivo di allineare le leggi vigenti ai propri obiettivi del 2030 e del 2050.

⁴⁰ Cfr. Delanote, J. e Rückert, D., ["How to foster climate innovation in the European Union: Insights from the EIB Online Survey on Climate Innovation"](#), *EIB Working Papers*, 2022/02, Banca europea per gli investimenti, febbraio 2022.

⁴¹ Cfr. il riquadro 4 [L'impatto dei cambiamenti climatici sull'attività economica e sui prezzi: evidenze da un'indagine presso imprese leader](#) nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

2 Assicurare la libertà di scelta nell'utilizzo degli strumenti di pagamento: l'accesso al contante nell'area dell'euro

a cura di Alejandro Zamora-Pérez

L'Eurosistema si impegna a rispettare il principio secondo cui ogni persona nell'area dell'euro dovrebbe poter scegliere il mezzo di pagamento da utilizzare nella quotidianità, indipendentemente dalle proprie preferenze individuali in materia, dal luogo in cui si trova o dalle conoscenze tecnologiche di cui dispone. Sulla base dei dati più recenti della BCE si evince che, malgrado le transazioni in contante stiano diminuendo gradualmente, i cittadini dell'area dell'euro considerano il contante lo strumento preferito per effettuare le proprie operazioni di pagamento quotidiane presso i punti vendita o tra privati. Il contante è altresì utilizzato come riserva di valore e di liquidità, in particolare in periodi caratterizzati da crisi o incertezza. Per soddisfare la domanda di contante è necessaria una sofisticata infrastruttura che coinvolge banche centrali e intermediari privati nella distribuzione di banconote e monete in euro a cittadini e imprese. Tuttavia, come osservato in altre economie, un calo dell'utilizzo del contante a scopo transattivo potrebbe portare a una riduzione nell'offerta dei servizi di cassa da parte degli enti creditizi. Ciò può a sua volta rendere più difficile o costoso prelevare contante, soprattutto per i gruppi di persone più vulnerabili o che vivono in aree geograficamente isolate, che talvolta non hanno accesso ad altri mezzi di pagamento. Al fine di contribuire a prevenire il verificarsi di tale scenario, l'Eurosistema monitora attentamente l'andamento e l'estensione dei servizi di cassa nell'area dell'euro ed esamina le misure adottate attualmente per contrastare tempestivamente qualsiasi deterioramento di questi servizi. Rientra infatti nella responsabilità dell'Eurosistema assicurare la libertà di scelta degli strumenti di pagamento da utilizzare e garantire l'accesso alle banconote e alle monete in euro per tutti i cittadini. Il presente articolo verte sull'accesso al contante (sezione 1), sugli andamenti recenti dei punti di accesso (sezione 2), sulle modalità di rilevazione dell'accesso al contante (sezione 3) e sulle iniziative intraprese al fine di assicurarne (sezione 4).

1 L'importanza dell'accesso al contante

Il contante rappresenta lo strumento utilizzato più frequentemente dai cittadini dell'area dell'euro, ma la diminuzione del suo impiego per finalità transattive potrebbe causare variazioni all'infrastruttura per il contante riducendo le possibilità, per i cittadini, di accedervi. Nel 2019 circa tre transazioni su quattro, effettuate presso punti vendita nell'area dell'euro sono state regolate in contanti¹. Tuttavia, negli ultimi anni si è osservata una tendenza alla diminuzione dell'utilizzo di

¹ Cfr. "Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)", BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2020.

questo strumento di pagamento², che ha subito un'accelerazione durante la pandemia di coronavirus (COVID-19)³. Parallelamente, si è registrato un calo del numero di filiali bancarie rispetto a quello degli abitanti in tutta l'area dell'euro. Il numero di distributori automatici (automated teller machine, ATM) per abitante è lievemente aumentato, compensando in parte le chiusure delle filiali bancarie. Tuttavia, in alcuni paesi dell'area dell'euro, quali Belgio e Paesi Bassi, si è verificata anche una riduzione della rete degli ATM. Esiste una relazione tra il calo dell'utilizzo del contante per i pagamenti giornalieri e la diminuzione del numero di punti di offerta dei servizi di cassa. Da un lato il minor numero di transazioni in contanti spinge gli attori del settore privato a ridurre i costi connessi alla gestione delle banconote e delle monete in euro (ad esempio chiudendo i punti operativi che non sono più redditizi) o ad aumentare i ricavi (ad esempio le commissioni) legati ai servizi di cassa. Ciò è dovuto al fatto che l'infrastruttura per il contante comporta considerevoli costi fissi, e di conseguenza un minore utilizzo del contante determina un incremento dei costi unitari. D'altro canto una riduzione dei punti di accesso potrebbe rendere più oneroso per i cittadini ottenere contante, con un conseguente ulteriore calo della domanda e una maggiore pressione a ridurre i punti di offerta dei servizi di cassa. Quest'ultimo effetto potrebbe non essere particolarmente rilevante nell'area dell'euro al momento, ma in futuro l'infrastruttura per il contante potrebbe peggiorare al punto che la disponibilità di banconote e monete in euro influenzi la scelta circa il mezzo di pagamento da utilizzare.

Le conseguenze di un indebolimento dell'infrastruttura per il contante sono più evidenti nei paesi in cui l'impiego di questo strumento di pagamento è diminuito più velocemente e si è manifestata in modo più palese l'esigenza di iniziative finalizzate a garantirne l'accesso. Un esempio di particolare rilievo è rappresentato dalla Svezia, che ha registrato un marcato calo dell'utilizzo del contante⁴. Molte filiali di banche in Svezia ora si rifiutano di operare con il contante, molti esercizi commerciali stanno accettando solo pagamenti con strumenti alternativi e non sarà possibile pagare in contanti perfino per alcuni servizi di base (ad esempio, gli ospedali hanno rifiutato di accettare pagamenti in contanti dei propri pazienti)⁵. Si ha inoltre la percezione che il rischio della potenziale mancanza di un'alternativa non digitale in caso di indisponibilità dei sistemi informatici rappresenti un rischio reale. Alcune di queste tendenze hanno provocato una forte reazione

² Ibid. La velocità di diminuzione dell'utilizzo del contante non è stata uniforme nell'area dell'euro. Dal 2016 al 2019 la quota delle transazioni in contante è diminuita in media di 6 punti percentuali, mentre in alcuni paesi il calo è stato più pronunciato (ad esempio in Finlandia e nei Paesi Bassi, di 11 e 17 punti percentuali, rispettivamente).

³ A luglio 2020, pochi mesi dopo l'inizio della pandemia, circa il 40 per cento dei partecipanti a un'indagine condotta dalla BCE a livello dell'area dell'euro ha affermato di usare il contante meno o molto meno frequentemente. È tuttavia ancora troppo presto per valutare se i risultati delle prime indagini si tradurranno in una modifica duratura del comportamento nel momento in cui la pandemia finirà o il COVID-19 diventerà una malattia endemica. Per gli esiti complessivi dell'indagine, cfr. Tamele, B., Zamora-Pérez, A., Litardi, C., Howes, J., Steinmann, E. e Todt, D., "[Catch me \(if you can\): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash](#)", *Occasional Paper Series*, n. 259, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2021.

⁴ La Sveriges Riksbank ha sostenuto che il calo del contante in Svezia non possa essere spiegato da cause tradizionali. Tale insolita diminuzione potrebbe essere in parte motivata dalle misure per contenere l'evasione fiscale e da un rigoroso programma di sostituzione delle banconote e monete in circolazione ("changeover"), adottati in Svezia tra il 2010 e il 2017. Cfr. "[Why are people in Sweden no longer using cash?](#)", *Payments in Sweden 2020*, Sveriges Riksbank, ottobre 2020.

⁵ Cfr. "[Access to Cash Review – Final report](#)", Access to Cash Review, marzo 2019.

negativa in alcuni gruppi di popolazione e indotto i politici di tutti gli schieramenti a confrontarsi per trovare soluzioni legislative (cfr. la sezione 4).

Se tali andamenti dovessero verificarsi nell'area dell'euro, potrebbero avere ripercussioni negative per molti cittadini dell'area che preferiscono utilizzare il contante o che semplicemente desiderano che esso rappresenti una delle opzioni disponibili per eseguire pagamenti e perseguire finalità di risparmio.

Poiché la digitalizzazione ha migliorato molti aspetti della vita quotidiana, spesso si dà per scontato che un' "economia senza contante" andrebbe a beneficio di tutti i segmenti della società. Alcuni osservatori hanno auspicato misure volte a limitarne l'uso (ad esempio la promozione dei pagamenti digitali o l'introduzione di limiti stringenti per i pagamenti in contanti). In tali dibattiti, tuttavia, si tende spesso a trascurare il punto di vista degli utilizzatori del contante o a sottovalutare i benefici che derivano dall'impiego di questo mezzo di pagamento. Recenti valutazioni sulle politiche specifiche che limitano l'uso del contante hanno rilevato che, in alcuni contesti, i costi di tali provvedimenti superano i benefici per la società⁶. Le ragioni che spingono molti cittadini dell'area dell'euro a preferire l'utilizzo del contante nelle transazioni sono molteplici. I dati delle indagini mostrano, ad esempio, che tanti consumatori impiegano i contanti per avere facilmente sotto controllo le proprie spese⁷. I cittadini segnalano anche altre ragioni per cui preferiscono pagare con il contante, tra cui il fatto che sia accettato diffusamente, facile da usare, veloce, sicuro e garantisca l'anonimato⁸. Ci sono poi determinate circostanze in cui i consumatori tendono a preferire il contante rispetto agli strumenti di pagamento digitali: ad esempio vi ricorrono in misura di gran lunga maggiore in caso di pagamenti di valore esiguo o che vengono eseguiti in posti specifici (quali i negozi o i ristoranti); il contante è inoltre il mezzo impiegato più spesso nelle aree rurali⁹. Le indagini mostrano altresì che molti cittadini dell'area dell'euro vorrebbero che la possibilità di pagare in contanti venisse mantenuta, benché alcuni tra loro affermino di preferire i mezzi di pagamento digitali¹⁰. I dati suggeriscono inoltre che il contante riveste in misura crescente un ruolo di bene di rifugio, sia in tempi normali sia di crisi, sia all'interno sia al di fuori dell'area dell'euro¹¹. In sintesi, il comportamento adottato da molti cittadini indica che il contante offre un valore aggiunto rispetto ad altri strumenti di pagamento o altre opzioni di risparmio, e di conseguenza una riduzione dell'accesso allo stesso avrebbe per loro delle ripercussioni negative.

Inoltre, il mancato accesso al contante avrebbe un effetto maggiore sui cittadini che non possono utilizzare altri mezzi di pagamento e sono a rischio

⁶ Cfr., ad esempio, Álvarez, F., Argente, D., Jiménez, R. e Lippi, F., "Cash: A Blessing or a Curse", *Journal of Monetary Economics*, vol. 125, gennaio 2022, pagg. 85-128.

⁷ Cfr. Esselink, H. e Hernandez, L., "The use of cash by households in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 201, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2017.

⁸ Ibid.

⁹ Cfr. "Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)", op. cit. I dati desunti dallo studio SPACE mostrano che nel 2019 sono stati effettuati in contanti il 92 per cento dei pagamenti di importo inferiore ai 5 euro e l'83 per cento di quelli con importo compreso tra 5 e 10 euro, avvenuti presso punti vendita o tra persone.

¹⁰ Cfr. "Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)", op. cit.

¹¹ Cfr. l'articolo 3 *Il paradosso delle banconote: comprendere la domanda di contante al di là dell'uso a fini transattivi* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

di esclusione finanziaria¹². Circa 13,5 milioni di persone nell'area dell'euro non sono bancarizzate, ovvero non sono titolari di un conto corrente bancario o non hanno accesso a servizi finanziari, e si avvalgono quindi principalmente del contante per effettuare pagamenti in modo indipendente. C'è poi un numero perfino maggiore di individui che sono scarsamente bancarizzati, cioè che, pur avendo un conto in banca, non possono accedere in modo agevole ai servizi finanziari. Secondo i dati di un'indagine BCE nel 2019 non aveva accesso ai mezzi di pagamento alternativi al contante circa il 2 per cento dei cittadini dell'area dell'euro di età superiore a 18 anni, che si è pertanto avvalso esclusivamente del contante o di altre persone per effettuare pagamenti¹³. Tale quota è più elevata per alcune fasce di popolazione, come quelle di età pari o superiore ai 65 anni (3 per cento), quelle con la sola istruzione primaria o secondaria (4 per cento) o quelle di alcuni paesi, quali Cipro, Grecia o Malta (circa il 10 per cento). In questo contesto, le banche centrali di tutto il mondo hanno mostrato un rinnovato interesse ad assicurare l'inclusione finanziaria, offrendo un ampio accesso alla moneta di banca centrale. Tra le nuove opzioni nell'ambito delle iniziative politiche, alcune di esse stanno considerando l'introduzione di monete digitali di banca centrale (central bank digital currencies, CBDC) che sarebbero rese disponibili al pubblico¹⁴. Esiste tuttavia un divario tra coloro che si avvalgono sempre più spesso di mezzi di pagamento digitali e quelli che non possono utilizzarli o sono restii ad adottarli. Poiché esistono diverse fonti di esclusione finanziaria, in alcuni contesti le soluzioni digitali potrebbero contribuire a evitarla, ma alcuni analisti sostengono che, in determinate circostanze, assicurare un'ampia disponibilità di contante potrebbe essere più efficace nel prevenire l'esclusione rispetto ad altre strategie¹⁵. Di conseguenza, è importante valutare anche soluzioni volte a garantire che il contante resti accessibile e accettato come mezzo di pagamento. Nell'area dell'euro tali considerazioni sono in linea con la posizione generale dell'Eurosistema riguardo all'introduzione di un euro digitale, che, al pari del contante, rappresenterebbe una forma di moneta di banca centrale garantita dall'Eurosistema¹⁶. In caso di introduzione, l'euro digitale integrerebbe il contante, non lo sostituirebbe, come affermato dall'Eurosistema.

Per le ragioni fin qui esposte, la strategia dell'Eurosistema per il contante¹⁷ **stabilisce un impegno a sostenere questo metodo di pagamento e la relativa infrastruttura per garantirne l'accesso.** Allo stato attuale, la situazione

¹² Cfr. Panetta, F., "Il ruolo fondamentale del contante durante la pandemia", intervento pronunciato in occasione della 5ª conferenza internazionale sul contante della Deutsche Bundesbank dal titolo *Cash in times of turmoil* tenutasi il 15 giugno 2021.

¹³ Cfr. "Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)", op. cit.

¹⁴ Cfr. Boar, C. e Wehrli, A., "Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency", *BIS Papers*, n. 114, Banca dei regolamenti internazionali, gennaio 2021.

¹⁵ Cfr. Mancini-Griffoli, T., Martinez Peria, M.S., Agur, I., Ari, A., Kiff, J., Popescu, A. e Rochon, C., "Casting Light on Central Bank Digital Currency", *IMF Staff Discussion Notes*, n. 18/08, Fondo monetario internazionale, novembre 2018. Alcuni dati desunti dalle indagini sembrano suggerire che la riluttanza a impiegare nuove tecnologie finanziarie tipica di alcune fasce della popolazione, quali i cittadini più anziani, potrebbe essere riconducibile alla percezione che l'adozione di nuovi mezzi tecnologici sia di scarsa utilità. Cfr., ad esempio, Doerr, S., Frost, J., Gambacorta, L. e Qiu, H., "Population ageing and the digital divide", *SUERF Policy Briefs*, n. 270, febbraio 2022. A tale riguardo, alcune caratteristiche esclusive del contante non sono replicabili tecnologicamente nei mezzi di pagamento digitali. Cfr. "Eurosysteem experimentation regarding a digital euro – Research workstream on hardware bearer instrument", Deutsche Bundesbank, Francoforte sul Meno, 2021.

¹⁶ Per informazioni su un **euro digitale**, cfr. il sito Internet della BCE.

¹⁷ Per maggiori informazioni sulla **strategia dell'Eurosistema per il contante** cfr. il sito Internet della BCE.

complessiva dell'accesso al contante nell'area dell'euro non desta alcuna preoccupazione¹⁸. Tuttavia, l'esperienza riscontrata nei paesi in cui si è verificata una forte diminuzione nell'uso del contante mostra che le autorità pubbliche e le banche centrali dovrebbero continuare a prestare attenzione all'evoluzione delle criticità relative all'accesso al contante. Al fine di prevenire tali problemi e garantire ai cittadini la libertà di scegliere le modalità di pagamento e di evitare l'esclusione finanziaria di alcuni gruppi sociali, la strategia dell'Eurosistema per il contante mira ad assicurare l'ampia disponibilità e l'accettazione delle banconote e delle monete in euro come strumento di pagamento, nonché la possibilità di accedervi.

2 Punti di accesso al contante nell'area dell'euro

Al fine di valutare in che misura sia possibile accedere al contante in un territorio, è fondamentale svolgere un'analisi dei punti di accesso a disposizione dei cittadini e delle imprese.

La fornitura di contante ai cittadini si avvale di una sofisticata infrastruttura e di un sistema di distribuzione che coinvolge diversi attori, quali stamperie di carte valori, banche centrali, società di trasporto valori ed enti creditizi. I cittadini, tuttavia, si interfacciano soltanto con l'ultimo anello di questa filiera produttiva, cioè i punti di accesso, quali distributori automatici e filiali bancarie, presso cui hanno la possibilità di prelevare e depositare contante.

Il numero complessivo di punti di accesso al contante nell'area dell'euro è in diminuzione, benché si riscontrino andamenti differenti nei vari paesi.

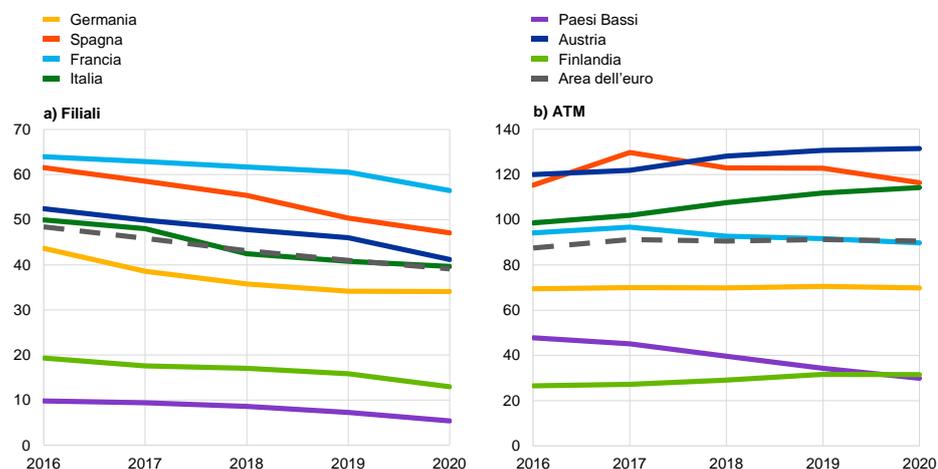
Nel grafico 1 è mostrato il numero dei punti di accesso al contante tradizionali (filiali bancarie e ATM) ogni 100.000 abitanti in alcuni paesi dell'area dell'euro. Nel periodo compreso tra il 2016 e il 2020 a fronte di un'evidente tendenza alla riduzione del numero di filiali bancarie ogni 100.000 abitanti in media nell'area dell'euro, la quantità di distributori automatici ogni 100.000 abitanti è lievemente aumentata. Ciò è riconducibile al fatto che alcuni paesi, come la Germania, ad esempio, sono restii a ridimensionare la propria rete di ATM, e altri, come l'Italia e l'Austria, la stanno perfino ampliando. Una tendenza generale connessa riguarda l'aumento di apparecchiature di introito ed esito di contante (cash recycling machines, CRMs), cioè distributori automatici più evoluti, che consentono ai clienti di depositare banconote che le apparecchiature stesse, previa effettuazione delle necessarie verifiche di autenticità e idoneità, rendono disponibili per i successivi prelievi da parte della clientela. Attraverso queste apparecchiature le banche e gli altri gestori del contante compensano in parte la riduzione dei servizi di cassa offerti dagli sportelli delle filiali e la contrazione del numero di ATM che si limitano a erogare banconote.

¹⁸ Cfr. "Report of the ERPB Working Group on Access and Acceptance of Cash", Comitato per i pagamenti al dettaglio in euro (Euro Retail Payments Board, ERPB), novembre 2021.

Grafico 1

Numero di punti di accesso al contante ogni 100.000 abitanti in alcuni paesi dell'area dell'euro, 2016-2020

(ogni 100.000 abitanti)



Fonti: BCE e Banca mondiale

Note: la voce "ATM" include tutti i tipi di dispositivi per il contante utilizzabili autonomamente dalla clientela (cashe prelievo contante e apparecchiature con funzionalità di deposito, alcune delle quali sono in grado di rimettere in circolazione le banconote depositate in precedenza dalla clientela, a valle dell'esecuzione delle verifiche di autenticità e idoneità previste dalla normativa di riferimento). I dati relativi alle filiali bancarie e agli ATM (cioè il numeratore) provengono dalla BCE, mentre quelli che si riferiscono alla popolazione (cioè il denominatore) dalla Banca mondiale.

Le principali ragioni alla base della diminuzione della quantità di punti di accesso al contante includono fattori dal lato dell'offerta (quali le strategie di riduzione dei costi da parte delle banche o l'aumento della digitalizzazione dei servizi bancari) e andamenti della popolazione. Malgrado le importanti

implicazioni sociali ed economiche della chiusura dei punti di accesso al contante¹⁹, si sono svolte poche analisi delle determinanti di tale tendenza; alcune di esse sono state peraltro identificate. Come risulta dal grafico 1, Francia e Paesi Bassi rappresentano esempi evidenti della riduzione delle filiali bancarie e dei distributori automatici. In questi paesi le condizioni economiche generali hanno spinto le banche a ridurre i costi, chiudendo le filiali con livelli inferiori di redditività o situate in prossimità di altre dipendenze²⁰. Analogamente a quanto osservato per la maggior parte degli altri paesi rappresentati nel grafico 1, la razionalizzazione della rete delle filiali bancarie è stata più marcata rispetto all'eventuale diminuzione degli ATM. Ciò è in parte riconducibile anche alle nuove strategie di riduzione dei costi adottate dalle

¹⁹ Oltre a limitare l'accesso ai servizi finanziari, la chiusura delle filiali bancarie potrebbe scoraggiare l'offerta di credito a livello locale e la costituzione di imprese. Cfr., ad esempio, Nguyen, H.L.Q., "Are credit markets still local? Evidence from bank branch closings", *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 11(1), 2019, pagg. 1-32, e Ho, C.S.T. e Berggren, B., "The effect of bank branch closures on new firm formation: the Swedish case", *The Annals of Regional Science*, vol. 65, n. 2, 2020, pagg. 319-350.

²⁰ Cfr. Jiménez Gonzalo, C. e Tejero Sala, H., "Bank branch closure and cash access in Spain", *Financial Stability Review*, n. 34, Banco de España, maggio 2018, pagg. 35-56; e Galardo, M., Garri, I., Mistrulli, P.E. e Revelli, D., "The geography of banking: Evidence from branch closings", *Economic Notes*, vol. 50, n. 1, e12177, 2021. A seguito della crisi finanziaria del 2008 si è anche assistito a un processo di fusione tra banche che potrebbe aver determinato la chiusura delle filiali degli enti creditizi incorporanti e rimasti attivi, collocate in prossimità di altre e quindi considerate non necessarie. Tuttavia, ricerche precedenti hanno mostrato che le operazioni di aggregazione tra banche non sono sempre sfociate nella chiusura di filiali. Cfr. Avery, R.B., Bostic, R.W., Calem, P.S. e Canner, G.B., "Consolidation and bank branching patterns", *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, n. 2-4, 1999, pagg. 497-532; e Damar, H.E., "Does post-crisis restructuring decrease the availability of banking services? The case of Turkey", *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, n. 9, 2007, pagg. 2886-2905.

banche. Ad esempio, alcune indagini qualitative condotte dall'Eurosistema sulle banche dell'area dell'euro suggeriscono che alcune di esse stanno spingendo la clientela a utilizzare i servizi di cassa automatici forniti presso gli ATM rispetto agli sportelli bancari. Ciò significa che la riduzione dei servizi di cassa tradizionalmente offerti dalle filiali bancarie è almeno in parte compensata dall'installazione di nuovi ATM presso le filiali stesse o in altri luoghi caratterizzati da un'elevata domanda di contante, come, ad esempio, centri commerciali e aeroporti. La diminuzione del numero di punti di accesso al contante potrebbe anche essere dovuta allo spopolamento delle aree isolate o alle minori occasioni di utilizzo del contante a seguito della chiusura delle imprese o del loro trasferimento in zone più densamente popolate²¹.

Tuttavia una diminuzione del numero di punti di accesso al contante tradizionali non implica necessariamente una maggiore difficoltà ad accedervi.

Sebbene un calo dei punti di accesso tradizionali comporti che i cittadini abbiano meno luoghi dove poter prelevare e depositare contante, è necessario condurre un'analisi più dettagliata per valutare se l'accesso al contante sia ancora adeguato. In primo luogo, l'accesso al contante è una questione prettamente geografica ed è quindi doveroso tenere conto dell'ubicazione precisa dei punti di accesso. È possibile che le chiusure siano avvenute principalmente in zone in cui in passato i punti erano troppo vicini tra loro, con un conseguente scarso impatto sulla disponibilità di contante per i cittadini. Se invece le chiusure fossero avvenute in luoghi geografici privi di altre opzioni di accesso al contante, i cittadini di tali aree soffrirebbero delle ripercussioni negative. Inoltre, l'eventuale proliferare di alternative ai punti di accesso al contante tradizionali, fornite ad esempio da esercizi commerciali e uffici postali, potrebbe avere in parte compensato la flessione nel numero dei punti di accesso tradizionali. Sono infine rilevanti anche le commissioni sui servizi di cassa. Un aumento delle commissioni sui prelievi eseguiti presso le banche commerciali, ad esempio, peggiorerebbe sensibilmente la situazione dell'accesso al contante. La sezione seguente verte sulle modalità di definizione, rilevazione e analisi dell'accesso al contante.

3 La rilevazione dell'accesso al contante

Al fine di valutare l'adeguatezza dell'accesso al contante, le banche centrali e le amministrazioni pubbliche devono definire e realizzare degli indicatori adatti e analizzare tutti i fattori in gioco. Gli indicatori dovrebbero tenere in considerazione la densità di punti di accesso al contante e la loro prossimità geografica rispetto ai cittadini. Poiché è possibile che i problemi di accesso al contante siano evidenti solo a livello locale, gli indicatori dovrebbero essere prodotti al massimo livello di disaggregazione possibile. Sarebbe inoltre opportuno verificare altri fattori, quali i costi diretti a carico dei cittadini o il rischio di esclusione delle fasce

²¹ Cfr. Jiménez Gonzalo, C. e Tejero Sala, H., *op. cit.* Ricerche svolte precedentemente con riferimento ad altri contesti hanno mostrato che gli andamenti demografici forniscono spiegazioni solo deboli del fenomeno della chiusura delle filiali bancarie, in quanto la determinante principale è rappresentata dalle strategie aziendali. Cfr. Argent, N.M. e Rolley, F., "Financial Exclusion in Rural and Remote New South Wales, Australia: a Geography of Bank Branch Rationalisation, 1981-98", *Australian Geographical Studies*, vol. 38, n. 2, 2000, pagg. 182-203.

di popolazione vulnerabili. Le sottosezioni che seguono illustrano gli elementi principali della misurazione dell'accesso al contante.

Elementi chiave della rilevazione dell'accesso al contante: due problemi distinti

La questione dell'accesso al contante può essere suddivisa in due problemi distinti: a) il problema della distanza o della copertura e b) il problema della capacità. Con riferimento al primo, si valuta se un'ampia fetta di popolazione sia sufficientemente vicina a un punto di accesso al contante. Ad esempio, gli analisti o le autorità di regolamentazione potrebbero ritenere adeguato che la maggior parte dei cittadini di una regione si trovi nel raggio di 5 km da un punto di accesso al contante. Poiché però le circostanze individuali possono variare, non esiste una definizione con valore universale di copertura adeguata. Ad esempio, una distanza di 10 km potrebbe non rappresentare un problema per un individuo se il punto di accesso al contante si trova sul tragitto che compie quotidianamente per recarsi al lavoro, mentre una distanza di 3 km potrebbe risultare poco agevole per un individuo senza un mezzo di trasporto adeguato²². È pertanto doveroso considerare altri parametri per analizzare più compiutamente la questione relativa all'accesso al contante. Il problema della capacità si aggiunge a quello della copertura, perché si riferisce al numero di punti di accesso necessari in ogni luogo al fine di soddisfare la domanda di contante. Ad esempio, nelle aree densamente popolate o in quelle caratterizzate da una forte domanda di contante, un solo ATM potrebbe in teoria coprire un'ampia fetta della popolazione, ma non essere sufficiente a soddisfarne la domanda, richiedendo necessaria l'installazione di altri distributori automatici nella stessa zona. Pertanto, copertura e capacità hanno la stessa rilevanza nella valutazione dell'adeguatezza dell'accesso al contante.

Data l'importanza del problema della distanza, l'Eurosistema ha recentemente condotto un'analisi di questo aspetto in ciascun paese dell'area dell'euro applicando una metodologia comune.

Per tutti i paesi dell'area le banche centrali hanno stimato la quota media della popolazione con un punto di accesso al contante nel raggio di 5, 10 e 15 km dalla loro residenza, misurati in linea retta²³. Sebbene non sia possibile divulgare i risultati specifici per paese, il grafico 2 mostra

²² Per un'analisi dell'impatto dei costi sostenuti dagli operatori nel ricercare una riserva di valore alternativa ("shoe-leather cost") sul comportamento dei consumatori relativamente al prelievo di contante, cfr. Chen, H., Strathearn, M. e Voia, M., "Consumer Cash Withdrawal Behaviour: Branch Networks and Online Financial Innovation", *Staff Working Paper/Document de travail du personnel*, n. 2021-28, Bank of Canada, Ottawa, 2021.

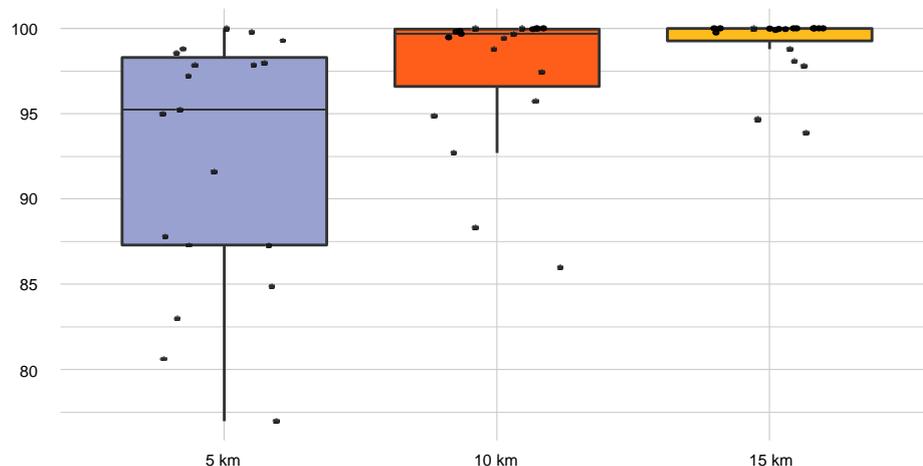
²³ Lo scopo di produrre tre indicatori differenti è quello di fornire una migliore comprensione del problema della distanza in ogni paese e nell'area dell'euro nel suo complesso. In altri settori si ritiene che la distanza in linea retta, in generale, fornisca un'approssimazione ragionevole di misure più realistiche, come la distanza stradale o il tempo di percorrenza. Cfr. Phibbs, C.S. e Luft, H.S., "Correlation of Travel Time on Roads versus Straight Line Distance", *Medical Care Research and Review*, vol. 52, n. 4, 1995, pagg. 532-542; e Boscoe, F.P., Henry, K.A. e Zdeb, M.S., "A Nationwide Comparison of Driving Distance Versus Straight-Line Distance to Hospitals", *The Professional Geographer*, vol. 64, n. 2, 2012, pagg. 188-196. Tuttavia, come illustrato nel riquadro 2, in alcuni paesi, quali l'Austria, la topografia locale può richiedere l'impiego di misure più dettagliate, come la distanza stradale effettiva. Alcune analisi misurano la distanza non solo dalle case (o dai centri abitati locali), ma anche dai centri di attività economica, quali le strade principali, gli esercizi al dettaglio o i supermercati. Cfr. Tischer, D., Evans, J., Cross, K., Scott, R. e Oxley, I., "Where to withdraw? Mapping access to cash across the UK", University of Bristol, novembre 2020.

la situazione nell'area dell'euro illustrando le distribuzioni dei risultati a livello nazionale nei paesi per ciascuna delle tre distanze considerate. Il grafico utilizza i diagrammi a scatole e baffi per i tre indicatori e i punti neri per le singole osservazioni relative ai 19 paesi dell'area. I risultati sono nel complesso soddisfacenti nell'area dell'euro, ma la quota di popolazione che dispone di punti di accesso al contante è disomogenea tra i paesi. La percentuale di persone che vivono in un raggio di 5 km dal punto di accesso al contante più vicino varia dal 77 per cento nel paese con la copertura più bassa al 100 per cento nel paese con la copertura più elevata. Il limite inferiore di copertura della popolazione sale all'86 per cento quando il raggio viene ampliato a 10 km e al 93 per cento quando è ampliato a 15 km. A 5 km, una quota compresa tra l'87 e il 98 per cento della popolazione è coperta in circa la metà dei paesi (rappresentata nel diagramma blu, che illustra l'intervallo interquartile), e la copertura mediana (linea nera che attraversa il rettangolo blu) è superiore al 95 per cento. A 10 km (diagramma arancione) e 15 km (diagramma giallo), la quota di popolazione coperta da punti di accesso al contante aumenta nella maggior parte dei paesi. A tali distanze, l'intervallo interquartile e la mediana sono più prossimi al 100 per cento. Con l'aumento del raggio, anche le osservazioni tendono a raggrupparsi intorno ai valori più elevati (superiore al 95 per cento a 10 km e superiore al 98 per cento a 15 km).

Grafico 2

Quota di popolazione nel raggio di 5, 10 e 15 km dal punto di accesso al contante più vicino

(valori percentuali)



Fonte: BCE/Eurosistema.

Note: utilizzando diverse distanze in linea retta, il grafico illustra in modo anonimo la variazione, tra i paesi dell'area dell'euro, delle quote medie nazionali di popolazione servita dal punto di accesso al contante più prossimo nel 2020. I diagrammi a scatole e baffi per le tre metriche mostrano le osservazioni relative ai singoli paesi dell'area dell'euro come punti neri. I rettangoli colorati rappresentano l'intervallo interquartile (ovvero la metà centrale dei dati), mentre la linea nera che attraversa ciascun rettangolo rappresenta la mediana. Le linee verticali che si estendono dai riquadri (baffi) indicano i valori massimi e minimi della serie di dati, esclusi i valori anomali (ovvero escludendo i dati significativamente distanti dalle altre osservazioni).

Riquadro 1

Applicazione della “teoria della localizzazione” (location science) per ottimizzare la copertura della popolazione nella prospettiva dell’interesse pubblico

a cura di Diana Posada Restrepo e Alejandro Zamora-Pérez

Nonostante la crescente importanza del problema della distanza o della copertura nella valutazione dell’accesso al contante, le banche centrali e le autorità pubbliche non dispongono ancora di uno strumento analitico per stabilire se l’attuale distribuzione dei punti di accesso al contante sia ottimizzata dal punto di vista dell’interesse pubblico, vale a dire se copra la quota più ampia possibile di popolazione, fatte salve alcune limitazioni (come l’attuale numero di punti di accesso al contante per abitante). Si tratta di una questione importante sul piano delle politiche, giacché il contante deve essere accessibile a tutta la popolazione, ma in alcune circostanze potrebbe non essere economicamente sostenibile fornirne punti di accesso in tutti i comuni. Pertanto, è possibile che il numero di luoghi con punti di accesso al contante debba essere limitato.

Al fine di affrontare questo problema, l’Eurosistema ha sviluppato un modello interno per confrontare la rete attuale dei punti di accesso con una rete teorica che raggiunge la massima copertura. Il modello è stato utilizzato, ad esempio, per una regione dell’area dell’euro (una regione al terzo livello, ossia il più dettagliato, del sistema di classificazione NUTS (Nomenclatura statistica comune delle unità territoriali) dell’UE) con 160 punti di accesso al contante ogni 100.000 abitanti nel 2020. In tale regione la copertura era relativamente bassa, in quanto solo l’81 per cento della popolazione si collocava nel raggio di 5 km dal punto di accesso al contante più vicino. Ciò contrasta con il risultato ottimizzato prodotto dal modello, secondo il quale, anche con il 5 per cento in meno di punti di accesso al contante per abitante, sarebbe stato possibile concepire la rete in modo tale che il 99 per cento della popolazione avesse un punto di accesso al contante in un raggio di 5 km. Pertanto il modello evidenzia ulteriormente l’importanza dell’ubicazione dei punti operativi per l’offerta di servizi di cassa nell’analisi dell’accesso al contante.

Tale modello di localizzazione delle strutture²⁴ è concepito per ottimizzare l’offerta di contante in modo da soddisfare una popolazione sparpagliata sul territorio. Il modello ha due obiettivi distinti: a) ridurre al minimo la distanza (in linea retta) tra punti di accesso al contante e luoghi in cui si trovano popolazione e punti vendita caratterizzati da elevato utilizzo di contante, come comuni o altre unità amministrative locali; e b) massimizzare la copertura della rete, ovvero assicurare che la quota più ampia possibile di popolazione disponga di un punto di accesso al contante entro una data distanza. Il risultato è una rete teorica che raggiunge la massima copertura.

Il modello si concentra esclusivamente su una delle componenti di analisi dell’accesso al contante esaminate nel testo principale, ovvero su come migliorare la copertura sulla base di un determinato numero di punti di accesso al contante. Nel modello non vengono prese in considerazione altre valutazioni rilevanti (come il problema della capacità, discusso di seguito, o l’efficienza in termini di costi) né metodologie diverse utilizzate per misurare la distanza (ad esempio la distanza stradale o il tempo di percorrenza di viaggio). I risultati del modello vanno pertanto interpretati alla luce di altre

²⁴ Il modello si basa sulla “teoria della localizzazione” (location science), che utilizza un’ampia gamma di metodi matematici e analitici per determinare la migliore ubicazione delle strutture. I problemi di localizzazione sono stati applicati a numerosi contesti per strutture sia private (ad es. siti logistici, esercizi al dettaglio, impianti industriali, succursali bancarie) sia pubbliche (ad es. stazioni di polizia, ospedali). Il modello interno dell’Eurosistema per determinare la copertura ottimale dei punti di accesso al contante si basa su una letteratura come Kisore, N.R. e Koteswaraiah, C.B., “Improving ATM coverage area using density based clustering algorithm and voronoi diagrams”, *Information Sciences*, vol. 376, 2017, pagg.1-20.

analisi, ma forniscono indicazioni su uno dei principali argomenti delle attuali discussioni di policy sull'accesso al contante, vale a dire il problema della copertura.

Sulla base delle indicazioni fornite dalla teoria della localizzazione, le banche centrali potrebbero coinvolgere fornitori privati e amministrazioni pubbliche a livello locale per ampliare la copertura dei punti di accesso al contante a favore della popolazione. Ad esempio, potrebbero concentrarsi su aree specifiche che appaiono scarsamente servite dalle banche commerciali. Nell'esempio riportato in precedenza, il modello ha mostrato che una regione con un accesso relativamente basso al contante ha un significativo potenziale per accrescere la propria copertura (dall'81 al 99 per cento), anche in presenza di meno punti di accesso al contante. Ciò potrebbe essere utilizzato per accrescere l'efficacia di alcune soluzioni innovative sviluppate negli anni passati (ad esempio soluzioni alternative fornite dal mercato, come il prelievo di contante presso gli esercenti eseguito nell'ambito di un'operazione di acquisto di beni e servizi (cash-back), gli sportelli bancari itineranti e i punti di accesso al contante con condivisione dei costi tra pubblico e privato). Tali risultati potrebbero essere utili per le banche centrali che attualmente stanno prendendo in considerazione l'adozione di misure in materia di accesso al contante o che ne stanno discutendo con soggetti pubblici e privati.

Il secondo problema, ovvero l'adeguatezza della capacità della rete di distribuzione del contante, rende necessario prendere in considerazione non solo l'ubicazione ma anche il numero di punti di accesso necessari per soddisfare la domanda in ciascuna area.

Un'analisi preliminare della capacità della rete può essere effettuata semplicemente rapportando l'attuale numero di punti di accesso al contante alla popolazione. Il grafico 1 nella sezione 2 ha fornito un esempio dell'evoluzione nel tempo del numero di punti di accesso tradizionali (filiali bancarie e distributori automatici) nell'area dell'euro e in alcuni paesi dell'area. Inoltre, nel 2020 l'Eurosistema ha condotto un esercizio di raccolta di dati per determinare la quantità di ATM ogni 100.000 abitanti in tutti i paesi dell'area dell'euro. Come per gli indicatori di copertura descritti in precedenza, i risultati sono stati significativamente diversi da un paese all'altro, con valori compresi tra 30 e 134 ATM ogni 100.000 abitanti. L'ampia differenza suggerisce che tale semplice misura non sia la più utile per una valutazione dell'adeguato accesso al contante, in quanto ipotizza una distribuzione uniforme dei punti di accesso all'interno del territorio di un paese e tra la relativa popolazione. Inoltre, alcuni paesi con una bassa densità di distributori automatici presentano indicatori di copertura elevati e, secondo le indagini, livelli elevati di soddisfazione riguardo alla facilità di accesso al contante (cfr. il paragrafo seguente). Al fine di migliorare la valutazione di questi semplici indicatori, gli analisti devono tenere conto di aspetti di natura geografica (ad esempio, valutare la situazione utilizzando il massimo livello possibile di disaggregazione, come ad esempio i comuni) e considerare la domanda di punti di accesso al contante. Poiché quest'ultima non è direttamente osservabile, deve essere stimata sulla base di una serie di fattori utilizzati per prevedere la domanda di contante. Secondo la letteratura, tali variabili includono il numero di luoghi caratterizzati da un elevato utilizzo di contante nelle vicinanze (supermercati, negozi, ristoranti, ecc.), le variabili socioeconomiche (reddito, istruzione, età, livello di

ruralità, cultura finanziaria, ecc.) e i fattori comportamentali (ad esempio una preferenza per il contante dichiarata dall'intervistato).

I suddetti indicatori di copertura e capacità devono essere integrati dai dati delle indagini sulla facilità di accesso al contante percepita dai consumatori.

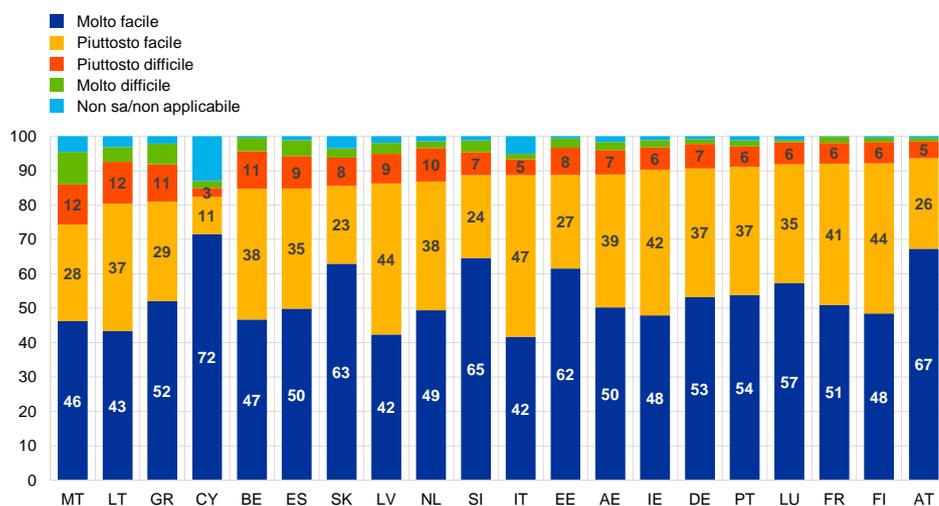
Sebbene le preferenze siano soggettive e ciascun cittadino percepisca tale facilità in maniera diversa, la valutazione del grado di soddisfazione dichiarato dagli stessi può fornire ulteriori indicazioni²⁵. Il grafico 3 mostra come i cittadini dei paesi dell'area dell'euro abbiano valutato la facilità di accesso ai prelievi tramite ATM nell'area nel 2019. In generale, nella maggior parte dei paesi, i cittadini hanno reputato facile ("molto facile" o "piuttosto facile") l'accesso al contante tramite ATM. In media, nell'area, l'89 per cento degli intervistati ha considerato facile ottenere contante da un ATM. Solo un intervistato su dieci ha valutato l'accesso al contante tramite ATM come "piuttosto difficile" (7 per cento) o "molto difficile" (2 per cento). I paesi con la quota più elevata di intervistati che hanno ritenuto difficile l'accesso tramite ATM sono Malta (21 per cento), Grecia (17 per cento), Lituania (16 per cento) e Belgio (15 per cento).

Grafico 3

Percezione della facilità di accesso al contante tramite ATM per paese

Percentuale di intervistati che considerano l'accesso ai prelievi tramite ATM come "molto facile", "piuttosto facile", "piuttosto difficile" o "molto difficile"

(valori percentuali)



Fonte: BCE, studio sulle abitudini di pagamento dei consumatori nell'area dell'euro (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area, SPACE).

Nota: i paesi sono indicati in ordine crescente di facilità percepita di accesso ai prelievi tramite ATM (quota di intervistati che considera l'accesso "molto facile" o "piuttosto facile"). "AE" indica "area dell'euro".

²⁵ Alcune banche centrali dell'area dell'euro utilizzano i dati delle indagini per monitorare l'accesso al contante. Cfr., ad esempio, "Cash withdrawals and payments in urban and rural areas", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, giugno 2020.

Vulnerabilità dell'accesso e robustezza della rete dei punti di accesso al contante

Oltre a rilevare le diverse dimensioni dell'accesso al contante, vale la pena analizzare in che modo i cittadini risentirebbero della chiusura di ulteriori punti di accesso al contante in futuro. Alcune banche centrali stanno analizzando la vulnerabilità dell'accesso al contante e la solidità dell'attuale rete di filiali bancarie e ATM. Ad esempio, è possibile simulare il numero di cittadini che potrebbe risentire della chiusura degli ATM più vicini, nonché l'impatto di tale chiusura in termini di distanza aggiuntiva rispetto al secondo distributore automatico più vicino. Il riquadro 2 fornisce un esempio di tale tipo di analisi. Un altro approccio consiste nello sviluppare misure che combinano fattori dal lato della domanda e dell'offerta per definire la vulnerabilità dell'accesso al contante e stimare la quota di popolazione che potrebbe essere vulnerabile²⁶. Tali valutazioni potrebbero aiutare le autorità e le banche centrali a prevenire le conseguenze negative di ulteriori chiusure dei punti di accesso al contante e consentire loro di adottare le misure appropriate in tempo utile.

Riquadro 2

Risultati di uno studio sull'accesso agli ATM condotto in Austria

a cura di Helmut Stix e Simon Thielen

Dal 2020 la Oesterreichische Nationalbank monitora la distribuzione geografica degli ATM in Austria, facendo luce sull'accesso al contante da parte dei cittadini mediante analisi dimensionali granulari. Tali analisi consentono di quantificare l'accesso ai distributori automatici in diverse parti del paese. Evidenziano inoltre le aree in cui le persone devono spostarsi maggiormente per raggiungerli e consentono di monitorare le variazioni nel tempo dell'accesso agli ATM. L'analisi è relativa agli ATM perché rappresentano i punti di accesso al contante più importanti per i residenti in Austria.

La metodologia si basa su una griglia geografica di 100 metri per 100 metri dell'Austria. Per ogni cella popolata della griglia viene calcolata la distanza di viaggio verso l'ATM più vicino. Le distanze riflettono i tragitti più brevi (in termini di distanza) basati sul sistema stradale austriaco (anziché sulle distanze in linea retta) per due modalità di trasporto (in auto e a piedi). Infine, utilizzando i dati sulle abitazioni principali degli individui e allineando tali dati alla griglia geografica, si possono calcolare statistiche sintetiche ponderate per la popolazione per diversi livelli di agglomerazione (quali comuni o province)²⁷.

²⁶ Cfr. Posada Restrepo, D., "Cash infrastructure and cash access vulnerability in Spain", *Economic Bulletin*, n. 3, Banco de España, 2021.

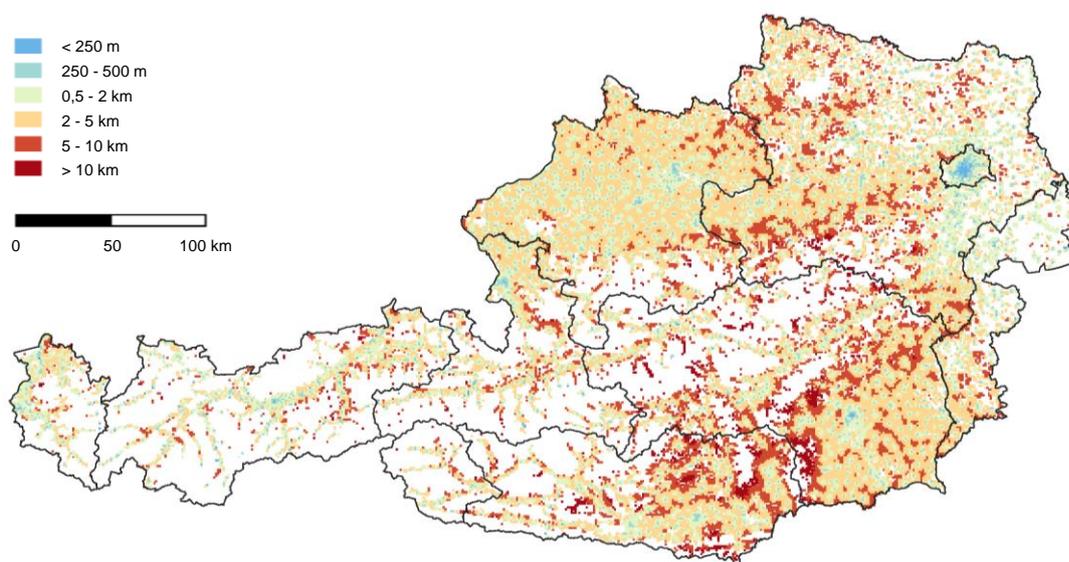
²⁷ Ulteriori dettagli sulla metodologia sono contenuti in Stix, H., "A spatial analysis of access to ATMs in Austria", *Monetary Policy & the Economy*, numero Q3/20, Oesterreichische Nationalbank, 2020, pagg. 39-59. Tutti i risultati riportati nel riquadro 2 si basano sui dati di fine anno del 2020. Le opinioni espresse sono riferibili agli autori e non riflettono necessariamente quelle dell'Oesterreichische Nationalbank.

Analisi dimensionali: risultati principali

- I risultati indicano che la distanza mediana e quella media rispetto agli ATM più vicini sono pari rispettivamente a 0,6 km e 1,2 km. Quattro residenti austriaci su dieci devono percorrere una distanza inferiore a 500 metri per raggiungere il distributore automatico più vicino; poco più dei due terzi di essi ha un ATM entro un chilometro da casa propria.
- Tuttavia, sono state individuate anche aree in cui le distanze sono maggiori. Ad esempio, il 2,8 per cento della popolazione austriaca deve percorrere oltre 5 km per prelevare contante dal distributore automatico più vicino; nella maggior parte dei casi, ciò si verifica nei piccoli comuni rurali.

Figura A

Distanza media dall'ATM più vicino



Fonti: Statistics Austria e Oesterreichische Nationalbank.

Note: la figura A illustra le distanze medie dagli ATM più vicini (alla fine del 2020). Ai fini di una migliore rappresentazione, i risultati sono stati aggregati in una griglia a celle di 1 km per 1 km. Tanto più intenso è il colore rosso (blu) di una cella della griglia, tanto più lunga (più breve) è la distanza media. Le aree non popolate sono rappresentate in bianco.

Inoltre, è stata condotta un'“analisi di vulnerabilità” che ha esaminato il modo in cui l'accesso al contante da parte dei cittadini sarebbe influenzato in caso di chiusura degli ATM locali. Ai fini di tale analisi si è ipotizzato che, per ogni cella della griglia, l'ATM più vicino venga chiuso, richiedendo ai cittadini di effettuare viaggi verso il secondo distributore automatico più vicino; tale esercizio puramente ipotetico ha lo scopo di individuare, a livello dimensionale granulare, le aree in cui si verificherebbero sostanziali aumenti delle distanze di viaggio in caso di chiusura degli ATM più vicini.

Analisi di vulnerabilità: risultati principali

- Per circa l'82 per cento della popolazione, la distanza da percorrere aumenterebbe di meno di un chilometro se l'ATM più vicino venisse dismesso.

- L'8 per cento della popolazione risiede in aree in cui dovrebbe percorrere oltre 3 km per raggiungere il successivo ATM più vicino. Tale distanza aggiuntiva è stata scelta, arbitrariamente, per definire le "aree vulnerabili".
 - Le aree vulnerabili si trovano principalmente nei comuni rurali con un unico ATM e/o in quelli con meno di 3.000 abitanti.
 - Le aree vulnerabili e non vulnerabili sono piuttosto simili tra loro per quanto riguarda la suddivisione per età degli abitanti, la disponibilità di trasporti pubblici e il reddito pro capite.
 - Nel complesso, i risultati suggeriscono che un'ampia quota della popolazione austriaca ha accesso al contante tramite un ATM entro una distanza piuttosto ragionevole dalla propria abitazione. Tuttavia, le analisi granulari consentono anche di individuare aree in cui l'accesso al contante dagli ATM è limitato e/o aree in cui la chiusura di uno di essi potrebbe determinare la necessità di percorrere distanze di viaggio maggiori. Da un punto di vista metodologico, l'utilizzo delle distanze stradali effettive, anziché di quelle in linea retta, è importante, data la topografia e la struttura degli insediamenti austriaci. Le distanze in linea retta sottostimerebbero la quota di residenti austriaci che hanno bisogno di percorrere distanze maggiori.
-

Costo dell'accesso al contante: le commissioni delle banche commerciali

Le commissioni applicate dalle banche commerciali ai servizi di cassa rappresentano i costi più evidenti sostenuti dai consumatori e hanno un impatto negativo sull'effettivo accesso al contante.

L'accesso inadeguato al contante, misurato in base agli indicatori di copertura e di capacità, aumenta i costi impliciti in termini di tempo e di impegno (noti anche come costi sostenuti dagli operatori nel ricercare una riserva di valore alternativa ai saldi monetari, o shoe-leather cost). Tuttavia, l'aumento delle commissioni potrebbe avere un impatto ancora maggiore sulle percezioni dei consumatori riguardo l'accesso alle banconote e alle monete in euro rispetto a un deterioramento della copertura geografica. I cittadini e le imprese potrebbero essere scoraggiati dall'utilizzare il contante, oppure potrebbero adeguare i propri comportamenti di prelievo e deposito, a seconda delle commissioni applicate ai servizi di cassa.

Il monitoraggio delle commissioni bancarie, pertanto, è fondamentale per valutare l'evoluzione dell'accesso al contante. Tuttavia, i dati sulle commissioni per i servizi di cassa non sono stati raccolti in maniera sistematica nell'area dell'euro. Nel 2018 l'Eurosistema ha pertanto deciso di sviluppare una metodologia di raccolta dei dati per agevolare il monitoraggio delle tendenze delle politiche tariffarie. I dati raccolti a partire dal 2019 mostrano un'ampia varietà di modelli tariffari specifici per paese, che in alcuni casi sono determinati dalla legislazione nazionale e da altri fattori specifici nazionali e settoriali. Nonostante l'eterogeneità delle politiche tariffarie, l'Eurosistema ha definito una metodologia, per tenere traccia degli elementi

più comuni delle commissioni²⁸ dell'area dell'euro, che contribuisce all'analisi dell'evoluzione sul periodo corrispondente dei livelli tariffari.

4 Iniziative per garantire l'accesso al contante

Mentre l'Eurosistema si sta adoperando per individuare potenziali problemi nell'area dell'euro, dove l'accesso al contante è attualmente garantito, la necessità di iniziative volte ad assicurarne la disponibilità è emersa con chiarezza in alcuni paesi in cui l'infrastruttura per il contante si è deteriorata.

Come illustrato nella sezione 1, in Svezia molte filiali bancarie ed esercizi commerciali stanno rifiutando di trattare o accettare il contante, e perfino alcuni ospedali hanno rifiutato di accettare i pagamenti in contanti dei pazienti²⁹. Inoltre, è percepito come un rischio reale il fatto che il paese presto non disporrà di un sistema alternativo per l'esecuzione dei pagamenti in caso di malfunzionamento dei sistemi digitali o di potenziali attacchi informatici. Tali tendenze, e i forti timori espressi da alcuni cittadini, hanno suscitato un dibattito politico che ha coinvolto tutti i partiti e ha portato all'entrata in vigore, in Svezia nel 2021, di una normativa che richiede ad alcuni enti creditizi di garantire un'adeguata copertura dei servizi di cassa.

Nel Regno Unito, dove l'utilizzo del contante è in rapida diminuzione, vi sono alcune iniziative volte a continuare a garantirne l'accesso. Ad esempio UK Finance, la principale associazione commerciale del settore bancario e finanziario, e i maggiori enti creditizi del Regno Unito si sono impegnati a garantire l'accesso al contante e a preservarne l'infrastruttura³⁰. A tal fine diversi soggetti coinvolti, fra cui le banche, la rete di distributori automatici di contante LINK, le associazioni di consumatori e di categoria e le Poste, stanno fornendo nuovi punti di accesso al contante, come distributori automatici e uffici postali che offrono servizi di cassa senza applicazione di commissioni o spese³¹. Fra questi nuovi servizi, un'iniziativa innovativa e di successo consiste nella creazione di "poli bancari" condivisi, ovvero sedi in cui diverse banche collaborano per offrire servizi di cassa essenziali.

Nell'area dell'euro nel 2021 il Comitato per i pagamenti al dettaglio in euro (Euro Retail Payments Board) ha istituito un'iniziativa congiunta tra banche, associazioni di consumatori ed esercizi commerciali e l'Eurosistema per valutare l'accesso al contante. Il rapporto finale del gruppo di lavoro³² fornisce un resoconto approfondito della situazione complessiva per quanto riguarda l'accesso al contante nell'area dell'euro e conclude che la situazione non desta ancora

²⁸ La tipologia di commissioni percepite varia notevolmente tra le banche dell'area dell'euro, rendendo molto complessa la raccolta dei dati su di esse. Gli elementi impiegati come fattori costitutivi delle politiche tariffarie comprendono, ad esempio, commissioni aggiuntive (surcharge fee) e legate all'uso dell'ATM di una banca diversa dalla propria (disloyalty fee), entrambe addebitate come somma forfettaria o come percentuale dell'importo dell'operazione; il numero di prelievi gratuiti al mese; le soglie di importo al di sotto o al di sopra delle quali un'operazione è esente da spese; tariffe fisse e saldi medi minimi su un conto richiesti per la deroga all'applicazione delle commissioni sui servizi di cassa.

²⁹ Cfr. "Access to Cash Review – Final report", op. cit.

³⁰ Cfr. [Access to Cash](#) sul sito Internet di UK Finance.

³¹ Cfr. [Pivotal moment as banks, consumer groups, Post Office and LINK join forces to help protect cash services](#), comunicato stampa di UK Finance del 15 dicembre 2021.

³² Cfr. [Report of the ERPB Working Group on Access and Acceptance of Cash](#), op. cit.

preoccupazione, ma che, in determinate aree di alcuni paesi, i servizi di cassa sembrano in fase di deterioramento. Il rapporto comprende inoltre una rassegna dettagliata delle iniziative pubbliche e private volte a garantire l'accesso al contante.

Le iniziative promosse dalle autorità pubbliche e dalle banche centrali si concentrano in genere sul problema della distanza o della copertura descritto nella sezione precedente, ovvero sul fatto che un'ampia quota della popolazione, all'interno della rete attuale di distribuzione del contante, non sia costretta a percorrere un'eccessiva distanza per raggiungere un punto di accesso al contante. Ad esempio, nei Paesi Bassi, le autorità pubbliche e i soggetti interessati del settore privato dal 2007 hanno convenuto che la distanza in linea retta dagli ATM più vicini non dovesse superare i 5 km³³. In Lituania e Lettonia le banche centrali e gli operatori dei mercati finanziari hanno recentemente sottoscritto protocolli di intesa con impegni analoghi³⁴. Al di fuori dell'area dell'euro, le banche centrali e le autorità stanno stabilendo criteri o regole con lo stesso fine. In Polonia, ad esempio, la Narodowy Bank Polski ha elaborato una strategia nazionale, in collaborazione con le autorità pubbliche e gli operatori di mercato, che ritiene l'accesso al contante accettabile se il 90 per cento della popolazione dispone di un punto di accesso al contante in un raggio di 10 km³⁵. Analogamente, la normativa svedese, che stabilisce norme obbligatorie per preservare l'accesso al contante, tiene conto anche della copertura geografica nella definizione di un accesso ragionevole a esso³⁶.

Il settore privato dell'area dell'euro ha inoltre intrapreso diverse iniziative per controbilanciare la riduzione dei punti di accesso al contante tradizionali, aumentando quelli alternativi. Ad esempio, gli enti creditizi in alcune regioni stanno attenuando l'impatto della chiusura delle filiali bancarie offrendo sportelli bancari itineranti o ricorrendo ad agenti³⁷. Ciò consente alle banche di fornire con regolarità un servizio bancario in luoghi diversi senza avere una sede permanente. In altri paesi, gli uffici postali offrono sempre più servizi di cassa. Gli esercizi commerciali iniziano a offrire contante anche nei punti vendita quando i clienti acquistano beni (cash-back) o anche se non effettuano alcun acquisto (cash-in-shop). In alcune regioni, nuovi fornitori, ad esempio i gestori indipendenti di ATM, stanno entrando nel mercato e stanno introducendo nuovi punti di accesso al contante. Tali esempi illustrano come il mercato si stia adeguando ai cambiamenti dell'infrastruttura per il contante, riconoscendo nel contempo l'importanza di preservare l'accesso a esso.

³³ Cfr. "Towards a New Vision on Cash in the Netherlands – Final Report of the NFPS Task Force for the revision of the NFPS's position on cash", National Forum on the Payment System, maggio 2020.

³⁴ Cfr. "Memorandum of Understanding for Ensuring Access to Cash in Lithuania", Lietuvos Bankas, 21 giugno 2021; e *Financial industry agrees on ensuring access to cash*, comunicato stampa di Latvijas Banka del 3 settembre 2021.

³⁵ Una sintesi della strategia nazionale per la sicurezza della circolazione del contante in Polonia è disponibile sul sito Internet della Narodowy Bank Polski (solo in polacco).

³⁶ Cfr. *Lag (2010:751) om betaltjänster* (la legge svedese sui servizi di pagamento) (disponibile solo in svedese).

³⁷ Cfr. Jiménez Gonzalo, C. e Tejero Sala, H., op. cit.

5 Osservazioni conclusive

L'Eurosistema si impegna a garantire l'accesso al contante al fine di preservare la libertà di scelta circa il mezzo di pagamento da utilizzare e l'inclusione finanziaria dei cittadini dell'area dell'euro. Sulla base dei dati più recenti della BCE, il contante è il principale mezzo di pagamento per le transazioni quotidiane nell'area dell'euro. Molti cittadini usano il contante come unica opzione di pagamento, sia per preferenza sia perché non hanno accesso a mezzi di pagamento digitali. La riduzione dell'infrastruttura per il contante può influire sulle scelte dei cittadini circa le modalità di pagamento e creare barriere all'inclusione finanziaria delle fasce sociali vulnerabili. Al fine di prevenire tali problemi, l'Eurosistema sta sviluppando e utilizzando un'ampia gamma di strumenti analitici per definire, rilevare e valutare l'accesso al contante in periodi di profondi e rapidi cambiamenti. Sta prestando particolare attenzione agli andamenti e alle iniziative intraprese nelle economie in cui il ricorso al contante è diminuito notevolmente e alcune parti dell'infrastruttura per il contante si sono deteriorate. Inoltre, l'Eurosistema è attento ai possibili timori e monitora le nuove iniziative volte ad affrontare le problematiche relative all'accesso al contante. In sintesi, e in linea con gli obiettivi della sua strategia per il contante, l'Eurosistema si sta adoperando per garantire che esso resti ampiamente accessibile nell'area dell'euro.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Attività economica	S3
3 Prezzi e costi	S9
4 Andamenti del mercato finanziario	S13
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	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	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,3	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 2° trim.	0,5	1,6	5,6	0,6	1,5	2,1	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
3° trim.	1,9	0,6	0,9	-0,8	0,4	2,3	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
4° trim.	1,3	1,7	1,3	1,0	4,4	0,4	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 1° trim.	0,7	-0,4	0,8	-0,1	1,4	0,5	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2022 gen.	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
feb.	-	-	-	-	-	-	7,8	5,6	7,9	6,2	0,9	0,9	5,9
mar.	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4
apr.	-	-	-	-	-	-	9,2	6,2	8,3	9,0	2,5	2,1	7,4
mag.	-	-	-	-	-	-	9,6	6,4	8,6	9,1	2,5	.	8,1
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	9,1	9,4	.	.	8,6

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.

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	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,8
2021 3° trim.	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-0,3	-0,1	-0,5
4° trim.	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,1	2,4	1,8
2022 1° trim.	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,8	3,4	0,0
2° trim.	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,7	.	.	.
2022 gen.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,1	49,0	3,8	5,2	2,3
feb.	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	3,6	4,9	2,2
mar.	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,8	3,4	0,0
apr.	50,4	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,3	51,1	48,1	-0,5	0,3	-1,3
mag.	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	.	.	.
giu.	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	53,0	54,1	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 Attività economica

2.1 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	11.984,4	11.578,4	6.378,3	2.457,3	2.656,9	1.253,6	771,5	624,8	86,0	406,0	5.766,2	5.360,2
2020	11.409,5	11.000,6	5.912,9	2.571,8	2.510,6	1.216,9	683,7	602,9	5,4	408,8	5.179,1	4.770,3
2021	12.268,6	11.787,6	6.268,9	2.716,6	2.694,9	1.361,1	761,7	564,7	107,2	481,0	6.057,1	5.576,2
2021 2° trim.	3.019,6	2.892,3	1.536,0	677,5	664,1	336,6	189,9	135,7	14,7	127,3	1.475,5	1.348,2
3° trim.	3.125,3	2.992,7	1.618,2	683,4	672,3	344,3	188,3	137,7	18,8	132,7	1.547,9	1.415,3
4° trim.	3.162,9	3.072,5	1.636,9	690,9	703,2	350,9	193,6	156,9	41,5	90,3	1.634,2	1.543,9
2022 1° trim.	3.207,2	3.129,1	1.666,8	697,1	714,6	370,5	199,1	143,0	50,6	78,1	1.692,7	1.614,6
<i>in percentuale del PIL</i>												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,9	3,9	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 2° trim.	2,1	2,2	3,8	1,8	1,5	2,1	0,7	1,1	-	-	3,0	3,4
3° trim.	2,3	2,1	4,6	0,2	-0,7	-0,8	-1,5	0,8	-	-	2,1	1,5
4° trim.	0,4	1,2	-0,2	0,3	3,6	0,2	1,6	14,5	-	-	2,7	4,8
2022 1° trim.	0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,5	3,0	1,9	-10,9	-	-	0,4	-0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,9	6,9	3,3	1,9	22,5	-	-	2,8	4,8
2020	-6,3	-6,1	-7,8	0,9	-6,4	-4,5	-11,9	-3,5	-	-	-9,0	-8,6
2021	5,3	4,2	3,6	3,9	3,9	6,2	9,9	-7,6	-	-	10,5	8,2
2021 2° trim.	14,6	12,4	12,4	7,8	19,0	19,0	31,4	5,1	-	-	26,4	22,1
3° trim.	3,9	3,6	2,9	2,7	2,3	3,2	2,5	0,0	-	-	10,3	10,1
4° trim.	4,8	5,0	5,9	2,4	2,4	1,7	2,8	3,5	-	-	8,3	9,1
2022 1° trim.	5,4	5,7	7,9	2,1	3,8	4,4	2,7	3,9	-	-	8,4	9,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 2° trim.	2,1	2,1	1,9	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-	-
3° trim.	2,3	2,0	2,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-
4° trim.	0,4	1,1	-0,1	0,1	0,8	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,7	-	-
2022 1° trim.	0,5	0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	-0,5	0,4	0,4	-	-
<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	-0,2	-0,8	-	-
2020	-6,3	-5,8	-4,1	0,2	-1,4	-0,5	-0,8	-0,2	-0,5	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	0,9	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,4	1,4	-	-
2021 2° trim.	14,6	12,1	6,4	1,9	4,0	2,0	1,7	0,3	-0,2	2,5	-	-
3° trim.	3,9	3,3	1,5	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	0,7	0,6	-	-
4° trim.	4,8	4,7	3,0	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,7	0,0	-	-
2022 1° trim.	5,4	5,5	3,9	0,5	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-

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.

2 Attività economica

2.2 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	10.742,9	178,3	2.099,9	561,3	2.040,7	531,0	480,2	1.205,5	1.250,4	2.026,1	369,5	1.241,5
2020	10.279,7	176,6	1.969,8	554,7	1.804,3	543,2	477,0	1.211,0	1.169,1	2.052,6	321,3	1.129,7
2021	10.996,1	187,9	2.143,9	605,8	2.008,0	583,5	487,4	1.244,8	1.255,0	2.148,6	331,3	1.272,5
2021 2° trim.	2.706,1	45,9	527,9	151,0	483,8	144,8	121,1	308,5	308,8	533,3	81,1	313,5
3° trim.	2.796,4	47,7	539,7	152,0	526,5	146,0	121,8	311,5	319,3	544,0	87,8	328,9
4° trim.	2.824,7	49,8	550,2	154,5	537,7	149,5	122,5	313,0	323,8	540,2	83,5	338,2
2022 1° trim.	2.865,9	49,4	572,4	158,9	542,4	148,7	123,8	314,9	325,5	544,2	85,6	341,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2021	100,0	1,7	19,5	5,5	18,3	5,3	4,4	11,3	11,4	19,5	3,0	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 2° trim.	1,8	0,6	-0,1	1,6	4,7	1,8	0,5	0,6	1,7	1,8	5,6	4,6
3° trim.	2,6	-0,3	0,6	-0,4	7,4	1,4	0,4	0,8	3,0	1,5	11,5	0,4
4° trim.	0,1	0,3	0,3	0,5	0,2	2,8	0,2	0,3	1,2	-1,3	-2,7	2,9
2022 1° trim.	0,6	-2,1	0,3	2,6	0,7	0,0	0,0	1,1	0,4	0,4	2,4	-0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,1	2,5	5,7	0,5	1,6	1,8	1,1	1,7	1,5
2020	-6,3	-1,2	-7,0	-4,9	-13,3	1,6	-0,5	-0,9	-7,7	-3,2	-17,6	-6,5
2021	5,2	-1,0	7,2	5,3	7,9	6,9	2,9	1,6	6,0	3,7	2,7	6,4
2021 2° trim.	14,3	0,0	20,9	18,2	24,2	11,4	4,9	3,5	15,3	10,1	14,6	16,4
3° trim.	4,0	-1,2	4,9	2,3	7,1	4,2	1,9	1,1	6,5	2,0	3,9	3,2
4° trim.	4,7	-2,0	1,8	0,8	11,6	8,6	2,5	1,7	6,2	2,3	13,6	5,7
2022 1° trim.	5,2	-1,4	1,2	4,4	13,5	6,2	1,0	2,8	6,4	2,4	17,4	7,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 2° trim.	1,8	0,0	0,0	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
3° trim.	2,6	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
4° trim.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-
2022 1° trim.	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	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	-6,3	0,0	-1,4	-0,3	-2,5	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,4	0,3	1,5	0,4	0,1	0,2	0,7	0,8	0,1	-
2021 2° trim.	14,3	0,0	3,9	1,0	3,9	0,6	0,2	0,4	1,7	2,1	0,4	-
3° trim.	4,0	0,0	0,9	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-
4° trim.	4,7	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 1° trim.	5,2	0,0	0,2	0,2	2,3	0,3	0,0	0,3	0,7	0,5	0,5	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 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	24,4	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	24,1	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,4	1,1	2,6	1,5	3,3	-0,1	1,7	1,5	1,4	0,4
2020	-1,6	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,7	-0,4	-2,5	0,8	-3,1
2021	1,2	1,4	-0,3	0,4	-0,3	3,1	0,0	4,5	0,3	0,7	2,5	2,1	0,0
2021 2° trim.	2,1	2,5	-0,2	2,6	-0,4	4,9	0,9	4,3	0,5	1,5	4,3	2,9	1,8
3° trim.	2,1	2,4	0,5	0,3	0,4	3,0	2,0	5,3	1,0	0,2	4,2	2,3	0,9
4° trim.	2,1	2,5	0,0	-0,9	1,0	3,1	2,8	6,0	0,5	0,1	3,3	1,8	0,7
2022 1° trim.	2,9	3,2	1,0	-1,2	1,3	3,5	4,8	5,7	-0,5	2,0	4,0	1,8	2,5
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	15,0	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	14,9	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	-0,1	-3,3	0,5	2,4	1,1	3,4	0,4	2,0	1,4	1,3	0,3
2020	-7,9	-7,1	-11,3	-2,6	-7,6	-6,6	-14,0	-1,8	-2,9	-6,9	-8,3	-2,1	-13,1
2021	5,3	5,0	6,6	1,8	4,4	9,1	6,3	6,7	2,1	6,3	6,8	3,7	5,2
2021 2° trim.	16,7	15,1	24,3	7,2	15,0	26,7	24,9	11,1	5,7	18,8	18,6	8,1	25,7
3° trim.	3,3	3,7	1,7	-0,8	2,3	2,6	4,7	6,9	1,0	2,9	6,4	2,2	0,7
4° trim.	5,0	5,0	4,9	-0,9	2,4	4,3	10,6	5,9	0,6	2,6	5,4	1,8	7,4
2022 1° trim.	6,4	6,6	5,9	-1,5	2,7	4,7	14,8	5,8	-0,6	6,8	6,5	1,8	12,7
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	0,1	0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
2020	-6,5	-5,7	-9,8	-0,3	-5,8	-7,3	-10,7	-3,3	-2,2	-6,5	-6,0	-2,9	-10,3
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,8	5,8	6,2	2,1	1,8	5,6	4,2	1,6	5,2
2021 2° trim.	14,2	12,3	24,5	4,5	15,5	20,7	23,8	6,5	5,2	17,0	13,8	5,1	23,5
3° trim.	1,2	1,3	1,3	-1,0	1,8	-0,4	2,7	1,5	0,0	2,7	2,1	0,0	-0,2
4° trim.	2,8	2,5	4,9	0,0	1,4	1,2	7,6	0,0	0,1	2,5	2,0	0,0	6,7
2022 1° trim.	3,5	3,3	4,9	-0,3	1,4	1,2	9,6	0,1	-0,2	4,7	2,4	0,0	10,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione 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	163,509	3,5	12,428	7,6	3,3	10,060	6,8	2,368	16,3	6,348	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,958	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,318	3,4	12,635	7,7	3,2	10,183	6,8	2,452	16,8	6,431	7,4	6,204	8,1	2,4
2021 2° trim.	163,071	3,5	13,003	8,0	3,3	10,410	7,0	2,593	17,8	6,586	7,6	6,417	8,4	2,3
3° trim.	164,060	3,3	12,376	7,5	3,1	9,944	6,7	2,432	16,3	6,296	7,2	6,080	7,9	2,6
4° trim.	164,569	3,3	11,778	7,2	3,0	9,600	6,4	2,177	14,7	6,045	6,9	5,732	7,5	2,8
2022 1° trim.	165,410	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2022 dic.	-	-	11,546	7,0	-	9,404	6,3	2,142	14,4	5,908	6,7	5,638	7,3	-
2022 gen.	-	-	11,392	6,9	-	9,272	6,2	2,120	14,3	5,768	6,6	5,623	7,3	-
feb.	-	-	11,252	6,8	-	9,165	6,1	2,087	14,0	5,618	6,4	5,634	7,3	-
mar.	-	-	11,189	6,8	-	9,106	6,1	2,084	13,8	5,601	6,4	5,588	7,2	-
apr.	-	-	11,085	6,7	-	9,008	6,0	2,077	13,8	5,539	6,3	5,546	7,2	-
mag.	-	-	11,004	6,6	-	9,017	6,0	1,988	13,1	5,493	6,2	5,511	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).

2.5 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	-0,7	-0,6	-2,6	0,0	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,7	9,7	9,1	7,8	1,6	5,3	5,1	0,9	7,8	9,3	13,3	-3,1
2021 3° trim.	5,9	6,8	7,8	5,0	8,8	-0,9	0,8	2,5	0,0	4,2	3,4	12,8	-23,6
4° trim.	0,2	0,1	2,2	-4,0	4,0	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,8	16,9	-25,0
2022 1° trim.	-0,3	-0,2	1,1	-5,0	5,7	-0,7	5,3	5,1	-2,2	9,9	11,8	.	-13,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-16,3
2022 gen.	-1,3	-1,5	0,7	-8,1	6,1	0,2	3,6	8,5	-1,7	16,1	12,9	-	-10,0
feb.	1,6	1,9	3,1	-3,4	8,7	-0,8	8,7	5,2	-2,1	9,9	12,2	-	-7,1
mar.	-1,1	-0,8	-0,3	-3,5	2,6	-1,6	3,0	1,9	-2,6	4,4	10,5	-	-19,9
apr.	-2,5	-2,4	-0,4	-9,0	4,1	-0,1	2,8	4,0	-3,6	8,8	15,3	-	-18,3
mag.	1,6	2,0	-0,2	0,9	6,6	-1,5	2,9	0,2	-3,6	2,0	5,6	-	-17,4
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-13,5

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2022 gen.	-0,8	-0,5	-0,3	-2,6	2,1	-1,1	2,9	0,2	-0,3	1,3	-1,8	-	-6,2
feb.	0,6	0,7	0,9	-0,6	2,2	-2,5	1,5	0,5	-0,5	1,2	2,6	-	7,0
mar.	-1,7	-1,8	-1,8	-3,5	-2,8	0,9	-0,3	0,5	1,1	-0,1	-1,1	-	-11,7
apr.	0,5	0,1	0,6	-0,6	2,8	2,4	-1,0	-1,4	-2,3	-1,2	1,6	-	2,5
mag.	0,8	1,4	0,0	2,5	1,6	-3,3	0,4	0,2	-0,3	1,2	-0,2	-	-0,3
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	2,5

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

1) Compreso il commercio all'ingrosso.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,2	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 3° trim.	117,3	13,5	82,8	-4,2	6,1	4,7	17,0	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
4° trim.	115,6	13,6	82,5	-7,6	10,0	3,1	16,0	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 1° trim.	111,2	11,9	82,5	-13,6	9,5	1,9	12,7	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2° trim.	104,6	7,2	.	-22,3	5,5	-4,4	14,2	.	54,1	50,4	55,6	54,2
2022 gen.	113,0	13,1	82,4	-9,7	9,5	3,4	11,0	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
feb.	114,2	13,5	-	-9,5	10,0	4,4	14,2	-	58,2	55,5	55,5	55,5
mar.	106,5	9,1	-	-21,6	8,9	-2,1	13,0	-	56,5	53,1	55,6	54,9
apr.	104,9	7,8	82,6	-22,1	6,6	-4,0	13,6	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
mag.	105,0	6,5	-	-21,2	6,3	-4,2	14,1	-	54,6	51,3	56,1	54,8
giu.	104,0	7,4	-	-23,6	3,7	-5,1	14,8	-	52,1	49,3	53,0	52,0

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

2.7 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	
2019	13,2	93,2	2,0	2,7	3,8	6,3	4,0	35,0	6,0	75,0	2,1	8,0	1,9
2020	19,5	96,1	-0,5	4,1	-3,3	4,7	3,6	31,4	4,4	81,9	3,2	-14,5	2,0
2021	17,3	96,5	1,2	3,4	19,7	7,2	7,5	35,8	8,1	79,6	5,3	8,7	3,0
2021 2° trim.	19,1	96,5	4,0	4,2	31,1	6,7	5,1	35,1	7,9	80,1	4,4	20,6	2,3
3° trim.	18,6	96,7	0,7	4,0	18,3	7,5	6,8	35,4	8,5	79,5	4,5	13,6	2,3
4° trim.	17,3	96,5	0,4	3,4	18,5	7,2	7,5	35,8	8,1	79,6	5,3	15,5	3,0
2022 1° trim.	15,7	96,4	0,1	3,1	17,4	5,3	8,0	35,6	7,6	78,8	5,3	13,7	3,2

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.

2 Attività economica

2.8 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 2° trim.	1.093,0	1.002,2	90,8	615,8	533,3	236,0	209,1	206,7	184,4	34,6	75,3	21,2	12,1
3° trim.	1.112,8	1.043,0	69,8	625,1	553,9	252,7	238,4	195,1	172,6	39,9	78,2	27,3	13,4
4° trim.	1.180,9	1.154,4	26,6	648,7	621,4	278,0	248,7	213,5	201,9	40,7	82,5	59,8	46,9
2022 1° trim.	1.224,4	1.201,9	22,5	683,3	674,7	294,5	253,8	207,4	204,0	39,1	69,4	27,8	20,5
2021 dic.	397,0	384,4	12,6	219,3	215,0	91,1	81,2	72,8	61,1	13,8	27,1	44,6	37,5
2022 gen.	407,2	390,4	16,8	226,8	217,0	97,4	81,8	70,5	67,3	12,4	24,3	7,9	5,9
feb.	410,3	401,5	8,7	230,2	227,7	98,8	86,5	68,8	65,9	12,5	21,4	7,3	4,4
mar.	406,9	410,0	-3,0	226,3	230,0	98,3	85,5	68,1	70,8	14,2	23,7	12,7	10,2
apr.	422,1	426,1	-3,9	243,2	243,2	98,5	87,3	67,8	68,9	12,7	26,6	6,9	4,5
mag.	422,5	427,0	-4,5	247,4	248,7	99,0	85,9	65,1	65,3	11,1	27,2	5,2	3,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2022 mag.	4.722,9	4.584,7	138,2	2.651,8	2.519,9	1.102,5	982,1	813,4	773,8	155,2	308,8	135,9	93,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2022 mag.	37,7	36,6	1,1	21,2	20,1	8,8	7,8	6,5	6,2	1,2	2,5	1,1	0,7

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

2.9 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 2° trim.	34,4	33,9	594,6	291,5	116,7	175,5	493,1	554,9	320,9	92,2	135,4	403,5	53,3
3° trim.	13,7	23,0	607,6	305,5	119,1	171,2	501,9	581,7	346,6	94,2	135,3	416,2	58,5
4° trim.	12,1	32,3	636,5	322,6	115,8	187,6	524,3	653,7	400,9	97,1	148,3	450,0	71,4
2022 1° trim.	16,8	40,2	673,9	341,9	123,4	196,0	552,9	714,0	450,5	103,7	150,8	477,4	84,9
2021 dic.	14,1	38,6	213,8	109,6	38,8	62,6	176,9	226,8	139,2	34,3	50,6	156,3	23,2
2022 gen.	19,8	45,4	222,6	112,0	42,4	65,3	183,7	231,7	144,1	34,5	49,8	158,4	24,8
feb.	17,1	40,0	224,4	114,0	40,8	65,6	186,6	236,9	148,8	34,5	50,1	159,1	29,3
mar.	14,3	36,1	226,8	115,9	40,2	65,1	182,6	245,3	157,6	34,7	50,9	159,9	30,8
apr.	12,7	39,7	230,7	116,2	41,1	69,6	186,8	262,6	169,8	35,4	52,9	166,6	33,1
mag.	28,9	52,0	241,8	.	.	.	193,5	267,8	.	.	.	173,5	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2021 2° trim.	29,1	20,4	104,2	109,4	100,8	100,5	103,2	108,9	109,7	113,2	107,8	111,3	86,3
3° trim.	4,4	5,5	103,5	110,1	101,0	96,3	102,2	108,1	109,6	112,7	105,0	110,8	85,5
4° trim.	0,9	9,5	105,4	112,6	96,1	102,8	104,2	115,5	120,3	109,4	110,6	114,9	94,0
2022 1° trim.	2,4	10,9	106,1	111,5	101,0	103,4	105,5	115,7	119,4	114,3	110,1	117,6	92,7
2021 nov.	3,1	10,0	107,0	113,9	98,3	104,0	105,4	115,9	121,5	107,9	111,4	114,6	96,9
dic.	2,5	16,1	104,8	113,3	94,7	101,7	104,0	119,6	125,4	113,4	112,3	118,4	93,9
2022 gen.	5,7	15,2	106,4	111,1	104,4	105,0	105,8	115,0	118,4	113,2	109,1	117,3	92,4
feb.	2,9	12,0	106,5	112,6	100,6	103,5	107,1	116,1	119,5	115,3	110,0	118,2	97,4
mar.	-0,7	6,4	105,3	110,8	98,0	101,6	103,6	116,1	120,2	114,2	111,1	117,4	88,5
apr.	-2,8	7,8	105,1	108,8	99,0	106,7	103,9	120,6	124,7	115,5	113,5	120,5	93,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Le differenze fra i dati della BCE relativi ai beni della b.d.p. (tavola 2.8) e i dati di Eurostat relativi al commercio in beni (tavola 2.9) sono essenzialmente riconducibili a differenze nelle definizioni utilizzate.

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

3 Prezzi e costi

3.1 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 3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,6	0,8	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5	
4° trim.	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	1,0	1,4	0,1	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 1° trim.	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,8	3,1	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9	
2° trim.	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,3	3,4	4,1	1,0	7,1	1,0	8,2	7,1	
2022 gen.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,6	1,0	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3	
feb.	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,7	1,0	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3	
mar.	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,7	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1	
apr.	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,6	7,4	8,0	
mag.	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	0,0	0,4	1,9	0,3	8,1	7,6	
giu.	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,7	1,3	1,4	0,4	3,4	-0,1	9,1	5,6	

	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	22	23	24	25	
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 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
2022 1° trim.	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6
2° trim.	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7
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.	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6
mar.	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7
apr.	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7
mag.	7,5	7,0	9,0	13,6	4,2	39,1	2,3	1,5	5,2	-0,1	5,9	1,8
giu.	8,9	8,2	11,2	14,5	4,3	42,0	2,4	1,6	2,7	0,0	6,7	1,7

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#page=18>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3 Prezzi e costi

3.2 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	3,1	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	2,0	5,3	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	7,9	-0,2
2021 2° trim.	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,4	7,2	-2,7
3° trim.	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,0	-0,2
4° trim.	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,4	3,8
2022 1° trim.	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	9,8	.
2021 dic.	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,7	4,6	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 gen.	137,5	30,8	14,1	11,9	20,5	5,7	6,4	6,3	5,0	86,0	-	-	-
feb.	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	-	-	-
mar.	146,3	36,9	17,7	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,0	-	-	-
apr.	148,0	37,2	19,3	15,6	25,2	7,2	10,9	.	6,8	99,0	-	-	-
mag.	149,0	36,3	19,9	16,0	25,0	7,5	11,9	.	7,5	94,4	-	-	-

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).

3.3 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	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,6	3,7	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,3	2,0	2,8	2,2	1,6	3,3	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 3° trim.	109,8	2,9	3,7	2,7	2,7	4,7	7,4	9,9	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
4° trim.	110,7	3,1	4,6	3,8	2,2	5,4	10,0	14,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 1° trim.	111,7	3,4	5,2	4,7	2,6	6,5	11,4	16,2	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	106,1	22,5	39,8	9,2	24,2	38,2	10,8
2022 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,0	29,3	28,7	33,1	34,4	31,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,8	32,3	27,7	32,7	34,9	30,4
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	37,4	43,1	32,6	40,4	45,7	35,0
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	19,8	39,3	4,9	22,0	38,2	6,6
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	34,9	2,8

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.

3 Prezzi e costi

3.4 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	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,3	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 3° trim.	36,7	28,9	13,3	27,0	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
4° trim.	46,2	41,7	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 1° trim.	50,5	49,0	23,7	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
2° trim.	55,2	56,6	28,6	49,1	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
2022 gen.	46,7	43,3	22,2	36,3	55,7	83,5	70,9	72,7	57,9
feb.	48,6	48,2	23,4	36,9	61,8	82,0	72,2	71,7	58,8
mar.	56,2	55,5	25,5	44,5	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
apr.	59,5	56,3	29,4	52,0	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
mag.	55,5	56,5	28,4	49,3	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
giu.	50,4	56,8	27,9	46,0	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2

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

3.5 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	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	0,9	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 2° trim.	115,8	-0,2	-0,5	1,1	-0,9	1,4	1,8
3° trim.	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
4° trim.	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6
2022 1° trim.	.	.	3,3	5,3	.	.	2,8

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).

3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2019	105,4	1,9	-1,5	2,3	2,0	0,7	0,9	1,7	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-0,4	3,1	4,2	5,7	0,5	0,5	1,3	5,5	6,8	14,0
2021	110,1	0,0	4,4	-2,9	2,4	-1,5	1,6	0,5	4,7	1,2	0,3	1,8
2021 2° trim.	109,2	-4,3	5,5	-10,0	-1,5	-7,8	0,3	-2,5	8,0	-1,4	-4,7	-1,9
3° trim.	110,2	1,6	4,4	-0,4	2,4	0,2	4,6	1,9	3,0	1,4	2,3	0,4
4° trim.	111,1	1,2	4,4	2,2	4,4	-0,7	0,9	2,0	4,3	1,3	1,1	-6,0
2022 1° trim.	112,3	2,0	3,6	4,0	3,0	0,0	1,9	2,0	5,1	2,5	2,0	-4,5
Redditi per occupato												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,7	3,2	2,3	2,4	2,7	2,3	3,3
2020	106,8	-0,6	0,6	-2,3	-1,7	-4,9	0,6	0,7	0,8	-0,1	2,5	-3,0
2021	111,2	4,1	3,0	4,4	4,6	6,3	4,0	3,1	5,7	4,7	1,9	4,6
2021 2° trim.	109,9	7,4	2,9	9,2	11,1	13,6	6,9	1,8	10,4	8,9	2,1	10,5
3° trim.	112,3	3,4	3,0	4,0	1,8	5,2	3,3	2,8	4,1	3,5	2,1	3,5
4° trim.	113,2	3,8	3,3	3,1	2,1	7,8	3,1	4,1	6,2	4,1	1,6	6,1
2022 1° trim.	114,3	4,5	3,4	3,9	3,9	8,3	2,3	3,6	6,1	4,7	2,7	9,5
Produttività del lavoro per occupato												
2019	102,0	0,3	4,0	-0,8	-0,5	0,9	2,3	0,6	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	1,1	-5,2	-5,7	-9,9	0,1	0,2	-0,5	-5,3	-4,0	-15,0
2021	101,0	4,1	-1,4	7,5	2,1	7,9	2,3	2,6	0,9	3,5	1,5	2,7
2021 2° trim.	100,6	12,2	-2,5	21,4	12,8	23,1	6,6	4,4	2,2	10,5	7,1	12,6
3° trim.	101,9	1,8	-1,3	4,5	-0,6	5,0	-1,2	0,9	1,1	2,1	-0,2	3,0
4° trim.	101,9	2,6	-1,0	0,9	-2,1	8,5	2,3	2,1	1,8	2,7	0,6	12,9
2022 1° trim.	101,8	2,5	-0,2	-0,1	0,9	8,3	0,4	1,5	1,0	2,2	0,7	14,7
Redditi per ora lavorata												
2019	107,3	2,3	3,1	1,9	1,7	2,0	3,0	1,7	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,1	5,4	2,9	3,3	4,3	5,9	3,2	2,2	5,6	5,1	5,0	6,3
2021	113,7	0,5	0,5	0,0	-0,5	0,7	2,1	1,6	1,6	1,0	0,6	0,5
2021 2° trim.	112,6	-4,3	-3,0	-4,4	-6,5	-6,2	1,4	-2,6	-0,5	-2,7	-2,2	-6,1
3° trim.	114,0	2,2	2,9	2,3	2,0	2,3	1,8	3,0	1,1	1,7	2,4	3,0
4° trim.	115,3	1,3	1,7	1,9	1,6	0,3	3,5	4,4	3,3	2,4	1,7	0,8
2022 1° trim.	115,7	1,2	2,6	2,7	2,8	-1,3	2,1	3,6	3,4	2,2	2,8	0,6
Produttività per ora lavorata												
2019	102,4	0,6	5,1	-0,3	-0,3	1,4	2,2	0,2	-0,4	0,4	-0,2	1,4
2020	104,2	1,7	1,4	0,6	1,8	0,8	3,5	2,4	6,4	0,7	-1,2	-5,2
2021	104,2	0,0	-2,7	2,6	-3,5	1,6	0,2	0,8	-4,4	-0,7	0,0	-2,4
2021 2° trim.	104,1	-1,8	-6,5	5,1	-6,5	-0,5	0,3	-0,7	-12,8	-2,8	1,8	-8,9
3° trim.	104,3	0,7	-0,2	2,6	0,0	2,4	-2,3	0,9	-1,6	0,2	-0,1	3,1
4° trim.	104,7	-0,2	-0,8	-0,5	-3,1	0,9	2,6	1,9	-0,7	0,8	0,5	5,8
2022 1° trim.	103,9	-1,0	0,1	-1,5	-0,3	-1,1	0,3	1,7	-3,6	-0,1	0,6	4,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 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 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
mar.	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
apr.	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
mag.	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02
giu.	-0,58	-	-0,52	-0,24	0,16	0,85	1,97	-0,03

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

4.2 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 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
mar.	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
apr.	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
mag.	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47
giu.	-0,42	0,31	0,64	1,11	1,50	1,19	0,21	0,38	0,86	1,07	1,72	1,95

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.

4.3 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	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2018	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
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	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 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
mar.	422,1	3.796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4.391,3	26.584,1
apr.	428,9	3.837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4.391,3	27.043,3
mag.	413,5	3.691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4.040,4	26.653,8
giu.	399,6	3.587,6	929,8	235,5	165,6	113,4	153,0	693,6	694,0	350,4	293,7	833,3	3.898,9	26.958,4

Fonte: Refinitiv.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.4 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 giu.	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	16,01	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	15,98	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	16,01	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	15,93	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	4,82	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	4,82	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	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 gen.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
feb.	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
mar.	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,46	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
apr.	0,01	0,47	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,38	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
mag. ^(p)	0,01	0,47	0,20	0,64	4,81	15,77	5,86	5,58	6,18	2,48	1,53	1,86	2,02	1,74	2,06	1,78

Fonte: BCE.

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

2) Includo le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

4.5 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 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	1,71	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	1,75	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	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
ott.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	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	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
dic.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 gen.	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
feb.	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
mar.	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
apr.	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
mag. ^(p)	-0,04	-0,27	0,51	1,69	1,80	2,03	2,40	1,52	1,49	1,78	1,15	1,22	1,95	1,55

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.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.6 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 in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM			SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
A breve termine														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1.499	429	142	54	96	832	718	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.411	425	137	53	88	761	672	387	139	79	26	32	137	105
2022 gen.	1.419	431	139	55	96	753	653	406	133	83	26	43	147	105
feb.	1.400	417	145	56	96	741	644	386	136	87	28	32	132	96
mar.	1.443	427	151	55	105	760	653	510	177	117	44	48	169	114
apr.	1.436	437	155	55	108	736	638	460	168	102	36	43	147	97
mag.	1.380	417	155	49	107	701	613	440	159	110	40	43	128	87
giu.	1.339	404	137	44	99	699	622	439	158	112	48	43	125	87
A lungo termine														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19.439	4.079	3.285	1.331	1.542	10.533	9.752	.	.	.	.	.	.	.
2021	20.087	4.179	3.583	1.404	1.594	10.732	9.912	316	66	83	33	23	144	130
2022 gen.	20.000	4.176	3.574	1.402	1.574	10.676	9.855	370	116	70	14	20	165	148
feb.	19.763	4.144	3.534	1.409	1.526	10.559	9.753	308	79	76	33	12	141	130
mar.	19.564	4.122	3.524	1.414	1.510	10.408	9.617	403	98	122	55	27	157	147
apr.	19.177	4.087	3.552	1.417	1.479	10.060	9.286	295	69	84	24	14	127	118
mag.	18.998	4.097	3.538	1.395	1.461	9.903	9.129	333	98	68	14	27	140	125
giu.	18.712	4.038	3.486	1.390	1.403	9.785	9.029	303	85	64	15	13	141	133

Fonte: BCE.

1) Per agevolare il raffronto, i dati annuali sono medie dei pertinenti dati mensili.

4.7 Tassi di crescita annuale e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro e variazioni percentuali; valori di mercato)

	Titoli di debito							Azioni quotate							
	Totale	IFM	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	di cui Amministrazione centrale									
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	20.938,6	4.508,4	3.426,8	1.385,9	1.638,4	11.365,0	10.470,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1	8.486,7	468,9	1.357,8	6.658,9
2021	21.498,4	4.603,7	3.719,5	1.457,2	1.682,0	11.493,2	10.584,0	10.391,3	609,3	1.558,1	8.222,9	9.908,2	619,0	1.544,6	7.743,5
2022 gen.	21.418,6	4.606,0	3.713,6	1.456,3	1.670,3	11.428,6	10.507,7	9.908,2	619,0	1.544,6	7.743,5	10.397,0	565,1	1.423,4	7.425,4
feb.	21.162,7	4.561,3	3.679,5	1.464,6	1.622,0	11.299,8	10.397,0	9.414,9	565,1	1.423,4	7.425,4	10.270,3	550,7	1.435,5	7.444,0
mar.	21.007,3	4.549,3	3.675,0	1.468,3	1.615,6	11.167,5	10.270,3	9.431,2	550,7	1.435,5	7.444,0	9.924,5	521,8	1.391,4	7.338,9
apr.	20.613,1	4.523,9	3.707,0	1.471,1	1.586,2	10.796,0	9.924,5	9.253,2	521,8	1.391,4	7.338,9	9.742,5	536,9	1.355,0	7.228,2
mag.	20.378,7	4.514,3	3.692,8	1.444,1	1.567,9	10.603,6	9.742,5	9.121,1	536,9	1.355,0	7.228,2	9.650,6	475,2	1.265,7	6.599,2
giu.	20.051,2	4.441,8	3.623,4	1.433,3	1.501,6	10.484,3	9.650,6	8.341,2	475,2	1.265,7	6.599,2				
Tasso di crescita¹⁾															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 gen.	4,8	2,2	7,5	3,8	4,7	5,0	5,1	2,0	0,7	5,4	1,5	1,7	0,5	5,1	1,1
feb.	5,0	3,3	8,2	4,7	3,8	4,8	4,9	1,2	0,2	3,7	0,8	1,1	0,2	3,7	0,7
mar.	4,9	2,9	8,4	4,5	4,7	4,7	4,8	1,0	0,0	3,2	0,7	1,0	0,0	3,2	0,7
apr.	4,4	2,7	8,2	3,9	4,3	3,9	4,1	1,0	0,0	3,2	0,7	1,0	0,0	3,2	0,7
mag.	4,4	3,9	8,1	3,1	4,2	3,5	3,7	1,0	0,0	3,2	0,7	1,0	0,0	3,2	0,7
giu.	4,1	3,0	7,9	3,8	3,4	3,5	3,8	1,0	-0,5	3,2	0,7	1,0	-0,5	3,2	0,7

Fonte: BCE.

1) Per i dettagli circa il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze in essere 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>												
2021 2° trim.	30.370,3	30.636,0	-265,7	11.452,5	9.464,6	12.014,7	14.001,3	-132,2	6.166,3	7.170,0	869,0	15.355,3
3° trim.	31.110,8	31.299,4	-188,6	11.679,4	9.453,6	12.221,4	14.320,8	-101,1	6.308,8	7.525,0	1.002,4	15.751,1
4° trim.	32.052,2	32.154,3	-102,1	11.830,2	9.718,7	12.838,5	14.644,5	-92,1	6.418,5	7.791,1	1.057,0	15.990,0
2022 1° trim.	32.080,1	32.085,7	-5,6	11.902,4	9.882,7	12.315,5	14.048,4	-55,9	6.815,3	8.154,5	1.102,8	16.415,9
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2022 1° trim.	256,0	256,1	0,0	95,0	78,9	98,3	112,1	-0,4	54,4	65,1	8,8	131,0
<i>Transazioni</i>												
2021 2° trim.	219,4	99,3	120,1	-0,9	-7,7	235,4	64,2	-2,3	-20,0	42,8	7,1	-
3° trim.	382,7	299,5	83,2	44,6	-62,3	126,2	70,2	24,1	64,7	291,6	123,1	-
4° trim.	168,9	141,7	27,2	-16,0	-68,6	140,6	22,4	44,6	-3,2	187,9	2,9	-
2022 1° trim.	364,4	350,5	13,9	48,4	22,5	-21,0	11,6	-5,3	342,7	316,4	-0,4	-
2021 dic.	-277,9	-277,6	-0,3	-91,4	-118,7	29,7	6,8	4,4	-219,8	-165,7	-0,8	-
2022 gen.	262,0	232,9	29,1	53,5	54,7	48,3	-25,3	2,7	159,6	203,5	-2,1	-
feb.	114,8	114,8	0,0	13,7	-17,7	-26,4	6,8	-3,8	129,5	125,8	1,7	-
mar.	-12,3	2,8	-15,1	-18,8	-14,5	-43,0	30,1	-4,3	53,6	-12,9	0,1	-
apr.	-14,0	25,2	-39,2	49,3	18,2	-52,0	-64,7	12,3	-22,8	71,7	-0,7	-
mag.	19,7	6,0	13,7	25,4	-15,5	-45,0	-98,6	-2,5	40,6	120,1	1,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2022 mag.	891,2	728,7	162,5	148,0	-104,7	239,0	-10,0	70,8	302,0	843,4	131,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 mag.	7,1	5,8	1,3	1,2	-0,8	1,9	-0,1	0,6	2,4	6,7	1,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	737,2	14.469,2
2021	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15.484,8
2021 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	753,1	14.949,1
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	38,6	760,1	15.219,0
4° trim.	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15.484,8
2022 1° trim.	1.525,0	9.938,9	11.463,9	936,3	2.519,9	3.456,2	14.920,1	123,0	594,9	32,7	750,6	15.670,7
2021 dic.	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15.484,8
2022 gen.	1.482,0	9.827,9	11.309,9	945,9	2.512,8	3.458,7	14.768,5	129,8	615,2	29,9	774,9	15.543,5
feb.	1.494,0	9.914,0	11.408,0	931,8	2.520,3	3.452,1	14.860,1	131,1	590,6	24,6	746,3	15.606,5
mar.	1.525,0	9.938,9	11.463,9	936,3	2.519,9	3.456,2	14.920,1	123,0	594,9	32,7	750,6	15.670,7
apr.	1.524,4	9.965,2	11.489,6	954,2	2.518,7	3.473,0	14.962,6	115,3	602,3	49,6	767,1	15.729,7
mag. ^(p)	1.528,7	9.997,0	11.525,7	938,3	2.522,5	3.460,8	14.986,5	124,2	600,8	21,0	746,0	15.732,5
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	113,7	0,1	133,4	1.579,7
2021	105,3	901,6	1.006,8	-118,5	67,2	-51,3	955,5	12,0	22,7	10,0	44,7	1.000,3
2021 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	254,5	279,6	-34,4	11,7	-22,6	257,0	5,7	-12,8	9,9	2,8	259,8
4° trim.	21,2	190,9	212,1	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 1° trim.	60,2	134,5	194,7	12,1	9,9	22,0	216,7	5,1	-63,6	20,6	-37,9	178,8
2021 dic.	4,9	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-22,1	-16,7	93,5
2022 gen.	17,2	27,1	44,3	20,7	3,2	23,8	68,1	11,8	-43,3	16,8	-14,6	53,5
feb.	12,0	83,8	95,8	-13,1	7,6	-5,5	90,3	1,5	-24,5	-4,3	-27,4	62,9
mar.	31,0	23,5	54,5	4,6	-0,9	3,7	58,3	-8,2	4,3	8,1	4,2	62,5
apr.	-0,5	10,0	9,5	13,1	-0,9	12,2	21,7	-8,8	7,3	15,0	13,5	35,2
mag. ^(p)	4,2	38,0	42,2	-13,9	3,8	-10,1	32,1	9,3	-1,6	-28,3	-20,6	11,5
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	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 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	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 1° trim.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,6	76,9	0,1	6,2
2021 dic.	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 gen.	7,7	9,4	9,2	-7,0	2,5	-0,3	6,8	14,0	-3,0	73,7	0,9	6,5
feb.	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,1	-4,2	-9,6	-1,3	6,4
mar.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,6	76,9	0,1	6,2
apr.	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,6	1,3	6,1
mag. ^(p)	8,4	7,7	7,8	-3,4	1,7	0,3	6,0	10,5	-2,2	-44,1	-2,3	5,6

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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	2.976,1	2.522,8	309,9	140,1	3,2	7.663,7	4.965,2	437,3	2.260,4	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2021 2° trim.	3.087,3	2.651,4	290,7	136,7	8,5	7.918,9	5.207,3	407,1	2.303,8	0,7	1.164,8	222,5	494,6
3° trim.	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
4° trim.	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 1° trim.	3.269,8	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,8	5.480,1	358,0	2.350,6	1,1	1.272,4	230,5	555,7
2021 dic.	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 gen.	3.242,0	2.810,2	294,5	127,1	10,3	8.133,6	5.424,9	364,7	2.343,3	0,8	1.264,7	238,7	537,2
feb.	3.266,0	2.843,1	284,7	126,6	11,6	8.170,2	5.457,7	360,8	2.350,8	1,0	1.280,5	234,8	545,7
mar.	3.269,8	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,8	5.480,1	358,0	2.350,6	1,1	1.272,4	230,5	555,7
apr.	3.278,5	2.841,6	297,9	129,5	9,6	8.202,2	5.495,4	356,8	2.349,0	1,0	1.282,3	224,4	566,1
mag. (p)	3.275,4	2.846,4	288,3	130,4	10,4	8.231,4	5.522,6	354,5	2.353,6	0,7	1.278,1	229,7	567,3
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	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,2	-8,2	48,2
2021 2° trim.	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
3° trim.	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	44,3	1,9	21,9
4° trim.	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 1° trim.	19,7	18,2	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	35,0	2,3	4,3
2021 dic.	36,9	39,0	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 gen.	-1,6	-9,1	3,3	0,5	3,7	44,1	43,9	-4,8	5,0	0,0	25,9	8,9	-14,4
feb.	25,6	34,3	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,5	-3,8	8,5
mar.	-4,3	-7,0	2,4	1,2	-0,9	19,2	22,1	-2,8	-0,2	0,2	-3,3	-2,8	10,2
apr.	-0,1	-6,5	8,4	-0,5	-1,5	9,6	12,8	-1,8	-1,2	-0,2	0,5	-6,8	10,3
mag. (p)	0,0	6,8	-8,7	0,9	0,9	30,9	28,5	-2,0	4,7	-0,3	-0,7	5,6	1,2
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	20,8	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	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2021 2° trim.	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
3° trim.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,0	-6,8	9,1
4° trim.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 1° trim.	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
2021 dic.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 gen.	7,8	9,7	-3,6	-4,1	55,9	5,3	8,0	-14,7	3,1	-13,8	14,6	2,7	6,9
feb.	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,5	2,0	10,0
mar.	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
apr.	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,8	2,2	8,1	12,3	-1,1	14,3
mag. (p)	6,4	7,9	-3,8	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,3	-13,6	10,8	-0,2	14,8

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 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.3 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 nel periodo)

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito			
					Totale	Prestiti corretti 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	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9	
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.708,3	6.132,0	911,7	167,8	1.548,2	865,3	
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.813,8	12.341,5	12.726,4	4.863,8	6.372,5	943,7	161,5	1.583,3	889,0	
2021 2° trim.	6.217,0	1.003,7	5.211,6	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.730,9	6.255,4	942,1	149,1	1.523,2	887,2	
3° trim.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,0	12.182,5	12.536,2	4.769,9	6.316,1	951,8	144,7	1.531,9	896,6	
4° trim.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.813,8	12.341,5	12.726,4	4.863,8	6.372,5	943,7	161,5	1.583,3	889,0	
2022 1° trim.	6.553,9	1.002,7	5.548,4	15.021,8	12.561,3	12.691,0	4.917,7	6.471,5	1.019,0	153,0	1.593,7	866,8	
2021 dic.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.813,8	12.341,5	12.726,4	4.863,8	6.372,5	943,7	161,5	1.583,3	889,0	
2022 gen.	6.547,4	992,4	5.553,2	14.902,6	12.453,4	12.607,6	4.874,9	6.415,2	990,6	172,8	1.563,2	886,0	
feb.	6.562,2	996,5	5.563,0	14.938,3	12.499,5	12.656,6	4.885,9	6.436,0	1.007,5	170,2	1.560,3	878,5	
mar.	6.553,9	1.002,7	5.548,4	15.021,8	12.561,3	12.691,0	4.917,7	6.471,5	1.019,0	153,0	1.593,7	866,8	
apr.	6.525,5	1.004,2	5.496,5	15.071,1	12.630,5	12.777,2	4.943,3	6.491,0	1.035,4	160,8	1.601,1	839,5	
mag. ^(p)	6.491,9	999,7	5.467,4	15.134,5	12.703,6	12.845,5	4.972,8	6.520,8	1.049,8	160,2	1.579,9	851,0	
Transazioni													
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4	
2020	1.042,0	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	563,2	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,3	9,3	
2021 2° trim.	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,0	74,8	-10,9	-2,4	4,8	5,0	
3° trim.	152,2	-4,7	156,9	130,5	116,5	119,5	40,3	65,7	17,5	-7,0	9,2	4,8	
4° trim.	201,1	-1,1	202,0	228,8	174,9	225,4	98,5	60,5	-0,4	16,4	62,7	-8,7	
2022 1° trim.	94,0	4,8	89,2	193,6	186,5	168,9	45,8	76,2	73,1	-8,5	23,6	-16,5	
2021 dic.	104,2	9,9	94,1	97,4	54,1	99,3	53,6	14,3	-14,5	0,7	41,8	1,5	
2022 gen.	12,7	-5,2	18,0	62,8	79,1	66,0	6,7	25,7	36,1	10,6	-15,1	-1,2	
feb.	52,0	4,1	47,9	51,5	52,3	61,6	13,5	22,1	19,3	-2,6	2,7	-3,5	
mar.	29,2	5,9	23,3	79,3	55,1	41,4	25,6	28,4	17,7	-16,6	36,0	-11,8	
apr.	16,4	1,6	14,2	67,9	62,8	80,4	22,5	20,5	12,3	7,5	10,3	-5,1	
mag. ^(p)	5,6	-4,6	10,2	78,6	83,3	79,0	29,5	31,8	22,2	-0,3	-18,2	13,6	
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	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1	
2021 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	3,2	1,7	4,3	5,7	-10,1	3,0	7,3	
4° trim.	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1	
2022 1° trim.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,5	8,4	-1,1	6,6	-1,7	
2021 dic.	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1	
2022 gen.	10,9	0,1	13,0	4,2	4,4	4,5	3,8	4,4	6,7	11,5	4,4	0,9	
feb.	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,9	4,4	8,2	11,1	4,4	-0,1	
mar.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,5	8,4	-1,1	6,6	-1,7	
apr.	9,6	0,4	11,4	4,7	4,9	5,3	4,5	4,4	10,0	3,7	7,5	-1,7	
mag. ^(p)	8,7	-0,3	10,4	5,0	5,3	5,7	5,0	4,5	12,3	0,4	6,4	-1,0	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	4.708,3	4.829,7	897,2	1.009,7	2.801,4	6.132,0	6.400,5	700,6	4.724,7	706,7
2021	4.863,8	4.994,8	888,7	1.006,4	2.968,6	6.372,5	6.635,8	698,2	4.970,9	703,5
2021 2° trim.	4.730,9	4.852,0	831,7	969,3	2.929,9	6.255,4	6.514,4	694,1	4.852,6	708,7
3° trim.	4.769,9	4.884,9	834,3	971,1	2.964,4	6.316,1	6.574,4	696,6	4.914,4	705,0
4° trim.	4.863,8	4.994,8	888,7	1.006,4	2.968,6	6.372,5	6.635,8	698,2	4.970,9	703,5
2022 1° trim.	4.917,7	4.892,0	911,4	1.002,5	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
2021 dic.	4.863,8	4.994,8	888,7	1.006,4	2.968,6	6.372,5	6.635,8	698,2	4.970,9	703,5
2022 gen.	4.874,9	4.851,1	891,3	1.000,9	2.982,7	6.415,2	6.616,4	697,5	5.011,3	706,4
feb.	4.885,9	4.858,5	899,4	998,8	2.987,7	6.436,0	6.643,9	701,0	5.028,2	706,9
mar.	4.917,7	4.892,0	911,4	1.002,5	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
apr.	4.943,3	4.918,0	923,8	1.011,7	3.007,7	6.491,0	6.696,7	702,4	5.082,1	706,5
mag. ^(p)	4.972,8	4.943,0	933,4	1.015,4	3.024,0	6.520,8	6.723,8	705,3	5.108,9	706,7
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	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,6	-1,3	2,8	175,2	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,0
2021 2° trim.	-18,0	-21,7	-57,5	-42,9	82,4	74,8	70,2	2,3	72,1	0,4
3° trim.	40,3	44,6	4,1	2,0	34,2	65,7	67,4	4,1	64,0	-2,3
4° trim.	98,5	127,6	55,9	37,1	5,5	60,5	71,0	6,5	55,7	-1,7
2022 1° trim.	45,8	48,5	18,8	-4,4	31,3	76,2	82,4	4,8	68,9	2,5
2021 dic.	53,6	78,9	21,5	28,4	3,6	14,3	24,0	-1,0	16,6	-1,3
2022 gen.	6,7	5,5	0,2	-6,6	13,1	25,7	23,8	1,0	24,4	0,2
feb.	13,5	15,3	8,7	-1,4	6,2	22,1	29,6	3,8	17,4	0,8
mar.	25,6	27,7	9,9	3,6	12,0	28,4	29,1	0,0	27,0	1,4
apr.	22,5	24,0	11,1	7,2	4,2	20,5	24,9	2,3	18,5	-0,3
mag. ^(p)	29,5	25,5	11,3	4,1	14,1	31,8	30,3	4,1	27,3	0,5
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	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2021 2° trim.	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
3° trim.	1,7	2,1	-8,6	-3,5	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
4° trim.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 1° trim.	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
2021 dic.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 gen.	3,8	4,5	0,6	0,1	6,2	4,4	4,3	2,0	5,5	-0,4
feb.	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
mar.	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
apr.	4,5	5,2	5,7	1,8	5,1	4,4	4,6	3,0	5,3	-0,2
mag. ^(p)	5,0	5,8	7,0	4,5	4,6	4,5	4,6	3,5	5,3	-0,2

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

3) Includo le istituzioni non lucrative 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 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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 nel 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	6.889,8	1.838,8	37,1	1.998,1	3.015,9	1.363,8	441,9	118,8	136,8
2021 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	1.375,6	415,2	139,0	146,0
4° trim.	797,1	6.889,8	1.838,8	37,1	1.998,1	3.015,9	1.363,8	441,9	118,8	136,8
2022 1° trim.	740,4	6.876,2	1.847,4	35,8	1.985,9	3.007,1	1.361,5	350,1	153,0	164,4
2021 dic.	797,1	6.889,8	1.838,8	37,1	1.998,1	3.015,9	1.363,8	441,9	118,8	136,8
2022 gen.	723,6	6.896,8	1.846,5	36,8	2.011,2	3.002,2	1.359,7	354,2	165,3	158,8
feb.	731,5	6.885,6	1.836,6	36,5	2.010,7	3.001,8	1.374,9	348,1	166,0	159,4
mar.	740,4	6.876,2	1.847,4	35,8	1.985,9	3.007,1	1.361,5	350,1	153,0	164,4
apr.	768,6	6.895,4	1.845,3	35,6	2.015,0	2.999,5	1.358,3	438,8	180,7	171,7
mag. ^(p)	726,1	6.805,6	1.845,9	32,3	1.986,8	2.940,6	1.234,5	403,3	180,6	175,4
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	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,1	-74,8	-5,0	-39,8	83,5	-120,6	-92,6	-11,3	-2,3
2021 2° trim.	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
3° trim.	10,8	0,6	-18,6	-1,5	8,2	12,5	-43,6	32,1	15,3	11,5
4° trim.	106,7	9,9	-13,5	-1,6	6,1	18,9	-71,3	25,9	-20,2	-9,2
2022 1° trim.	-53,2	-37,5	-17,8	-1,3	-29,0	10,6	-23,5	-175,9	34,0	34,7
2021 dic.	90,4	5,1	7,7	-0,6	-18,4	16,4	-37,7	25,1	-25,7	-13,1
2022 gen.	-69,5	-9,5	-10,0	-0,3	2,8	-2,0	-1,7	-99,3	46,4	29,0
feb.	7,9	-12,2	-10,2	-0,3	-1,0	-0,7	-8,8	-36,0	0,5	0,7
mar.	8,4	-15,7	2,4	-0,7	-30,7	13,4	-12,9	-40,5	-12,9	5,0
apr.	28,1	27,2	-5,1	-0,2	1,9	30,7	-33,9	40,1	27,7	7,3
mag. ^(p)	-42,5	-7,2	2,0	-3,4	-19,4	13,6	-80,3	-42,1	-0,1	3,6
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 2° trim.	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
3° trim.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,4	3,8	-	-	-0,6	-0,9
4° trim.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 1° trim.	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,0	2,4	-	-	20,1	31,9
2021 dic.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 gen.	5,4	-0,2	-4,2	-12,2	-0,7	2,8	-	-	12,1	13,1
feb.	6,2	-0,4	-4,4	-11,9	-0,5	2,3	-	-	14,0	14,3
mar.	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,0	2,4	-	-	20,1	31,9
apr.	7,4	0,0	-3,1	-13,3	-1,7	3,2	-	-	35,9	36,7
mag. ^(p)	4,6	0,2	-2,9	-20,8	-1,7	3,8	-	-	35,2	40,1

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
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,1	-5,0	-0,1	0,0	-0,1	-3,6
2021 1° trim.	-8,1	.	.	.	.	-6,6
2° trim.	-6,8	.	.	.	.	-5,3
3° trim.	-6,1	.	.	.	.	-4,7
4° trim.	-5,1	.	.	.	.	-3,6

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	
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	3,8
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 1° trim.	46,7	46,2	12,9	12,8	15,7	0,5	54,8	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6
2° trim.	46,6	46,0	12,9	12,9	15,5	0,6	53,3	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
3° trim.	46,8	46,2	13,0	13,0	15,4	0,6	53,0	48,3	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7
4° trim.	47,4	46,7	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,3	4,8

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze in essere 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
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 1° trim.	99,9	3,2	14,1	82,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	98,1	3,1	13,8	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,5	3,0	13,8	80,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	95,6	3,0	13,6	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2021 1° trim.	13,9	6,6	1,8	2,1	1,5	0,5	-0,1	0,2	-0,4	0,1	5,5	10,3
2° trim.	3,5	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,3	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7
3° trim.	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2
4° trim.	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2

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) Calcolata 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 in anni 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	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 1° trim.	14,6	13,2	5,1	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
2° trim.	14,5	13,1	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
3° trim.	14,6	13,2	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
4° trim.	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 gen.	14,2	12,8	4,9	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6
feb.	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
mar.	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
apr.	14,3	13,1	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,5
mag.	14,5	13,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	0,0	0,5
giu.	14,6	13,4	4,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4

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										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 1° trim.	-8,9	-5,6	-5,6	-5,7	-12,6	-11,3	-9,7	-10,1	-7,5	
2° trim.	-6,6	-4,9	-4,3	-4,4	-11,0	-8,4	-8,3	-8,9	-6,4	
3° trim.	-6,9	-4,2	-3,9	-3,3	-9,8	-7,8	-8,0	-8,0	-4,7	
4° trim.	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
Debito pubblico										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 1° trim.	116,9	69,9	19,6	60,6	209,3	125,2	117,9	159,3	120,9	
2° trim.	113,7	69,6	19,6	59,2	207,5	122,7	114,4	155,6	111,4	
3° trim.	111,3	69,3	19,7	57,7	201,6	121,7	115,7	154,6	109,0	
4° trim.	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	113,3	150,8	103,6	
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 1° trim.	-6,9	-7,3	-2,5	-9,2	-5,2	-10,8	-7,1	-8,3	-6,5	-6,4
2° trim.	-7,7	-5,4	-0,6	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,3	-5,0
3° trim.	-6,3	-3,5	-0,1	-8,1	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,8	-4,5
4° trim.	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
Debito pubblico										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	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	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 1° trim.	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	138,9	85,0	59,8	69,7
2° trim.	43,2	44,6	26,1	58,9	54,1	86,2	135,3	80,1	61,1	68,7
3° trim.	43,4	45,1	25,3	56,6	52,5	84,2	130,6	79,7	61,2	68,0
4° trim.	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8

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 20 luglio 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-22-005-IT-N (online)