



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 7 / 2022



# Indice

<b>Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>2</b>
Sintesi	2
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	14
3 Prezzi e costi	22
4 Andamenti del mercato finanziario	28
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	31
<b>Riquadri</b>	<b>39</b>
1 Strozzature dal lato dell'offerta e pressioni sui prezzi nell'interscambio di beni e nel turismo nell'area dell'euro	39
2 Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi	46
3 Effetti di trascinamento e crescita del PIL all'interno del trimestre: stime basate su indicatori mensili	54
4 L'impatto del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie a basso reddito	58
5 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	65
6 Un'analisi dettagliata delle aspettative di inflazione dei consumatori: evidenze provenienti dalla Consumer Expectations Survey (CES) della BCE	69
7 Il ruolo di domanda e offerta per l'inflazione di fondo: una scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari nelle sue varie voci	75
8 I legami fra l'area dell'euro e la Russia: evidenze aggiornate dalla bilancia dei pagamenti	82
<b>Articolo</b>	<b>87</b>
1 La condivisione dei rischi nell'area dell'euro: approfondimenti sul canale pubblico e sulla pandemia di COVID-19	87
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

Nella riunione del 27 ottobre 2022 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE di 75 punti base. Con questo terzo rilevante aumento dei tassi di riferimento, il Consiglio ha fatto passi avanti significativi lungo il percorso di rimozione dell'accomodamento monetario. Il Consiglio direttivo ha assunto questa decisione e prevede di aumentare ulteriormente i tassi di interesse per assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo della BCE del 2 per cento a medio termine. Esso definirà l'andamento dei tassi di riferimento in futuro in base all'evolvere delle prospettive per l'inflazione e l'economia, riflettendo un approccio secondo il quale le decisioni sui tassi vengono definite di volta in volta a ogni riunione.

L'inflazione continua a essere di gran lunga troppo elevata e si manterrà su un livello superiore all'obiettivo per un prolungato periodo di tempo. A settembre l'inflazione dell'area dell'euro ha raggiunto il 9,9 per cento. Negli ultimi mesi l'impennata delle quotazioni dei beni energetici e alimentari, le strozzature dell'offerta e la ripresa della domanda dopo la pandemia hanno determinato una generalizzazione delle pressioni sui prezzi e un rialzo dell'inflazione. La politica monetaria del Consiglio direttivo mira a ridurre il sostegno alla domanda e a mettere al riparo dal rischio di un persistente incremento dell'inflazione attesa.

Il Consiglio direttivo ha deciso inoltre di modificare i termini e le condizioni applicati alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). Durante la fase acuta della pandemia questo strumento è stato fondamentale per contrastare i rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi. Nella fase attuale, alla luce dell'aumento inatteso ed eccezionale dell'inflazione, lo strumento deve essere ricalibrato per assicurare che sia coerente con il più ampio processo di normalizzazione della politica monetaria e rafforzi la trasmissione degli incrementi dei tassi di riferimento alle condizioni di concessione del credito bancario. Pertanto, il Consiglio direttivo ha deciso di modificare i tassi di interesse applicabili alle OMRLT-III a partire dal 23 novembre 2022 e di offrire alle banche ulteriori date per il rimborso anticipato volontario degli importi. La ricalibrazione dei termini e delle condizioni delle OMRLT-III contribuirà alla normalizzazione dei costi della provvista bancaria. La normalizzazione delle condizioni di finanziamento che ne conseguirà eserciterà, a sua volta, pressioni al ribasso sull'inflazione, concorrendo a ripristinare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. La ricalibrazione elimina altresì i deterrenti ai rimborsi volontari anticipati dei fondi delle OMRLT-III ancora in essere. Tali rimborsi ridurrebbero l'entità del bilancio dell'Eurosistema, contribuendo in tal modo alla normalizzazione complessiva della politica monetaria.

Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di fissare la remunerazione delle riserve obbligatorie detenute dagli enti creditizi presso l'Eurosistema al tasso della BCE sui depositi presso la banca centrale, allo scopo di allineare maggiormente tale remunerazione alle condizioni del mercato monetario.

## Attività economica

Nel secondo trimestre del 2022 l'attività economica mondiale ha subito una contrazione e i dati ricavati dalle indagini indicano che la dinamica moderata della crescita si protrarrà nel breve periodo. Sebbene si riscontrino alcune circostanze positive per l'economia mondiale, legate all'ulteriore allentamento delle pressioni sulle catene di approvvigionamento derivante dai miglioramenti osservati nell'offerta e dalla flessione della domanda, persistono i rischi al ribasso. Essi sono associati al contesto di perdurante incertezza geopolitica, in particolare alle potenziali turbative connesse all'ingiustificata guerra mossa dalla Russia all'Ucraina e a un possibile peggioramento degli andamenti del coronavirus (COVID-19) nel corso dell'autunno e dell'inverno. Nonostante l'attenuazione delle pressioni sulla filiera produttiva, la dinamica dell'interscambio mondiale resta moderata in un contesto caratterizzato da un peggioramento delle prospettive economiche internazionali.

L'attività economica dell'area dell'euro è probabilmente rallentata in misura significativa nel terzo trimestre del 2022 e il Consiglio direttivo si attende un ulteriore indebolimento per la parte restante dell'anno e l'inizio del 2023. Riducendo i redditi reali delle famiglie e spingendo al rialzo i costi per le imprese, l'inflazione elevata continua a frenare la spesa e la produzione. Le gravi interruzioni delle forniture di gas hanno peggiorato ulteriormente la situazione, e sia la fiducia dei consumatori sia quella delle imprese hanno subito un rapido calo, pesando anche sull'economia. La domanda di servizi sta rallentando, dopo l'andamento vigoroso dei trimestri precedenti, a fronte della riapertura delle attività nei settori più colpiti dalle restrizioni dovute alla pandemia, e gli indicatori basati sulle indagini per i nuovi ordinativi nel settore manifatturiero stanno scendendo. In aggiunta, l'attività economica mondiale cresce più lentamente in un contesto di persistente incertezza geopolitica, soprattutto a causa della guerra in Ucraina, e di condizioni di finanziamento più restrittive. Il deterioramento delle ragioni di scambio, dovuto a un aumento più rapido dei prezzi all'importazione rispetto a quelli all'esportazione, grava sui redditi nell'area dell'euro.

Il mercato del lavoro ha continuato a mostrare un andamento positivo nel terzo trimestre e il tasso di disoccupazione è rimasto sul minimo storico del 6,6 per cento ad agosto. Se da un lato gli indicatori di breve periodo suggeriscono che l'occupazione ha continuato ad aumentare nel terzo trimestre, dall'altro l'indebolimento dell'economia potrebbe determinare un certo incremento della disoccupazione in futuro.

Per limitare il rischio di alimentare l'inflazione, le misure di bilancio volte a proteggere l'economia dall'impatto degli elevati prezzi energetici dovrebbero essere temporanee e indirizzate alle categorie più vulnerabili. I responsabili delle politiche economiche

dovrebbero incentivare la riduzione dei consumi energetici e rafforzare l'offerta di energia. Allo stesso tempo, i governi dovrebbero perseguire politiche di bilancio che riflettono il loro impegno ad abbassare gradualmente gli elevati rapporti fra debito pubblico e PIL. Le politiche strutturali dovrebbero essere concepite per incrementare il potenziale di crescita e la capacità produttiva dell'area dell'euro e per rafforzarne la tenuta, contribuendo alla riduzione delle pressioni sui prezzi a medio termine. La tempestiva attuazione dei piani di investimento e di riforma strutturale nell'ambito del programma Next Generation EU fornirà un contributo importante al conseguimento di questi obiettivi.

## Inflazione

L'inflazione è aumentata al 9,9 per cento a settembre, di riflesso a ulteriori incrementi in tutte le sue componenti. L'inflazione relativa all'energia, pari al 40,7 per cento, si è confermata la determinante principale dell'inflazione complessiva, con un contributo crescente fornito dai prezzi del gas e dell'elettricità. Anche per i beni alimentari si è registrato un ulteriore rialzo dell'inflazione all'11,8 per cento, a seguito degli elevati costi degli input che hanno reso più onerosa la produzione di tali beni.

Le strozzature dal lato dell'offerta si stanno gradualmente attenuando, sebbene il loro impatto ritardato stia ancora contribuendo all'inflazione. La domanda repressa, seppur in fase di moderazione, continua a determinare rincari nel settore dei servizi. Il deprezzamento dell'euro ha accentuato l'accumularsi di spinte inflazionistiche.

Le pressioni sui prezzi si manifestano in un numero crescente di settori, in parte per effetto dei rincari dell'energia che si trasmettono all'intera economia. Le misure dell'inflazione di fondo sono pertanto rimaste su livelli elevati. Tra queste, l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è cresciuta ulteriormente, al 4,8 per cento a settembre.

La dinamica robusta dei mercati del lavoro dovrebbe sostenere l'incremento delle retribuzioni, al pari di un certo adeguamento dei salari volto a compensare l'aumento dell'inflazione. I nuovi dati e i recenti accordi salariali indicano una possibile ripresa della dinamica retributiva. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, anche se ulteriori revisioni al di sopra dell'obiettivo di alcuni indicatori richiedono un costante monitoraggio.

## Valutazione dei rischi

I dati più recenti confermano che i rischi per le prospettive di crescita economica sono chiaramente orientati al ribasso, soprattutto nel breve periodo. Il protrarsi della guerra in Ucraina continua a rappresentare un rischio significativo. Il clima di fiducia potrebbe deteriorarsi ulteriormente e i vincoli dal lato dell'offerta potrebbero subire un nuovo inasprimento. Anche i costi dei beni energetici e alimentari potrebbero

rimanere persistentemente più elevati delle attese. L'indebolimento dell'economia mondiale potrebbe agire da freno aggiuntivo alla crescita nell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive di inflazione sono prevalentemente orientati al rialzo. Il rischio principale nel breve periodo è costituito da un ulteriore incremento dei prezzi al dettaglio dell'energia. A medio termine, l'inflazione potrebbe rivelarsi più elevata delle aspettative se si verificassero ulteriori rincari dei beni energetici e delle materie prime alimentari, una maggiore trasmissione ai prezzi al consumo, un persistente peggioramento della capacità produttiva dell'economia dell'area dell'euro, un protratto incremento delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo del Consiglio direttivo o aumenti salariali maggiori del previsto. Per contro, un calo dei costi dell'energia e un ulteriore indebolimento della domanda ridurrebbero le pressioni sui prezzi.

## Condizioni finanziarie e monetarie

I costi di finanziamento delle banche stanno aumentando in risposta al rialzo dei tassi di interesse di mercato. Anche l'indebitamento è divenuto più oneroso per famiglie e imprese. Il credito bancario alle imprese rimane sostenuto, perché si rende necessario finanziare gli elevati costi di produzione e l'accumulo delle scorte. Allo stesso tempo, la domanda di prestiti per finanziare gli investimenti ha continuato a diminuire. Si è registrata una moderazione dell'erogazione di prestiti alle famiglie, a fronte dell'irrigidimento dei criteri di concessione e della diminuzione della domanda di prestiti, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse in aumento e ridotta fiducia dei consumatori.

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

## Conclusioni

In conclusione, nella riunione del 27 ottobre 2022 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 75 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE e prevede ulteriori incrementi per assicurare che l'inflazione torni tempestivamente in linea con l'obiettivo di medio termine. Aumentando sensibilmente i tassi di riferimento per la terza volta consecutiva, il Consiglio ha fatto passi avanti significativi lungo il percorso di rimozione dell'accomodamento monetario. Anche la modifica dei termini e delle condizioni applicati alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine contribuirà al processo in atto di normalizzazione della politica monetaria.

Anche in futuro le decisioni sui tassi di riferimento saranno dipendenti dai dati e rifletteranno un approccio in base al quale tali decisioni vengono definite di volta in

volta a ogni riunione. Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione si riporti su livelli in linea con il suo obiettivo di medio termine.

## Decisioni di politica monetaria

Il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 75 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 al 2,00, al 2,25 e all'1,50 per cento, con effetto dal 2 novembre 2022.

Nell'ambito delle misure di politica monetaria adottate per ripristinare la stabilità dei prezzi nel medio periodo, il Consiglio direttivo ha deciso di ricalibrare le condizioni applicate alle OMRLT-III. Alla luce degli attuali andamenti e delle prospettive che interessano l'inflazione, è necessario adeguare alcuni parametri delle OMRLT-III, al fine di rafforzare la trasmissione dei tassi di riferimento alle condizioni di finanziamento bancario, in modo tale che le operazioni contribuiscano alla trasmissione dell'orientamento di politica monetaria necessario per assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo della BCE del 2 per cento a medio termine. A partire dal 23 novembre 2022 fino alla data di scadenza o rimborso anticipato di ogni rispettiva OMRLT-III in essere, il tasso di interesse sulle OMRLT-III sarà indicizzato alla media dei tassi di interesse di riferimento della BCE applicabili per ogni operazione in tale periodo. Il Consiglio direttivo ha deciso inoltre di offrire alle banche tre ulteriori date per il rimborso anticipato volontario degli importi. In ogni caso, esso riesaminerà regolarmente come le operazioni mirate di rifinanziamento stiano contribuendo all'orientamento della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo ha deciso di fissare la remunerazione delle riserve obbligatorie al tasso dell'Eurosistema sui depositi presso la banca centrale. Tale variazione decorrerà dal periodo di mantenimento delle riserve che inizia il 21 dicembre 2022. Finora le riserve obbligatorie sono state remunerate sulla base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE. Tuttavia, alle condizioni di mercato e di liquidità prevalenti, il tasso sui depositi presso la banca centrale riflette più adeguatamente il tasso al quale i fondi possono essere investiti in strumenti del mercato monetario se non detenuti come riserva obbligatoria e il tasso al quale le banche prendono in prestito fondi sul mercato monetario per soddisfare l'obbligo di riserva.

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui ha iniziato a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di abbondante liquidità e un orientamento adeguato della politica monetaria.

Per quanto riguarda il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (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 Consiglio direttivo continuerà a reinvestire in modo flessibile il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, per contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria riconducibili alla pandemia.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine. Lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria può essere utilizzato per contrastare ingiustificate, disordinate dinamiche di mercato che mettano seriamente a repentaglio la trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area dell'euro, consentendo così al Consiglio direttivo di assolvere con più efficacia il mandato di preservare la stabilità dei prezzi.



## Contesto esterno

*Nel secondo trimestre del 2022 l'attività economica mondiale ha subito una contrazione e i dati ricavati dalle indagini indicano il protrarsi di una crescita moderata nel breve periodo. Sebbene si riscontrino alcune circostanze positive per l'economia mondiale, legate all'ulteriore allentamento delle pressioni sulle catene di approvvigionamento derivante dai miglioramenti osservati nell'offerta e dalla flessione della domanda, persistono rischi al ribasso. Essi sono associati al contesto di protratta incertezza geopolitica, in particolare alle potenziali turbative connesse alla guerra e a un possibile peggioramento degli andamenti del coronavirus (COVID-19) nel corso dell'autunno e dell'inverno. Nonostante l'attenuazione delle pressioni sulla filiera produttiva, la dinamica dell'interscambio mondiale resta moderata in un contesto caratterizzato da un peggioramento delle prospettive economiche internazionali. Se da un lato le pressioni dell'inflazione complessiva sembrano raggiungere un picco su scala mondiale, dall'altro la persistenza della dinamica dell'inflazione di fondo, trainata dall'elevata inflazione dei servizi, suggerisce un ritorno solo graduale dell'inflazione verso gli obiettivi.*

**La crescita mondiale sta subendo un rallentamento in presenza di crescenti timori riguardanti la recessione.** Il PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) si è contratto nel secondo trimestre, principalmente per effetto di un calo dell'attività in Cina dovuto alle restrizioni determinate dalla strategia zero-COVID, di una diminuzione del PIL russo dovuto alla guerra e di una modesta contrazione negli Stati Uniti. In generale, tuttavia, nel terzo trimestre vi è stato un grado relativamente elevato di sincronizzazione tra paesi in termini di indebolimento degli indicatori dell'attività mondiale, a segnalare un deterioramento delle prospettive per la seconda metà di quest'anno. A settembre l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al settore manifatturiero (esclusa l'area dell'euro) è diminuito ulteriormente, mantenendosi appena al di sopra della soglia neutra e segnalando il protrarsi di una crescita modesta nel terzo trimestre. Pur avendo registrato un lieve recupero nelle economie avanzate, l'indice è sceso in territorio negativo per i mercati emergenti.

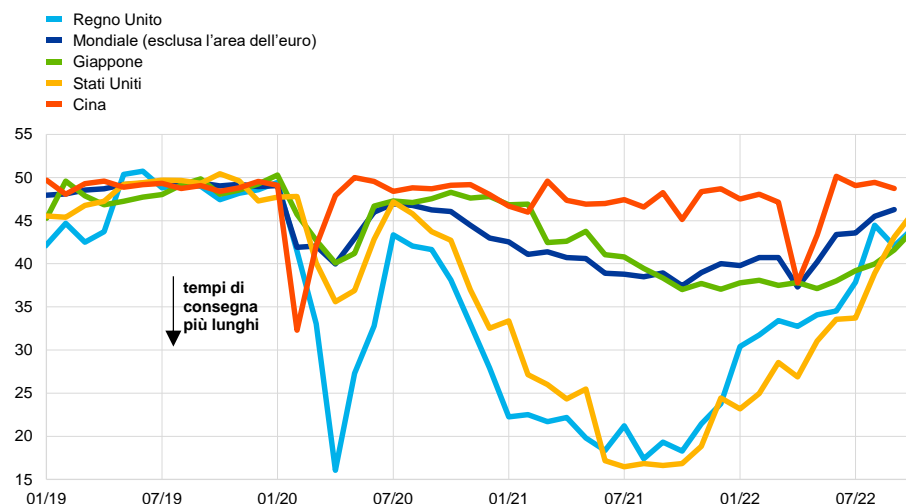
**Vi sono alcune circostanze favorevoli per l'economia mondiale derivanti da un ulteriore allentamento delle pressioni sulle catene di approvvigionamento mondiali.** A settembre l'indice PMI relativo alle carenze dal lato dell'offerta è migliorato per il quinto mese consecutivo (cfr. il grafico 1). Le pressioni dal lato dell'offerta si sono attenuate per tutte le voci e anche l'intervallo tra i vari settori si è ridotto. I miglioramenti dell'offerta e l'indebolimento della domanda spiegano l'allentamento delle strozzature lungo la filiera produttiva, ma permangono rischi al ribasso dovuti a possibili turbative legate alla guerra e a un potenziale peggioramento degli andamenti del COVID-19 in autunno e inverno. D'altro canto, le imprese sembrano essersi adattate a tempi di consegna più lunghi accumulando scorte più ampie e rafforzando la capacità delle rispettive catene di approvvigionamento di resistere agli shock. A settembre, l'indice PMI relativo al rapporto tra scorte e nuovi ordinativi a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) si è collocato al livello più elevato dal 2009 se si esclude la crisi legata al COVID-19 del 2020. Di conseguenza, vi è il rischio che un ulteriore peggioramento delle

prospettive per la domanda mondiale possa determinare un eccesso di scorte in futuro.

### Grafico 1

#### PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022 (stime preliminari per Regno Unito, Stati Uniti e Giappone) e a settembre 2022 per Cina e per la voce "Mondiale (esclusa l'area dell'euro)".

#### **Nonostante l'attenuazione delle pressioni sulla filiera produttiva, la dinamica dell'interscambio mondiale resta moderata in un contesto caratterizzato da un peggioramento delle prospettive economiche internazionali.**

Il commercio di beni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) è rimasto invariato ad agosto, dopo l'espansione registrata a luglio. Il protrarsi della crescita del commercio nelle economie emergenti (EME) è stato compensato da un calo dell'interscambio nelle economie avanzate, in particolare negli Stati Uniti. Al tempo stesso, dati più recenti segnalano prospettive modeste per il commercio mondiale. In particolare, il PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) relativo al prodotto nel settore manifatturiero di settembre e gli ultimi indici sugli ordinativi dall'estero sono diventati ancora più negativi.

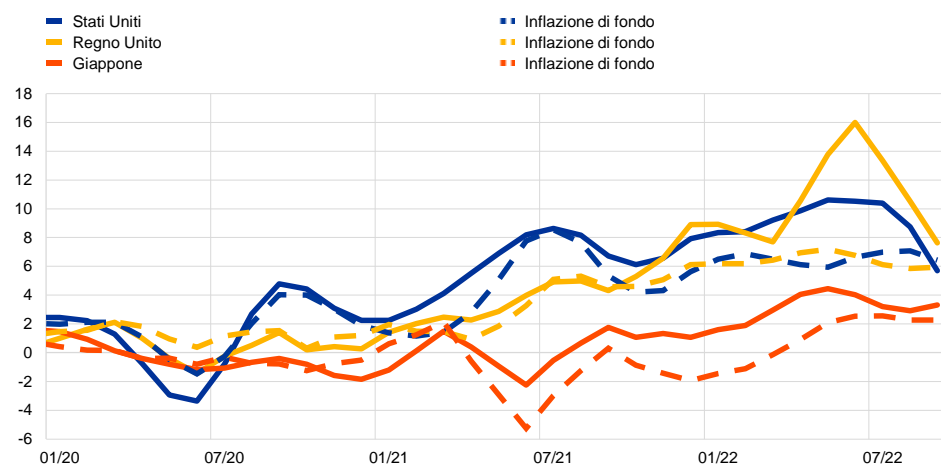
#### **Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono molto elevate.**

Mentre l'inflazione complessiva sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è rimasta stabile al 7,9 per cento ad agosto, l'inflazione al netto delle componenti alimentare ed energetica è salita ulteriormente, raggiungendo il 5,3 per cento. Inoltre la dinamica dell'inflazione di fondo, trainata dall'elevata inflazione dei servizi, resta persistente nei diversi paesi (cfr. il grafico 2). Ciò contrasta con la dinamica dell'inflazione complessiva, che sta diminuendo per effetto del calo dei prezzi dell'energia.

## Grafico 2

### Inflazione complessiva e di fondo in Stati Uniti, Regno Unito e Giappone

(variazioni percentuali annualizzate sui tre mesi precedenti; inflazione complessiva e di fondo)



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

Note: l'inflazione di fondo si riferisce all'inflazione di tutte le voci al netto delle componenti alimentare ed energetica. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022.

### I prezzi delle materie prime energetiche sono diminuiti dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre, in un contesto caratterizzato da prospettive economiche più negative e da una concomitanza di fattori nel mercato del gas.

I corsi petroliferi sono rimasti sostanzialmente stabili dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre (+0,7 per cento), poiché la decisione dell'OPEC+ di ridurre l'offerta di petrolio ha compensato gli effetti della minore domanda dovuta alla crescita moderata dell'economia mondiale. Il 5 ottobre il cartello ha deciso di ridurre il proprio obiettivo di offerta di petrolio di 2 milioni di barili al giorno a partire da novembre, in risposta alla recente tendenza al ribasso dei corsi petroliferi. Tuttavia, l'impatto sull'offerta effettiva dell'OPEC+ dovrebbe essere inferiore, poiché diversi paesi non sono stati in grado di conseguire gli obiettivi di produzione nell'ultimo anno. Nel contempo, il mercato petrolifero è caratterizzato da una notevole incertezza, soprattutto riguardo alle prospettive dell'offerta russa. I paesi del G7 intendono imporre un massimale al prezzo del petrolio, che stabilisca un limite al prezzo pagato da parte di terzi per il petrolio russo, entro il 5 dicembre, data in cui entreranno in vigore le sanzioni dell'Unione europea che vietano le importazioni marittime di greggio russo. I prezzi del gas in Europa sono diminuiti di circa l'80 per cento in un contesto caratterizzato da un calo della domanda di gas dovuto a condizioni meteorologiche più miti del previsto e dalle misure proposte dall'UE per far fronte agli elevati prezzi dell'energia in Europa, compreso il piano di risparmio dell'elettricità che dovrebbe ridurre ulteriormente la domanda di gas. Sui prezzi a pronti del gas hanno inoltre pesato gli elevati livelli di gas stoccati nell'UE, una produzione più elevata di elettricità derivante da energia eolica, una minore domanda di gas industriale e una maggiore offerta di gas naturale liquefatto e di gas proveniente da gasdotti norvegesi, che hanno più che compensato gli effetti della completa chiusura del gasdotto Nord Stream 1 da parte della Russia. Tuttavia, la situazione del mercato europeo del gas resta fragile. Qualsiasi fattore che accresca la domanda di gas, come un inverno più rigido del previsto, implicherebbe il perdurare di una concorrenza serrata nell'assicurare le forniture, acuendo le

pressioni sui prezzi. L'incertezza nel mercato europeo del gas è testimoniata anche dall'elevata curva dei future per tutto il 2023, che prevede un prezzo medio del gas superiore ai 130 euro/MWh, significativamente superiore all'attuale prezzo a pronti.

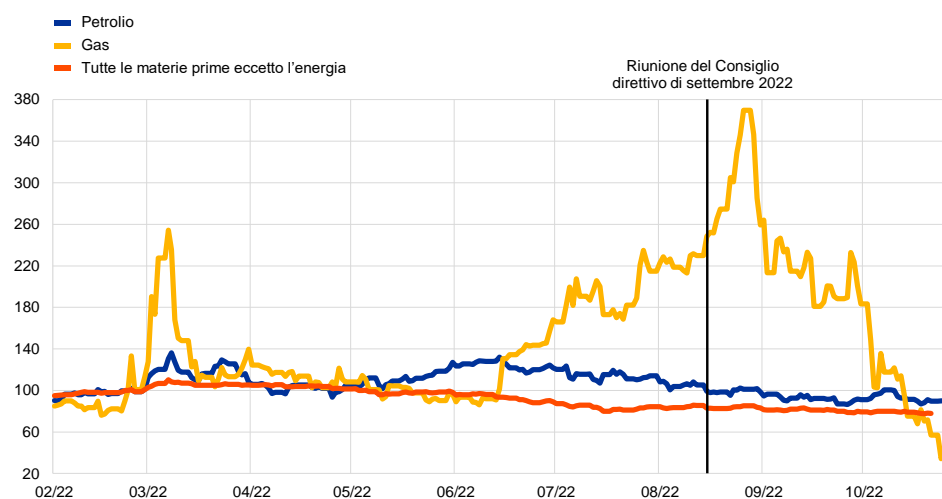
### Il rallentamento economico mondiale ha pesato ulteriormente sui prezzi dei metalli e dei beni alimentari, ma persistono i rischi dal lato dell'offerta.

Dalla riunione di settembre del Consiglio direttivo i prezzi delle materie prime non energetiche hanno subito un lieve calo, del 3,5 per cento, poiché sia i prezzi dei metalli sia quelli dei beni alimentari sono lievemente diminuiti in un contesto di peggioramento delle prospettive di crescita economica. L'allentamento delle pressioni sui prezzi dei beni alimentari è stato altresì favorito dalle migliori prospettive per l'offerta di alcune categorie di alimenti, come soia e caffè. Per contro, i prezzi dei cereali sono aumentati, poiché i recenti andamenti della guerra in Ucraina hanno acuito i timori circa la possibilità di mantenere il corridoio sicuro per le esportazioni di cereali ucraini attraverso il Mar Nero.

### Grafico 3

#### Andamento dei prezzi delle materie prime

(indice: 23 febbraio 2022 = 100)



Fonti: Refinitiv, HWWI ed elaborazioni della BCE.

Note: gas fa riferimento al prezzo del gas TTF olandese. La linea verticale indica la data della riunione del Consiglio direttivo di settembre 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al 26 settembre 2022 per il petrolio e il gas e al 21 settembre 2022 per le materie prime esclusi i beni energetici.

### Negli Stati Uniti, dopo la contrazione dell'attività nella prima metà dell'anno, la crescita dovrebbe rimanere modesta<sup>1</sup>.

Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è diminuita dello 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente, a causa del contributo negativo delle scorte e, in misura minore, degli investimenti privati e dei consumi pubblici. Nel contempo, i consumi privati hanno subito un rallentamento, poiché l'elevata inflazione ha pesato sui redditi reali dall'inizio dell'anno. Nonostante mostrino i primi segnali di raffreddamento, le condizioni del mercato del lavoro restano persistentemente solide, con robusti incrementi dell'occupazione a settembre e un tasso di disoccupazione ancora basso (3,5 per cento). Allo stesso

<sup>1</sup> Secondo la stima preliminare pubblicata dal Bureau of Economic Analysis dopo la riunione del Consiglio direttivo, nel terzo trimestre del 2022 il PIL in termini reali è aumentato a un tasso annuale del 2,6 per cento, riflettendo principalmente una ripresa del contributo dell'interscambio netto.

tempo, l'inflazione si mantiene elevata, data la forte dinamica di quella relativa ai servizi. L'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è scesa all'8,2 per cento a settembre, in presenza di un ulteriore calo dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione sui dodici mesi, al netto delle componenti alimentare ed energetica, è ulteriormente aumentata al 6,6 per cento. In prospettiva, ci si attende che la crescita del PIL rimanga moderata, in un contesto caratterizzato da un significativo inasprimento delle condizioni del credito, soprattutto in risposta alle decisioni del Federal Open Market Committee di innalzare i tassi di interesse di riferimento, nonché dal generale peggioramento delle prospettive economiche mondiali.

**In Cina la crescita del PIL ha registrato una lieve ripresa nel terzo trimestre, ma gli indicatori principali segnalano una perdita di slancio.** Nel terzo trimestre del 2022 l'economia è cresciuta del 3,9 per cento sia sul trimestre precedente, sia sul periodo corrispondente dell'anno precedente. Tale ripresa ha fatto seguito a una brusca decelerazione nel secondo trimestre innescata da un ampio focolaio di COVID-19 e dalle relative rigide misure di contenimento. La crescita del PIL è stata sostenuta dal contributo positivo dell'interscambio netto e da una ripresa degli investimenti e dei consumi, che hanno beneficiato delle misure di stimolo adottate dalle autorità e della riapertura delle attività economiche. Tuttavia, per quanto riguarda la dinamica di settembre, i principali indicatori mensili segnalano già un significativo rallentamento dei consumi, poiché anche il ritmo di crescita delle vendite al dettaglio è diminuito ad agosto. L'economia cinese continua a fronteggiare perduranti circostanze sfavorevoli derivanti dalla strategia zero-COVID, ancora in vigore, e dalle protratte debolezze nel settore immobiliare. Il 20° Congresso del Partito Comunista cinese ha sottolineato la continuità del mandato e delle politiche del Presidente Xi, concentrandosi sull'autosufficienza, per motivi sia economici che di sicurezza, e sul rafforzamento dei settori di proprietà dello Stato, pur minimizzando nel contempo il perseguimento della crescita del PIL a qualunque costo.

**In Giappone l'attività economica dovrebbe continuare la propria ripresa nel terzo trimestre, nonostante alcuni fattori sfavorevoli.** I dati di luglio e agosto suggeriscono che i consumi privati, in particolare nel settore dei servizi, hanno mostrato una buona tenuta a fronte dell'ondata di COVID-19 durante l'estate, sorretti dalla domanda repressa. Tuttavia, la ripresa potrebbe essere ostacolata dall'impatto dei maggiori rincari sul clima di fiducia dei consumatori. L'inflazione complessiva è rimasta al 3,0 per cento a settembre, il livello più elevato da circa 30 anni (al netto dei periodi di aumento dell'IVA). L'aumento dei prezzi dei beni alimentari resta una determinante fondamentale dell'inflazione, rispecchiando i rincari delle materie prime a livello internazionale e l'indebolimento dello yen, nonché l'inflazione dei beni energetici. L'inflazione di fondo è aumentata, pur mantenendosi su livelli più moderati (0,9 per cento). L'aumento delle aspettative di inflazione, sia delle famiglie sia delle imprese, potrebbe segnalare una graduale trasmissione delle pressioni sui costi ai prezzi finali. Ciò suggerisce un potenziale cambiamento nel comportamento tradizionalmente cauto, da parte delle imprese, nella determinazione dei prezzi, fattore che in passato ha pesato sulla loro dinamica in Giappone.

**Nel Regno Unito lo slancio espansivo si è ulteriormente indebolito.** Ad agosto il PIL mensile ha presentato sorprese al ribasso, collocandosi al -0,3 per cento sul mese precedente, di riflesso al calo sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. La flessione delle vendite al dettaglio e il minimo storico registrato dal clima di fiducia dei consumatori hanno ulteriormente evidenziato la debolezza della domanda di questi ultimi, mentre anche gli indicatori di breve periodo hanno segnalato un deterioramento del clima di fiducia delle imprese. Nel terzo trimestre l'economia britannica dovrebbe essere entrata in recessione. A settembre l'inflazione al consumo è salita al 10,1 per cento, a causa dei rincari dei beni alimentari e delle bevande non alcoliche. Nello stesso mese l'inflazione di fondo è aumentata al 6,5 per cento, sospinta in particolare dall'aumento dei prezzi applicati da ristoranti e alberghi.

**Il peggioramento delle prospettive mondiali grava sulla crescita attesa delle EME.** Le indagini segnalano un indebolimento della produzione in gran parte delle EME e un'attenuazione dei nuovi ordinativi dall'estero, a indicare che l'attività dovrebbe peggiorare ulteriormente ora che le imprese manifatturiere hanno recuperato in larga misura i propri arretrati. L'inasprimento globale della politica monetaria influisce sulle condizioni finanziarie e grava sulla produzione industriale nelle economie emergenti. Ciò è dovuto al fatto che, rispetto alle economie avanzate, esse detengono una quota maggiore di passività verso l'estero denominate in dollari statunitensi e la fatturazione in dollari è più diffusa. In Russia gli indicatori mensili segnalano una prolungata recessione, ma non un'ulteriore brusca decelerazione. L'inflazione complessiva è scesa al 14,3 per cento ad agosto a causa del rafforzamento del tasso di cambio del rublo e dell'indebolimento della domanda dei consumatori. Nel complesso, grazie alle politiche perseguite e alle migliori condizioni macroeconomiche (ovvero le minori vulnerabilità) le EME hanno finora evitato le principali turbolenze di mercato osservate nei precedenti episodi di inasprimento delle politiche a livello mondiale.

## 2 Attività economica

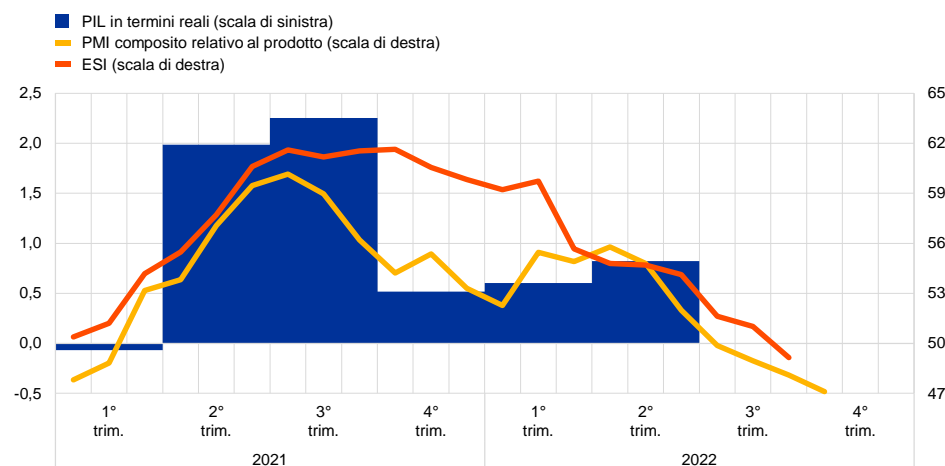
*L'inflazione elevata continua a frenare la spesa e la produzione riducendo il potere d'acquisto e spingendo al rialzo i costi per le imprese. Le gravi interruzioni delle forniture di gas hanno peggiorato ulteriormente la situazione e la fiducia nei diversi settori ha subito un rapido calo. Dopo l'andamento vigoroso dei trimestri precedenti, contestuale alla riapertura delle attività nei settori più colpiti dalle restrizioni dovute alla pandemia, la domanda di servizi sta ora registrando un rallentamento. In aggiunta, in un contesto di persistente incertezza geopolitica e di condizioni di finanziamento più restrittive, l'attività economica mondiale sta crescendo più lentamente. Il deterioramento delle ragioni di scambio sta gravando sui redditi nell'area dell'euro, dal momento che i prezzi delle importazioni aumentano più rapidamente rispetto a quelli delle esportazioni. Nel contempo, sebbene il mercato del lavoro continui a mostrare un andamento positivo, l'indebolimento dell'economia potrebbe determinare un lieve incremento della disoccupazione in futuro. I dati più recenti confermano che i rischi per le prospettive di crescita economica sono chiaramente orientati al ribasso, soprattutto nel breve periodo.*

**Nei primi due trimestri dell'anno il prodotto dell'area dell'euro ha evidenziato una crescita robusta.** Dopo il tasso di crescita dello 0,6 per cento registrato nel primo trimestre del 2022, il PIL in termini reali ha segnato un altro marcato incremento nel trimestre successivo, quando è salito dello 0,8 per cento sul periodo precedente (cfr. il grafico 4). La domanda interna e, sebbene in misura minore, l'interscambio netto hanno fornito un contributo positivo alla crescita, mentre le variazioni delle scorte hanno avuto un lieve impatto negativo. Dal lato della produzione, la crescita del prodotto è stata principalmente sostenuta da un forte incremento nei servizi a valore aggiunto e ha interessato in maniera relativamente generalizzata i paesi dell'area dell'euro. La crescita è stata altresì eterogenea, riflettendo in sostanza la diversa misura in cui la riapertura delle attività nel settore dei servizi e l'aumento del turismo hanno inciso sui diversi paesi. In alcuni di essi, inoltre, la prossimità della guerra in Ucraina, e le contestuali sanzioni nei confronti di Russia e Bielorussia, hanno avuto un chiaro impatto negativo sulla crescita nel secondo trimestre.

## Grafico 4

### 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, S&P Global 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 secondo trimestre del 2022 per il PIL in termini reali, a settembre 2022 per l'ESI e a ottobre 2022 per il PMI composito relativo al prodotto.

#### Nei prossimi trimestri l'attività economica dovrebbe segnare un mercato

**rallentamento.** L'atteso deterioramento delle dinamiche di crescita è principalmente dovuto a quattro fattori interconnessi. In primo luogo, l'inflazione elevata sta frenando la spesa e la produzione nell'intera economia e queste circostanze sfavorevoli sono esacerbate dalle interruzioni nelle forniture di gas. In secondo luogo, il forte recupero della domanda di servizi riconducibile alla riapertura delle attività economiche perderà slancio nei prossimi mesi. In terzo luogo, l'indebolimento della domanda mondiale, in aggiunta all'inasprimento della politica monetaria in molte grandi economie, nonché il peggioramento delle ragioni di scambio, comporteranno un minore sostegno per l'economia dell'area dell'euro. Da ultimo, l'incertezza si conferma elevata e il clima di fiducia è in netto peggioramento.

#### Tale indebolimento è confermato dai dati economici più recenti.

La modesta crescita attesa per il terzo trimestre è riconducibile a un effetto di trascinamento positivo dal secondo trimestre, unito a una dinamica di crescita negativa nel terzo<sup>2</sup>. Nei primi due mesi del terzo trimestre la produzione industriale (al netto delle costruzioni) si è collocata dello 0,5 per cento al di sotto del livello segnato nel secondo trimestre. Nel terzo trimestre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto nell'area dell'euro si è collocato in media a 49,0, ben al di sotto del livello del secondo trimestre e in linea con la contrazione dell'attività. Il PMI ha continuato a diminuire ulteriormente, scendendo a 47,1 a ottobre. Il recente deterioramento delle prospettive di crescita riflette gli andamenti sia nell'industria sia nei servizi, con i primi che risentono delle turbative lungo le catene di approvvigionamento, degli elevati prezzi delle materie prime determinati dall'invasione russa dell'Ucraina e del successivo aumento

<sup>2</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 3 *Effetti di trascinamento e crescita del PIL all'interno del trimestre: stime basate su indicatori mensili* in questo numero del Bollettino.

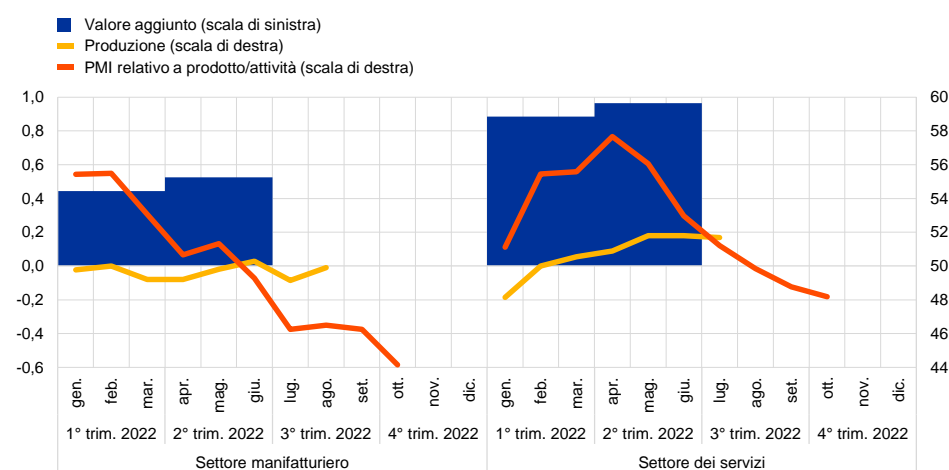


dell'incertezza complessiva (cfr. il grafico 5). Nell'ultima indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters), condotta agli inizi di ottobre, gli intervistati prevedono tre trimestri consecutivi di contrazione del prodotto, a partire dal terzo trimestre di quest'anno<sup>3</sup>. I dati recenti suggeriscono che i rischi alle prospettive di crescita economica sono chiaramente orientati al ribasso, soprattutto nel breve periodo. Su un piano più sostanziale e al di là delle considerazioni di breve periodo, nell'attuale quadro congiunturale è essenziale incrementare il potenziale di crescita e la capacità produttiva dell'area dell'euro, nonché rafforzarne la tenuta. Politiche strutturali opportunamente calibrate offriranno un importante contributo a tale riguardo. Un esempio sarebbe la rapida attuazione dei piani di investimento e di riforma strutturale nell'ambito del programma Next Generation EU.

### Grafico 5

#### Valore aggiunto, produzione e PMI per i settori manifatturiero e dei servizi

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente; scala di destra: indice, febbraio 2021 = 50, indice di diffusione)



Fonti: S&P Global, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022 per il valore aggiunto e a ottobre 2022 per il PMI relativo a prodotto/attività. Nel pannello relativo al settore manifatturiero, l'ultima osservazione si riferisce ad agosto 2022 per la produzione; nel pannello relativo al settore dei servizi l'ultima osservazione per la produzione si riferisce a giugno 2022 (con una stima per luglio 2022 basata sui dati nazionali pubblicati).

#### Nell'area dell'euro il mercato del lavoro si conferma solido, ma registra una lieve perdita di slancio.

Ad agosto 2022 il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,6 per cento, invariato dal mese precedente e circa 0,8 punti percentuali al di sotto del livello precedente la pandemia osservato a febbraio 2020 (cfr. il grafico 6). Nel secondo trimestre del 2022 l'occupazione totale è aumentata dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo essere cresciuta dello 0,6 per cento nel primo trimestre, sostanzialmente in linea con l'attività economica. Per effetto della ripresa economica seguita alla revoca delle restrizioni legate alla pandemia, nel secondo trimestre del 2022 le misure di integrazione salariale hanno interessato lo 0,7 per cento delle forze di lavoro, in calo dall'1,3 per cento circa del primo trimestre. Nel secondo trimestre del 2022 il totale delle ore lavorate ha superato dello 0,4 per cento i livelli precedenti la pandemia. Nondimeno, la ripresa delle ore lavorate dopo la revoca delle restrizioni connesse alla pandemia di coronavirus (COVID-19) rimane

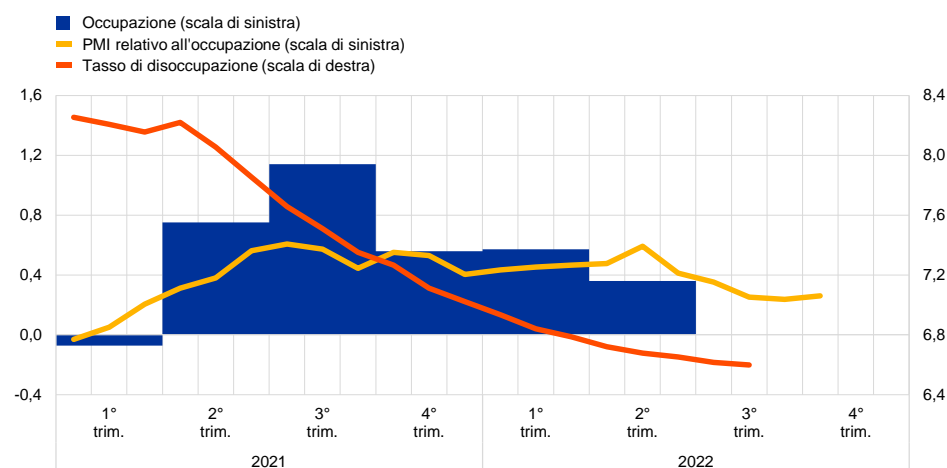
<sup>3</sup> Cfr. *The ECB Survey of Professional Forecasters – Third Quarter of 2022*, BCE, Francoforte sul Meno, 2022.

piuttosto eterogenea nei maggiori paesi dell'area dell'euro e nei principali settori dell'economia<sup>4</sup>.

### Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, S&P Global ed elaborazioni della BCE.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022 per l'occupazione, a ottobre 2022 per il PMI relativo all'occupazione e ad agosto 2022 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, sebbene con alcuni indizi di rallentamento.** Il PMI composito relativo all'occupazione per il terzo trimestre del 2022 è stato pari a 52,8, suggerendo pertanto un'ulteriore crescita della stessa dal trimestre precedente. Tale indice, tuttavia, ha raggiunto il valore massimo a maggio 2022 e gli andamenti degli ultimi mesi indicano una complessiva perdita di slancio. Esaminando le dinamiche nei diversi settori, il PMI relativo all'occupazione continua a indicare una robusta crescita di quest'ultima nei servizi e nel settore manifatturiero, mentre il comparto delle costruzioni mostra segnali di rallentamento.

**Dopo una forte ripresa dell'1 per cento nel secondo trimestre del 2022, la crescita dei consumi reali delle famiglie ha verosimilmente segnato una moderazione nel terzo e dovrebbe ulteriormente indebolirsi nell'ultimo trimestre dell'anno.** Tra aprile e giugno la spesa per servizi è notevolmente aumentata, portando i consumi complessivi su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia. Per contro, in un contesto di inflazione più elevata, di perduranti tensioni dal lato dell'offerta e di accresciuta incertezza, la spesa per beni sia durevoli sia non durevoli si è ridotta. Si stima che nel terzo trimestre la crescita dei consumi sia diminuita, in un quadro caratterizzato dall'aumento dell'inflazione e dell'incertezza e dall'indebolimento della domanda sia dei beni sia dei servizi. Tale debolezza è suggerita dai recenti andamenti delle vendite al dettaglio, che nel corso dei mesi di luglio e agosto 2022 si sono collocate, in media, su un livello dell'1,1 per cento

<sup>4</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 1 *Il ruolo del pubblico impiego durante la crisi legata al COVID-19* nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

inferiore a quello del secondo trimestre. Inoltre, nonostante un aumento nel terzo trimestre, le immatricolazioni di nuove autovetture sono rimaste inferiori del 17 per cento rispetto al livello precedente la pandemia. A ottobre l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è salito, pur confermandosi molto prossimo al minimo storico segnato a settembre e ampiamente al di sotto del livello toccato nel secondo trimestre. A settembre sono diminuite le attese di acquisti di beni rilevanti da parte delle famiglie, in linea con il deterioramento delle aspettative economiche e finanziarie. Anche gli ultimi risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) suggeriscono che a settembre le intenzioni di spesa delle famiglie per le vacanze hanno subito una moderazione (cfr. il pannello a) del grafico 7), in un contesto caratterizzato da un ridimensionamento della ripresa economica seguita alla revoca delle restrizioni legate al COVID-19. Inoltre, le intenzioni delle famiglie di acquistare beni materiali di elevato importo, come automobili ed elettrodomestici, sono rimaste contenute.

**I risparmi delle famiglie potrebbero in parte compensare l'impatto sui consumi esercitato dall'atteso calo del reddito disponibile reale.**

Mentre i risparmi accumulati eccedenti i livelli osservati nel quarto trimestre del 2019 ammontavano a circa 900 miliardi di euro nel secondo trimestre del 2022, ad agosto la loro componente liquida, ossia i depositi eccedenti i livelli del quarto trimestre del 2019, ammontava soltanto a circa 360 miliardi di euro<sup>5</sup>. Inoltre, tali risparmi si concentrano nelle fasce di reddito medie e alte, che spendono una quota inferiore del loro reddito in beni essenziali e sono pertanto meno esposte alla crisi del costo della vita. Per contro, le famiglie appartenenti alle fasce di reddito più basse hanno accumulato riserve più ridotte e, in risposta agli shock ai prezzi dell'energia e dei beni alimentari, potrebbero avere necessità di ridurre i consumi reali e i risparmi o di attingere alle somme accantonate in precedenza. Le famiglie a più basso reddito, in particolare, ritengono inadeguate le misure di sostegno fiscale recentemente introdotte e sono divenute più pessimiste riguardo ai propri consumi, mentre un maggior numero di persone si attende di non essere in grado di pagare entro la scadenza le bollette dei servizi di pubblica utilità<sup>6</sup>. Nel complesso, nonostante i maggiori incentivi al risparmio dovuti al contesto di elevata incertezza, ci si attende che ulteriori riduzioni dei livelli di risparmio forniscano un certo sostegno ai consumi privati. Il tasso di risparmio è già sceso dal 15,2 per cento segnato nel primo trimestre del 2022 al 13,7 per cento nel secondo e ci si attende che diminuisca ulteriormente nella seconda metà dell'anno, in quanto rimane ancora al di sopra della propria media del 12,9 per cento relativa al periodo 1999-2019.

<sup>5</sup> Il calcolo del risparmio e dei depositi accumulati in eccesso rispetto ai corrispondenti livelli di risparmio e flussi di deposito osservati nel quarto trimestre del 2019 non tiene conto delle sottostanti tendenze al rialzo delle variabili nominali, comprese le tendenze al rialzo dei flussi di reddito e di deposito.

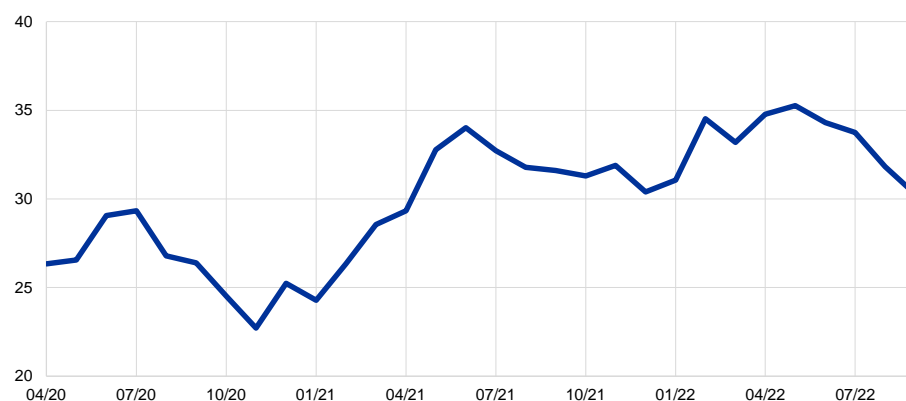
<sup>6</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 4 *L'impatto del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie a basso reddito* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 7

Intenzioni di spesa delle famiglie per le vacanze nei prossimi dodici mesi e andamento del PMI relativo al prodotto per dipendenza energetica e settore

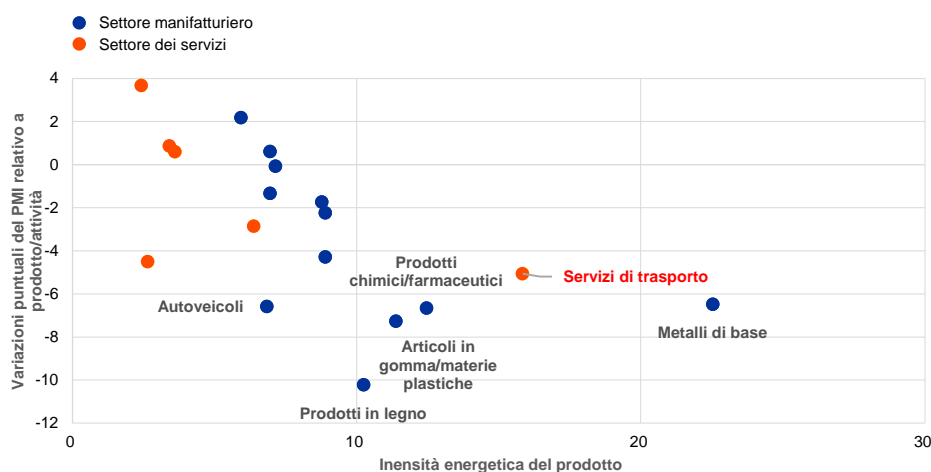
### a) Intenzioni di spesa delle famiglie per le vacanze nei prossimi dodici mesi

(percentuale degli intervistati)



### b) Andamento del PMI relativo al prodotto per dipendenza energetica e settore

(valori percentuali, variazioni puntuali dell'indice PMI relativo a prodotto/attività tra il secondo e il terzo trimestre del 2022)



Fonti: indagini CES, S&P Global, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022.

**Dopo la robusta crescita segnata nel primo semestre del 2022, ci si attende che nel semestre successivo gli investimenti delle imprese rallentino in misura significativa.** Nel secondo trimestre gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (esclusa l'Irlanda) sono aumentati dello 0,8 per cento sul periodo precedente, pur rallentando rispetto ai due trimestri precedenti<sup>7</sup>. La crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature ha subito un marcato rallentamento nel secondo trimestre, nonostante il rafforzamento degli investimenti in mezzi di trasporto, che potrebbe riflettere un allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta nel settore<sup>8</sup>. Tuttavia, gli indicatori disponibili segnalano uno spiccato rallentamento degli investimenti a partire dal terzo trimestre. In base ai dati disponibili fino ad agosto,

<sup>7</sup> Se si include l'Irlanda, l'aumento è pari all'1,8 per cento sul trimestre precedente e riflette, in ampia misura, la nota volatilità dei prodotti di proprietà intellettuale.

<sup>8</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 2 *Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi* in questo numero del Bollettino.

la crescita della produzione industriale di beni di investimento è scesa a circa lo 0,4 per cento sul trimestre precedente. Anche il PMI relativo ai nuovi ordinativi di beni di investimento è sensibilmente diminuito nel terzo trimestre, segnalando un peggioramento delle prospettive per gli ultimi tre mesi dell'anno. Nell'ultima edizione dell'indagine telefonica presso le imprese (Corporate Telephone Survey, CTS) condotta dalla BCE, gli intervistati hanno suggerito che l'attuale prudenza negli investimenti è determinata da un insieme di fattori quali l'elevata incertezza, i rincari dell'energia e i crescenti costi di finanziamento<sup>9</sup>. Gli indici PMI segnalano che si è già verificata una significativa riduzione del prodotto nei settori a maggiore intensità di utilizzo dell'energia (cfr. il pannello b) del grafico 7). La profittabilità sembra in calo mentre l'incertezza, che in genere costituisce un forte disincentivo agli investimenti, è considerevolmente aumentata a partire dall'estate, come mostrano gli indicatori della Commissione europea ricavati dalle indagini. Anche l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2022<sup>10</sup> segnala un ulteriore deterioramento della domanda di prestiti per investimenti fissi nel terzo trimestre dell'anno.

**È probabile che nel terzo trimestre del 2022 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale abbiano registrato un secondo calo consecutivo.**

Stando ad alcuni indicatori di breve periodo, si stima che gli investimenti in edilizia residenziale, dopo una flessione dello 0,7 per cento nel secondo trimestre, siano nuovamente diminuiti nel trimestre successivo. Nel secondo trimestre il numero di concessioni edilizie, un indicatore anticipatore dell'attività nel settore delle costruzioni, ha registrato una contrazione, segnalando un minor numero di nuovi progetti programmati. A luglio e ad agosto il prodotto nel settore delle costruzioni si è collocato, in media, su un livello inferiore dello 0,6 per cento rispetto a quello segnato nel secondo trimestre (cfr. il grafico 8). L'indice PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale è ulteriormente sceso in territorio di contrazione, collocandosi in media a 44,4 nel terzo trimestre, in calo da 48,3 nel secondo. Secondo un'indagine della Commissione europea, anche l'indice relativo alle tendenze dell'attività nel settore delle costruzioni ha continuato a diminuire nel terzo trimestre. Ciò è soprattutto ascrivibile alla flessione della domanda, al deterioramento delle condizioni finanziarie e al peggioramento delle carenze di materiali. Le indagini della BCE confermano l'indebolimento della domanda di investimenti in edilizia residenziale. Nell'edizione di ottobre dell'indagine CTS, i referenti delle imprese di costruzione hanno indicato un calo delle aspettative sull'attività nei prossimi mesi a causa delle più tese condizioni di finanziamento, dei maggiori costi e della più elevata incertezza. L'edizione di agosto dell'indagine CES evidenzia inoltre che, dall'inizio dell'anno, vi è stato un deterioramento da parte delle famiglie sia nella percezione delle abitazioni come valido investimento sia nelle aspettative circa un aumento dei prezzi degli immobili residenziali, specie nelle fasce più alte di reddito. In definitiva, ci si attende che in futuro l'indebolimento della domanda andrà a gravare in misura significativa sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale.

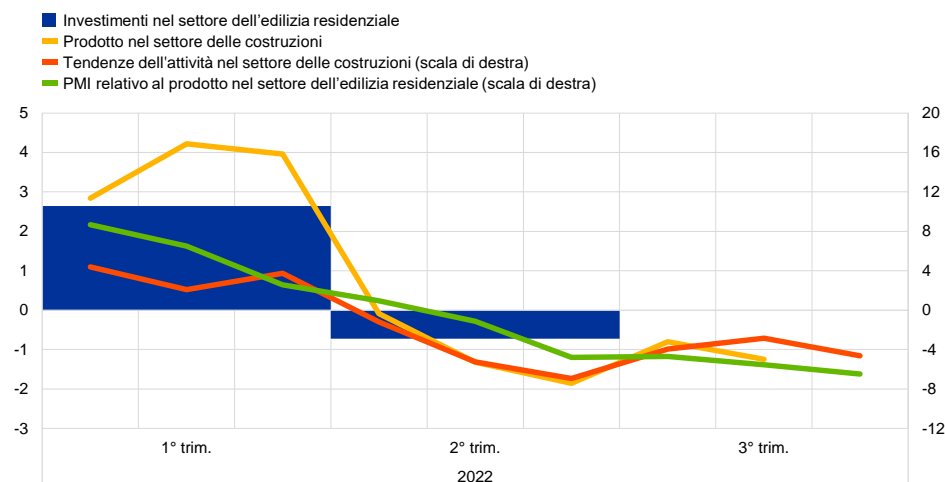
<sup>9</sup> Cfr. il riquadro 5 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie*, op.cit.

<sup>10</sup> Cfr. la sezione 2.1 dell'[edizione di ottobre 2022 dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dalla BCE](#) e la sezione 5 di questo numero del Bollettino.

## Grafico 8

### Investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e indicatori di breve periodo

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



Fonti: Eurostat, Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN), S&P Global ed elaborazioni della BCE.

Note: il PMI è espresso come deviazione da 50. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022 per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, ad agosto 2022 per il prodotto nel settore delle costruzioni e a settembre 2022 per le tendenze dell'attività nel settore delle costruzioni e il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale.

### Ad agosto le esportazioni di beni hanno registrato una ripresa, ma da allora le prospettive a breve termine si sono notevolmente deteriorate.

Ad agosto 2022 le esportazioni nominali di beni verso l'esterno dell'area dell'euro sono moderatamente cresciute dopo il calo segnato a luglio, mentre le importazioni dall'esterno dell'area hanno continuato ad aumentare in misura sostanziale. Dopo essersi stabilizzato a maggio e a giugno, nei due mesi successivi il saldo dell'interscambio di beni si è ulteriormente sbilanciato verso il disavanzo, trainato soprattutto dal rapido aumento dei costi delle importazioni energetiche. I dati ad alta frequenza sul commercio indicano un ulteriore allentamento, nel terzo trimestre del 2022, delle strozzature dal lato dell'offerta<sup>11</sup>. Gli indicatori prospettici segnalano un rallentamento delle esportazioni sia di beni sia di servizi, di riflesso all'ulteriore debolezza delle esportazioni di prodotti manifatturieri e alla moderazione nella crescita dei consumi a seguito del calo dei redditi reali. Il PMI di settembre indica che gli ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero sono ulteriormente scesi in territorio negativo, mentre gli ordinativi dall'estero nel settore dei servizi, dopo una timida ripresa ad agosto, segnalano anch'essi un ulteriore indebolimento. Dopo una vigorosa stagione estiva, a settembre gli indicatori relativi al turismo hanno mostrato alcuni segnali di moderazione.

<sup>11</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 1 *Strozzature dal lato dell'offerta e pressioni sui prezzi nell'interscambio di beni e nel turismo nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

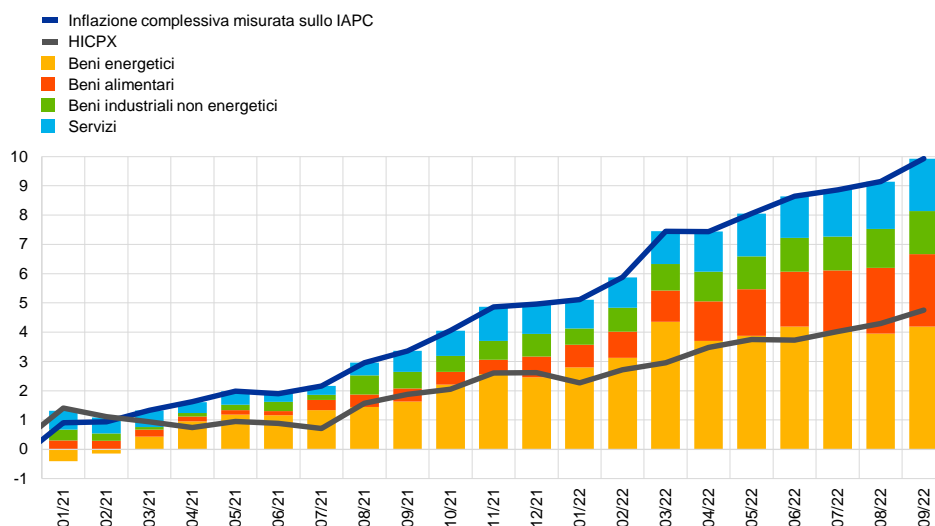
### 3 Prezzi e costi

L'inflazione è aumentata al 9,9 per cento a settembre, di riflesso agli ulteriori incrementi registrati da tutte le componenti. L'inflazione relativa alla componente energetica, pari al 40,7 per cento, è rimasta la determinante principale dell'inflazione complessiva, con un contributo crescente fornito dai prezzi del gas e dell'elettricità. Anche per i beni alimentari si è registrato un ulteriore rialzo dell'inflazione all'11,8 per cento, a seguito degli elevati costi degli input che ne hanno reso più onerosa la produzione. Le strozzature dal lato dell'offerta si stanno gradualmente attenuando, sebbene il loro impatto ritardato stia ancora contribuendo all'inflazione. La domanda repressa, seppur in fase di moderazione, continua a determinare rincari nel settore dei servizi. Il deprezzamento dell'euro ha accentuato l'accumularsi di spinte inflazionistiche. Le pressioni sui prezzi si manifestano in un numero crescente di settori, in parte per effetto dei rincari dell'energia che si trasmettono all'intera economia. Le misure dell'inflazione di fondo sono pertanto rimaste su livelli elevati. Tra queste, l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è cresciuta ulteriormente al 4,8 per cento a settembre.

**L'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 9,9 per cento a settembre, dal 9,1 di agosto.** Questo significativo ulteriore incremento è stato determinato da tutte le principali componenti dello IAPC. La componente energetica ha continuato a contribuire per quasi la metà all'inflazione complessiva, mentre la componente dei beni alimentari contribuisce per un ulteriore quarto; le componenti più volatili, che pesano circa un terzo del paniere, attualmente spiegano tre quarti dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC (cfr. il grafico 9).

**Grafico 9**  
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 settembre 2022.

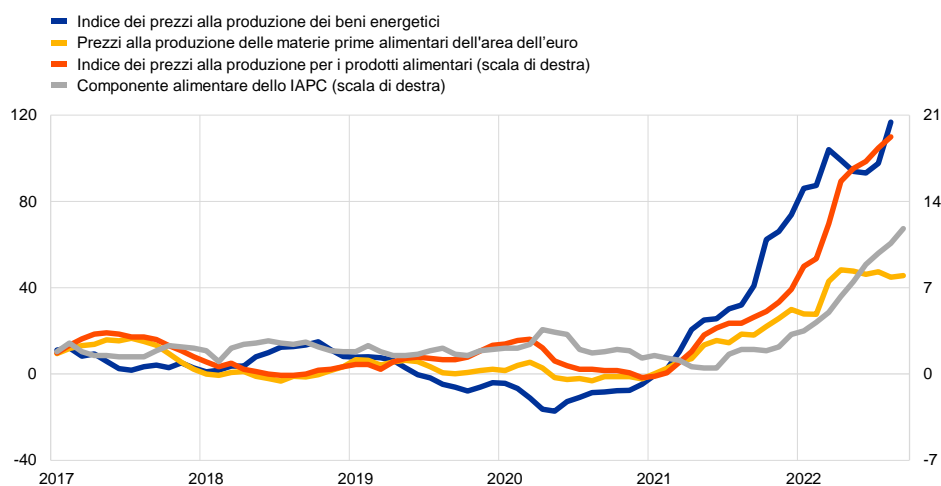
**L'andamento dei prezzi dei beni energetici risente di diversi fattori e, a sua volta, influenza altre componenti dello IAPC.** Il tasso di variazione sui dodici mesi

dei beni energetici dello IAPC è tornato a salire al 40,7 per cento, dopo essere diminuito per due mesi consecutivi, a luglio e agosto. In termini di singole sottocomponenti, tale incremento è riconducibile all'andamento dell'inflazione del gas, che a settembre ha raggiunto il 72,2 per cento (63,1 per cento ad agosto), mentre i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei carburanti per il trasporto privato e dell'elettricità sono rimasti sostanzialmente invariati a settembre, mantenendosi su livelli elevati. Uno dei fattori specifici all'origine dell'aumento del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è stata l'interruzione di alcune misure temporanee dei governi (ad esempio gli sconti sui carburanti per il trasporto in Germania). La crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici è aumentata notevolmente, al 116,8 per cento ad agosto, dopo essere rimasta lievemente più bassa tra maggio e luglio. L'inflazione dei beni alimentari è aumentata considerevolmente, dal 10,6 per cento di agosto all'11,8 di settembre, riflettendo la trasmissione delle pressioni accumulate sui costi e l'impatto della siccità nel periodo estivo. Il tasso di crescita dei prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro si mantiene elevato, sebbene l'incremento sui dodici mesi sia stato relativamente contenuto a settembre, rispetto agli aumenti di inizio anno. Il tasso di crescita dei prezzi dei fertilizzanti è risalito di nuovo, dopo essere diminuito durante l'estate, quando alcuni impianti produttivi hanno chiuso a causa degli elevati prezzi dell'energia. Le pressioni sui costi degli input per i prezzi dei beni alimentari si riscontrano nella dinamica dei prezzi alla produzione nel settore manifatturiero alimentare (cfr. il grafico 10).

### Grafico 10

#### Pressioni sui costi degli input energetici e alimentari per i prezzi dei beni alimentari nello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022 per i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e i beni alimentari nello IAPC e ad agosto 2022 per le altre voci.

**Lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è salito ulteriormente, al 4,8 per cento a settembre, a fronte di un incremento nell'inflazione sia dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG), sia dei servizi (cfr. il grafico 9).** L'inflazione dei beni industriali non energetici ha continuato



a salire fino a un livello massimo del 5,5 per cento, trainata dai prezzi dei beni semidurevoli e non durevoli. Mentre l'inflazione dei beni durevoli è rimasta invariata su un livello elevato, la dinamica sul mese precedente si è rafforzata, sospinta dai forti rincari di autovetture e mobili. L'inflazione dei servizi è salita al 4,3 per cento a settembre (dal 3,8 di agosto), con i tassi di crescita dei prezzi dei servizi di trasporto e di servizi vari che hanno subito aumenti più marcati a causa di fattori straordinari. Per quanto riguarda i servizi di trasporto, il principale fattore all'origine di tale incremento è stata la sospensione del biglietto da 9 euro per il trasporto pubblico in Germania, mentre per i servizi vari l'aumento maggiore è stato registrato nei prezzi dell'istruzione, a causa della sospensione degli sconti governativi sulle spese legate a iscrizione e corsi, introdotti durante la crisi legata al COVID-19 nei Paesi Bassi.

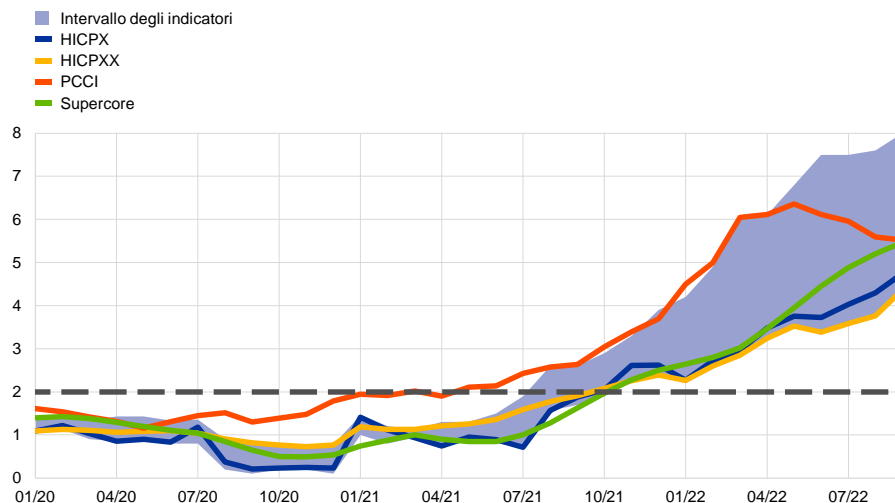
**A settembre la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo ha continuato a registrare un incremento (cfr. il grafico 11).**

Ciò riflette la propagazione delle pressioni sui prezzi a un numero sempre maggiore di settori e componenti dello IAPC. A settembre, oltre la metà delle voci dello IACP ha registrato tassi di inflazione annui superiori al 4 per cento. Se si eliminano dall'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari le voci più volatili legate a viaggi nonché a vestiario e calzature (HICPXX), ciò implica un aumento della misura dal 3,8 al 4,4 per cento. L'indicatore Supercore, che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è salito al 5,5 per cento, dal 5,2 di agosto, mentre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), basata sul modello ed elaborata in modo da escludere le oscillazioni a più breve termine, ma includere la componente energetica, è diminuita lievemente, al 5,5 per cento. Mentre la PCCI è in calo da maggio, di riflesso al rallentamento mensile dell'inflazione dei beni energetici, la PCCI al netto di tale componente è rimasta stabile intorno al 4 per cento da giugno e ha registrato un lieve calo a settembre. Gran parte delle dinamiche dell'inflazione di fondo è attribuibile agli effetti indiretti del marcato aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari e agli sviluppi eccezionali nell'equilibrio tra domanda e offerta indotti dalla pandemia e dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. La natura senza precedenti di tali eventi rende difficile valutare la persistenza del loro impatto sulle diverse misure dell'inflazione di fondo. Un fattore chiave nell'andamento dell'inflazione di fondo è costituito dai salari e dal costo del lavoro. Gli ultimi dati disponibili (per il secondo trimestre del 2022) hanno continuato a indicare una crescita sul periodo corrispondente relativamente moderata sia delle retribuzioni contrattuali (2,4 per cento) sia delle retribuzioni effettive: la crescita del reddito per ora lavorata è stata pari al 3,3 per cento e quella del reddito per occupato ha toccato il 4,4 per cento, sebbene quest'ultima abbia subito una notevole distorsione verso l'alto a causa dell'impatto delle misure di integrazione salariale.

## Grafico 11

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

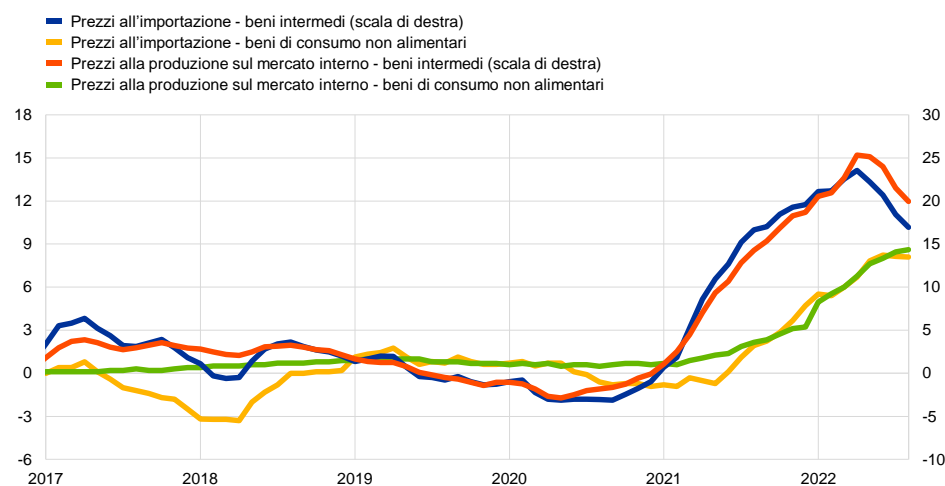
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie troncate del 10 e del 30 per cento e mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia indica l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022.

**Le pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici rimangono forti, nonostante il recente calo dell'inflazione nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 12).** Considerando gli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi importati e venduti sul mercato interno è diminuito per il quarto mese consecutivo, dopo un anno di rialzi persistenti. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è diminuito di 1,5 punti percentuali (dal 18,4 al 16,9 per cento tra luglio e agosto) e quello dei prezzi alla produzione sul mercato interno è diminuito di 1,6 punti percentuali (dal 21,5 al 19,9 per cento nello stesso periodo). Allo stesso tempo, gli andamenti ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi tendono a essere maggiormente influenzati dai prezzi dei beni energetici, per cui i prezzi all'importazione hanno registrato un nuovo forte aumento in agosto. Nelle fasi successive della catena, i tassi di inflazione relativi ai prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari importati e sul mercato interno hanno continuato a offrire indicazioni lievemente contrastanti. Mentre i prezzi all'importazione hanno mostrato segnali di stabilizzazione, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è aumentato fino a raggiungere il massimo storico pari all'8,6 per cento.

## Grafico 12

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022.

**Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini sono rimaste stabili, su livelli prossimi o leggermente superiori al 2 per cento, e sostanzialmente in linea con le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (cfr. il grafico 13).** In base all'indagine della

BCE effettuata presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il quarto trimestre del 2022, le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2027) si sono mantenute stabili al 2,2 per cento. Lo stesso vale per le aspettative a più lungo termine ricavate dall'indagine di Consensus Economics di ottobre (per il 2027), che si attestano al 2,1 per cento, e per quelle basate sulle indagini condotte nello stesso mese dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), che prevedono un livello pari al 2,0 per cento per il 2026. L'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES) ad agosto ha altresì mostrato che le aspettative di inflazione a più lungo termine (con un orizzonte triennale) sono rimaste stabili rispetto a luglio<sup>12</sup>. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) hanno continuato a presentare una certa volatilità nel periodo in esame. Le scadenze a breve termine sono rimaste volatili, anche in seguito agli andamenti del mercato dell'energia, mentre quelle a più lungo termine si sono dimostrate più stabili. Nell'attuale contesto tali misure suggeriscono che l'inflazione potrebbe tornare su livelli prossimi al 2 per cento già entro la fine del 2023, anziché nel corso del 2024, come previsto prima della riunione del Consiglio direttivo di settembre. Tuttavia, le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine sono lievemente aumentate nel periodo in esame. Il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è aumentato di 10 punti base, al 2,3 per cento. È importante notare che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono un indicatore

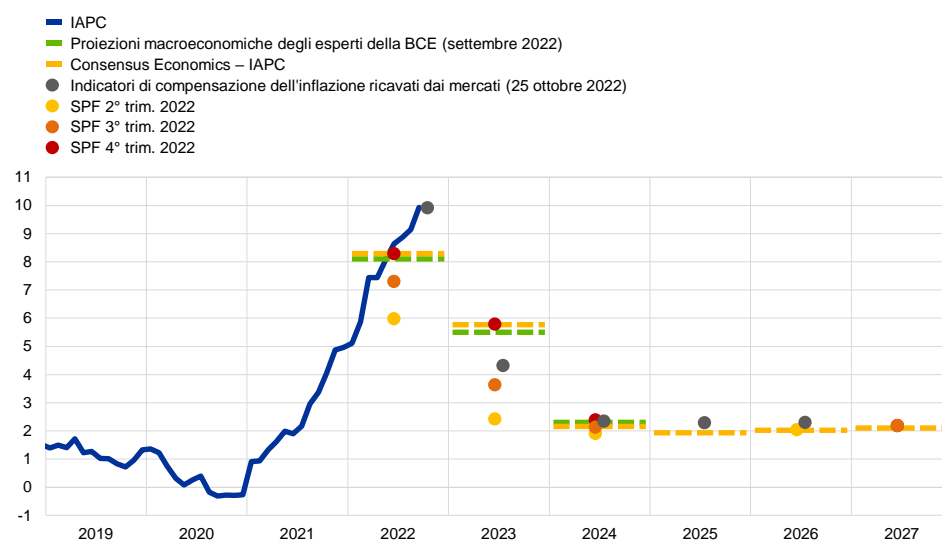
<sup>12</sup> Cfr. [ECB Consumer Expectations Survey results – August 2022](#), comunicato stampa, 7 ottobre 2022.

diretto delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto contengono premi per il rischio di inflazione volti a compensarne l'incertezza.

### Grafico 13

#### 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 della BCE* 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 al 25 ottobre 2022. L'indagine della BCE presso i previsori professionali relativa al quarto trimestre del 2022 è stata svolta tra il 30 settembre e il 6 ottobre 2022. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a ottobre 2022. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 25 agosto 2022. Le ultime osservazioni per lo IAPC si riferiscono a settembre 2022.

#### I rischi per le prospettive di inflazione sono prevalentemente orientati al rialzo.

Il rischio principale nel breve periodo è costituito da un ulteriore incremento dei prezzi al dettaglio dell'energia. A medio termine, l'inflazione potrebbe rivelarsi più alta delle aspettative se si verificassero ulteriori rincari dei beni energetici e delle materie prime alimentari, una maggiore trasmissione ai prezzi al consumo, un persistente peggioramento della capacità produttiva dell'economia dell'area dell'euro, un protratto incremento delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo della BCE o aumenti salariali maggiori del previsto. Per contro, un calo dei costi dell'energia e un ulteriore indebolimento della domanda ridurrebbero le pressioni sui prezzi.

*Nel periodo in esame, compreso tra l'8 settembre e il 26 ottobre 2022, i prezzi delle attività finanziarie nell'area dell'euro si sono mantenuti volatili e gli operatori di mercato hanno continuato ad aggiornare le proprie aspettative in merito a un più rapido e marcato aumento dei tassi di riferimento nell'area dell'euro e a livello mondiale. Tale revisione delle aspettative si è riflessa sui tassi privi di rischio dell'area a breve e lungo termine, entrambi aumentati nel periodo in esame. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono saliti di concerto con i tassi privi di rischio, per cui i relativi differenziali hanno registrato variazioni contenute, pur esibendo una certa volatilità in alcuni paesi. L'aumento dei tassi e il deterioramento delle prospettive di crescita hanno pesato sulle attività societarie rischiose: i differenziali sulle obbligazioni societarie europee si sono ampliati e le quotazioni azionarie hanno mostrato una volatilità e un livello di differenziazione elevati nei vari settori. L'euro si è sostanzialmente apprezzato su base ponderata per l'interscambio, ma solo in misura limitata rispetto al dollaro statunitense.*

**Dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre, i tassi a breve termine privi di rischio nell'area dell'euro sono aumentati via via che gli operatori di mercato rivedevano le proprie aspettative riguardo a un inasprimento più rapido e pronunciato della politica monetaria.** Nel periodo in esame l'€STR si è collocato mediamente a 57 punti base, valore che rappresenta la media ponderata fra -8,5 punti base tra l'8 e il 13 settembre e 66 punti base dopo il 14 settembre, a seguito dell'aumento dei tassi di interesse deciso a settembre dalla BCE. La liquidità in eccesso è aumentata di circa 86 miliardi di euro, salendo a 4.682 miliardi. La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basato sul tasso di riferimento €STR, ha evidenziato una volatilità superiore alla media. Nel complesso, poiché i timori degli operatori di mercato riguardo all'inflazione hanno avuto maggior peso rispetto alle crescenti preoccupazioni per una possibile recessione, la curva a termine del tasso OIS ha lasciato emergere in maniera sempre più evidente le aspettative di un inasprimento più rapido e pronunciato della politica dei tassi da parte della BCE. Al termine del periodo di riferimento, la curva a termine del tasso OIS incorpora un aumento cumulato dei tassi di circa 134 punti base per la fine del 2022, con un tasso massimo pari a circa il 3,0 per cento nell'ultima parte del 2023.

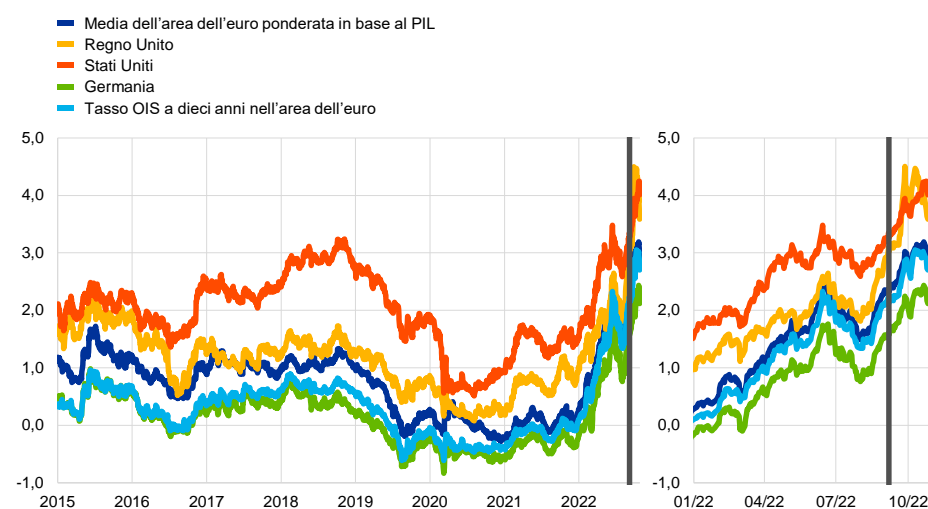
**I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono aumentati a fronte della revisione da parte dei mercati delle aspettative sulla futura traiettoria della politica monetaria (cfr. il grafico 14).** Tale incremento è stato accompagnato da significative fluttuazioni intermedie, principalmente in risposta alla pubblicazione di dati macroeconomici e all'andamento dei prezzi dell'energia, nonché alle oscillazioni del mercato legate all'annuncio di un nuovo pacchetto di misure di bilancio espansive nel Regno Unito e al successivo intervento della Bank of England. Su base netta i rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati considerevolmente: i rendimenti medi ponderati per il PIL dei titoli di Stato decennali sono cresciuti di 48 punti base rispetto al livello registrato al momento della riunione di settembre del Consiglio direttivo, portandosi al 2,9 per cento circa. Analogamente, i rendimenti delle obbligazioni sovrane decennali di Stati Uniti, Regno Unito e Germania sono saliti di 68, 42 e 40 punti base, portandosi

rispettivamente al 4,0, al 3,6 e al 2,1 per cento. Anche i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno mostrato una maggiore volatilità, in misura diversa nei vari paesi, ma in generale il loro andamento ha sostanzialmente rispecchiato quello dei tassi privi di rischio. Pertanto il differenziale medio tra i rendimenti aggregati e ponderati per il PIL delle obbligazioni sovrane decennali dell'area dell'euro e il tasso OIS è rimasto relativamente stabile, collocandosi allo 0,20 per cento circa.

### Grafico 14

#### 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 (8 settembre 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 26 ottobre 2022.

#### I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono lievemente ampliati nel periodo in esame, in un contesto caratterizzato da tassi privi di rischio più elevati, con incrementi più marcati nel segmento ad alto rendimento.

I crescenti timori circa un futuro rallentamento della crescita economica e una politica monetaria più restrittiva rispetto alle attese hanno contribuito a far sì che i differenziali si ampliassero lievemente nel periodo esaminato. Nel caso delle obbligazioni societarie ad alto rendimento, essi sono aumentati di 49 punti base, mentre quelli sui titoli societari di qualità più elevata (investment grade) hanno mostrato una certa tenuta, chiudendo il periodo in esame con un rialzo di 22 punti base.

**In tale intervallo temporale, i mercati azionari europei sono saliti, pur continuando a evidenziare un'elevata volatilità per via delle incertezze e dei fattori macroeconomici sfavorevoli.** Al di là dell'impatto negativo dell'aumento dei tassi privi di rischio, i timori degli operatori di mercato erano anche legati all'andamento degli utili societari e alle indicazioni da esso derivanti su come le imprese stavano affrontando l'aumento dei costi energetici e dei tassi di interesse. Sebbene gli operatori prevedessero che la maggior parte dei settori avrebbe risentito negativamente dell'aumento dei tassi di interesse, non tutti i settori sono stati colpiti allo stesso modo: ad esempio, il settore bancario ha potuto trarre beneficio, nel breve termine, da un aumento dei margini di interesse netti. Tale differenziazione è

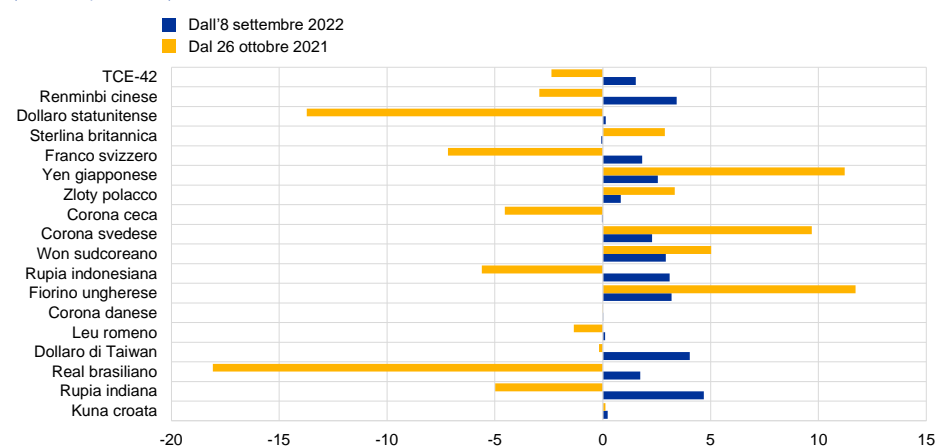
stata evidente nei corsi azionari: quelli delle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti dello 0,6 per cento, mentre quelli bancari sono aumentati del 6,3 per cento. Complessivamente, le quotazioni dei titoli azionari nell'area dell'euro hanno beneficiato di un calo del premio per il rischio azionario (cfr. la sezione 5). Tale differenza tra SNF e istituti di credito è stata meno marcata negli Stati Uniti, dove le quotazioni azionarie sono scese del 4,3 per cento per le prime e dell'1,3 per i secondi.

**Sui mercati dei cambi, l'euro si è ampiamente apprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 15).** 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 apprezzato dell'1,5 per cento. Per quel che riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, malgrado alcune oscillazioni intermedie, l'euro si è mantenuto su un livello sostanzialmente invariato nei confronti del dollaro statunitense e della sterlina britannica, apprezzandosi e deprezzandosi rispettivamente dello 0,1 per cento nei confronti delle due valute. Il rafforzamento della moneta unica europea è stato maggiore rispetto ad altre divise delle principali economie avanzate, tra cui lo yen giapponese e il franco svizzero, nei confronti dei quali essa si è apprezzata del 2,6 e dell'1,8 per cento rispettivamente. L'euro si è sostanzialmente rafforzato anche nel cambio con le divise della maggior parte dei principali mercati emergenti, con un apprezzamento del 3,4 per cento rispetto al renminbi cinese, così come nei confronti delle valute di paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

### Grafico 15

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 26 ottobre 2022.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*I tassi applicati ai prestiti bancari e i costi di provvista per le banche sono ulteriormente aumentati, con il proseguire della normalizzazione della politica monetaria. I prestiti bancari alle imprese si sono mantenuti robusti a settembre, mentre il credito alle famiglie ha registrato una moderazione. Nel periodo tra l'8 settembre e il 26 ottobre il costo dell'emissione di debito sul mercato e, in misura molto inferiore, quello del finanziamento azionario sono aumentati. Dall'ultima indagine sul credito bancario emerge che i criteri per la concessione di prestiti a imprese e famiglie sono divenuti considerevolmente più restrittivi nel terzo trimestre del 2022, in ragione dei crescenti rischi al ribasso per la crescita economica e della normalizzazione in atto nella politica monetaria. L'accelerazione della crescita dell'aggregato monetario ampio, nel mese di settembre, è stata sospinta da un fattore tecnico una tantum in assenza del quale l'espansione di M3 avrebbe segnato una moderazione rispetto ad agosto.*

**I costi della raccolta delle banche dell'area dell'euro sono aumentati ulteriormente, di riflesso alle variazioni dei tassi privi di rischio e di mercato, mentre prosegue la normalizzazione della politica monetaria.** Ad agosto il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro ha continuato a evidenziare una tendenza al rialzo (cfr. il pannello a) del grafico 16). Tale andamento è riconducibile a due fattori. In primo luogo, con la normalizzazione della politica monetaria, i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono aumentati bruscamente, di pari passo con i tassi di mercato e privi di rischio, raggiungendo il livello più elevato dal 2012 (cfr. il pannello b) del grafico 16). In secondo luogo, i recenti rialzi dei tassi di interesse della BCE hanno fornito alle banche un incentivo ad aumentare la remunerazione sui depositi della clientela. Anche la recente ricalibrazione della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), in risposta all'inatteso e straordinario aumento dell'inflazione, contribuirà alla normalizzazione dei costi della provvista bancaria<sup>13</sup>. La conseguente normalizzazione delle condizioni di finanziamento per imprese e famiglie eserciterà, a sua volta, pressioni al ribasso sull'inflazione, concorrendo a ripristinare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Ad agosto il tasso sui depositi è salito allo 0,24 per cento, 10 punti base al di sopra del livello registrato precedentemente al primo rialzo di luglio. In linea con le regolarità storiche, la trasmissione delle recenti misure di politica monetaria ai depositi è avvenuta con lieve ritardo rispetto alla reazione più immediata dei rendimenti delle obbligazioni bancarie.

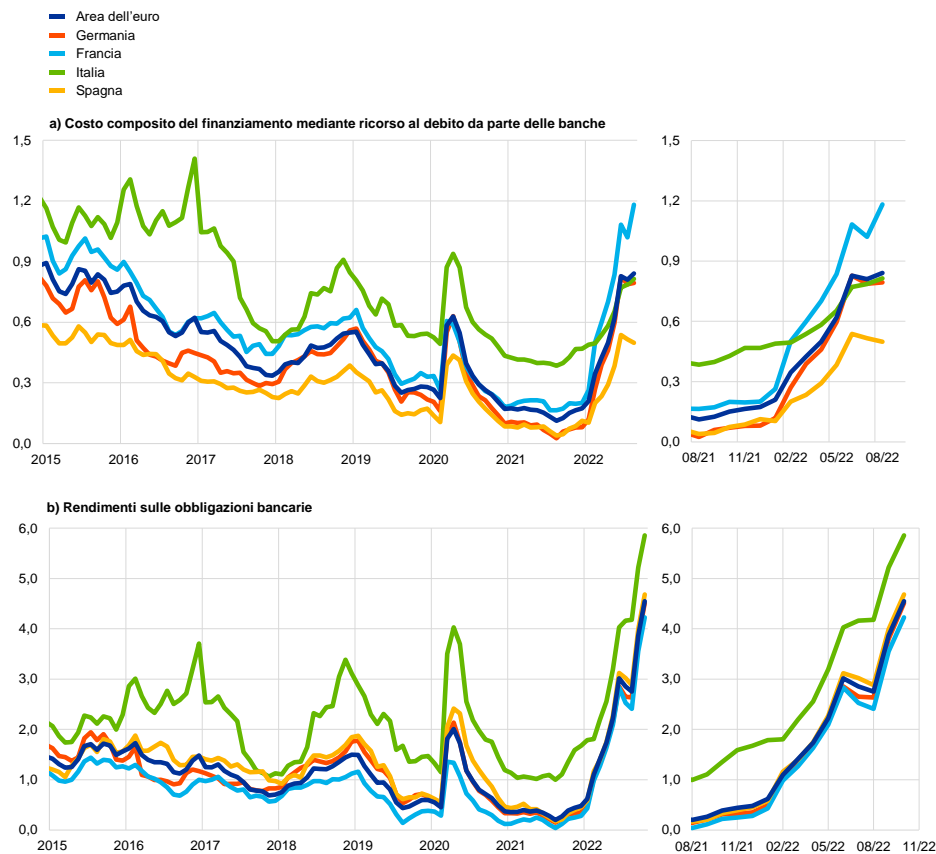
<sup>13</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE ["ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term"](#) del 27 ottobre 2022.



## Grafico 16

### 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 calcolati come 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 le rispettive consistenze in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 26 ottobre 2022 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

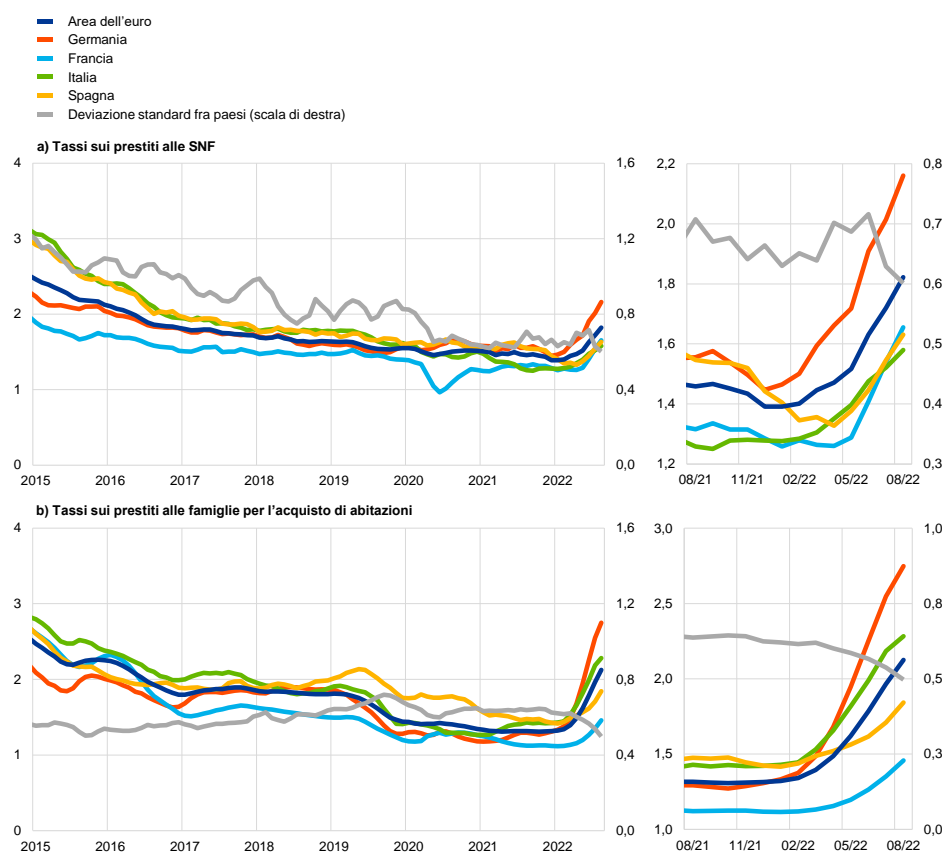
**I tassi sul credito bancario a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati, mentre le banche stanno riducendo l'offerta di prestiti.** Da febbraio 2022, l'aumento dei costi di provvista per le banche ha spinto al rialzo i tassi sui prestiti in tutti i paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico 17), mentre i criteri per la concessione del credito sono divenuti più rigidi. Il tasso composito sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato ulteriormente ad agosto fino al 2,26 per cento, segnando un incremento di 95 punti base rispetto al livello registrato alla fine del 2021. I risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) di agosto 2022 indicano che i consumatori si attendono un ulteriore aumento dei tassi sui mutui ipotecari nei prossimi 12 mesi, dato che diverrà più difficile ottenere prestiti per l'acquisto di abitazioni. Nel contempo, ad agosto i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono aumentati all'1,86 per cento. L'aumento mensile di 8 punti base ha determinato un innalzamento dei tassi sui prestiti alle imprese di 50 punti base, in termini cumulati, dall'inizio del 2022. Per i prossimi mesi, le evidenze disponibili basate sugli indici di diffusione suggeriscono che ulteriori

incrementi dei tassi sui prestiti alle imprese sono probabili<sup>14</sup>. Il differenziale fra i tassi sui prestiti bancari di dimensioni molto contenute e quelli di importo elevato è stato prossimo alla sua media storica e la dispersione fra paesi dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie è lievemente diminuita, a indicare che la trasmissione della restrizione monetaria della BCE sta avvenendo, finora, in maniera ordinata (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 17).

### Grafico 17

#### 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 su 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 ad agosto 2022.

**Nel periodo tra l'8 settembre e il 26 ottobre 2022 il costo per le SNF del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato 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, che include i costi dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, può essere calcolato solo fino ad agosto 2022, quando si è attestato al 5,4 per cento mantenendosi all'incirca sullo stesso livello rispetto al mese precedente. Ciò è il risultato di un aumento del costo del finanziamento basato sul ricorso al mercato nonché dei prestiti bancari sia a breve sia a più lungo termine, interamente

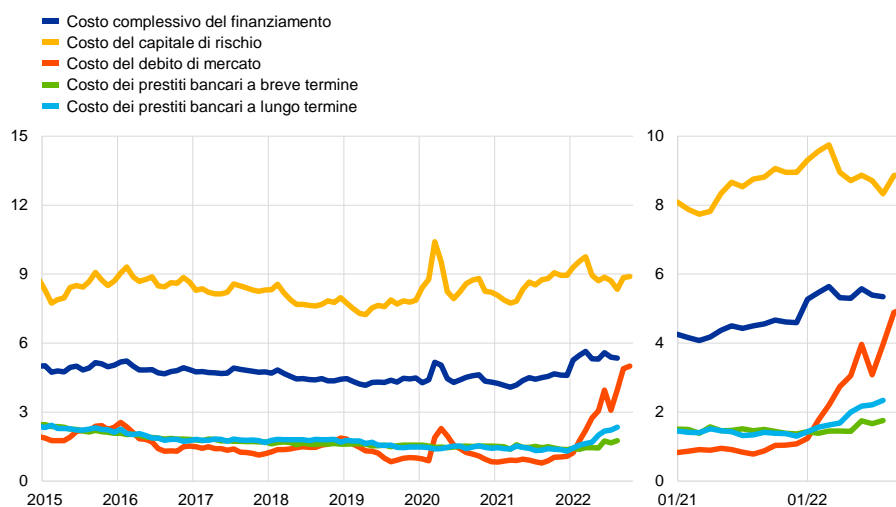
<sup>14</sup> Tali indici, calcolati a partire da dati micro, quantificano il numero netto di banche che stanno innalzando i tassi sui prestiti alle imprese e tendono ad avere proprietà di indicatori anticipatori.

compensato da un calo del costo del capitale di rischio che incide per circa il 50 per cento sull'indice del costo complessivo del finanziamento. Il calo del costo del capitale di rischio è stato a sua volta determinato da una contrazione del premio per il rischio azionario, che ha più che compensato l'impatto dell'aumento del tasso privo di rischio (cfr. il grafico 18). I dati di agosto 2022 sono stati solo di poco inferiori al picco registrato precedentemente nel corso dell'anno, collocandosi su livelli significativamente al di sopra di quelli osservati nei due anni precedenti. Confermando la tendenza al rialzo osservata all'inizio del 2022, dall'8 settembre il costo del debito sul mercato ha registrato un ulteriore, significativo aumento di circa 70 punti base. Ciò è attribuibile a una correzione al rialzo del tasso privo di rischio, nonché a un ulteriore aumento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, sia nel segmento investment-grade sia, in particolare, in quello ad alto rendimento. Il costo del capitale di rischio ha registrato un incremento più moderato, pari a circa 10 punti base, perché l'impatto al rialzo del picco del tasso privo di rischio è stato quasi interamente compensato da un calo del premio per il rischio azionario.

### Grafico 18

#### 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 26 ottobre 2022 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 21 ottobre 2022 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e ad agosto 2022 per il costo totale del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

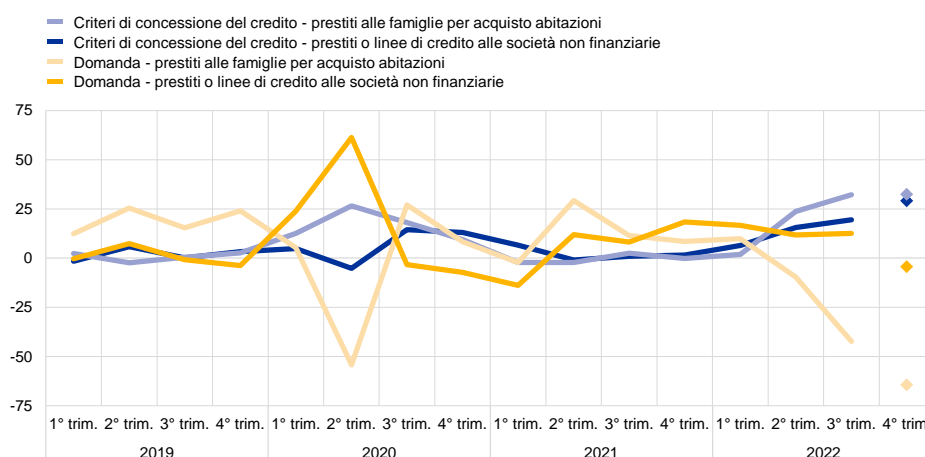
**In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2022, i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono divenuti notevolmente più restrittivi nel terzo trimestre del 2022 (cfr. il grafico 19).** In un contesto caratterizzato dal rallentamento dell'economia e da crescenti timori di recessione, i principali fattori all'origine dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito a imprese e famiglie sono stati i rischi al ribasso connessi alla crescita economica e alla minore tolleranza al rischio da parte delle banche. Nel contesto della normalizzazione in atto nella politica monetaria, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che anche i costi di provvista e i vincoli di bilancio hanno contribuito all'inasprimento dei criteri di

concessione del credito, che nel caso delle imprese si è rivelato più marcato rispetto alle precedenti edizioni dell'indagine. Nel quarto trimestre del 2022 le banche si attendono che l'inasprimento dei criteri di concessione del credito a imprese e famiglie per l'acquisto di abitazioni prosegua.

## Grafico 19

### Variazioni dei criteri di concessione del credito e domanda netta di prestiti alle SNF e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuali nette delle banche che hanno segnalato un inasprimento 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 un "notevole irrigidimento" e un "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 terzo trimestre del 2022.

**La domanda di prestiti da parte delle imprese è salita nel terzo trimestre del 2022, con l'aumento dei costi degli input e del fabbisogno di capitale circolante, mentre la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie è diminuita in un contesto caratterizzato da tassi di interesse più elevati e da un peggioramento del clima di fiducia.** La domanda di prestiti da parte delle imprese ha continuato a essere sostenuta dal fabbisogno di finanziamento per il capitale circolante e dall'aumento delle scorte alla luce degli elevati costi degli input, del rallentamento della domanda e del persistere di strozzature dal lato dell'offerta. Gli investimenti fissi hanno nuovamente esercitato un effetto negativo sulla domanda di prestiti da parte delle imprese, in linea con l'atteso rallentamento degli investimenti. Nel contesto della normalizzazione della politica monetaria, il contributo del livello generale dei tassi di interesse alla domanda di prestiti è divenuto negativo nel terzo trimestre. Il notevole calo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è principalmente riconducibile all'aumento del livello generale dei tassi di interesse e al peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Per il quarto trimestre del 2022 le banche si attendono una diminuzione della domanda di prestiti da parte delle imprese e un ulteriore forte calo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.

**L'indagine suggerisce altresì che le attività di intermediazione creditizia delle banche siano state meno sostenute dalle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE, per via della normalizzazione in atto.**

Le banche hanno segnalato che l'accesso alla cartolarizzazione della provvista al dettaglio e, in particolare, ai titoli di debito a medio e a lungo termine è stato più arduo nel terzo trimestre del 2022, di riflesso all'inasprimento delle condizioni dei mercati finanziari, cui le banche devono far fronte nel contesto di normalizzazione della politica monetaria. Hanno inoltre dichiarato che, negli ultimi sei mesi, i programmi di acquisto di attività della BCE hanno avuto un impatto negativo sulla loro posizione di liquidità, sulle condizioni di finanziamento disponibili sul mercato e sulla loro redditività, nel contesto della conclusione degli acquisti netti. Durante tale periodo, che ha coinciso in parte con la fase in cui il tasso sui depositi presso la banca centrale della BCE era ancora negativo, le banche hanno segnalato che il tasso sui depositi presso la banca centrale ha avuto un effetto positivo, seppur esiguo, sui volumi di prestito e un effetto negativo diretto sulla redditività. Hanno indicato altresì che le OMRLT-III hanno prodotto un minore impatto positivo sulla loro condizione finanziaria e sui volumi dei prestiti, nonché un minore effetto di allentamento netto sui termini e sulle condizioni applicati al credito alle imprese e alle famiglie rispetto alla precedente rilevazione.

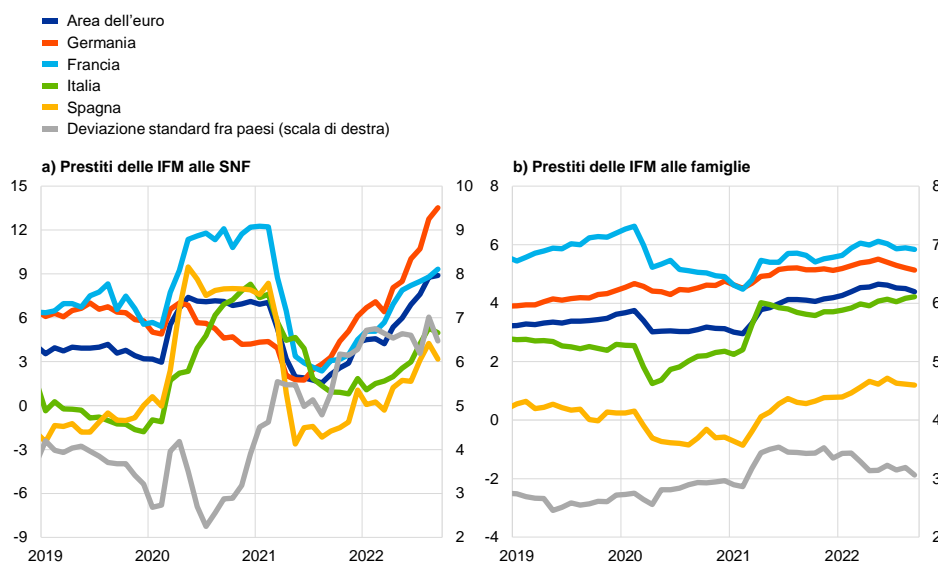
**I prestiti bancari alle imprese si sono mantenuti robusti a settembre, mentre il credito alle famiglie ha registrato una moderazione.**

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è salito all'8,9 per cento a settembre, dall'8,8 di agosto, nonostante flussi netti di entità minore rispetto ai mesi precedenti (cfr. il pannello a) del grafico 20). Il forte tasso di crescita dei prestiti alle imprese riflette un elevato fabbisogno di finanziamento per scorte e capitale circolante e un minor ricorso all'emissione di titoli di debito, per effetto di un più marcato aumento dei costi di finanziamento sul mercato rispetto a quelli del finanziamento bancario. I prestiti a più breve termine hanno fornito il maggiore contributo alla crescita dei prestiti alle imprese, data la persistenza di strozzature dal lato dell'offerta, di più elevati costi degli input e di livelli eccezionalmente alti di incertezza, tutti fattori che aumentano il fabbisogno di capitale circolante delle imprese. I prestiti a più lungo termine hanno fornito un contributo esiguo, in linea con l'indebolimento degli investimenti e il peggioramento del clima di fiducia delle imprese. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso al 4,4 per cento a settembre, dal 4,5 di agosto (cfr. il pannello b) del grafico 20). I mutui per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti, confermando il cambio di tendenza della loro dinamica, a seguito dell'inasprimento dei criteri per la concessione del credito da parte delle banche e del peggioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali.

## Grafico 20

### 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 (IFM) 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 settembre 2022.

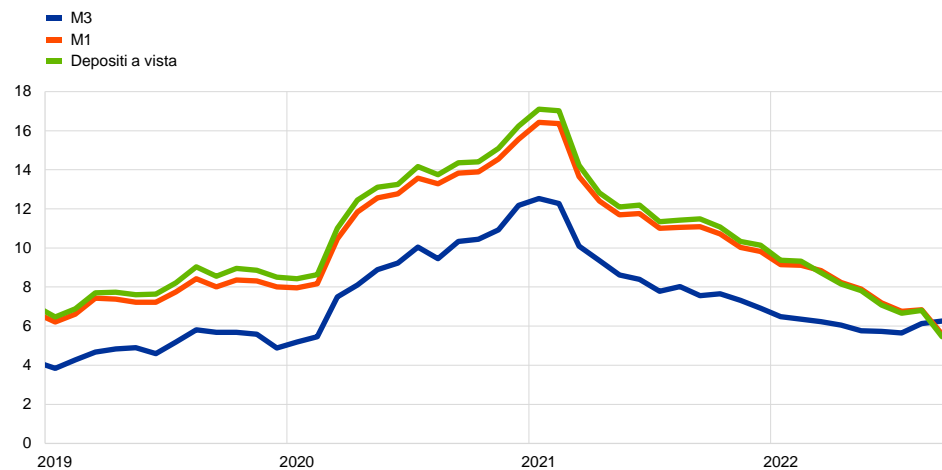
**Il ritmo di espansione dei depositi a vista è calato a settembre, nel contesto di normalizzazione della politica monetaria.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è marcatamente diminuito al 5,6 per cento a settembre, dal 6,8 di agosto (cfr. il grafico 21). Inoltre, tale andamento è sovrastimato a causa di un fattore tecnico una tantum in assenza del quale il tasso di crescita sui dodici mesi rilevato a settembre sarebbe stato inferiore, e più vicino al 4,8 per cento<sup>15</sup>. La diminuzione è riconducibile alla sostituzione su vasta scala dei depositi a vista con quelli a termine, dovuta alla maggiore remunerazione, per imprese e famiglie, dei depositi a termine rispetto a quelli a vista, in seguito all'aumento dei tassi di riferimento. Le imprese e gli altri intermediari finanziari (AIF) hanno registrato deflussi dai depositi a vista con significativi flussi netti positivi di depositi a termine. Anche le famiglie hanno trovato convenienti i depositi a termine, ed hanno fatto registrare il più ampio afflusso negli ultimi dieci anni, pur continuando ad aumentare le proprie consistenze di depositi a vista. È probabile che i flussi netti positivi complessivi dei depositi delle famiglie continuino a riflettere motivazioni precauzionali. Nel contempo, la crescita dei depositi di imprese e famiglie è stata eterogenea tra i vari paesi, mettendo in evidenza differenze nei fabbisogni di liquidità e nelle misure di bilancio adottate a livello nazionale.

<sup>15</sup> I dati su M3 relativi a settembre 2022 includono un'ampia posizione temporanea dell'Eurosistema nei confronti di una centrale di compensazione, classificata all'interno del settore delle "società finanziarie non monetaria escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione". Tutti gli aggregati in cui questi depositi confluiscono sono sovrastimati per via di tale fattore tecnico una tantum.

## Grafico 21

### 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 settembre 2022.

**La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentata a settembre. Tale incremento è tuttavia dovuto a un fattore tecnico una tantum senza il quale la crescita di M3 avrebbe registrato una moderazione rispetto ad agosto.** La crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 6,3 per cento a settembre, dopo il 6,1 di agosto e il 5,7 di luglio (cfr. il grafico 21). Tale rialzo della crescita di M3 sui dodici mesi, tuttavia, è stato determinato dal fattore tecnico una tantum menzionato nel paragrafo precedente, che verrà meno nel mese seguente. In assenza di tale fattore, il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi sarebbe sceso al 5,8 per cento circa a settembre. Dal lato delle componenti, la sostituzione con i depositi a termine osservato a settembre ha determinato un significativo calo del contributo dei depositi a vista compresi nell'aggregato ristretto M1 alla crescita su base annua di M3. I depositi a termine inclusi nell'aggregato monetario ampio M3, che hanno beneficiato delle riallocazioni di portafoglio, hanno offerto un maggiore contributo alla crescita di M3 rispetto al mese precedente. Dal lato delle contropartite, il credito al settore privato ha fornito il più ampio contributo alla crescita sui dodici mesi di M3. Il contributo su base annua degli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica ha continuato a diminuire, di riflesso alla conclusione degli acquisti netti di attività a partire da luglio 2022. Al tempo stesso, i deflussi monetari netti verso il resto del mondo hanno continuato a frenare la crescita dell'aggregato monetario ampio, soprattutto a causa dell'impatto avverso dei rincari dell'energia sul saldo commerciale dell'area dell'euro.

# Riquadri

## 1 Strozature dal lato dell'offerta e pressioni sui prezzi nell'interscambio di beni e nel turismo nell'area dell'euro

a cura di Tobias Schuler, Hannah-Maria Hildenbrand e Martina di Sano

**Il presente riquadro si avvale degli indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' indices, PMI) per valutare gli andamenti recenti dell'interscambio di beni e del turismo nell'area dell'euro.**

Entrambi i settori hanno risentito gravemente delle ricadute economiche della pandemia di coronavirus (COVID-19). Per quanto riguarda l'interscambio di beni, l'analisi condotta dagli autori mostra che le strozzature lungo le catene di approvvigionamento hanno storicamente preceduto pressioni al rialzo sui prezzi all'importazione, in particolare per i beni intermedi. Tali pressioni si stanno ora lentamente attenuando con l'indebolimento della domanda di esportazioni e l'adeguamento delle catene di approvvigionamento. Per quanto riguarda l'interscambio di servizi, durante l'estate del 2022 si è osservato un forte aumento della domanda di turismo (che rappresenta il 19 per cento delle esportazioni di servizi ed è stato uno dei settori più colpiti dalla pandemia) all'esterno e all'interno dell'area dell'euro, con un conseguente rialzo dei prezzi nel settore dei servizi turistici e ricreativi. Nei prossimi mesi il venir meno della domanda repressa di viaggi, il calo dei redditi reali, la crescita dell'incertezza e l'aumento dei prezzi potrebbero iniziare a frenare la domanda complessiva di servizi turistici in Europa<sup>1</sup>.

### Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento nell'interscambio di beni si stanno attenuando

**Le pressioni al rialzo sui prezzi degli input connesse alle strozzature dal lato dell'offerta si sono apparentemente attenuate a metà del 2022, pur rimanendo elevate.** Gli indicatori dei PMI relativi agli ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero, ai tempi di consegna dei fornitori e ai prezzi degli input tendono a essere fortemente correlati e mostrano un coerente andamento anticipatore dei punti di svolta. Le variazioni degli ordinativi dall'estero hanno storicamente preceduto di due mesi gli andamenti dei prezzi degli input con un coefficiente di correlazione di 0,70, mentre le variazioni dei tempi di consegna dei fornitori in passato hanno anticipato i prezzi degli input di un mese con un coefficiente di correlazione di 0,84. I punti di svolta negli ordinativi dall'estero e nei tempi di consegna dei fornitori

---

<sup>1</sup> Sebbene una mappatura diretta delle attività turistiche nella bilancia dei pagamenti non sia immediata, la quota sul totale delle esportazioni di servizi potrebbe essere approssimata al 19 per cento nel 2019. Il settore del turismo include i servizi di trasporto passeggeri e quelli connessi ai viaggi, quali ricettivi e di ristorazione, con l'eccezione degli acquisti di beni e servizi di lavoratori a tempo ridotto stagionali e transfrontalieri. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 1 *L'impatto delle misure di chiusura conseguenti ai COVID-19 sull'interscambio dei servizi di viaggio* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

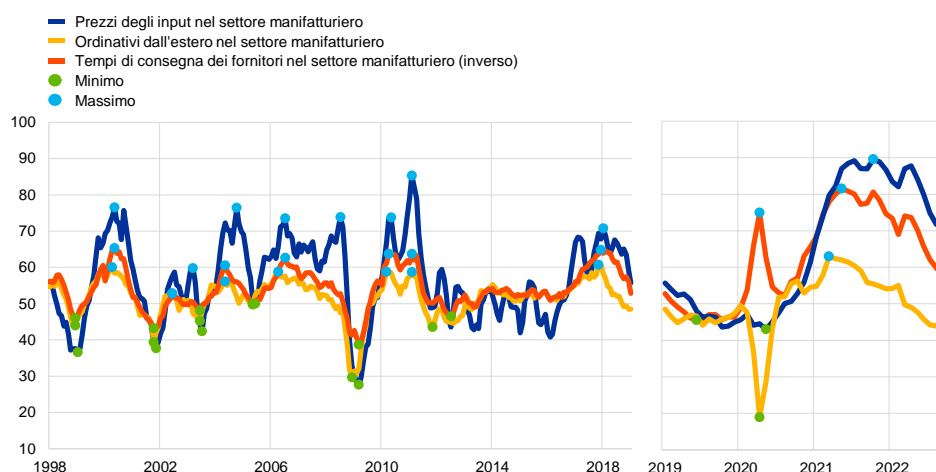


anticipano i prezzi degli input in media di uno o due mesi (cfr. il grafico A)<sup>2</sup>. A metà del 2022 i tempi di consegna dei fornitori, pur rimanendo elevati, hanno iniziato a diminuire, scendendo gradualmente da livelli che avevano raggiunto massimi storici. A seguito di questa attenuazione, le pressioni sui prezzi degli input, segnalate dal PMI, sono lievemente diminuite.

### Grafico A

#### PMI relativo al settore manifatturiero dell'area dell'euro

(indice di diffusione e punti di svolta)



Fonti: S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati destagionalizzati. I dati inclusi nella voce "Ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero" sono riferiti all'interno e all'esterno dell'area dell'euro. I dati inclusi nella voce "Tempi di consegna dei fornitori nel settore manifatturiero" sono riferiti alle consegne estere e nazionali. Si noti che il complemento è creato come indice di diffusione a 100; un valore di complemento più elevato indica maggiori strozzature dal lato dell'offerta. La voce "Minimo" si riferisce ai minimi locali e la voce "Massimo" ai massimi locali nell'andamento ciclico delle serie. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022.

### La crescita dei prezzi dei beni intermedi importati dall'esterno dell'area dell'euro è in rallentamento dalla metà del 2022.

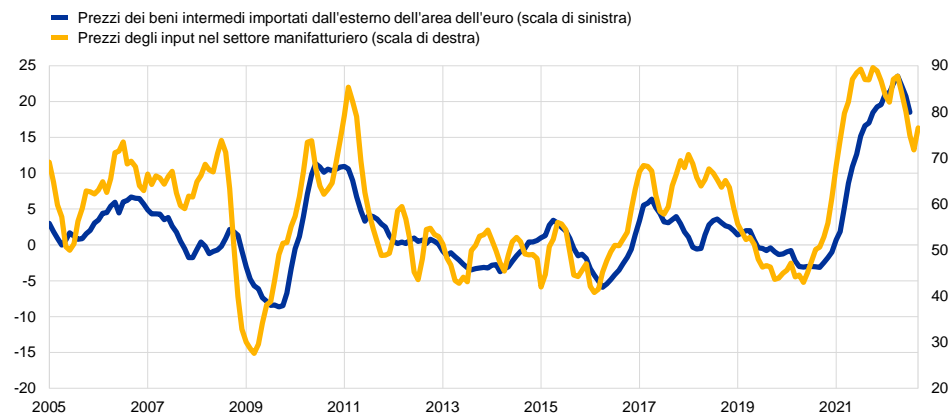
L'indicatore PMI riferito al totale dei prezzi degli input ha iniziato a diminuire verso la fine del 2021, pur rimanendo su un livello elevato, suggerendo che anche la crescita dei prezzi all'importazione dei beni intermedi potrebbe rallentare lievemente, giacché queste variabili tendono a essere strettamente correlate (cfr. il grafico B). Entrambe le variabili mostrano un coefficiente di correlazione di 0,80, con l'indicatore PMI che anticipa i prezzi all'importazione dei beni intermedi di due mesi. Tuttavia, l'elevato livello dell'indicatore PMI relativo ai prezzi degli input a settembre 2022 e la perdurante debolezza dell'euro suggeriscono che le pressioni sui prezzi nel settore manifatturiero rimarranno elevate.

<sup>2</sup> Nel grafico A sono stati invertiti i dati relativi alla voce "Tempi di consegna dei fornitori nel settore manifatturiero" per mostrarne il comovimento con le altre serie. In questo caso, un numero più elevato indica tempi di consegna più lunghi. Gli andamenti dal 2019 al 2022 sono mostrati separatamente, in funzione della particolare rilevanza attribuita nel presente riquadro alle ricadute economiche della pandemia di COVID-19.

## Grafico B

### PMI per i prezzi degli input e prezzi dei beni intermedi importati

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: indice di diffusione)



Fonti: S&P Global, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la correlazione è pari a 0,84 con due ritardi. I prezzi degli input sulla base del PMI corrispondono al totale, inclusi prezzi interni e degli input. L'ultima osservazione si riferisce a luglio 2022 per i prezzi dei beni intermedi importati e a settembre 2022 per i prezzi degli input.

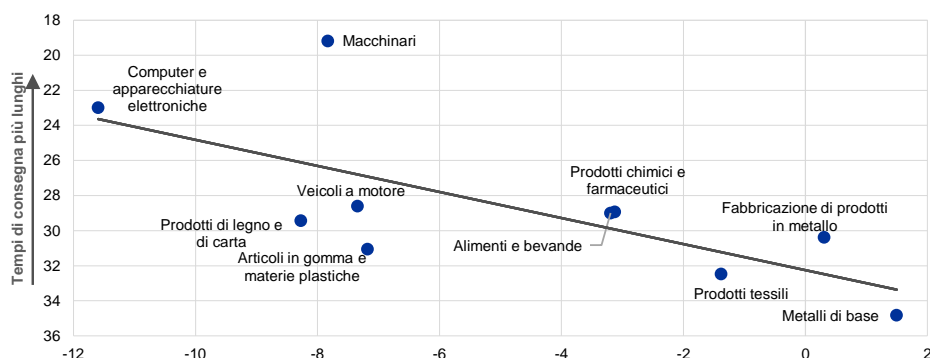
### I dati a livello di settore indicano che tempi di consegna più lunghi sono stati associati alla debolezza delle esportazioni agli inizi del 2022. I settori

caratterizzati da tempi medi di consegna dei fornitori più lunghi nel primo trimestre del 2022 hanno registrato cali più pronunciati delle esportazioni rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (cfr. il grafico C). Ciò è rappresentato dalla linea con andamento decrescente, che riflette un coefficiente di correlazione pari a 0,70.

## Grafico C

### Crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro e tempi di consegna dei fornitori per settore nel primo trimestre del 2022

(asse delle ascisse: variazioni percentuali delle esportazioni sul periodo corrispondente, per trimestre; asse delle ordinate: media trimestrale dell'indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: R è pari a 0,70. L'indice di diffusione sull'asse verticale indica tempi di consegna in aumento rispetto al mese precedente per valori inferiori a 50 e tempi di consegna in diminuzione per valori superiori a 50.

### Tra i settori orientati all'esportazione più colpiti dalle strozzature dal lato dell'offerta si annoverano il comparto di computer e apparecchiature

**elettroniche e quello dei macchinari**<sup>3</sup>. La debolezza nelle esportazioni dei veicoli a motore osservata nel primo trimestre del 2022 rappresenta un riflesso dei tempi di consegna più lunghi per le componenti, soprattutto nel sottosettore delle automobili, mentre i tempi di consegna dei fornitori di metalli di base si sono lievemente ridotti<sup>4</sup>. Nel secondo trimestre del 2022 le strozzature dal lato dell'offerta si sono lievemente allentate, diventando una variabile esplicativa meno significativa per l'andamento delle esportazioni dei settori in questione. In un contesto caratterizzato da un miglioramento delle strozzature, nel secondo trimestre la crescita trimestrale delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro è divenuta positiva nel settore di computer e apparecchiature elettroniche e si è stabilizzata per il settore dei macchinari. Le esportazioni di prodotti di legno e di carta sono diminuite ulteriormente, mentre le strozzature dal lato dell'offerta si sono allentate solo con lentezza. L'attenuazione delle strozzature osservato in tempi molto recenti è stato accompagnato da una minore domanda di beni durevoli, da una moderazione della domanda di beni tecnologici e da un miglioramento dell'offerta di beni commerciabili.

## La ripresa del settore del turismo sta rallentando in presenza di forti pressioni sui prezzi

**Per quanto riguarda i servizi, la vigorosa dinamica del settore del turismo e delle attività ricreative osservata durante la primavera e l'estate ha iniziato a indebolirsi**<sup>5</sup>. Le prenotazioni, approssimate dal PMI relativo ai nuovi ordinativi, tendono a determinare i prezzi nel settore dei servizi turistici e ricreativi con un anticipo medio di uno o due mesi. Gli indici PMI per le serie sui prezzi sono in genere piuttosto stabili in questo settore rispetto, ad esempio, alla maggiore volatilità osservabile nel settore manifatturiero, nonostante alcune oscillazioni precedenti connesse alla maggiore incertezza che caratterizza i viaggi internazionali (cfr. il grafico D). Con la graduale ripresa del settore dei servizi turistici e ricreativi nell'area dell'euro dopo ciascuna ondata della pandemia di COVID-19, le pressioni sui costi degli input e una ripresa eccezionalmente vigorosa della domanda di questo tipo di attività hanno determinato un aumento sempre maggiore dei prezzi degli output in questo settore<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro 4 *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino, che mostra come l'elevata domanda di esportazioni sia alla base dell'aumento delle strozzature osservato nella fase iniziale della ripresa.

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro 2 *Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi* in questo numero del Bollettino.

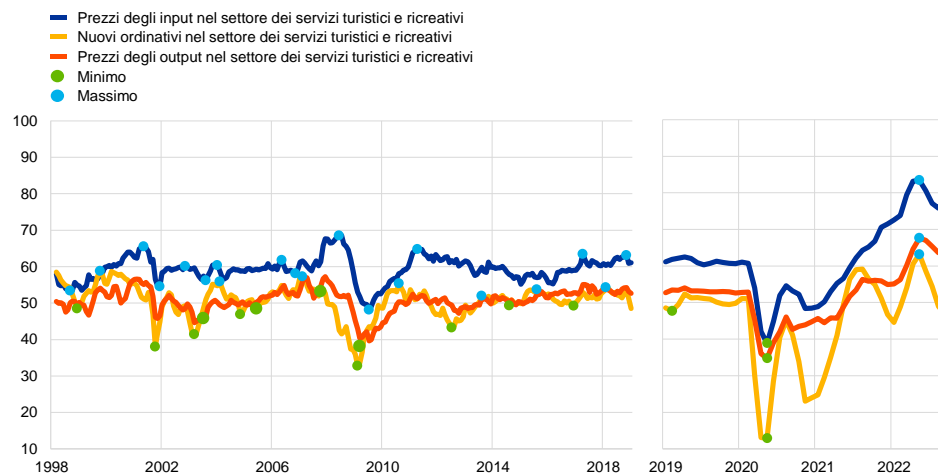
<sup>5</sup> L'indice PMI relativo al settore dei servizi turistici e ricreativi si riferisce, oltre alle attività turistiche, anche a quelle ricreative, che rientrano tra le attività interne.

<sup>6</sup> I dati suggeriscono che anche i margini di profitto in questo settore hanno subito pressioni.

## Grafico D

### PMI relativo al settore dei servizi turistici e ricreativi nell'UE

(media ponderata dell'indice di diffusione e punti di svolta)



Fonti: S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le medie mobili ponderate sono destagionalizzate. Gli indici di diffusione si riferiscono all'UE e includono ordinativi sia interni sia esteri. La voce "Minimo" si riferisce ai minimi locali e la voce "Massimo" ai massimi locali nell'andamento ciclico delle serie. I dati sono disponibili solo per l'UE, non per l'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022.

**L'energia è uno dei fattori alla base dell'andamento dei prezzi degli input nel settore dei servizi turistici e ricreativi.** I prezzi all'importazione dei beni energetici sono fortemente correlati con gli andamenti dell'indicatore PMI per i prezzi degli input. Pertanto possono essere considerati il principale fattore alla base dell'aumento dei prezzi degli input delle attività turistiche e ricreative (cfr. il pannello a) del grafico E)<sup>7</sup>. Gli andamenti del costo del lavoro in questo settore sono meno sincronizzati con quelli dell'indice PMI per i prezzi degli input per il turismo e le attività ricreative.

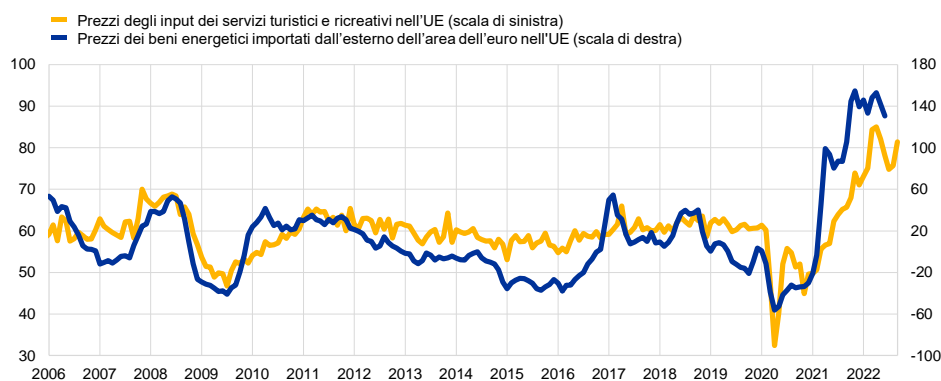
<sup>7</sup> Per maggiori dettagli sull'impostazione metodologica dei PMI, cfr. il riquadro 7 *I dati delle indagini PMI sui prezzi alla produzione degli input e dell'output* nel numero di marzo 2005 del Bollettino mensile della BCE.

## Grafico E

Confronto tra i prezzi dei servizi turistici e ricreativi e quelli dei beni energetici e dei servizi ricettivi nell'UE

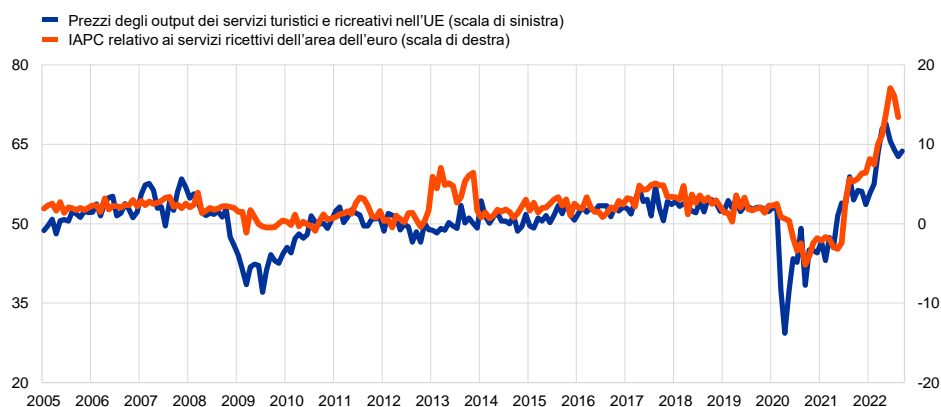
### a) Prezzi degli input dei servizi turistici e ricreativi e prezzi dei beni energetici importati

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



### b) Prezzi degli output dei servizi turistici e IAPC relativo ai servizi ricettivi

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat per i prezzi dei beni energetici importati nell'UE, IAPC per i servizi ricettivi, S&P Global per le serie dei PMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il coefficiente di correlazione è pari a 0,80 nel pannello a) e a 0,70 con un anticipo di 2 mesi nel pannello b). I dati sono destagionalizzati. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2022 per i prezzi dei beni energetici importati nell'UE, ad agosto 2022 per lo IAPC relativo ai servizi ricettivi e a settembre 2022 per i prezzi degli output dei servizi turistici e ricreativi sulla base dei PMI.

**All'inizio dell'anno in corso i prezzi degli output dei servizi turistici e ricreativi hanno raggiunto un picco e ciò potrebbe indicare che le dinamiche dei prezzi al consumo per i servizi ricettivi potrebbero iniziare a rallentare, pur mantenendosi su livelli sostenuti.** Lo IAPC per i servizi ricettivi presenta generalmente un lieve ritardo rispetto agli aumenti dei prezzi del settore dei servizi turistici e ricreativi registrati dai responsabili degli acquisti (cfr. il pannello b) del grafico E). Nell'attuale congiuntura entrambi gli indicatori mostrano che le pressioni sui prezzi potrebbero aver raggiunto il proprio massimo.

**Nei prossimi mesi il venir meno della domanda repressa di viaggi, il calo dei redditi reali, la crescita dell'incertezza e l'aumento dei prezzi potrebbero iniziare a frenare la domanda di servizi turistici e ricreativi.** Tutti gli indicatori riportati nel grafico D hanno raggiunto un massimo locale a maggio 2022 per poi diminuire in linea con il calo delle aspettative relative alla domanda da parte delle agenzie di viaggio. Il deterioramento delle prospettive economiche è stato

accompagnato da altri fattori, quali il venir meno della domanda repressa di viaggi, il calo dei redditi reali e la crescente incertezza menzionati in precedenza. Nel complesso, ciò indica pressioni sui prezzi elevate, ma in graduale stabilizzazione nel settore dei servizi turistici e ricreativi.

## 2 Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi

a cura di Roberto A. De Santis, Martina Di Sano, Vanessa Gunnella e Pedro Neves

**Il presente riquadro esamina i fattori strutturali e ciclici alla base del notevole calo della produzione di veicoli a motore nell'area dell'euro a partire dalla metà del 2018 e del recente marcato aumento dei prezzi delle autovetture.**

La produzione di veicoli a motore nell'area dell'euro è diminuita del 30,4 per cento tra giugno 2018 e agosto 2022. Al calo del 10 per cento verificatosi prima dell'inizio della pandemia, è seguita una diminuzione del 20 per cento nel periodo successivo. Tale andamento, comune ai maggiori paesi dell'area dell'euro, non è stato osservato per altri importanti produttori internazionali di automobili quali Corea del Sud, Stati Uniti e Giappone, che prima del 2020 avevano registrato livelli di produzione sostanzialmente stabili e che dopo la pandemia hanno evidenziato una ripresa più rapida (cfr. il grafico A). Il presente riquadro illustra come il calo della produzione di veicoli a motore e l'aumento dei prezzi delle autovetture possano essere attribuiti a una combinazione di fattori connessi ai più rigorosi test sulle emissioni inquinanti attuati nell'UE a partire dal 2018, alla nuova normativa dell'Unione sulle emissioni di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), alla transizione verso autovetture più ecologiche, alle difficoltà di approvvigionamento di input produttivi, all'aumento dei costi dell'energia e, più di recente, all'incertezza causata dalla guerra in Ucraina<sup>1</sup>. Gli ultimi tre fattori hanno inciso in misura più consistente sulla produzione automobilistica dell'area dell'euro rispetto a quella estera per la partecipazione relativamente maggiore del settore automobilistico dell'area alle catene di approvvigionamento mondiali, la più ampia dipendenza dalle forniture energetiche di provenienza russa e la maggiore incertezza generata dalla prossimità con le aree colpite dalla guerra.

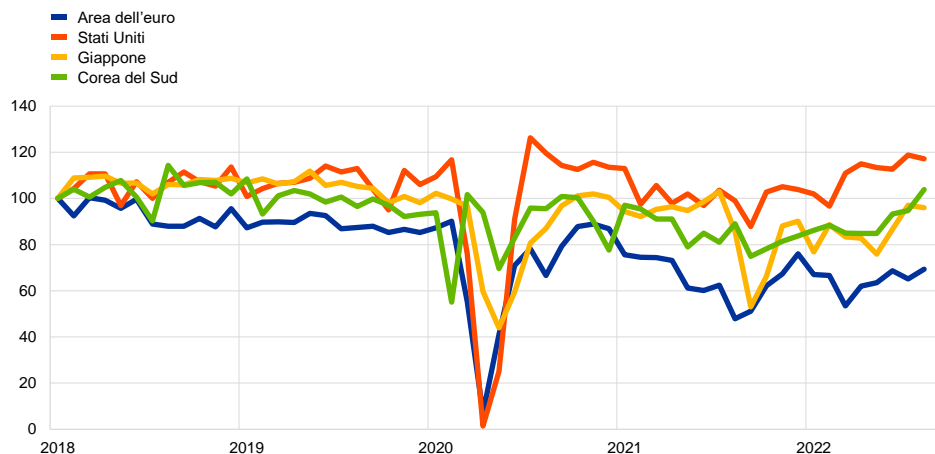
---

<sup>1</sup> Da settembre 2018 tutte le nuove autovetture devono essere certificate in base alla procedura di controllo armonizzata a livello mondiale per i veicoli leggeri ([Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure](#)). Questo test di laboratorio è utilizzato per misurare il consumo di carburante e le emissioni di CO<sub>2</sub> da parte delle autovetture, nonché le relative emissioni inquinanti. Per la normativa sulle emissioni di CO<sub>2</sub>, cfr. il [Regolamento \(UE\) 2019/631](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2019, che definisce i livelli di prestazione in materia di emissioni di CO<sub>2</sub> delle autovetture nuove e dei veicoli commerciali leggeri nuovi e che abroga i Regolamenti (CE) n. 443/2009 e (UE) n. 510/2011 (GU L 111, del 25.4.2019, pag. 13).

## Grafico A

### Produzione industriale di veicoli a motore nelle diverse economie

(indice: gennaio 2018 = 100)



Fonti: Eurostat, Federal Reserve System, Ministero dell'economia giapponese, Trade and Industry and Statistics Korea.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022.

**Il calo dell'attività nel settore degli autoveicoli è iniziato a metà 2018, per effetto della diminuzione della domanda di autoveicoli a motore a combustione.** I più rigorosi test sulle emissioni inquinanti adottati nell'UE nel 2018 e l'accordo dell'Unione sugli obiettivi di emissione di CO<sub>2</sub> stipulato a dicembre 2018 hanno creato incentivi a favore delle autovetture ibride ed elettriche, a scapito di quelle con motore a combustione. Prima della pandemia i produttori di autovetture dell'area dell'euro avevano intensificato gli sforzi volti a incrementare la produzione e le vendite nell'area di autovetture ibride ed elettriche. Tuttavia, i prezzi relativamente più elevati di questi modelli hanno rallentato sia la domanda sia le necessarie modifiche alle linee produttive, determinando un calo della produzione. Al tempo stesso, le aspettative di norme più restrittive in materia di emissioni degli autoveicoli hanno probabilmente incoraggiato il differimento dell'acquisto di automobili da parte dei consumatori, i quali hanno orientato le proprie preferenze verso le autovetture ibride ed elettriche, indebolendo la domanda di veicoli a motore<sup>2</sup>. Secondo stime basate su un modello autoregressivo vettoriale strutturale, il calo della produzione di veicoli a motore tra il 2018 e il 2019 è stato determinato principalmente da una diminuzione della domanda di autovetture e da shock dal lato dell'offerta non connessi a fattori energetici, quali i costi di trasporto e gli effetti delle direttive e dei regolamenti sull'offerta (cfr. il pannello a) del grafico B).

**La produzione di autovetture è diminuita drasticamente all'inizio della pandemia.** Le misure di chiusura (lockdown) hanno provocato un calo della produzione di veicoli a motore nel secondo trimestre del 2020. La produzione ha quindi registrato una ripresa nella seconda metà del 2020, ma alla fine dello stesso anno si collocava ancora a un livello inferiore del 3,5 per cento rispetto al periodo

<sup>2</sup> Le immatricolazioni di autovetture sono diminuite per tre trimestri consecutivi a partire dal quarto trimestre del 2018, dopo oltre due anni consecutivi di tassi di crescita trimestrali positivi.



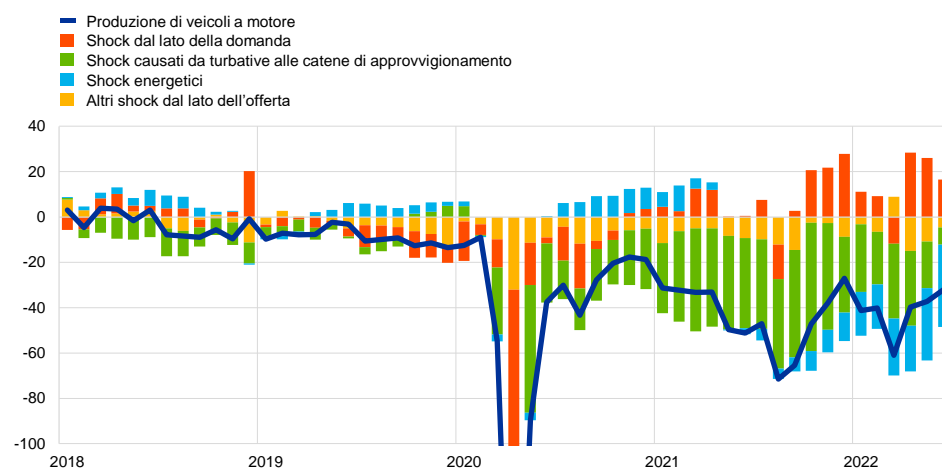
precedente la pandemia e del 10-15 per cento al di sotto di quello registrato prima dell'introduzione della normativa UE del 2018 in materia di emissioni inquinanti.

## Grafico B

Prodotto nel settore degli autoveicoli e variazioni dei prezzi delle autovetture: contributi degli shock

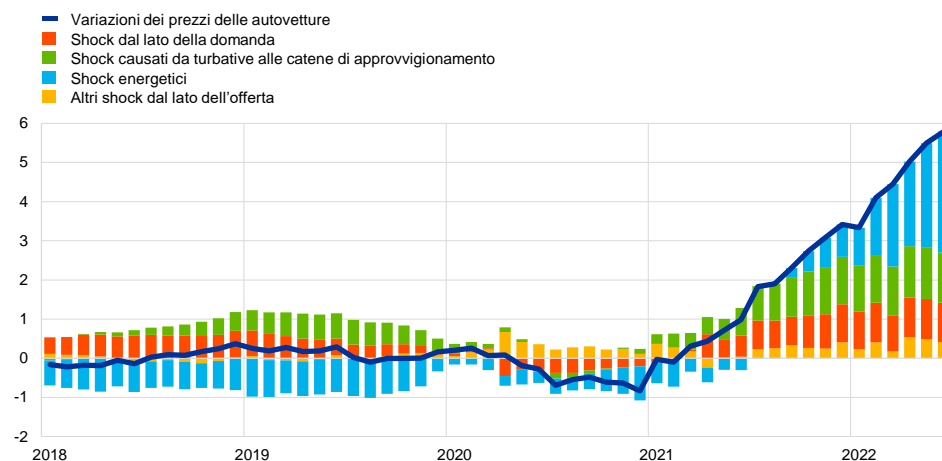
### a) Produzione di veicoli a motore

(deviazione percentuale dal trend)



### b) Prezzi delle autovetture

(deviazione dal trend in punti percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Il modello include la produzione industriale di veicoli a motore, i prezzi delle autovetture, l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo ai tempi di consegna dei fornitori e i prezzi dell'energia. Gli shock sono identificati utilizzando restrizioni di segno e di tipo narrativo. Restrizioni di segno al momento dell'impatto: gli shock alla domanda implicano prezzi delle autovetture (+), produzione di veicoli a motore (+) e PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori (-); gli shock derivanti da interruzioni alle catene di approvvigionamento implicano prezzi delle autovetture (+), produzione di veicoli a motore (-) e PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori (-); gli shock energetici implicano prezzi delle autovetture (+), produzione di veicoli a motore (-) e prezzi dell'energia (+); gli altri shock all'offerta implicano prezzi delle autovetture (+) e produzione di veicoli a motore (-). Le sole restrizioni di segno non sono sufficienti a identificare i tre diversi shock dal lato dell'offerta. Le restrizioni di tipo narrativo sono incluse in modo da ottenere un sistema ortogonale completo: il contributo più ampio agli errori di previsione per il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori, ad aprile 2020, è attribuito agli shock derivanti da interruzioni alle catene di approvvigionamento, mentre i prezzi dell'energia a settembre e a ottobre 2021 sono attribuiti agli shock energetici. Per esigenze di visualizzazione, l'asse delle ordinate del grafico nel pannello a) non rappresenta per intero gli andamenti di aprile 2020. In tale periodo, gli shock alla domanda hanno contribuito alla maggior parte del calo della produzione industriale, a causa delle rigide misure di lockdown. Anche gli shock derivanti dalle interruzioni alle catene di approvvigionamento hanno contribuito in maniera significativa, mentre gli shock energetici hanno esercitato un impatto negativo minimo. Valori più bassi (più alti) per il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori implicano tempi di consegna più lunghi (più brevi). Il campione copre il periodo da gennaio 1999 a giugno 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2022.

**Dall'inizio del 2021 la produzione di veicoli a motore ha risentito delle difficoltà di approvvigionamento e degli shock energetici, che hanno compensato gli effetti positivi sulla domanda derivanti dalla riapertura dell'economia.**

Nel 2021 e nel 2022 la produzione di veicoli a motore nell'area dell'euro ha risentito fortemente delle difficoltà lungo le catene globali di approvvigionamento (cfr. il pannello a) del grafico B), in particolare delle carenze di specifici semiconduttori e delle difficoltà logistiche nel settore dei trasporti<sup>3</sup>. Nello stesso biennio la carenza di materiali e attrezzature si è collocata su livelli storicamente elevati<sup>4</sup>. La limitata disponibilità di chip e di altre componenti necessarie all'assemblaggio dei nuovi veicoli ha comportato una riduzione dell'offerta, cui è riconducibile gran parte del calo della produzione automobilistica a partire dalla metà del 2021. I produttori di autovetture dell'area dell'euro hanno risentito in misura più incisiva di queste difficoltà rispetto ai concorrenti esteri, a causa della partecipazione relativamente maggiore del settore automobilistico dell'area alle catene globali di approvvigionamento. Inoltre le turbative dal lato dell'offerta e le misure di lockdown sono state più severe nell'area dell'euro rispetto ad altre aree geografiche<sup>5</sup>. Dall'estate del 2021 anche il drastico incremento dei costi dell'energia ha contribuito al calo della produzione di veicoli a motore (cfr. il pannello a) del grafico B)<sup>6</sup>. Più di recente, l'incertezza generata dalla guerra in Ucraina ha inoltre ridotto la domanda di beni durevoli quali gli autoveicoli, secondo l'indagine della Commissione europea presso le imprese e i consumatori<sup>7</sup>.

**I prezzi delle autovetture sono aumentati in misura rilevante a seguito delle difficoltà di approvvigionamento, degli elevati costi dell'energia e, in misura minore, dell'aumento della domanda.** Dalla seconda metà del 2021 sono aumentati i ritardi nella consegna delle autovetture di nuova produzione, principalmente a causa della carenza di chip, favorendo il ricorso da parte dei consumatori al mercato dell'usato<sup>8</sup>. Dalla metà del 2021 i vincoli dal lato dell'offerta e l'aumento della domanda collegato alla riapertura dell'economia hanno determinato aumenti di prezzo eccezionalmente alti sia nel segmento del nuovo sia in quello dell'usato<sup>9</sup>. Successivamente, i rincari dei beni energetici si sono trasmessi anche ai

<sup>3</sup> Un aumento esogeno della domanda allunga i tempi di consegna dei fornitori. Tuttavia, l'aumento della domanda di autovetture ibride ed elettriche può comportare un'elasticità ancora più elevata, dal momento che la produzione di tali veicoli richiede una maggiore quantità di semiconduttori.

<sup>4</sup> Per un'analisi delle strozzature dal lato dell'offerta per le manifatture dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 7 *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 4 *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

<sup>6</sup> A causa dell'impiego di parti a elevata intensità energetica, il settore automobilistico si colloca su una posizione relativamente alta, tra i settori manifatturieri, in termini di consumo energetico. Per un'analisi dell'intensità e della dipendenza energetica del settore dei veicoli a motore e di altri segmenti del settore manifatturiero, cfr. il riquadro 4 *La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

<sup>7</sup> Per un'analisi delle implicazioni macroeconomiche dell'incertezza generata dalla guerra in Ucraina, 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.

<sup>8</sup> Ad agosto 2022 l'inflazione relativa ai veicoli a motore ha raggiunto il 6,9 per cento, mentre quella relativa ai veicoli di seconda mano si è attestata al 12,8 per cento.

<sup>9</sup> Un altro fattore importante di pressione sui prezzi delle autovetture usate è il differimento dell'acquisto di una nuova auto nella prospettiva della transizione verso veicoli elettrici, più ecologici. Sebbene ciò riduca la domanda di nuove autovetture, l'aumento senza precedenti della domanda complessiva in seguito alla riapertura dell'economia continua a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi delle nuove autovetture.

prezzi al consumo, con un aumento dei prezzi delle autovetture che ha accelerato raggiungendo l'8,7 per cento ad agosto 2022. In assenza delle difficoltà di approvvigionamento e degli shock energetici, le variazioni dei prezzi delle autovetture sarebbero state pari a meno della metà di quelle sinora riscontrate (cfr. il pannello b) del grafico B). Anche la domanda aggregata ha contribuito all'aumento dei prezzi delle autovetture, sebbene in misura minore.

**Le difficoltà dal lato dell'offerta e gli shock ai prezzi dell'energia hanno avuto un ruolo fondamentale nello spiegare le significative perdite di volume e di quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro registrate negli ultimi anni.** Il calo della produzione di veicoli a motore nell'area dell'euro si è riflesso anche sulle esportazioni dell'area verso il resto del mondo (cfr. il grafico C), che a luglio 2022 erano pari al 73 per cento di quelle di gennaio 2018<sup>10</sup>. Dalla metà del 2021 il calo delle esportazioni è stato particolarmente pronunciato. La quota di mercato dell'area dell'euro in termini di volumi è diminuita considerevolmente nel 2021 e nel 2022, a causa del maggiore impatto sugli esportatori dell'area delle strozzature dal lato dell'offerta. Tuttavia, i produttori dell'area dell'euro hanno mantenuto la loro quota di mercato in termini di valore (cfr. il pannello a) del grafico D). Tale evidenza è coerente con l'ipotesi che gli esportatori dell'area abbiano applicato prezzi più elevati e questo potrebbe essere associato a un riorientamento della produzione verso modelli più costosi (cfr. il pannello b) del grafico D)<sup>11</sup>, in particolare, in termini di composizione, verso autovetture ibride ed elettriche, il cui valore di esportazione unitario è superiore a quello delle autovetture con motore a combustione<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> La netta ripresa dei volumi di esportazione a giugno è quasi interamente riconducibile al forte aumento delle esportazioni di autovetture fuori strada (anche per uso militare) dalla Slovacchia all'Ucraina (che rappresentano il 78 per cento delle esportazioni totali di autovetture verso i paesi al di fuori dell'area dell'euro) a seguito della revoca dei dazi e delle imposte sulle importazioni di autovetture in Ucraina.

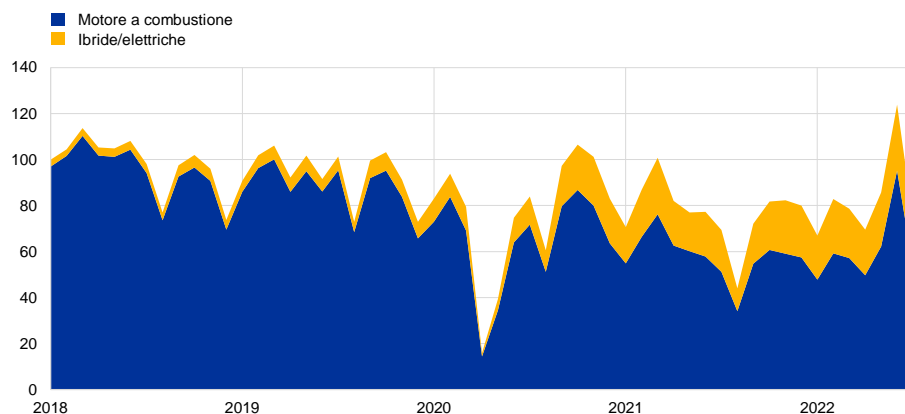
<sup>11</sup> Il recente deprezzamento dell'euro in termini effettivi e nei confronti del dollaro statunitense potrebbe aver contribuito, laddove si sia verificata una trasmissione almeno parziale del tasso di cambio all'aumento dei prezzi all'esportazione denominati in euro (e, a sua volta, all'aumento delle quote di mercato delle esportazioni) per le autovetture i cui prezzi sono fissati nella valuta di destinazione o in dollari statunitensi, ma non per le autovetture i cui prezzi sono fissati in euro (cfr. Chen, N., Chung, W. e Novy, D., "Vehicle Currency Pricing and Exchange Rate Pass-Through", *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, n. 1, 2022, pagg. 312-351). Nel 2021 poco meno della metà delle esportazioni al di fuori dell'UE è stato fatturato in euro. Inoltre, per quanto concerne le quote di mercato delle esportazioni in termini di valore, l'ammontare del denominatore (ossia il valore delle importazioni, espresso in euro, in tutti i mercati di destinazione) dovrebbe aumentare con il deprezzamento dell'euro, determinando un calo delle quote di mercato delle esportazioni.

<sup>12</sup> Dall'inizio del 2021 il valore unitario delle autovetture ibride ed elettriche è stato superiore del 70 per cento circa rispetto a quello delle autovetture con motore a combustione.

### Grafico C

#### Esportazioni di autovetture al di fuori dell'area dell'euro

(volumi; indice: gennaio 2018 = 100)



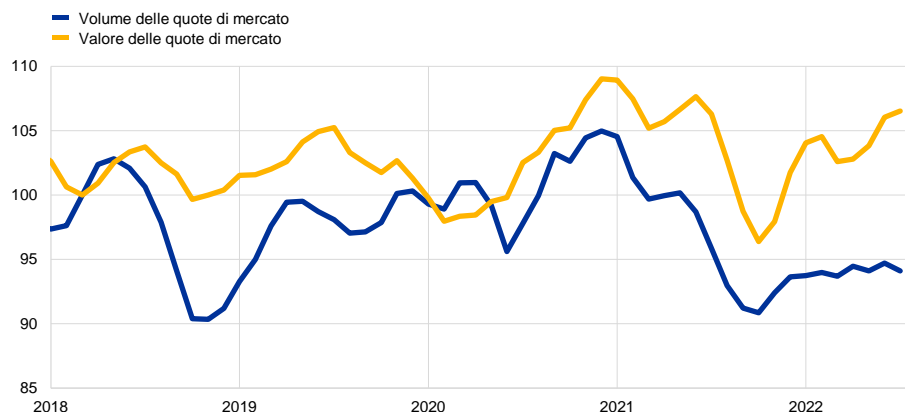
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2022.

### Grafico D

#### Quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro e valori unitari delle esportazioni nel settore degli autoveicoli

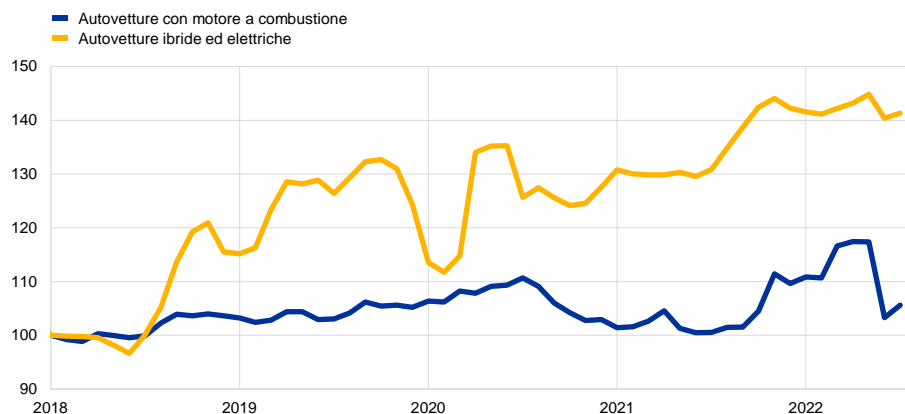
##### a) Quote di mercato delle esportazioni per tutte le autovetture

(indice: 1° trim. 2018 = 100; media mobile di tre mesi)



##### b) Valori unitari delle esportazioni

(indice: 1° trim. 2018 = 100; media mobile di tre mesi)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.  
Note: quote di mercato delle esportazioni dei produttori dell'area dell'euro nell'interscambio mondiale esclusa l'area dell'euro (approssimate da 83 partner). I valori di esportazione unitari si riferiscono alle esportazioni di autovetture al di fuori dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2022.

**Le immatricolazioni di autovetture con motore a combustione sono progressivamente diminuite con la diffusione sul mercato dei veicoli ecologici.**

Come per la produzione, anche dal lato della domanda le immatricolazioni di autovetture hanno avuto un andamento negativo dalla metà del 2018 (cfr. il grafico E). Il calo è stato particolarmente pronunciato per i veicoli con motore a combustione: nel secondo trimestre del 2022, le immatricolazioni di questi ultimi erano inferiori del 58,4 per cento rispetto all'inizio del 2018. Allo stesso tempo, la domanda di veicoli elettrici sta crescendo rapidamente. Nel secondo trimestre del 2022, il 42,2 per cento delle immatricolazioni complessive ha riguardato veicoli ibridi o esclusivamente elettrici, a fronte del 5,0 per cento dello stesso periodo del 2018. Tale incremento ha interessato tutti i paesi dell'area dell'euro ed è stato particolarmente consistente in Finlandia, Paesi Bassi, Germania e Italia. Sebbene le quote di mercato delle autovetture ibride ed elettriche abbiano registrato un'impennata dopo l'inizio della pandemia, le vendite di tali veicoli erano già aumentate nel terzo trimestre del 2018, in seguito all'introduzione della normativa UE sulle emissioni, e nel quarto trimestre del 2019, prima dello scoppio della pandemia.

**Per gli esportatori dell'area dell'euro, la transizione verde ha un ruolo fondamentale per il mantenimento delle quote di mercato.** Con l'aumento della produzione di veicoli ibridi ed elettrici, i produttori dell'area dell'euro hanno accresciuto il volume delle esportazioni al di fuori dell'area, in particolare durante il periodo post-pandemico (cfr. il grafico C), oltre ad applicare prezzi più elevati rispetto a quelli dei veicoli con motore a combustione (cfr. il pannello b) del grafico D)<sup>13</sup>. Il forte incremento delle esportazioni di veicoli ibridi ed elettrici e l'aumento delle loro quote di mercato hanno contribuito ad attenuare la perdita complessiva di quote di mercato dell'area dell'euro. In termini di valore, la quota di mercato dell'area dell'euro relativa alle esportazioni di autovetture ibride ed elettriche è aumentata in misura rilevante, passando dal 27 per cento circa del gennaio del 2018 al 45 per cento di luglio 2022. Tuttavia altri concorrenti a livello mondiale potrebbero presto contendere il vantaggio tecnologico relativo dell'area dell'euro nella produzione di autovetture elettriche.

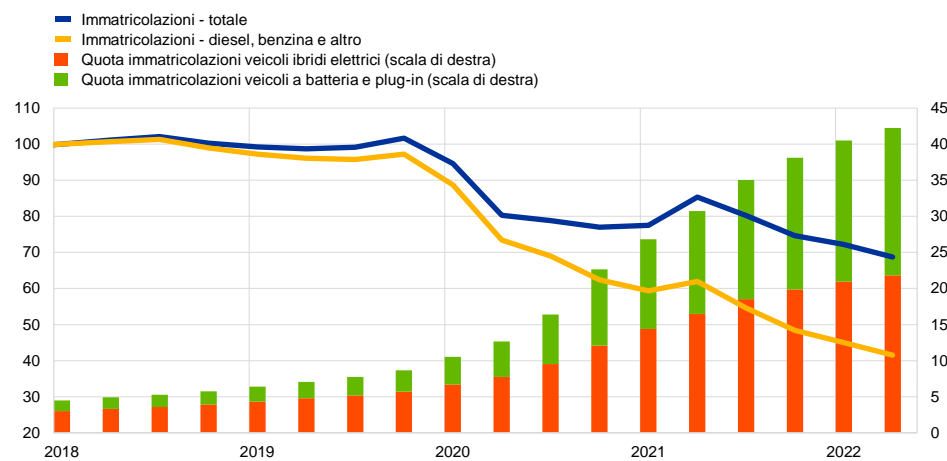
---

<sup>13</sup> Dall'inizio del 2022 i veicoli elettrici e ibridi hanno fornito un contributo fino al 50 per cento al valore delle esportazioni unitarie, pur rappresentando una quota inferiore al 30 per cento del volume di esportazioni di autovetture dell'area dell'euro.

## Grafico E

### Quota di veicoli ibridi ed elettrici e immatricolazione di veicoli per tipo di carburante

(scala di sinistra: valori percentuali; indice: 1° trim. 2018 = 100; scala di destra: incrementi in punti percentuali in ragione d'anno)



Fonti: European Automobile Manufacturers' Association ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i valori si basano su una media mobile di quattro trimestri di dati non destagionalizzati. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

### Con il progredire della transizione verde e l'attenuarsi delle strozzature dal lato dell'offerta e degli shock energetici, ci si può attendere un forte aumento della produzione di veicoli a motore rispetto ai modesti livelli attuali.

Il nuovo equilibrio dipenderà dalle preferenze dei consumatori, dall'importanza degli altri mezzi di trasporto e dallo spostamento in corso della produzione di autoveicoli al di fuori dell'area dell'euro, fattore che probabilmente riflette le pressioni a competere a livello internazionale. Tuttavia la transizione verso un nuovo equilibrio sarà soltanto graduale, dal momento che la mobilità verde richiede ancora significativi investimenti in infrastrutture all'interno dell'UE. Poiché i veicoli elettrici necessitano di una minore quantità di componenti e di lavoratori impiegati nell'assemblaggio, ma di un maggior numero di ingegneri informatici, la domanda di lavoro si ridurrà gradualmente in termini di unità e si rivolgerà a lavoratori con competenze differenti rispetto al passato. Dal terzo trimestre del 2021 si è registrato un significativo calo dell'occupazione nell'industria manifatturiera automobilistica. Questa tendenza deve essere attentamente monitorata per capire se sia correlata ai fattori sopra menzionati, in particolare ai recenti e ripetuti cali della produzione nel settore degli autoveicoli e a un nuovo processo produttivo caratterizzato da un minore impiego di manodopera, oppure a fattori idiosincratichi che verranno riassorbiti nel tempo.

### 3 Effetti di trascinamento e crescita del PIL all'interno del trimestre: stime basate su indicatori mensili<sup>1</sup>

a cura di Magnus Forsells e Johannes Gareis

**Il tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali per un dato anno riflette in parte gli andamenti dell'anno precedente.** Il tasso di crescita annuo del PIL in termini reali per un dato anno è determinato dalla dinamica di crescita del PIL in termini reali non solo in quello specifico anno, ma anche in quello precedente, il che determina un "effetto di trascinamento". L'effetto di trascinamento registra quanto aumenterebbe il PIL su base annua se tutti i tassi di crescita trimestrali di quell'anno fossero pari a zero. La dinamica di crescita nell'anno in questione può pertanto essere calcolata semplicemente come la differenza tra il tasso di crescita annuo e l'effetto di trascinamento. L'effetto di trascinamento è una misura utile poiché fornisce alcune prime indicazioni sulla crescita complessiva nell'anno in corso<sup>2</sup>.

**Analogamente, il tasso di crescita trimestrale del PIL in termini reali è in parte riconducibile agli andamenti del trimestre precedente.** Ciò risulta particolarmente utile nell'attuale contesto, con brusche e improvvise fluttuazioni degli andamenti economici legate in larga misura alla guerra in corso in Ucraina e alle conseguenze della pandemia di coronavirus (COVID-19). Il presente riquadro illustra le stime degli effetti di trascinamento e dei tassi di crescita intra-trimestrali negli ultimi trimestri, nonché i contributi offerti agli uni e agli altri dai principali settori economici. Nello specifico, viene stimata una misura mensile del PIL in termini reali da gennaio a settembre 2022 interpolando il PIL in termini reali trimestrale effettivo in osservazioni mensili, utilizzando indicatori mensili<sup>3</sup>. Questi ultimi sono utilizzati fino all'ultima osservazione disponibile e in seguito mantenuti a un livello invariato fino alla fine del terzo trimestre. Tale approccio consente una stima dell'effetto di trascinamento sul tasso di crescita del terzo trimestre e una valutazione della dinamica di crescita nel corso del trimestre basata sugli ultimi valori degli indicatori disponibili nel medesimo. Infine, viene adottato un approccio settoriale alla misurazione del PIL mensile

<sup>1</sup> Il presente riquadro include dati pubblicati dopo la data limite di aggiornamento dei dati nel testo principale (26 ottobre 2022).

<sup>2</sup> Per una spiegazione più dettagliata dell'effetto di trascinamento sulla crescita annua derivante dagli andamenti trimestrali, cfr. ad esempio il riquadro 6 *L'effetto di trascinamento sulla crescita media annua del PIL in termini reali* nel numero di marzo 2010 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>3</sup> Il metodo di interpolazione utilizzato è una variante del metodo descritto in Chow, G.C. e Lin, A., "Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution, and Extrapolation of Time Series by Related Series", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 53, n. 4, novembre 1971, pagg. 372-375. Nello specifico, il modello considera il PIL mensile come una componente non osservata in un modello negli stati dello spazio e usa l'equazione di osservazione per assicurare che il PIL trimestrale sia pari alla somma del PIL mensile in un dato trimestre. L'equazione di regressione che collega il PIL mensile all'indicatore mensile è espressa in logaritmi e viene assunto che il residuo della regressione segua un random walk. Per un modello correlato per l'area dell'euro, cfr. "The monthly development of aggregate output in the euro area", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, maggio 2020.

utilizzando la produzione industriale, la produzione nel settore delle costruzioni e un indicatore della produzione in quello dei servizi<sup>4</sup>.

**Nel terzo trimestre del 2022 i dati mensili segnalano un effetto di trascinamento minore, ma positivo, sulla crescita dal trimestre precedente, mentre all'interno del trimestre la dinamica potrebbe essere diventata negativa.** Gli istogrammi nel grafico A mostrano il profilo del PIL in termini reali mensile stimato da gennaio a settembre 2022. Le linee gialle orizzontali rappresentano i livelli effettivi del PIL trimestrale nei tre trimestri indicati nel grafico. Pertanto, la differenza tra la seconda e la prima linea nel grafico corrisponde al tasso di crescita trimestrale effettivo del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2022 (0,8 per cento). La differenza tra il livello stimato del PIL in termini reali a marzo 2022 (ultimo mese del primo trimestre) e la media del primo trimestre corrisponde all'effetto di trascinamento stimato sulla crescita nel secondo trimestre (0,4 per cento). Tale è la crescita che sarebbe stata registrata nel secondo trimestre se il livello del PIL fosse rimasto invariato a partire da marzo per tutto il secondo trimestre. Ciò implica che la differenza tra la media del secondo trimestre e il livello di marzo equivale alla dinamica di crescita stimata all'interno del secondo trimestre (0,4 per cento). Per il terzo trimestre del 2022, quando il PIL è aumentato dello 0,2 per cento secondo la stima rapida preliminare, può essere applicata la stessa scomposizione della crescita. Mentre l'effetto di trascinamento sulla crescita del terzo trimestre è ancora positivo allo 0,3 per cento, la dinamica di crescita intra-trimestrale nel terzo trimestre è divenuta negativa e stimata a -0,1 per cento<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> L'indicatore della produzione nel settore dei servizi si riferisce alla produzione di servizi dell'economia imprenditoriale. Tale indicatore include le attività di servizi maggiormente colpite dalla pandemia, come quelli di alloggio e ristorazione, ma esclude i servizi commerciali, finanziari e assicurativi ed è disponibile solo a partire da gennaio 2015. Ai fini di questa analisi esso viene stimato retrospettivamente fino al 2006, utilizzando i dati storici disponibili per la produzione nel settore dei servizi.

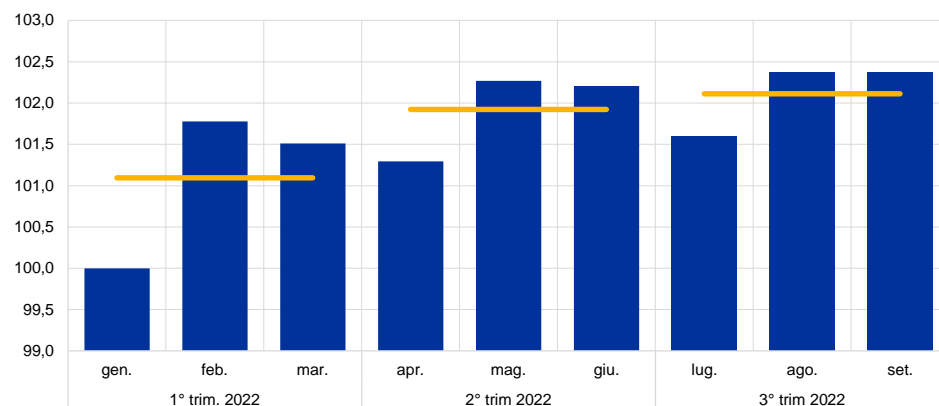
<sup>5</sup> Va osservato che le variabili di input mensili sono intrinsecamente volatili e soggette a revisioni e ciò significa che i risultati illustrati nel presente riquadro potrebbero variare nelle pubblicazioni successive.



## Grafico A

### Livelli trimestrali e livelli mensili stimati del PIL in termini reali per l'area dell'euro

(indice: gennaio 2022 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il profilo del PIL mensile in termini reali stimato per il periodo fra gennaio e settembre 2022 sulla base di un'interpolazione del PIL trimestrale effettivo, utilizzando come variabili esplicative la produzione mensile nei settori industriale, delle costruzioni e dei servizi. Gli indicatori mensili sono utilizzati fino alle ultime osservazioni disponibili nel terzo trimestre e, a seguire, mantenuti a un livello invariato fino a settembre. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022 per il PIL trimestrale, ad agosto 2022 per la produzione nel settore industriale e in quello delle costruzioni e a giugno 2022 per la produzione nel comparto dei servizi (con stime per luglio e agosto basate sui dati nazionali disponibili).

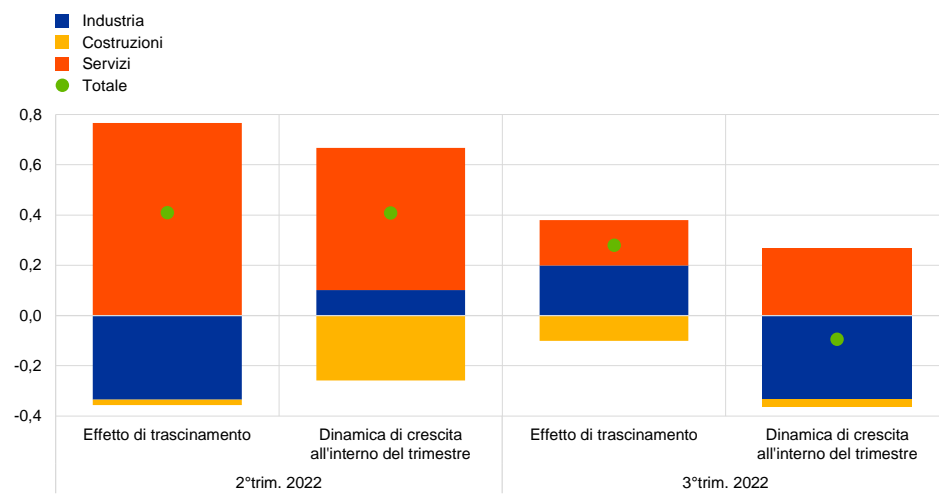
### **Una scomposizione settoriale della crescita indica che il rallentamento nel terzo trimestre riflette un minore effetto di trascinamento e una crescita intra-trimestrale eterogenea nel settore dei servizi e in quello industriale.**

Il metodo descritto consente un'analisi settoriale della dinamica di crescita negli ultimi trimestri. Mentre l'industria ha risentito maggiormente dell'impatto della guerra e delle carenze di input, il settore dei servizi è stato favorito dalla riapertura dei servizi a maggiore intensità di contatti dopo la pandemia. Di fatto, i risultati mostrano che sia l'effetto di trascinamento sulla crescita del secondo trimestre, sia la dinamica della crescita all'interno del trimestre sono stati determinati in larga misura dal settore dei servizi (cfr. il grafico B). Nel terzo trimestre, tuttavia, lo slancio impresso alla crescita da tale comparto dovrebbe indebolirsi. Ciò si riflette non solo in un minore contributo del settore dei servizi all'effetto di trascinamento sulla crescita in tale trimestre, ma anche in un minore contributo a quest'ultima all'interno del trimestre. Inoltre, è probabile che l'attività industriale pesi sulla crescita all'interno del terzo trimestre, riflettendo un deterioramento medio della produzione industriale nei suoi primi due mesi.

## Grafico B

### Stime dei contributi settoriali agli effetti di trascinamento e alla dinamica di crescita intra-trimestrale nel secondo e terzo trimestre del 2022

(variazioni percentuali sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i contributi settoriali, dedotti da modelli, agli effetti di trascinamento e alle dinamiche di crescita all'interno del trimestre per la crescita trimestrale del PIL in termini reali. Per maggiori dettagli sulle stime mensili del PIL, cfr. le note al grafico A.

**In conclusione, gli indicatori mensili suggeriscono che la dinamica della produzione industriale sia rimasta debole nel terzo trimestre, mentre la crescita del settore dei servizi è diminuita.** Il prodotto, pur avendo ristagnato verso la fine del secondo trimestre del 2022 secondo alcune stime, è sceso all'inizio del terzo trimestre. Il deterioramento della dinamica di breve periodo è stato generalizzato tra i vari settori, con un contributo alla rallentata dinamica intra-trimestrale nel terzo trimestre apportato sia dall'industria sia dai servizi. Ciò è in linea con gran parte delle previsioni, comprese le [proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE](#), che prevedono infatti un rallentamento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno.

## 4 L'impatto del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie a basso reddito

a cura di Evangelos Charalampakis, Bruno Fagandini, Lukas Henkel e Chiara Osbat

### **Gli effetti del recente aumento dell'inflazione armonizzata nell'area dell'euro divergono significativamente fra le famiglie a basso e quelle ad alto reddito.**

Il presente riquadro indaga i diversi effetti degli elevati livelli toccati di recente dall'inflazione sulle famiglie a basso e ad alto reddito, da due principali punti di vista: il tasso di inflazione effettivo dovuto alle diverse abitudini di consumo e la capacità delle famiglie di far fronte all'aumento del costo della vita ricorrendo a risparmi o assunzione di credito. Il divario tra i tassi di inflazione effettivi registrati dai quintili di reddito più bassi e più alti, calcolato utilizzando i dati sui profili di consumo delle famiglie, è il più ampio mai registrato dal 2006. Inoltre, le famiglie a basso reddito utilizzano una quota maggiore del proprio reddito, risparmiano meno e hanno maggiori vincoli di liquidità rispetto a quelle ad alto reddito; pertanto dispongono di minori margini per affrontare i bruschi incrementi del costo della vita ricorrendo ai risparmi.

**Il paniere dei consumi varia in funzione della fascia di reddito cui si appartiene, con le famiglie con redditi contenuti che spendono in misura proporzionalmente maggiore in beni essenziali.** Nell'area dell'euro le famiglie a basso reddito destinano una quota maggiore della loro spesa totale ai consumi in generi alimentari, elettricità, gas e riscaldamento e una quota inferiore a trasporti<sup>1</sup>, attività ricreative, servizi di ristorazione e prodotti per la casa rispetto alle famiglie con redditi elevati (cfr. il grafico A). I panieri di consumo specifici per fascia di reddito riportati nell'indagine sui bilanci delle famiglie (Household Budget Survey, HBS) dell'Eurostat consentono di calcolare i tassi di inflazione effettivi per quintile di reddito. Poiché i "costi abitativi relativi agli immobili di proprietà" non sono inclusi nello IAPC, in questo riquadro sono stati esclusi dal calcolo dei tassi di inflazione effettivi specifici dei vari quintili sia detti costi, sia i canoni di locazione, al fine di

---

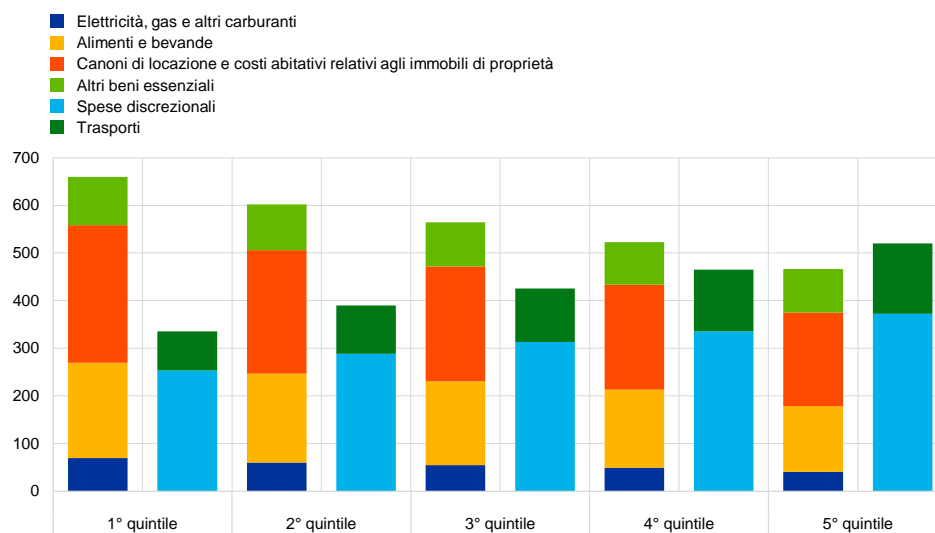
<sup>1</sup> Nel grafico A, la voce "trasporti" comprende spese per veicoli a motore, carburanti per il trasporto (benzina e diesel) e servizi di trasporto (ad esempio viaggi in aereo e in treno internazionali e in territorio nazionale). Essa integra quindi voci di spesa essenziali, come quelle per il trasporto quotidiano da e per il luogo di lavoro, come anche voci discrezionali quali i viaggi aerei in occasione delle vacanze.

evitare distorsioni dovute a effetti di composizione nel misurare i costi abitativi per le diverse fasce di reddito<sup>2</sup>.

## Grafico A

### Panieri di consumo nell'area dell'euro relativi al 2015 per quintile di reddito

(in percentuale della spesa totale, su una scala di 1.000)



Fonti: indagine HBS dell'Eurostat, ISTAT ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "altri beni essenziali" comprende spese sanitarie, comunicazione, istruzione, fornitura di acqua e servizi abitativi, mentre nella voce "spese discrezionali" sono inclusi abbigliamento e calzature, arredamento, attrezzature per uso domestico e manutenzione ordinaria della casa, attività ricreative e culturali, servizi ricettivi e di ristorazione, beni e servizi vari, manutenzione e riparazione dell'abitazione. Gli istogrammi sono ordinati per quintili di reddito; il quintile corrispondente al reddito più basso è il primo a sinistra.

### L'attuale differenza tra il tasso di inflazione effettivo del quintile di reddito più basso e quello del quintile di reddito più alto è la più alta mai registrata dal 2006.

Tra il 2011 e novembre 2021 il divario è rimasto perlopiù modesto, con oscillazioni comprese tra -0,25 e 0,25 punti percentuali, anche per via del contesto di bassa inflazione. Tuttavia, tale divario è aumentato bruscamente da 0,1 a 1,9 punti percentuali tra settembre 2021 e settembre 2022 (cfr. il grafico B)<sup>3</sup>. Tale divario inflazionistico tra famiglie più e meno benestanti è dovuto principalmente ai prezzi

<sup>2</sup> Nel calcolo dei tassi di inflazione specifici per quintile di reddito, i pesi grezzi riportati nell'indagine HBS non vengono applicati direttamente, ma corretti in maniera coerente con la metodologia adottata per lo IAPC. Poiché lo IAPC non comprende i costi abitativi di chi vive in immobili di proprietà, la voce dell'indagine HBS relativa a tali costi e ai canoni di locazione è esclusa dal calcolo. Inoltre, le ponderazioni sono corrette come segue: per determinare il peso specifico per quintile di una data voce della classificazione a due cifre dei consumi individuali per finalità (classification of individual consumption by purpose, COICOP) viene aggiunta su base annua la differenza tra il peso della voce utilizzata ai fini del calcolo dello IAPC e il peso aggregato della voce dell'indagine HBS. Per di più, la voce "alloggi, acqua, elettricità, gas e altri combustibili" non è inserita nella classificazione COICOP come serie a due cifre, ma vengono invece utilizzate serie a tre cifre (escludendo canoni di locazione e costi abitativi sostenuti da chi vive in immobili di proprietà). Per informazioni sull'esclusione dei costi abitativi relativi agli immobili di proprietà, cfr. Work stream on inflation measurement, "Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review", Occasional Paper Series, n. 265, BCE, settembre 2021.

<sup>3</sup> Come spiegato in precedenza, le ponderazioni relative alla spesa applicate nell'indagine HBS comprendono i costi abitativi sostenuti da chi vive in immobili di proprietà (in aggiunta ai canoni di locazione), che differiscono significativamente da una fascia di reddito all'altra. Poiché lo IAPC non comprende tali costi, il metodo qui utilizzato per calcolare i tassi di inflazione specifici per fascia di reddito esclude la voce relativa a canoni di locazione e costi abitativi relativi agli immobili di proprietà dal paniere di consumo specifico di ciascun quintile. Se invece si utilizzano i pesi "grezzi" applicati nell'indagine HBS e non si tiene conto delle variazioni nel tempo delle ponderazioni dello IAPC, tale divario sale a 2,3 punti percentuali (1,8 punti percentuali se si includono i costi abitativi) per il mese di settembre 2022.

dei beni energetici e alimentari. Una sua scomposizione mostra come elettricità, gas e altri combustibili e, sempre di più, i prezzi dei beni alimentari costituiscano le principali determinanti dell'aumento dell'inflazione cui devono far fronte le famiglie a più basso reddito. Tuttavia, il rincaro dell'energia incorporato nell'incremento dei prezzi dei trasporti (che comprendono benzina e diesel, ma anche voli aerei turistici) attenua tale divario (cfr. il grafico C). Inoltre, le famiglie più benestanti tendono ad acquistare varietà di articoli più costose all'interno della stessa categoria di beni (ad esempio prodotti di marca invece di prodotti meno costosi non di marca). Questi diversi comportamenti di acquisto evidenziano altresì che le famiglie con reddito elevato dispongono di un altro canale per ridurre la propria spesa, cioè la sostituzione di prodotti costosi con alternative più economiche, mentre le famiglie con redditi contenuti tendono già ad acquistare varietà di prodotti più economiche e hanno quindi meno possibilità di attenuare l'impatto dell'inflazione mediante meccanismi di sostituzione (che, tuttavia, non sono considerati nei calcoli effettuati per l'elaborazione del grafico B).

### Grafico B

Divario inflazionistico tra le famiglie con il quintile di reddito più basso e più alto nell'area dell'euro



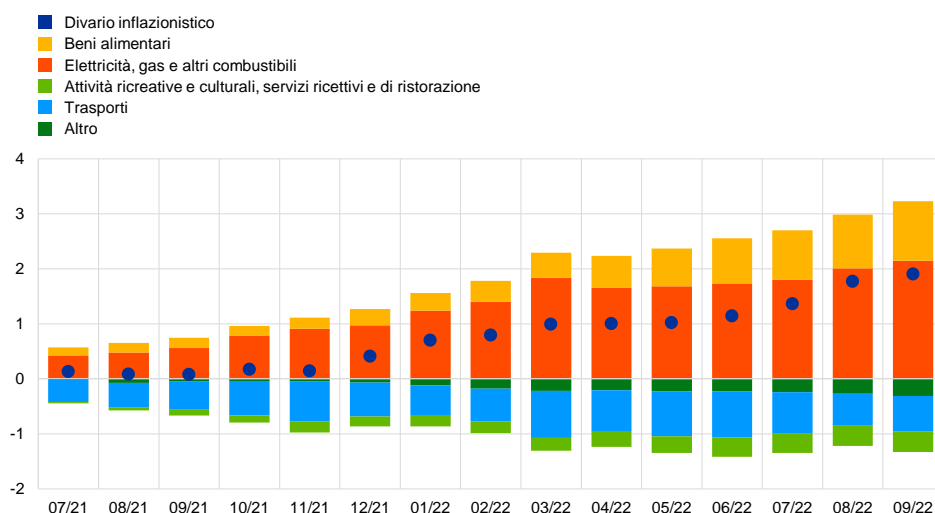
Fonti: indagine HBS dell'Eurostat, ISTAT ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico B rappresenta il divario fra i tassi di inflazione effettivi delle famiglie a basso reddito (primo quintile) e quelli delle famiglie ad alto reddito (quinto quintile). Per ogni quintile i tassi di inflazione specifici sono calcolati sulla base del paniere di consumo specifico del quintile di riferimento (cfr. il grafico A) escludendo la voce di spesa relativa a canoni di locazione e costi abitativi degli immobili residenziali di proprietà. Le ponderazioni applicate nell'indagine HBS sono riviste annualmente in maniera coerente con gli aggiornamenti delle ponderazioni ufficiali dello IAPC.

### Grafico C

Scomposizione del divario inflazionistico tra le famiglie appartenenti al quintile di reddito più basso e quelle appartenenti al quintile di reddito più alto

(valori percentuali)



Fonti: indagine HBS dell'Eurostat, ISTAT ed elaborazioni della BCE.

Note: i contributi delle singole componenti sono calcolati moltiplicando il tasso di inflazione a livello di singola componente per la differenza tra le ponderazioni applicate alla componente in questione nel paniere di consumo specifico del quintile preso in esame. Il tasso di inflazione specifico di ogni quintile è calcolato escludendo le spese relative a canoni di locazione e costi abitativi degli immobili residenziali di proprietà. Le ponderazioni applicate nell'indagine HBS sono riviste annualmente in maniera coerente con gli aggiornamenti delle ponderazioni ufficiali dello IAPC.

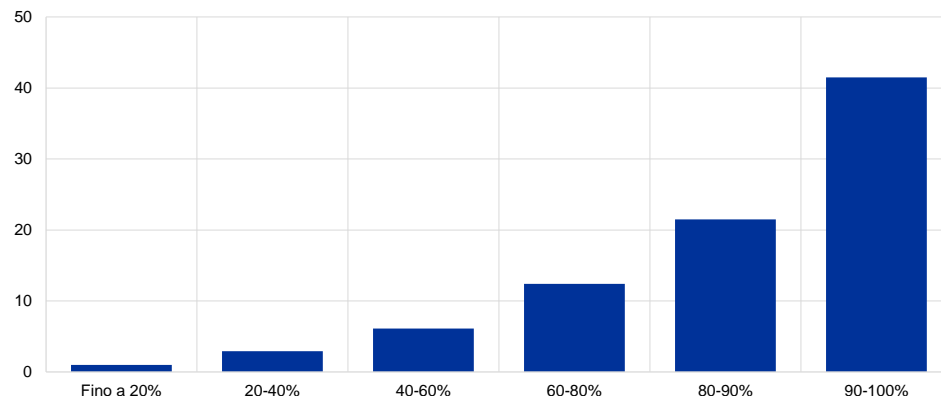
**Le famiglie a basso reddito hanno anche meno margini di manovra per far fronte al forte aumento del costo della vita attingendo ai risparmi.** Esse tendono a consumare una quota più elevata del proprio reddito, a risparmiare meno e a disporre di minore liquidità con maggiore frequenza rispetto alle famiglie ad alto reddito. I dati dell'edizione 2017 dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) mostrano che le famiglie al livello inferiore della distribuzione del reddito presentano il valore mediano più basso in termini di attività finanziarie liquide, mentre le famiglie nei percentili di reddito superiori presentano il valore mediano più elevato (cfr. il pannello a) del grafico D). Ciò significa che le famiglie a basso reddito hanno una minore capacità di far fronte a bruschi aumenti del costo della vita determinati dall'inflazione. Inoltre, il tasso di risparmio mediano in percentuale del reddito disponibile dei nuclei familiari aumenta nei quintili di reddito più elevati. Con un tasso di risparmio mediano pari al -6,4 per cento nel quintile di reddito più basso, le famiglie meno benestanti non riescono ad accantonare risorse, mentre quelle che si collocano nel quintile di reddito più alto risparmiano il 39,3 per cento (cfr. il pannello b) del grafico D).

## Grafico D

### Attività finanziarie liquide e tassi di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro

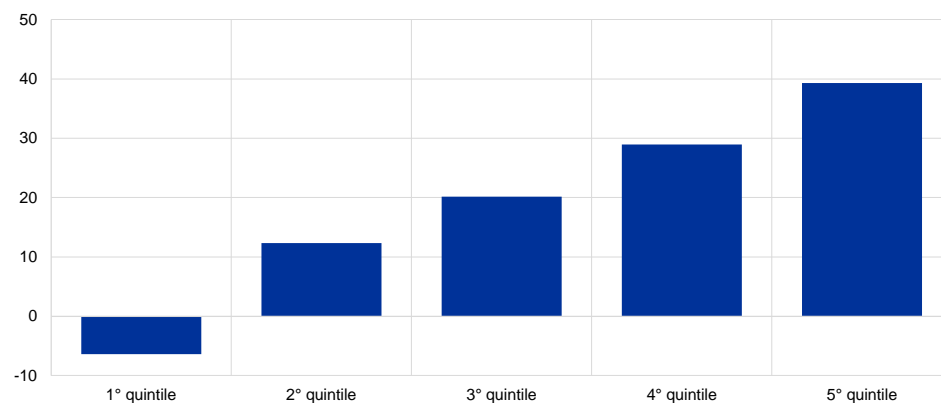
#### a) Attività finanziarie liquide

(asse delle ascisse: percentili di reddito; asse delle ordinate: valore mediano delle attività finanziarie liquide in migliaia di euro)



#### b) Tassi di risparmio

(asse delle ascisse: quintili di reddito; asse delle ordinate: tasso di risparmio in percentuale del reddito disponibile)



Fonti: Household Finance and Consumption Survey (edizione del 2017) e dati sperimentali dell'Eurostat relativi al 2015.

Note: le attività finanziarie liquide comprendono depositi, fondi comuni di investimento, obbligazioni, valore generato da attività privata di impresa (escluso il lavoro autonomo), azioni di società quotate in borsa e gestioni patrimoniali. Le mediane sono condizionate e calcolate tra le famiglie dell'area dell'euro detentrici di qualsiasi tipo di attività finanziaria liquida (cfr. il pannello a). I tassi di risparmio mediani sono calcolati in percentuale del reddito disponibile (cfr. il pannello b).

**La maggiore incidenza dei vincoli di liquidità cui sono esposte le famiglie con meno risorse si riflette sull'aumento del numero dei nuclei familiari che prevedono di pagare in ritardo le fatture delle proprie utenze.** Le evidenze desunte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) svolta dalla BCE rivelano che, a fronte dello stesso incremento della spesa destinata all'energia, la riduzione dei risparmi per le famiglie nel quintile di reddito inferiore è maggiore di cinque o sei volte rispetto a quella delle famiglie nel quintile di reddito più alto<sup>4</sup>. A tale riguardo, un dato rilevante emerso dall'indagine è che a partire da aprile 2020 la percentuale di consumatori che prevedono di pagare in ritardo le fatture dei servizi di pubblica utilità è aumentata di più nel caso delle famiglie a basso reddito rispetto a quelle con reddito più elevato (cfr. il grafico E). Ciò potrebbe significare che la stabilità finanziaria delle famiglie meno benestanti è

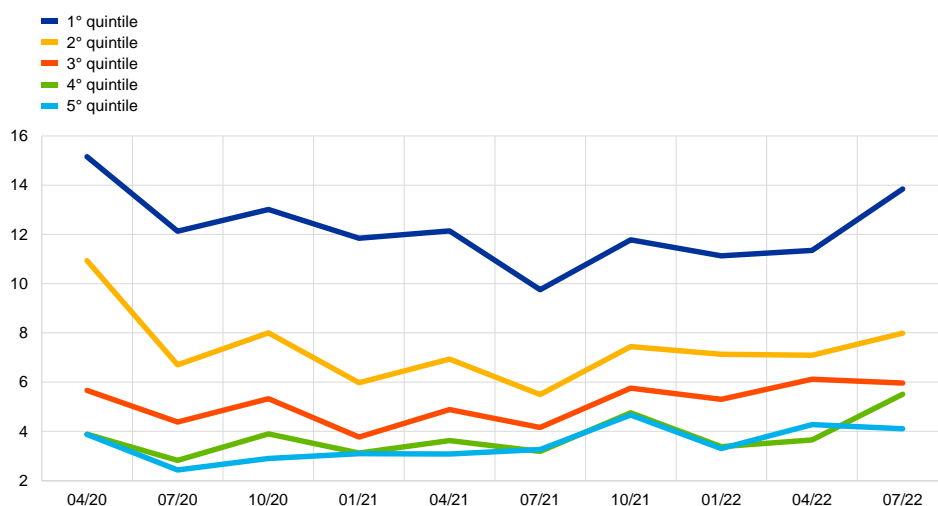
<sup>4</sup> Cfr. l'articolo 1 [Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

ancora più minacciata dalle pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni energetici e alimentari.

### Grafico E

Percentuale di consumatori che prevedono di pagare in ritardo le fatture delle proprie utenze

(percentuale di intervistati)



Fonti: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.  
Note: il grafico E mostra, per i cinque quintili di reddito, la percentuale di intervistati nell'ambito dell'indagine sulle aspettative dei consumatori che prevedevano di pagare le proprie utenze in ritardo nei tre mesi immediatamente successivi all'intervallo di tempo in cui essa è stata svolta (tra aprile e luglio 2022).

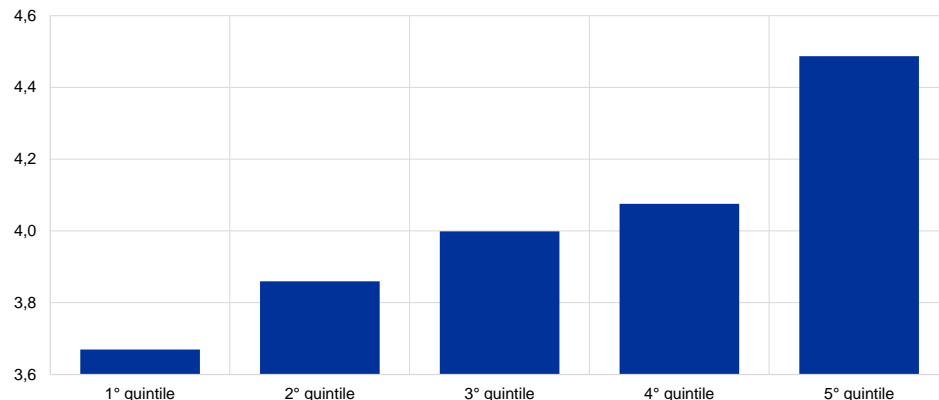
**Le famiglie con redditi più bassi hanno percepito come meno adeguati gli interventi pubblici volti ad attutire l'impatto dei rincari dei beni energetici rispetto alle famiglie con redditi più elevati.** Ai partecipanti all'indagine è stato chiesto in quale misura ritenessero tali interventi sufficienti a mantenere la consueta spesa in beni e servizi essenziali. In media, l'adeguatezza degli interventi pubblici ha ottenuto il punteggio più basso nel quintile di reddito inferiore e il più elevato nel quintile di reddito superiore (cfr. il grafico F); ciò potrebbe suggerire che vi sono margini per indirizzare tali interventi in modo più efficace e mirato a beneficio delle famiglie con redditi contenuti.



## Grafico F

### Adeguatezza percepita degli interventi pubblici volti a contrastare i rincari dei beni energetici

(adeguatezza percepita degli interventi su una scala da 0 a 10)



Fonti: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico F mostra il punteggio medio di adeguatezza degli interventi pubblici nei cinque quintili di reddito. Il quesito è stato posto come segue: "Al momento molti governi stanno adottando misure per alleggerire l'onere che grava sulle famiglie per via dei rincari dell'energia. In che misura ritiene che i provvedimenti adottati nel suo paese saranno sufficienti a mantenere la consueta spesa per beni e servizi del suo nucleo familiare?". Il quesito è stato posto a ottobre 2022.

Scala: 0 = completamente insufficiente, 10 = completamente sufficiente.

### L'inflazione dei beni energetici e alimentari ha importanti effetti distributivi sulle famiglie a basso e ad alto reddito.

Le famiglie a basso reddito sono più vulnerabili a tali variazioni dei prezzi, in quanto destinano una quota più elevata della propria spesa totale per consumi a beni essenziali quali i prodotti alimentari, l'elettricità, il gas e il riscaldamento, tendono a risparmiare meno e sono più soggette a vincoli di liquidità. I governi dell'area dell'euro hanno adottato misure per attutire l'impatto della recente inflazione sulle famiglie, ma finora tutte le fasce di reddito percepiscono tali misure come insufficienti, soprattutto le famiglie meno benestanti. Ciò suggerisce che vi siano margini di miglioramento nel modo in cui le misure di sostegno si rivolgono alle famiglie con redditi contenuti.

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

a cura di Gabe de Bondt, Evangelos Charalampakis, Friderike Kuik e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 69 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte principalmente tra il 26 settembre e il 6 ottobre 2022<sup>1</sup>.

**In termini aggregati, le società interpellate hanno segnalato un marcato rallentamento dell'attività nel terzo trimestre, sostanzialmente in linea con una stagnazione.** Le segnalazioni sul calo delle vendite e/o della produzione hanno riguardato principalmente il settore dei beni intermedi (specialmente i rami a elevata intensità energetica) e alcune parti del settore dei beni di consumo (fra cui perlopiù attrezzature per la casa). Questa dinamica è da ricondurre all'aumento dei costi di produzione e al calo registrato e/o atteso della domanda dei consumatori finali, in un contesto in cui la spesa si è spostata dai beni ai servizi, l'inflazione elevata ha eroso il potere d'acquisto e alcune imprese sono passate da una fase di ricostituzione a una di decumulo delle scorte. Ciononostante, molte società appartenenti al settore manifatturiero (in particolare quelle che producono beni di investimento, compresi i veicoli a motore) hanno segnalato volumi di produzione stabili o in crescita, sullo sfondo di protratti e cospicui ritardi negli ordini e di un allentamento solo graduale dei vincoli dal lato dell'offerta. I produttori di energia hanno segnalato un calo significativo del consumo industriale di gas e un'accresciuta richiesta di fonti alternative. Anche l'edilizia residenziale e gli immobili commerciali hanno evidenziato un indebolimento, di riflesso agli elevati costi di costruzione e all'aumento dei tassi di interesse, mentre gli investimenti in infrastrutture hanno mostrato una maggiore tenuta. La maggior parte delle società operanti nel settore dei servizi ha descritto un'attività in continua crescita, in parte trainata dall'economia digitale e dalla forte ripresa del turismo nel corso dell'estate, che avrebbe potuto essere ancor più spiccata se non fosse stata frenata dalle carenze di manodopera. È stato ampiamente riscontrato, presso i venditori al dettaglio e i loro fornitori, che i consumatori hanno risparmiato denaro optando per marchi di fascia inferiore ("down-branding"), sia per i beni alimentari sia per quelli non alimentari. Tuttavia, ciò sembra essersi verificato in particolare nella fascia di prodotti dal valore fra basso e medio, e non per la domanda di prodotti di fascia alta.

**In prospettiva, le società interpellate hanno previsto un ulteriore deterioramento dell'attività, foriero di una contrazione nel quarto trimestre.**

Nei settori che già avevano sperimentato una contrazione si è registrata l'attesa, in generale, che questa tendenza continuasse nei mesi a venire. Nei settori in cui i vincoli dal lato dell'offerta avevano creato lunghi ritardi negli ordini, i livelli della produzione, osservati o in aumento, si ipotizzavano sostenuti, almeno fino all'inizio

<sup>1</sup> 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.

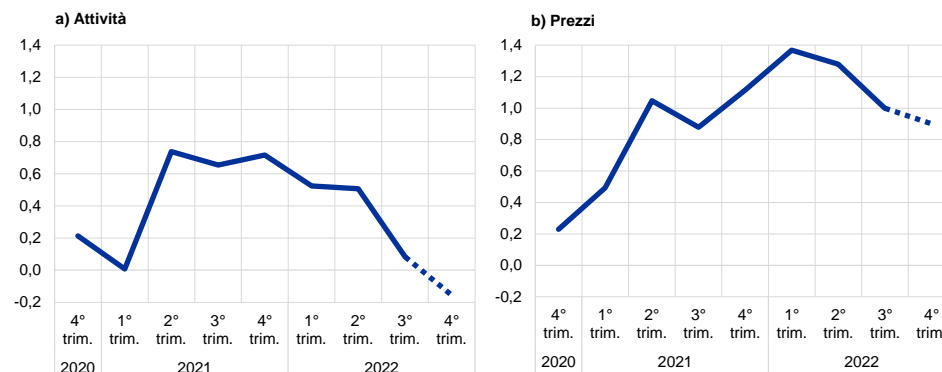
dell'anno prossimo, con prospettive incerte per il periodo successivo. Per il turismo e i viaggi l'aspettativa è stata quella di un proseguimento della ripresa nel corso dell'inverno e della prossima estate, sebbene a un ritmo inferiore rispetto agli ultimi trimestri. In altri settori, nonostante molte società abbiano segnalato vendite e ordini migliori del previsto dato il contesto geopolitico ed economico mondiale, sono stati espressi timori riguardo ai fornitori e ai clienti più piccoli, costretti a far fronte all'aumento dei costi, in particolare per l'energia. Un altro timore ha riguardato il ridimensionamento della spesa per consumi in risposta all'aumento del costo della vita. Tutte queste considerazioni hanno perciò portato a un atteggiamento "più vigile". Inoltre, la possibilità di una scarsità di beni energetici o di razionamenti durante l'inverno ha rappresentato un considerevole rischio di eventi estremi che in linea di massima non era stato considerato nello scenario di base dei piani aziendali. I piani di bilancio per il prossimo anno delle società intervistate sono stati descritti in grandissima parte come ispirati alla cautela per via del contesto geopolitico ed economico estremamente difficile a livello mondiale e del diffuso sentore di una recessione incipiente. Le prospettive complessive per il 2023 sono state pertanto percepite come fosche e altamente incerte.

**Le società interpellate hanno segnalato un modesto rallentamento della crescita dell'occupazione in un contesto di condizioni ancora tese nel mercato del lavoro.** Nonostante il rallentamento e l'atteso deterioramento dell'attività economica, la maggior parte delle società ha previsto un impatto sull'occupazione piuttosto contenuto. Per quanto alcune imprese siano diventate più riluttanti ad assumere e altre abbiano iniziato a licenziare, la maggior parte di esse ha definito improbabile un taglio del personale, in quanto l'esperienza recente ha dimostrato quanto sia difficile assumere, formare e mantenere i lavoratori necessari. Nonostante la distensione osservata in alcune aree, la carenza di manodopera e di competenze professionali ha continuato a rappresentare una sfida per molte imprese. Nel contempo, le agenzie per l'impiego hanno segnalato il protrarsi di un forte aumento dei posti a tempo indeterminato, mentre la crescita della domanda di lavoratori a tempo determinato è lievemente diminuita.

## Grafico A

### Sintesi delle opinioni sugli andamenti e sulle 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 su base trimestrale dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi. I punteggi sono compresi tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Un punteggio pari a 0 corrisponde a nessuna variazione. La linea tratteggiata si riferisce alle aspettative per il trimestre seguente.

### La maggior parte dei referenti ha segnalato il protrarsi di una vigorosa dinamica dei prezzi, seppur a fronte di una lieve moderazione del tasso di incremento medio, riconducibile a prezzi stabili o inferiori in vari settori.

In particolare, i referenti di alcune parti del settore dei beni intermedi hanno visto i prezzi diminuire da livelli molto elevati relativamente ad alcuni segmenti di prodotto. Nei mesi precedenti i prezzi di alcune materie prime si erano stabilizzati oppure erano in calo, sebbene l'effetto di tale dinamica sui costi degli input fosse spesso contenuto o più che compensato dalla debolezza del tasso di cambio dell'euro e dalla trasmissione ancora in corso da parte dei fornitori dei passati incrementi dei costi (compresi quelli per l'energia). Nel complesso, i prezzi del trasporto e della logistica hanno continuato a crescere e anche il fatto che le tariffe di trasporto spot (a breve termine) fossero diminuite su alcune delle più importanti rotte navali ha avuto un impatto minimo sui costi di trasporto, determinati prevalentemente dai contratti a lungo termine. Nel contempo, l'entità della trasmissione (diretta e indiretta) degli eccezionali rincari di gas ed elettricità ai costi sostenuti dalle imprese e ai prezzi di vendita praticati dalle stesse è variata notevolmente. Se da un lato molti referenti hanno affermato che la trasmissione di buona parte dei costi incrementati si era già verificata, in un contesto di prezzi più favorevole del solito, numerosi altri referenti hanno dichiarato che l'impatto sulla base di costo della propria impresa sarà avvertito principalmente, o esclusivamente, nel 2023 e ancora oltre, al graduale scadere dei contratti a lungo termine di fornitura di energia e relative coperture. Nel complesso, pertanto, la maggior parte dei referenti ha continuato a percepire forti pressioni sui costi e ha seguito ad aggiustare i prezzi più frequentemente e in misura maggiore rispetto al solito, con solo un modesto rallentamento del tasso di variazione sequenziale attualmente previsto per il prossimo trimestre o per i due trimestri a venire.

**Le pressioni salariali hanno continuato ad accumularsi, diventando per molte imprese un fattore di preoccupazione sempre più rilevante dal punto di vista dei costi.** La maggior parte dei referenti ha continuato a descrivere la crescita

salariale nel 2022 come contenuta o modesta. In molte imprese un'ampia quota dei salari era ancora definita in base ad accordi sottoscritti nel 2021 o prima.

Diversi referenti hanno segnalato contributi temporanei a beneficio dei dipendenti volti ad aiutarli a far fronte al più elevato costo della vita (in particolare nei casi in cui le trattative salariali non avevano ancora avuto luogo). Nel corso del tempo, tuttavia, si è registrata una tendenza crescente ad attendersi che gli accordi salariali incorporino gli aumenti in maniera permanente. Tra coloro che hanno fornito indicazioni quantitative sulle proprie aspettative di crescita salariale, un'ampia maggioranza ha fatto riferimento ad aumenti pari o superiori al 4 per cento (e spesso anche a percentuali molto più elevate) con effetto verosimilmente a partire dal 2023. Mentre alcuni referenti hanno ritenuto opportuno offrire ai propri dipendenti salari più elevati come forma di compensazione per l'aumento del costo della vita, molti hanno espresso preoccupazione per l'impatto dell'aumento del costo del lavoro sulla redditività.

## Un'analisi dettagliata delle aspettative di inflazione dei consumatori: evidenze provenienti dalla Consumer Expectations Survey (CES) della BCE

a cura di **Lucyna Gornicka, Justus Meyer e Aidan Meyler**

**Con il forte aumento segnato negli ultimi 18 mesi dall'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC, monitorare e comprendere l'andamento delle aspettative di inflazione dei consumatori ha assunto un'importanza crescente.**

Il presente riquadro esamina l'andamento delle attese di inflazione dei consumatori<sup>1</sup> utilizzando i dati dell'indagine sulle loro aspettative (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE e avviata nel 2020<sup>2</sup>. Si analizzano le variazioni dell'intera distribuzione delle aspettative di inflazione, con particolare riferimento a quelle medie e mediane – dal momento che le due misure possono differire a causa di asimmetrie nelle risposte – e si esplorano i risultati relativi alle aspettative di inflazione dei consumatori a uno e a tre anni. Le attese a un anno misurano le aspettative di inflazione a più breve termine e, rispetto a quelle su orizzonti più lunghi, risultano più reattive agli andamenti correnti dell'aumento dei prezzi. Le aspettative a tre anni misurano le attese di inflazione più a medio termine e, in quanto tali, colgono meglio i rischi potenziali di disancoraggio delle aspettative dall'obiettivo di inflazione perseguito dalla banca centrale.

**Dopo che a luglio 2021 l'inflazione misurata sullo IAPC ha superato il 2 per cento, anche le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori hanno iniziato a spostarsi verso l'alto.** Tra aprile 2020, mese di avvio dell'indagine CES, e luglio 2021, l'inflazione è stata relativamente contenuta e le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori sono rimaste relativamente stabili attorno al 2 per cento (cfr. il grafico A)<sup>3</sup>. Quando l'inflazione misurata sullo IAPC ha superato il

<sup>1</sup> Le misure disponibili delle aspettative di inflazione differiscono in base a numerose dimensioni, tra le quali la categoria di operatore economico (famiglie/consumatori, imprese, previsori macroeconomici professionali e mercati finanziari); la fonte (prezzi ricavati dalle indagini o dai mercati finanziari) e l'orizzonte temporale (breve, medio e lungo termine). Le aspettative di inflazione dei previsori e dei mercati finanziari rappresentano quelle dei macroeconomisti professionisti. È probabile che le attese delle famiglie siano più eterogenee a seconda delle loro competenze circa gli andamenti macroeconomici. In tale contesto, l'interpretazione di variazioni relativamente contenute dovrebbe essere prudente; al contrario, gli spostamenti più netti forniscono informazioni importanti.

<sup>2</sup> Avviata ad aprile 2020, l'indagine CES è condotta mensilmente in via continuativa presso un panel di oltre 10.000 partecipanti provenienti dai sei maggiori paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi). È somministrata via Internet dalla BCE e raccoglie dati pienamente armonizzati sulle aspettative dei consumatori presso un campione rappresentativo della popolazione sottostante. Ulteriori informazioni metodologiche, una guida per l'utente e aggiornamenti sull'indagine sono reperibili nella [pagina web](#) dedicata. Per maggiori dettagli cfr. "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2021, nonché Georganakos, D. e Kenny, G., "Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey", *Journal of Monetary Economics*, vol. 129, 2022, pagg. 1-14.

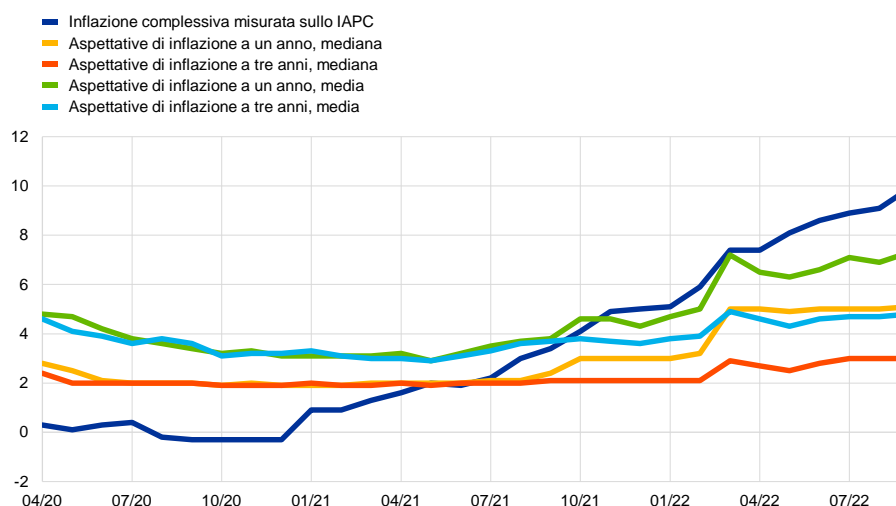
<sup>3</sup> Ad aprile 2020 le aspettative di inflazione sono lievemente aumentate per effetto dell'accresciuta incertezza causata dalla pandemia e delle iniziali misure di chiusura (lockdown). È un fatto stilizzato noto che le aspettative di inflazione dei consumatori tendano a essere più elevate di quelle dei macroeconomisti professionisti. Ciò è dovuto in parte alla propensione di alcuni consumatori a segnalare le aspettative di inflazione con cifre arrotondate (frequentemente in multipli di cinque), soprattutto in caso di maggiore incertezza. Per una trattazione più approfondita, cfr. l'articolo 2 [Comprendere le percezioni e le aspettative di inflazione dei consumatori: il ruolo dell'incertezza](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

2 per cento nell'estate del 2021, anche le aspettative di inflazione a più breve termine sono gradualmente aumentate<sup>4</sup>. Le aspettative di inflazione più a medio termine sono rimaste sostanzialmente invariate fino a marzo 2022, quando quelle mediane a tre anni sono salite al 3 per cento a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina. Da allora, tuttavia, sono rimaste relativamente stabili, nonostante gli ulteriori significativi incrementi dell'inflazione complessiva. Le aspettative medie di inflazione, più esposte ai valori anomali, hanno evidenziato variazioni in certa misura superiori.

### Grafico A

#### Aspettative di inflazione dei consumatori medie e mediane e inflazione misurata sullo IAPC

(valori percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed Eurostat. Note: stime ponderate. La mediana è calcolata sulla base di un'interpolazione lineare simmetrica che tiene conto degli arrotondamenti nelle risposte. I valori medi sono winsorizzati al 2° e al 98° percentile di ogni edizione dell'indagine e di ciascun paese.

#### Le distribuzioni delle aspettative di inflazione dei consumatori si sono spostate verso destra, ma le code non si sono significativamente ispessite.

Il grafico B mostra gli istogrammi delle aspettative di inflazione a più breve e a più medio termine dei consumatori, sia in media nel periodo compreso tra aprile 2020 e febbraio 2022 sia a settembre 2022. Sebbene “zero” rimanga la risposta più frequente, nel tempo è aumentato il numero di intervistati che prospettano un'inflazione più elevata. Tra aprile 2020 e febbraio 2022, “2 per cento” e “3 per cento” sono state la seconda e la terza risposta più frequente, sia per le aspettative a più breve termine sia per quelle più a medio termine. Tuttavia, a settembre 2022 tali risposte sono salite a “5 per cento” e “10 per cento” per le aspettative a più breve

<sup>4</sup> Nel presente riquadro non sono esaminate le differenze tra paesi o tra gruppi sociodemografici. Ulteriori informazioni sono disponibili nella pagina web dedicata all'indagine CES. Nel complesso, malgrado alcune differenze specifiche, l'andamento generale delle percezioni e delle aspettative aggregate è in ampia misura simile nei diversi sottogruppi della popolazione. Per una recente trattazione delle differenze di genere nelle aspettative di inflazione, cfr. Di Nino, V., Kolndrekaj, A. e Meyler, A., “What drives inflation expectations of women and men?”, *Il Blog della BCE*, 14 settembre 2022.

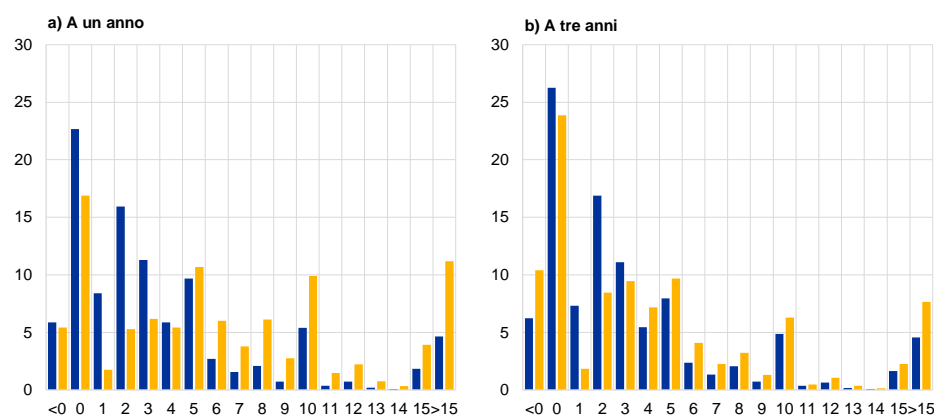
termine e a “3 per cento” e “5 per cento” per quelle più a medio termine<sup>5</sup>. Al tempo stesso, con l’inizio dell’aumento dell’inflazione a luglio 2021, i momenti più elevati della distribuzione delle aspettative che colgono i movimenti delle sue code, quali la curiosità e l’asimmetria, non sono saliti in misura significativa. Ciò suggerisce che i movimenti verso l’alto delle distribuzioni delle aspettative non sono stati trainati da un ispessimento delle code.

## Grafico B

### Istogrammi delle aspettative di inflazione dei consumatori

(valori percentuali)

■ Da aprile 2020 a febbraio 2022  
 ■ Settembre 2022



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES).

Nota: il grafico mostra gli istogrammi delle aspettative di inflazione a un anno (pannello di sinistra) e a tre anni (pannello di destra) in media (istogrammi blu) nel periodo tra aprile 2020 e febbraio 2022 (ossia prima dell’invasione russa dell’Ucraina) e a settembre 2022 (istogrammi arancioni).

**Sebbene le percezioni dell’inflazione effettiva e le attese di inflazione a breve termine siano aumentate, la struttura per scadenza delle aspettative di inflazione dei consumatori ha continuato a mostrare un andamento fortemente discendente.** Combinando le informazioni inerenti le attese di inflazione a diversi orizzonti temporali è possibile costruire una struttura per scadenza delle aspettative di inflazione dei consumatori. Il grafico C mostra che la struttura per scadenza continua a evidenziare un’inclinazione fortemente negativa. In altre parole, i consumatori dell’area dell’euro seguitano a ritenere che l’attuale impennata dell’inflazione percepita abbia una significativa componente transitoria e si attendono che nel medio periodo la crescita dei prezzi torni su livelli più prossimi a quelli osservati in passato, benché superiori al 2 per cento.

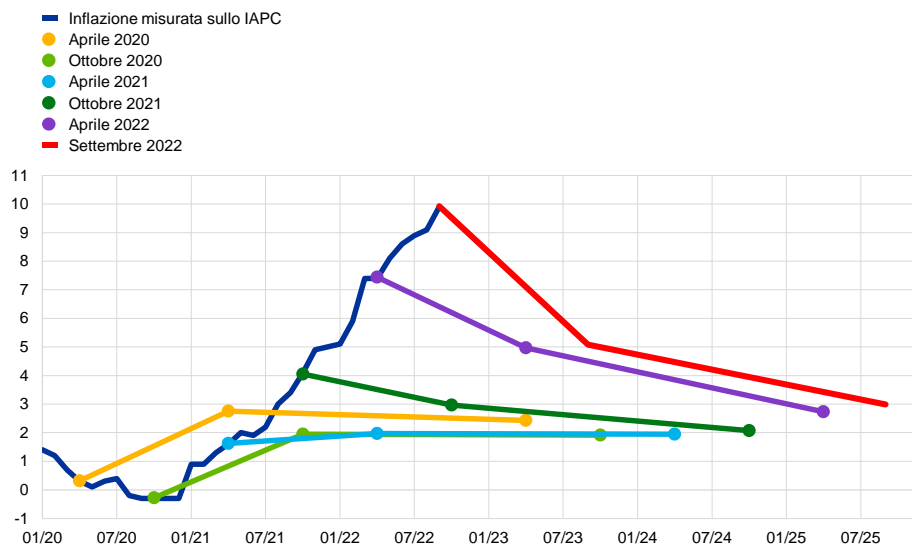
<sup>5</sup> Una caratteristica delle percezioni e delle aspettative quantitative di inflazione dei consumatori è quella di concentrarsi su determinati valori, in particolare sui multipli di 1, 5 e 10. Tale caratteristica è stata osservata per i dati relativi a Stati Uniti, area dell’euro, Giappone e Australia. Per una trattazione recente, cfr. Haidari, Y. e Nolan, G., “Sentiment, Uncertainty and Households’ Inflation Expectations”, *Bulletin September 2022*, Reserve Bank of Australia, 2022.



## Grafico C

### Struttura per scadenza delle aspettative mediane di inflazione

(valori percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed Eurostat.  
Note: il grafico mostra le aspettative mediane di inflazione dei consumatori su diversi orizzonti nel corso del tempo. Le linee sono costruite combinando le informazioni sulle aspettative di inflazione a uno e a tre anni per alcune edizioni mensili dell'indagine CES.

### La reattività delle attese di inflazione all'inflazione percepita è lievemente aumentata, ma rimane significativamente più bassa per le aspettative di inflazione a medio termine.

Un'elevata sensibilità delle aspettative di inflazione a più lungo termine alle variazioni dell'inflazione corrente (o percepita) potrebbe segnalare potenziali rischi di disancoraggio delle aspettative, in quanto implica che gli shock all'inflazione corrente sarebbero in grado di allontanare le attese dall'obiettivo perseguito dalla banca centrale<sup>6</sup>. Il grafico D mostra la reattività stimata delle aspettative di inflazione dei consumatori alle revisioni dell'inflazione percepita, sia a uno sia a tre anni<sup>7</sup>. La sensibilità delle attese alle revisioni dell'inflazione percepita è lievemente aumentata da luglio 2020 e lo spostamento verso l'alto è stato di entità sostanzialmente analoga sia per le aspettative a più breve termine sia per quelle più a medio termine. In linea con le evidenze passate, la reattività di queste ultime rimane notevolmente inferiore a quella delle aspettative a breve termine<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Per una trattazione più dettagliata, cfr. Stanislawski, E. e Paloviita, M., "Responsiveness of consumers' medium-term inflation expectations: evidence from a new euro area survey", *Bank of Finland Research Discussion Papers 10/2021*, Suomen Pankki - Finlands Bank, 2021.

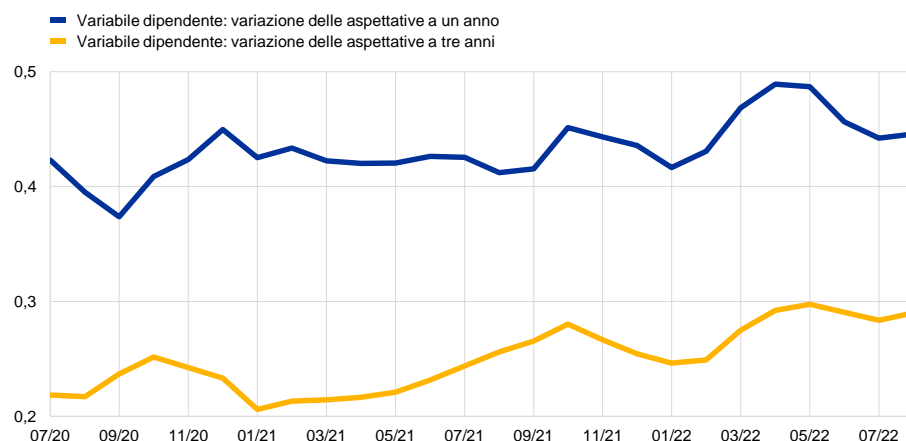
<sup>7</sup> Per un esame dei dati relativi agli Stati Uniti, cfr. Armantier, O., Goldman, L., Koşar, G., Topa, G., van der Klaauw, W. e Williams, J.C., "What Are Consumers' Inflation Expectations Telling Us Today?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 2022.

<sup>8</sup> Risultati analoghi sotto il profilo qualitativo sono riscontrabili nelle regressioni delle aspettative di inflazione a uno e a tre anni sull'inflazione effettiva.

## Grafico D

### Inflazione percepita nelle regressioni delle aspettative di inflazione a breve e medio termine

(coefficiente sulle revisioni dell'inflazione percepita)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES).

Note: il grafico mostra le stime dei coefficienti sulle revisioni dell'inflazione percepita ricavate dalle regressioni delle revisioni alle aspettative di inflazione dei consumatori a un anno (linea blu) e a tre anni (linea arancione). Le regressioni a livello di partecipante sono condotte su una finestra mobile di tre edizioni dell'indagine CES, tenendo conto degli effetti fissi per paese. In tutte le regressioni, il coefficiente sulle revisioni dell'inflazione percepita è statisticamente significativo al livello dell'1 per cento.

### L'incertezza dei consumatori sulle aspettative di inflazione è aumentata.

Un'importante caratteristica dell'indagine CES della BCE è il fatto che contiene una domanda diretta (probabilistica) tesa a verificare il grado di incertezza dei consumatori in merito alle aspettative di inflazione espresse<sup>9</sup>. In particolare, ai consumatori viene chiesto di quantificare la probabilità che l'inflazione si collochi entro determinati intervalli<sup>10</sup>. Una misura indiretta dell'incertezza dei consumatori è la frequenza con cui essi segnalano percezioni e aspettative in multipli di cinque<sup>11</sup>. Il grafico E mostra che le misure dirette e indirette hanno evidenziato un andamento molto simile e presentano un analogo profilo a U nel periodo compreso tra aprile 2020 e settembre 2022. Ad aprile 2020, all'inizio della pandemia e dei lockdown, l'incertezza era relativamente elevata. È poi gradualmente diminuita nel corso dell'anno, rimanendo relativamente contenuta all'incirca fino a luglio 2021, quando ha ripreso a salire. Ha registrato un ulteriore incremento subito dopo l'invasione russa dell'Ucraina permanendo, da allora, su livelli relativamente elevati.

<sup>9</sup> Per una trattazione e un confronto tra le aspettative puntuali e probabilistiche dei previsori professionali, cfr. Engelberg, J., Manski, C.F. e Williams, J., "Comparing the Point Predictions and Subjective Probability Distributions of Professional Forecasters", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 27, n. 1, 2009, pagg. 30-41.

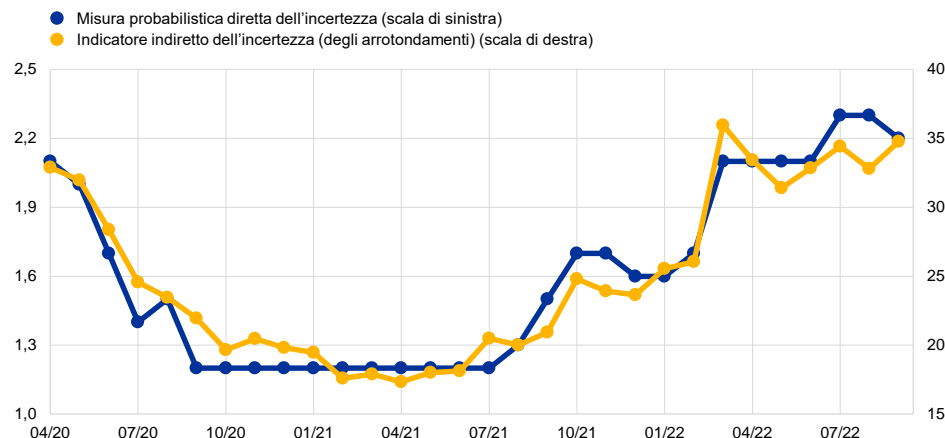
<sup>10</sup> Da aprile 2020 a giugno 2022 essi avevano l'ampiezza di 2 punti percentuali ed erano compresi tra -8 e +8 per cento (ad esempio 0-2 per cento; 2-4 per cento; ecc.). A luglio 2022 gli intervalli sono stati estesi ai valori compresi tra -12 e +12 per cento.

<sup>11</sup> L'arrotondamento a multipli di cinque è una delle ragioni per cui le percezioni e le aspettative medie tendono a collocarsi al di sopra delle percezioni e delle aspettative mediane e può anche contribuire a spiegare perché il divario tra la media e la mediana possa aumentare al crescere dell'incertezza relativa all'inflazione. Per un'analisi più dettagliata del ricorso agli arrotondamenti come indicatore di incertezza nel contesto delle aspettative di inflazione dei consumatori negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, cfr. Reiche e Meyler (2022, op. cit.) e Binder, C., "Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations", *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, 2017, pagg. 1-12.

## Grafico E

### Indicatori dell'incertezza dei consumatori sulle aspettative di inflazione a un anno

(scala di sinistra: punti percentuali; scala di destra: percentuale di intervistati)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES).

Nota: il grafico mostra: a) l'indicatore probabilistico dell'incertezza sulle aspettative di inflazione segnalate, in media, dagli intervistati (linea blu); b) la quota di risposte arrotondate (ossia in multipli di cinque) sul totale delle risposte (linea arancione) per edizione dell'indagine CES (asse delle ascisse).

**Sebbene le aspettative di inflazione dei consumatori abbiano reagito alla più elevata inflazione e all'accresciuta incertezza, nel complesso la loro struttura per scadenza continua a mostrare un andamento fortemente discendente.**

Le variazioni delle aspettative di inflazione non sono state determinate da un vero e proprio ispessimento delle code, ma da uno spostamento della parte centrale della distribuzione, nonché da una maggiore tendenza a segnalare attese arrotondate in multipli di cinque, fenomeno che riflette l'accresciuta incertezza in merito alle prospettive di inflazione. L'andamento ascendente delle aspettative, l'aumento dell'incertezza che le caratterizza e la più elevata sensibilità di quelle a medio termine all'inflazione corrente percepita sono tutti elementi che richiedono un attento monitoraggio e un'analisi nel continuo delle attese di inflazione da parte dei consumatori.

## Il ruolo di domanda e offerta per l'inflazione di fondo: una scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari nelle sue varie voci

a cura di Eduardo Gonçalves e Gerrit Koester<sup>1</sup>

**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) ha continuato ad aumentare, raggiungendo il 4,8 per cento a settembre 2022, secondo la stima preliminare dell'Eurostat.** L'inflazione

complessiva misurata sullo IAPC, che comprende anche beni energetici e alimentari, è salita al 10 per cento a settembre, con un contributo da parte dei beni energetici e alimentari pari a circa due terzi e l'inflazione al netto di tali beni a circa un terzo dell'inflazione complessiva. Per l'aumento dell'inflazione misurata sull'indice IAPC al netto di beni energetici e alimentari hanno svolto un ruolo importante fattori sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda. Il persistere di strozzature dal lato dell'offerta per i beni industriali e la carenza di input, compresa la difficoltà a reperire manodopera dovuta in parte agli effetti della pandemia di coronavirus (COVID-19), ha determinato un brusco aumento dell'inflazione. Con la revoca delle restrizioni legate alla pandemia, anche una ripresa della domanda ha contribuito agli attuali elevati tassi di inflazione, soprattutto nel settore dei servizi. Ad agosto 2022, l'ultimo mese per cui sono disponibili dati dettagliati (cfr. il grafico A), le componenti del paniere dello IAPC che, in base ai riscontri aneddotici, risentono pesantemente delle interruzioni produttive e delle strozzature dal lato dell'offerta e le componenti fortemente influenzate dagli effetti delle riaperture a seguito della pandemia hanno fornito un contributo congiunto pari a circa metà (2,4 punti percentuali) dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro. Tuttavia, questa scomposizione ad hoc esclude gran parte dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, rendendo necessaria un'ulteriore distinzione tra il ruolo dei fattori dal lato della domanda e di quelli dal lato dell'offerta nell'inflazione di fondo dell'area dell'euro. La politica monetaria opera principalmente attraverso il canale della domanda ed è quindi importante valutare in quale misura gli andamenti dell'inflazione di fondo possano essere attribuiti agli uni o agli altri.

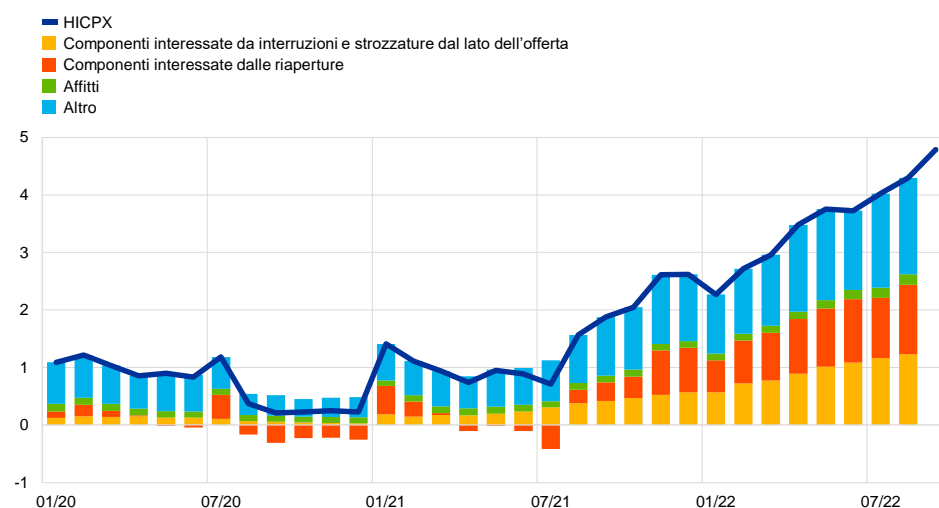
---

<sup>1</sup> Gli autori ringraziano Adam Shapiro per la guida e il sostegno nell'applicazione del suo approccio all'area dell'euro e Omiros Kouvavas per l'aiuto nel riconciliare i dati sui prezzi e sull'attività per l'area dell'euro.

## Grafico A

### Scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) nell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le componenti interessate da turbative e strozzature dal lato dell'offerta comprendono autovetture nuove, autovetture di seconda mano, pezzi di ricambio e accessori per il trasporto privato e arredamento e dotazioni domestiche (inclusi i grandi elettrodomestici). Le componenti interessate dalla riapertura dell'economia comprendono abbigliamento e calzature; attività ricreative e culturali; servizi ricreativi; alberghi/motel; voli internazionali e interni. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022 (stime preliminari) per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e ad agosto 2022 per il resto.

**Un approccio disaggregato all'analisi del ruolo dei fattori di domanda e offerta in ciascuna componente dello HICPX può contribuire a dare un'idea del ruolo complessivo di tali fattori nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.** Tale quadro di riferimento per il monitoraggio dell'inflazione è stato originariamente sviluppato per gli Stati Uniti da Adam Shapiro<sup>2</sup>. Gli andamenti dei prezzi e dell'attività sono influenzati da numerosi fattori, alcuni dei quali hanno determinato variazioni inattese dell'offerta mentre altri hanno modificato la domanda. Al fine di associare una certa componente dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (ad esempio autovetture o servizi alberghieri) alla serie determinata prevalentemente da fattori dal lato dell'offerta o a quella determinata prevalentemente da fattori dal lato della domanda, tale approccio si basa sul fatto che uno shock dal lato dell'offerta influenza l'attività e l'inflazione in direzioni opposte, mentre uno shock dal lato della domanda le influenza nella stessa direzione. Più precisamente, per associare una componente in modo binario all'offerta o alla domanda, l'approccio adottato tiene conto degli errori che un modello basato su serie temporali compie in ciascun momento: se gli errori relativi a prezzi e attività hanno lo stesso segno, la componente è definita come "indotta dalla

<sup>2</sup> Cfr. Shapiro, A.H., "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?", *FRBSF Economic Letter*, n. 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 giugno 2022; e Shapiro, A.H., "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation", *Working Papers*, n. 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, settembre 2022.

domanda”, altrimenti è definita come “indotta dall’offerta”<sup>3</sup>. Sono classificate in questo modo solo le componenti i cui errori sono statisticamente significativi; le componenti per le quali le variazioni inattese di prezzi e attività non sono significativamente diverse dalle previsioni del modello sono classificate come ambigue<sup>4</sup>. Sulla base di tale approccio, per ciascun mese ogni voce dell’HICPX può essere pertanto classificata come prevalentemente trainata dalla domanda (variazioni inattese di prezzi e attività si muovono nella stessa direzione), come prevalentemente trainata dall’offerta (variazioni inattese di prezzi e attività si muovono in direzioni opposte) o come ambigua. Una volta effettuata questa classificazione, i singoli contributi delle componenti vengono sommati (applicando i rispettivi pesi sul totale dei consumi) per ottenere una scomposizione dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari per ciascun mese<sup>5</sup>. Va notato che tale approccio è binario e non quantifica la misura in cui i fattori dal lato della domanda e dell’offerta influenzano i livelli delle componenti. Pertanto, ad esempio, i fattori dal lato dell’offerta potrebbero svolgere un ruolo anche nell’andamento dell’inflazione per una componente classificata come trainata dalla domanda.

**Per effettuare tale scomposizione occorre raccogliere dati sull’attività e sull’inflazione per ciascuna voce dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.** Gli indici dei prezzi destagionalizzati per ciascuna componente inclusa nell’HICPX sono disponibili tempestivamente a un elevato livello di disaggregazione (72 componenti dell’HICPX circa 20 giorni dopo la fine di ogni mese), ma i dati sull’attività per le componenti corrispondenti non sono prontamente disponibili<sup>6</sup>. Ciò rende più complessa l’analisi rispetto agli Stati Uniti, dove i dati sui prezzi e sull’attività sono disponibili contemporaneamente per ciascuna componente del deflatore della spesa per consumi privati (personal consumption expenditures, PCE). Per affrontare questo problema in relazione all’HICPX, come proxy dei consumi sono stati utilizzati gli indici relativi al fatturato, dopo averli destagionalizzati e deflazionati<sup>7</sup>.

---

<sup>3</sup> Vengono effettuate regressioni su una finestra mobile di dieci anni (a partire da gennaio 2002), che includono dati mensili sia sull’attività sia sui prezzi e 12 ritardi di un modello autoregressivo vettoriale (VAR) standard a due equazioni. Se i residui per quantità e prezzi negli ultimi mesi di ciascuna finestra hanno lo stesso segno, le componenti sono definite come “indotte dalla domanda”, mentre se presentano segno opposto, vengono considerate come “indotte dall’offerta”. Se i residui associati alla serie relativa a prezzi o quantità sono statisticamente indistinguibili da zero, la componente è indicata come “ambigua” in riferimento a quel mese.

<sup>4</sup> Per individuare tali casi ambigui, si segue l’approccio base di Shapiro, indicando come ambiguo il quintile intermedio della componente residua nella rispettiva distribuzione campionaria della regressione. Ciò significa che si confrontano le componenti residue dell’ultimo mese menzionate in precedenza con tutte le componenti residue ottenute in tale finestra, valutando se esse si collocano o meno nel 20 per cento centrale della distribuzione. Nella specificazione di base, le componenti residue post-2020 facenti parte del campione sono escluse dall’esecuzione del test. Tuttavia, un controllo di robustezza mostra che la componente ambigua aumenta solo lievemente quando vengono inclusi anche i risultati successivi al 2020 e che i risultati complessivi non ne risentono in maniera sostanziale.

<sup>5</sup> Secondo Shapiro, i contributi sul periodo corrispondente determinati dall’offerta e dalla domanda sono quindi definiti come il totale operativo degli ultimi 12 contributi indotti dalla domanda e dall’offerta.

<sup>6</sup> In base alla classificazione COICOP a quattro cifre.

<sup>7</sup> I dati sul fatturato sono forniti dall’Eurostat nell’ambito delle statistiche congiunturali sull’attività (cfr. “Short-term business statistics introduced”, *Statistics Explained*, Eurostat). I dati utilizzati riguardano il fatturato dei servizi (sts\_setu\_q) e quello del commercio al dettaglio (sts\_tr). Le serie relative al fatturato dei servizi sono deflazionate con lo IAPC al fine di analizzare l’andamento del fatturato in termini reali. Le serie relative al fatturato del commercio al dettaglio sono già disponibili deflazionate e non deflazionate.

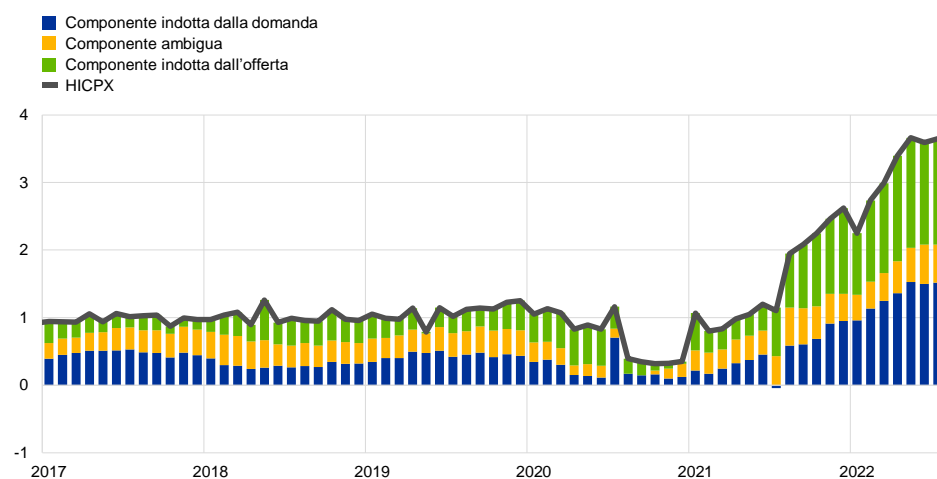
Sulla base di questo esercizio di riconciliazione, si possono ricavare associazioni prezzi-attività per tutte le 72 componenti dell'HICPX<sup>8</sup>.

**La scomposizione suggerisce che l'aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro a partire dal terzo trimestre del 2021 è stato inizialmente determinato per lo più da fattori dal lato dell'offerta, ma l'importanza dei fattori dal lato della domanda è gradualmente aumentata nel tempo.** Negli ultimi mesi i fattori dal lato della domanda e dell'offerta hanno avuto un'influenza sostanzialmente analoga sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (cfr. il grafico B). Controlli di robustezza svolti ricorrendo a serie HICPX ad aliquote fiscali costanti (per tenere conto, ad esempio, della riduzione temporanea dell'IVA in Germania nella seconda metà del 2020) portano a risultati simili.

### Grafico B

Inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari: scomposizione in componenti indotte dalla domanda e dall'offerta

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati destagionalizzati. Rappresentazione basata sull'approccio sviluppato da Adam Shapiro. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari riflette la somma della componente determinata dalla domanda, di quella determinata dall'offerta e della componente ambigua, calcolate come somma mobile degli ultimi 12 contributi mensili. Sebbene per il mese di agosto 2022 siano disponibili dati sui prezzi, l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2022 poiché le serie sul fatturato utilizzate come proxy dell'attività sono pubblicate con un certo ritardo.

**Per quanto riguarda le componenti più rilevanti dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, dall'inizio del 2021 i fattori dal lato dell'offerta hanno svolto un ruolo lievemente maggiore nel determinare l'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG; cfr. il grafico C).** Le variazioni sia della domanda sia dell'offerta hanno contribuito fortemente all'aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici dall'autunno del 2021. Le variazioni nell'offerta non hanno svolto un ruolo

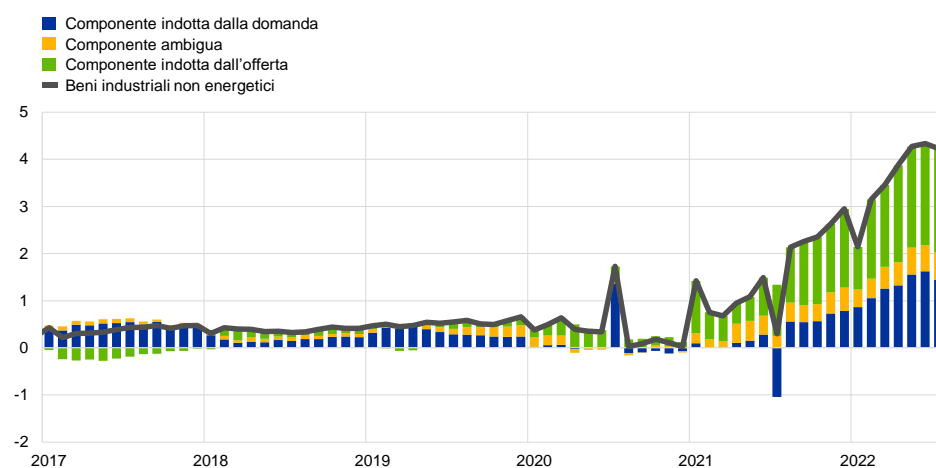
<sup>8</sup> Un limite di tale esercizio consiste nel fatto che, ai fini di questa analisi, le 72 componenti dell'HICPX possono essere riconciliate solo con 45 serie relative al fatturato (che sono disponibili con sufficiente tempestività). Pertanto, alcune serie dell'HICPX (in particolare per quanto riguarda le categorie dei beni industriali non energetici) sono messe a confronto con la stessa serie relativa al fatturato. Lo stesso approccio è utilizzato anche, ad esempio, nel riquadro 3 *Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

significativo nell'andamento dell'inflazione dei NEIG dal 2017 al 2020, ma ne sono diventate la principale determinante nel 2021, di riflesso agli effetti delle strozzature dal lato dell'offerta. Dalla fine del 2021, con la riapertura dell'economia, le variazioni della domanda sono sempre più rilevanti, ma i fattori dal lato dell'offerta restano dominanti. Per quanto riguarda le singole componenti, quelle che contribuiscono maggiormente all'attuale inflazione dei beni industriali non energetici, come le autovetture a motore e i principali elettrodomestici, sono classificate come indotte principalmente dall'offerta, mentre l'aumento dei prezzi dei mobili, ad esempio, è classificato come indotto principalmente dalla domanda.

### Grafico C

#### Scomposizione dell'inflazione dei beni industriali non energetici

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati destagionalizzati. Rappresentazione basata sull'approccio sviluppato da Adam Shapiro. L'inflazione dei beni industriali non energetici riflette la somma della componente determinata dalla domanda, di quella determinata dall'offerta e della componente ambigua, calcolate come somma mobile degli ultimi 12 contributi mensili. Sebbene per il mese di agosto 2022 siano disponibili dati sui prezzi, l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2022, poiché le serie sul fatturato utilizzate come proxy dell'attività sono pubblicate con un certo ritardo.

**Il forte aumento dell'inflazione dei servizi dalla metà del 2021 è stato trainato da fattori che interessano sia il lato della domanda sia quello dell'offerta, con i primi che risultano più importanti per l'inflazione dei servizi piuttosto che per l'inflazione dei beni industriali non energetici (cfr. il grafico D).** Dal 2017 al 2020, quando l'inflazione dei servizi si è mantenuta piuttosto stabile nell'area dell'euro, i fattori dal lato della domanda e dell'offerta hanno fornito un contributo sostanzialmente analogo all'inflazione dei servizi. Il forte aumento dell'inflazione dei servizi a partire dalla metà del 2021 è stato all'inizio trainato principalmente da fattori dal lato dell'offerta. I contributi delle componenti determinate per lo più dall'offerta sono aumentati notevolmente nella seconda metà del 2021, per poi mantenersi relativamente stabili fino alla metà del 2022. Il ruolo dei fattori dal lato della domanda nell'inflazione dei servizi ha iniziato a crescere di importanza solo negli ultimi mesi del 2021, con l'intensificarsi degli effetti delle riaperture, continuando ad acquistare rilievo fino alla metà del 2022. Più di recente, i contributi forniti all'inflazione dei servizi dalle componenti prevalentemente determinate dalla domanda hanno superato quelli delle componenti prevalentemente determinate dall'offerta. Per quanto riguarda più in dettaglio le varie componenti, secondo l'approccio

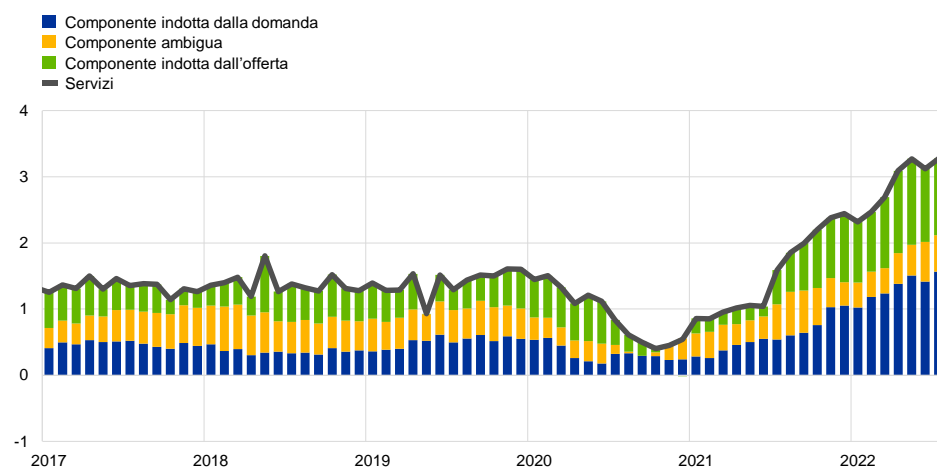


disaggregato, si è riscontrato che l'inflazione relativa ai pacchetti vacanze e ai voli aerei è trainata soprattutto dalla domanda, mentre l'inflazione dei servizi di manutenzione e riparazione per le abitazioni è principalmente determinata dall'offerta.

## Grafico D

### Scomposizione dell'inflazione dei servizi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: dati destagionalizzati. Sulla base dell'approccio sviluppato da Adam Shapiro. L'inflazione dei servizi riflette la somma delle componenti determinate dalla domanda, dall'offerta e ambigue, calcolate come somma mobile degli ultimi 12 contributi mensili. Mentre i dati sui prezzi sono disponibili per agosto 2022, l'ultima osservazione si riferisce a luglio 2022, poiché le serie sul fatturato utilizzate come proxy dell'attività sono pubblicate con un certo ritardo.

### L'approccio disaggregato alla scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari contribuisce a mostrare il ruolo dei fattori dal lato della domanda e dell'offerta nell'inflazione di fondo, ma presenta limiti rilevanti.

Il principale vantaggio di questo approccio è che ciascuna componente dell'HICPX può essere classificata come prevalentemente determinata dalla domanda o dall'offerta. Ciò rende i risultati molto trasparenti e consente di effettuare controlli incrociati con altre evidenze disponibili circa l'andamento dell'inflazione per varie componenti. Tale trasparenza assume particolare valore nell'attuale contesto di incertezza molto elevata, derivante dagli effetti della pandemia e della guerra in Ucraina sulle variazioni dell'attività e dei prezzi. Occorre tuttavia tenere presenti alcuni limiti di questo approccio. In primo luogo, vi sono diversi modi di associare i dati sui prezzi e sull'attività e ciò è complicato dal fatto che non sono disponibili serie distinte sul fatturato per ciascuna componente dell'HICPX (ciò rende necessario associare alcune componenti dell'HICPX alle medesime serie relative al fatturato, in particolare nel caso dell'inflazione dei beni industriali non energetici). In secondo luogo, l'approccio disaggregato non può quantificare l'entità dei contributi della domanda e dell'offerta per ciascuna componente. Ciò potrebbe introdurre una distorsione se, ad esempio, il ruolo dei fattori dal lato dell'offerta per le componenti classificate come principalmente determinate dalla domanda è, in media, molto più incisivo rispetto a quello dei fattori dal lato della domanda per le componenti classificate come determinate prevalentemente dall'offerta. Inoltre, gli andamenti delle quantità e dei prezzi sono stati chiaramente eccezionali dall'inizio

della pandemia e sono stati influenzati da numerosi fattori straordinari, rendendo più difficile costruire un modello che funga da base affidabile per una classificazione fondata sul segno positivo o negativo dell'errore di previsione.

## I legami fra l'area dell'euro e la Russia: evidenze aggiornate dalla bilancia dei pagamenti

a cura di Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris e Martin Schmitz

**Il presente riquadro analizza gli andamenti recenti dei legami commerciali e finanziari tra l'area dell'euro e la Russia desunti dalla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro.** I legami commerciali e finanziari fra area dell'euro e Russia sono attualmente oggetto di grande attenzione per via dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e delle sanzioni che sono state successivamente imposte a quest'ultima dall'Unione europea (UE), dagli Stati Uniti e da altri paesi. Il presente riquadro documenta come il disavanzo record del saldo commerciale tra l'area dell'euro e la Russia, riconducibile ai forti rincari dei beni energetici importati e alle minori esportazioni dovute alle sanzioni UE, abbia contribuito a determinare una significativa variazione del saldo complessivo di conto corrente dell'area dell'euro. Il riquadro evidenzia, inoltre, come i legami finanziari bilaterali, già limitati prima dell'invasione, abbiano risentito dell'impatto delle sanzioni e della volatilità nei mercati finanziari.

### Conto corrente

**Tra il secondo trimestre del 2021 e il secondo trimestre del 2022 il saldo di conto corrente dell'area dell'euro nei confronti della Russia è passato da un lieve avanzo a un disavanzo pari allo 0,5 per cento del PIL dell'area, contribuendo così in misura significativa alla brusca riduzione dell'avanzo di conto corrente dell'area nel medesimo periodo (cfr. il grafico A).** Essendo la Russia un importante esportatore di prodotti energetici e altre materie prime, nei suoi confronti l'area dell'euro registrava di norma un disavanzo di conto corrente. Il disavanzo bilaterale più cospicuo risale al periodo 2010-2014, quando si è attestato in media allo 0,3 per cento del PIL dell'area dell'euro, a fronte di livelli elevati dei prezzi dei beni energetici. In seguito il disavanzo ha iniziato a seguire un andamento discendente, collocandosi in media allo 0,1 per cento del PIL nel periodo 2015-2019, per poi trasformarsi in un lieve avanzo nel 2020, coerentemente con le minori importazioni di beni energetici durante la pandemia di coronavirus (COVID-19). Per la prima volta dal 2014, tuttavia, nel primo trimestre del 2022 il saldo bilaterale di conto corrente ha registrato, su base annua, un disavanzo superiore allo 0,3 per cento del PIL dell'area. Nel secondo trimestre del 2022 il disavanzo è salito ulteriormente, allo 0,5 per cento del PIL, facendo registrare il dato più alto di sempre nei confronti della Russia e il secondo maggiore disavanzo bilaterale dell'area in quel trimestre, superato solo da quello nei confronti della Cina (che ha toccato l'1 per cento del PIL dell'area)<sup>1</sup>. Nel complesso, il peggioramento del saldo bilaterale di conto corrente dell'area dell'euro nei confronti della Russia tra il

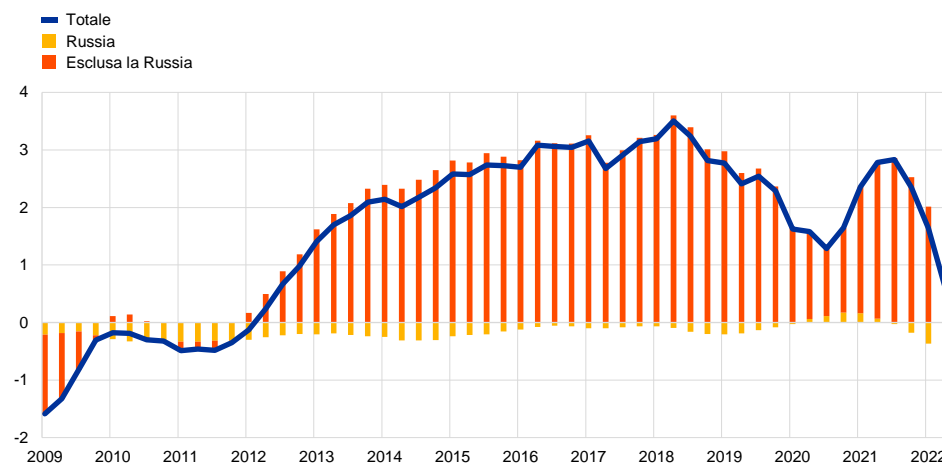
<sup>1</sup> Le serie delle partite correnti bilaterali dell'area dell'euro sono disponibili a partire dal 2008.

secondo trimestre del 2021 e il secondo trimestre del 2022, pari a 0,6 punti percentuali del PIL, ha contribuito per circa un quarto alla riduzione dell'avanzo di conto corrente dell'area, che nel medesimo periodo è passato dal 2,8 allo 0,6 per cento del PIL.

## Grafico A

### Conto corrente dell'area dell'euro

(flussi cumulati di quattro trimestri, in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

**Il disavanzo bilaterale di conto corrente nei confronti della Russia è salito per effetto dell'aumento del valore delle importazioni, soprattutto di prodotti energetici, e del calo delle esportazioni riconducibile alle sanzioni imposte dall'UE (cfr. il grafico B)<sup>2</sup>.** Il principale contributo al peggioramento del saldo bilaterale di conto corrente è stato dato dalle importazioni di beni energetici dalla Russia, il cui valore ha toccato l'1 per cento del PIL dell'area dell'euro nella prima metà del 2022, quasi il doppio sul periodo corrispondente. Tale dinamica è stata trainata dal forte rialzo dei prezzi dei beni energetici, che ha determinato un aumento del valore delle importazioni nonostante le quantità importate dalla Russia fossero più esigue: alla fine del secondo trimestre del 2022 i valori delle importazioni di beni energetici erano superiori del 60 per cento rispetto ai livelli medi del 2021, a fronte di volumi del 16 per cento più bassi<sup>3</sup>. Inoltre, nella prima metà del 2022 anche il valore delle importazioni di beni non energetici e di servizi dalla Russia è aumentato, in un contesto caratterizzato da prezzi in crescita. Nel contempo, le esportazioni di beni e servizi dall'area dell'euro verso la Russia sono diminuite bruscamente nella prima metà del 2022, in concomitanza con l'applicazione da parte dell'UE di pacchetti di sanzioni nei confronti della Russia a seguito della sua invasione dell'Ucraina: tale calo è stato trainato dalle esportazioni di beni soggetti alle sanzioni (ad esempio macchinari elettrici, veicoli e mezzi di trasporto)<sup>4</sup>. In particolare, le esportazioni di

<sup>2</sup> Cfr. [Consiglio dell'UE: Spiegazione delle sanzioni UE nei confronti della Russia](#).

<sup>3</sup> Gli ultimi dati mensili sull'interscambio di beni mostrano che i volumi delle importazioni di beni energetici dalla Russia verso l'area dell'euro continuano a ridursi nettamente: ad agosto 2022 erano inferiori di oltre il 30 per cento ai livelli medi osservati nel 2021.

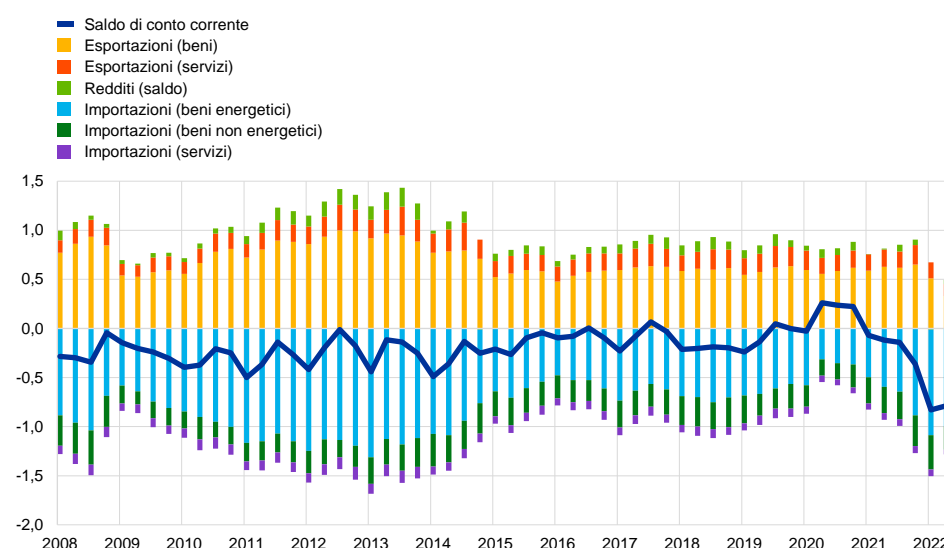
<sup>4</sup> Per informazioni di dettaglio sull'impatto delle sanzioni sui flussi commerciali mondiali verso la Russia, cfr. il riquadro 1 [Flussi commerciali con la Russia dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina](#) nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

beni verso la Russia si sono quasi dimezzate in termini di valore, passando dal massimo pluriennale di circa 21 miliardi di euro registrato nell'ultimo trimestre del 2021 a un minimo storico di circa 11 miliardi di euro nel secondo trimestre del 2022<sup>5</sup>, sulla scorta di un netto calo delle quantità di beni esportati. Un quadro analogo emerge per quanto riguarda le esportazioni di servizi dall'area dell'euro verso la Russia, in quanto nella prima metà del 2022 i servizi di trasporto e altri servizi connessi alle attività economiche hanno registrato una contrazione considerevole, mentre le esportazioni di servizi di viaggio ai turisti russi sono scese nel secondo trimestre del 2022, toccando un minimo che precedentemente era stato osservato solo nel 2020, quando i movimenti transfrontalieri erano fortemente limitati per via della pandemia.

## Grafico B

### Conto corrente dell'area dell'euro nei confronti della Russia

(flussi trimestrali, in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: le importazioni dell'area dell'euro sono riportate con il segno meno. L'interscambio complessivo di beni è rappresentato come da pubblicazione delle statistiche di bilancia dei pagamenti della BCE, mentre l'interscambio di beni energetici si basa sulle statistiche sul commercio di Eurostat. Il saldo dei redditi comprende il saldo dei redditi primari (ad esempio, redditi da lavoro dipendente, dividendi e interessi) e quello dei redditi secondari (come la cooperazione internazionale e le rimesse dei lavoratori).

## Legami finanziari

**Prima dell'invasione dell'Ucraina le esposizioni finanziarie dell'area dell'euro nei confronti della Russia erano relativamente limitate; gli investimenti diretti esteri (IDE) rappresentavano la componente più rilevante.** Alla fine del 2021 le attività totali e le passività totali nei confronti della Russia ammontavano a meno del 4 per cento del PIL dell'area dell'euro, a fronte di un totale delle attività e delle

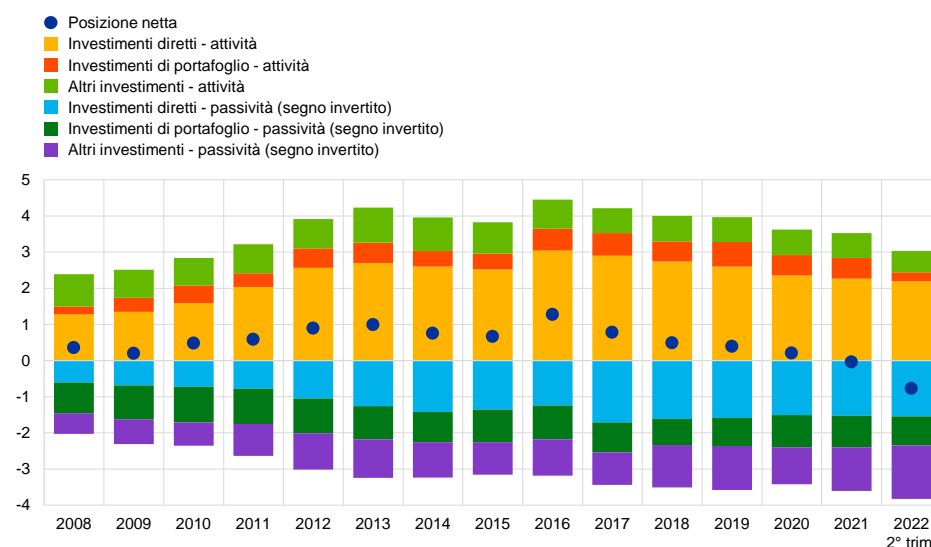
<sup>5</sup> Analoghe flessioni del valore delle esportazioni di beni dall'area dell'euro verso la Russia furono osservate anche all'indomani della crisi finanziaria del 2008 e dell'invasione della Crimea nel 2014, quando le esportazioni bilaterali dell'area dell'euro risultarono quasi dimezzate rispetto a periodi precedenti. In confronto a questi due episodi antecedenti, tuttavia, il calo delle esportazioni osservato nella prima metà del 2022 appare più marcato, in quanto il valore delle esportazioni dell'area dell'euro verso la Russia si è dimezzato, toccando un minimo storico, nel lasso temporale di appena due trimestri.

passività sull'estero che era prossimo al 250 per cento del PIL (cfr. il grafico C). Gli IDE rappresentavano la quota più consistente degli investimenti bilaterali<sup>6</sup> (rispettivamente 63 e 42 per cento delle attività e delle passività totali), seguiti da altri investimenti (rispettivamente 19 e 33 per cento delle attività e delle passività totali) e dagli investimenti di portafoglio (rispettivamente 16 e 24 per cento delle attività e delle passività totali).

### Grafico C

#### Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti della Russia

(valori di fine periodo, in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: le passività dell'area dell'euro sono riportate con il segno meno. Le posizioni bilaterali in strumenti finanziari derivati non sono riportate separatamente, in quanto i dati sono disponibili solo a partire dalla fine del 2013 e rappresentano una piccola quota delle attività e delle passività bilaterali (meno dello 0,1 per cento del PIL).

**Dall'inizio della guerra le attività verso la Russia detenute dai residenti dell'area dell'euro sono diminuite, mentre le passività nei confronti della Russia sono aumentate per effetto delle sanzioni imposte dall'UE.** Fra la fine del quarto trimestre del 2021 e la fine del secondo trimestre del 2022 le attività verso la Russia detenute dai residenti dell'area dell'euro sono diminuite del 10 per cento. Tale contrazione è riconducibile principalmente a una riduzione del controvalore delle consistenze di titoli di portafoglio russi detenuti dagli investitori dell'area dell'euro, che nel periodo indicato è diminuito del 55 per cento, mentre le attività relative ad altri investimenti hanno fatto registrare una riduzione del 12 per cento. Le posizioni degli IDE sono rimaste sostanzialmente immutate per effetto delle variazioni del tasso di cambio dell'euro nei confronti del rublo, che hanno compensato i disinvestimenti operati dalle imprese dell'area dell'euro. Nello stesso periodo, le passività dell'area dell'euro nei confronti della Russia sono aumentate

<sup>6</sup> I dati sugli IDE bilaterali dell'area dell'euro sono fortemente influenzati dalla struttura delle società multinazionali, che spesso costituiscono società di partecipazione nei centri finanziari dell'area dell'euro, generando una visione distorta delle dimensioni, della collocazione geografica e dei settori economici coinvolti nelle relazioni connesse con gli IDE. Circa due terzi dei legami bilaterali tra la Russia e l'area dell'euro connessi con gli IDE vedono coinvolti Cipro e i Paesi Bassi, con ampie posizioni bilaterali sia dal lato delle attività che da quello delle passività, a indicare che i soggetti residenti in questi due paesi dell'area dell'euro fungono da intermediari nell'ambito di complesse strutture di IDE.

dell'11 per cento, sospinte principalmente da un aumento del 28 per cento delle passività in altri investimenti a seguito delle sanzioni imposte dall'UE. In particolare, le restrizioni ai pagamenti verso i residenti in Russia e il congelamento delle attività hanno portato a un aumento, presso le banche dell'area dell'euro, di depositi facenti capo a residenti in Russia, in quanto il trasferimento verso tale paese di fondi appartenenti a detta categoria di soggetti (prodotti, ad esempio, dal blocco dei pagamenti di cedole e dal rimborso di titoli detenuti in custodia nell'area dell'euro) è stato vietato<sup>7</sup>.

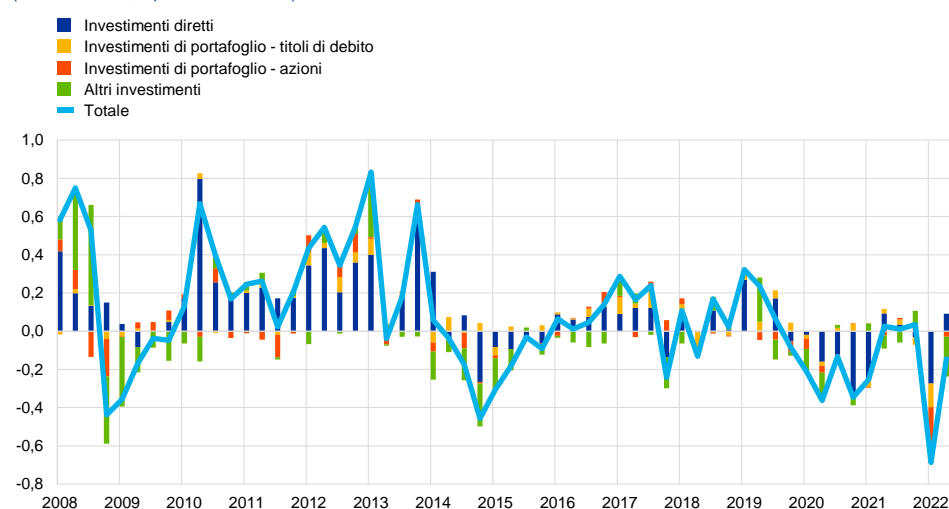
### A seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia i residenti dell'area dell'euro hanno liquidato attività russe in misura significativa (cfr. il grafico D).

Se da un lato gli investitori dell'area dell'euro avevano cominciato già dopo l'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19), nel 2020, a ridimensionare i propri investimenti in attività russe, soprattutto nella componente degli IDE, nella prima metà del 2022 tale attività di dismissione ha interessato anche gli investimenti di portafoglio e gli altri investimenti. Nel contesto delle turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari russi in seguito all'invasione dell'Ucraina, i residenti dell'area dell'euro hanno ceduto titoli di portafoglio azionari e strumenti di debito russi per oltre 10 miliardi di euro. Anche diverse imprese dell'area dell'euro hanno iniziato a chiudere e a vendere le proprie imprese partecipate in Russia, dando luogo a disinvestimenti netti di IDE. In una prospettiva di più lungo periodo, già nel corso dell'ultimo decennio le operazioni degli investitori dell'area dell'euro in attività russe erano risultate di entità piuttosto modesta, in particolare allorché questi avevano disinvestito da attività russe all'indomani dell'annessione della Crimea da parte della Russia nel 2014, che portò l'UE ad adottare diversi pacchetti di sanzioni.

### Grafico D

#### Acquisti netti di attività finanziarie russe da parte di investitori dell'area dell'euro

(flussi trimestrali, in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

Nota: un valore positivo (negativo) indica acquisti netti (cessioni nette) di strumenti russi da parte di investitori dell'area dell'euro.

<sup>7</sup> Ad esempio, le sanzioni hanno inciso sul bilancio di Euroclear, che fornisce servizi come infrastruttura di mercato finanziario.

# Articolo

## 1 La condivisione dei rischi nell'area dell'euro: approfondimenti sul canale pubblico e sulla pandemia di COVID-19

a cura di Jacopo Cimadomo

### 1 Introduzione

**La riforma dell'architettura dell'Unione economica e monetaria (UEM) è stata al centro di un dibattito economico e politico che, di recente, è stato influenzato anche dagli eventi legati alla pandemia di coronavirus (COVID-19) e alla guerra mossa dalla Russia in Ucraina.** Questo dibattito è caratterizzato da due dimensioni fondamentali. La prima riguarda le misure che un paese può adottare per ridurre l'esposizione ai rischi economici o per mitigarne gli effetti (ad esempio l'eliminazione delle rigidità di prezzi e salari, la costituzione di margini di bilancio o il rafforzamento della capacità di tenuta macroeconomica). La seconda include la nozione di condivisione internazionale dei rischi, che mette in correlazione i canali disponibili a livello transfrontaliero per proteggere il reddito disponibile nazionale e i consumi, a fronte di shock al prodotto specifici dei singoli paesi (in contrapposizione a quelli che colpiscono l'area dell'euro nel suo complesso).

**In questo contesto, la condivisione dei rischi è la capacità di un'economia di assorbire shock specifici del paese assicurandosi contro di essi mediante il ricorso ai mercati dei capitali o costituendo dei margini mediante il mercato del credito o trasferimenti di bilancio.** Quando un'economia è colpita da uno shock specifico di quel paese o risente più di altre di uno shock comune a un gruppo di paesi, come una pandemia o una guerra, l'impatto sul reddito disponibile e sui consumi può essere attenuato attraverso tre canali principali: il canale dei capitali, il canale del credito e il canale fiscale o del bilancio. I primi due sono principalmente canali privati, mentre l'ultimo è pubblico. I diversi canali possono essere interconnessi: ad esempio rafforzandosi reciprocamente o agendo come sostituti, cioè un canale potrebbe assumere maggiore rilevanza e sostituire in parte un altro. Possono agire a livello internazionale, oppure tra regioni o Stati federali all'interno dello stesso paese.

**Per quanto riguarda il primo canale, gli effetti di uno shock potrebbero essere attenuati se le famiglie e le imprese del paese colpito dallo shock ottengono flussi di reddito da altri paesi (o regioni) non colpiti dallo shock.** Questo canale è generalmente definito "dei capitali" e agisce principalmente attraverso ricavi da



attività finanziarie detenute all'estero<sup>1</sup>. La rilevanza di questo canale cresce di pari passo con l'integrazione finanziaria tra le varie regioni.

**Il secondo canale, “del credito”, si attiva quando famiglie e imprese del paese colpito da uno shock avverso proteggono i propri consumi facendo ricorso a risparmi dell'economia nazionale o a credito dall'estero.** Si tratta principalmente di credito proveniente da intermediari finanziari (nazionali o esteri), ma anche da amministrazioni pubbliche estere e/o istituzioni europee e internazionali (ad esempio l'Unione europea e il Fondo monetario internazionale), che erogano prestiti nell'ambito di programmi di aggiustamento economico o di altro tipo.

**Il terzo canale si attiva se gli effetti dello shock sono attenuati attraverso trasferimenti di bilancio e viene generalmente definito “fiscale” o “del bilancio”.** Questi trasferimenti attingono da un bilancio centrale o federale e il canale potrebbe essere attivato tra differenti paesi o tra differenti Stati e regioni dello stesso paese. Fino all'avvio del programma Next Generation EU (NGEU), il canale del bilancio aveva una rilevanza molto marginale nell'area dell'euro. Le risorse erano per lo più limitate ai fondi strutturali e di coesione dell'UE, che sono di fatto erogati per ragioni di convergenza tra economie nazionali e non per conseguire una stabilizzazione. Negli Stati Uniti, tuttavia, si stima che tale canale attutisca tra il 10 e il 20 per cento degli shock avversi, in ragione del consistente bilancio federale statunitense.

**Il presente articolo passa in rassegna la letteratura sulla condivisione dei rischi, presenta alcune stime su come questo meccanismo abbia operato nell'area dell'euro negli ultimi 25 anni e, in conclusione, discute alcune proposte di riforma.** Le riforme proposte potrebbero contribuire ad aumentare la condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio, che nell'area dell'euro è ancora sostanzialmente sottosviluppato. L'analisi evidenzia la debolezza dei meccanismi di condivisione dei rischi tra i paesi dell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, principalmente a causa di un minor grado di impiego del canale che fa ricorso ai mercati dei capitali europei.

**Un'analisi empirica rileva una maggiore condivisione dei rischi dall'inizio della pandemia, ossia tra il 2020 e il 2022, riconducibile principalmente a un aumento della rilevanza del canale del credito<sup>2</sup>.** Sebbene non sia possibile individuare con esattezza le determinanti di questo canale, tale evidenza suggerisce che politiche di sostegno senza precedenti hanno ridotto il rischio che i flussi finanziari transfrontalieri si arrestassero improvvisamente, evitando così un grave malfunzionamento dei canali privati di condivisione dei rischi.

---

<sup>1</sup> Tale canale comprende altresì le rimesse dei lavoratori provenienti da altri paesi o regioni. Nelle economie avanzate di grandi dimensioni esse hanno in genere una rilevanza molto esigua (sono cioè inferiori all'1 per cento del PIL), ma nelle piccole economie avanzate possono essere più consistenti (raggiungendo cioè circa il 3 per cento del PIL). Cfr. [i dati della Banca mondiale su migrazione e rimesse](#).

<sup>2</sup> Cfr. Cimadomo, J., Gordo Mora, E. e Palazzo, A. A., “[Enhancing private and public risk sharing: Lessons from the literature and reflections on the COVID-19 crisis](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 306, BCE, settembre 2022.

**Una valutazione della condivisione dei rischi è essenziale per i paesi di un'unione monetaria, giacché tali economie non possono reagire a uno shock specifico di un paese o all'impatto di uno shock comune avvalendosi in modo autonomo di una politica monetaria o di un adeguamento dei tassi di cambio nominali.** La costituzione di margini di bilancio nazionali, l'eliminazione di rigidità strutturali, nonché il rafforzamento dei canali privati e pubblici di condivisione dei rischi sono essenziali per migliorare la capacità dell'area dell'euro di far fronte a shock futuri. Ciò rappresenta la principale motivazione alla base della maggior parte delle proposte volte a migliorare l'architettura istituzionale dell'UEM, alcune delle quali sono analizzate in questa sede.

Il presente articolo è strutturato come segue. La sezione 2 illustra una selezione di contributi tratti da un ampio corpus di letteratura sulla condivisione dei rischi. La sezione 3 presenta le analisi empiriche dell'autore. La sezione 4 tratta alcune proposte di riforma in essere, volte a potenziare il canale pubblico di condivisione dei rischi nell'area dell'euro, e la sezione 5 espone le osservazioni conclusive.

## 2 Evidenze tratte dalla letteratura

**Negli ultimi trent'anni la letteratura sulla condivisione dei rischi tra paesi si è sviluppata in misura considerevole, in particolare a partire dall'importante studio su tale fenomeno negli Stati Uniti condotto nel 1996 da Asdrubali, Sørensen e Yosha<sup>3</sup>.** Secondo tale studio, tra il 1963 e il 1990 il 75 per cento degli shock al prodotto lordo pro capite dei singoli Stati della federazione statunitense è stato attenuato, a fronte di una quota relativamente ridotta di shock non assorbiti. Per quanto riguarda i diversi canali, il 39 per cento degli shock al reddito è stato mitigato attraverso partecipazioni proprietarie incrociate e il 23 per cento attraverso crediti e prestiti. Soltanto il 13 per cento di tali shock è stato attenuato attraverso trasferimenti fiscali e sistemi di sovvenzione federali<sup>4</sup>. Nel complesso, lo studio mostra che negli Stati Uniti l'attenuazione degli shock specifici dei singoli Stati è avvenuta, per la maggior parte, attraverso canali privati di condivisione dei rischi, ossia transazioni di mercato, piuttosto che pubblici.

**La letteratura suggerisce che il livello di condivisione dei rischi tra i paesi dell'UE è stato significativamente inferiore non solo rispetto agli Stati Uniti, ma anche rispetto a quello osservato tra regioni all'interno di paesi dell'UE quali Germania, Francia, Italia e, in misura minore, Spagna.** Ciò è evidente nella tavola 1, che mostra alcuni risultati desunti dalla letteratura, in cui gli studi sono suddivisi in base all'area su cui si concentrano: paesi dell'UE, Stati Uniti o altri paesi. La tavola mostra inoltre le stime specifiche per ogni canale. Il grafico 1 sintetizza i risultati degli studi cui fa riferimento la tavola 1, mostrando le medie per ogni paese e per l'insieme dei paesi appartenenti all'UE, per ogni canale di condivisione dei rischi.

<sup>3</sup> Cfr. Asdrubali, P., Sørensen, B.E. e Yosha, O., "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n. 4, novembre 1996, pagg. 1081-1110.

<sup>4</sup> Malkin, I. e Wilson, D.J., in "Taxes, Transfers, and State Economic Differences", *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, n. 2013-36, dicembre 2013, hanno mostrato che il canale di bilancio negli Stati Uniti agisce principalmente attraverso differenze nei pagamenti fiscali federali tra gli Stati, piuttosto che attraverso trasferimenti da programmi e servizi federali.

## Tavola 1

Sintesi dei risultati desunti dalla letteratura sulla condivisione dei rischi

### Paesi appartenenti all'UE

			Mercati dei capitali	Trasferimenti pubblici	Canale del credito	Nessuna attenuazione
<b>Del Negro (1998)</b>	1967-1990		0,00	0,02	---	---
<b>Asdrubali e Kim (2004)</b>	1960-1990	Impatto	0,04	0,00	0,43	0,53
		Attenuazione cumulata	-0,01	-0,01	0,24	0,79
<b>Poncela et al. (2016)</b>	1960-2014	Impatto	0,00	0,00	0,25	0,75
		Attenuazione cumulata	0,03	0,02	0,18	0,78
	1999-2014	Impatto	0,01	0,00	0,13	0,86
		Attenuazione cumulata	0,09	0,02	0,00	0,89
<b>Ferrari e Rogantini Pico (2017)</b>	1990-2014	Tutti i paesi	---	0,07	0,42	0,55
		Paesi non sottoposti a stress	-0,20	0,08	0,61	0,50
		Paesi sottoposti a stress	---	0,07	0,39	0,52
<b>Furceri e Zdzienicka (2015)</b>	1979-2010	Fasi ordinarie	0,08	0,04	0,31	0,66
		Fasi di crisi finanziaria e rallentamento economico	-0,07	0,02	0,15	0,90
<b>Nikolov (1996)</b>	2000-2015		0,06	0,00	0,18	0,76
<b>Kalemli-Ozcan et al. (2013)</b>	1990-2007	Tutti i paesi	0,05	0,00	0,49	0,46
		Paesi sottoposti a stress	0,12	0,00	0,31	0,57
<b>Milano (2017)</b>	1970-2014		0,01	0,00	0,27	0,72
	1999-2014		0,03	0,00	0,30	0,67
	2007-2014		0,02	0,00	0,39	0,59
<b>Afonso e Furceri (2008)</b>	1980-2005		0,01	0,02	0,39	0,58
	1998-2005		0,14	0,01	0,25	0,60
<b>Hoffmann, Maslov, Sørensen e Stewen (2018)</b>	1998-2013		0,01	0,02	0,39	0,58
	1998-2005		0,14	0,01	0,25	0,60
<b>Alcidi et al. (2017)</b>	1998-2013		0,10	0,01	0,14	0,75
<b>Cimadomo et al. (2018)</b>	1998-2016		0,20	0,05	-0,05	0,80

### Stati Uniti

			Mercati dei capitali	Trasferimenti pubblici	Canale del credito	Nessuna attenuazione
<b>Del Negro (1998)</b>	1969-1994		0,40	0,14	---	---
<b>Asdrubali, Sørensen, Yosha (1996)</b>	1963-1990		0,39	0,13	0,23	0,25
<b>Asdrubali e Kim (2004)</b>	1960-1990	Impatto	0,34	0,07	0,21	0,38
		Attenuazione cumulata	0,36	0,15	0,14	0,36
<b>Nikolov (1996)</b>	1964-2013		0,45	0,08	0,27	0,18
<b>Melitz e Zumer (1999)</b>	1964-1990		0,24	0,13	0,24	0,39
<b>Alcidi et al. (2017)</b>	1998-2013		0,48	0,08	0,27	0,17
<b>Cimadomo et al. (2018)</b>	1998-2016		0,30	0,10	0,20	0,40

## Altri paesi

			Mercati dei capitali	Trasferimenti pubblici	Canale del credito	Nessuna attenuazione
Hepp e Von Hagen (2013)	1970-1994	Germania Ovest	0,20	0,54	0,17	0,09
	1995-2006	Germania	0,50	0,11	0,18	0,22
Hauptmeier, Holm-Hadulla, Renault (di prossima pubblicazione)	2000-2018	Francia	0,81	0,06	0,04	0,09
Melitz e Zumer (1999)	1984-1992	Italia	0,49	-0,01	-0,04	0,55
Dedola et al. (1998)	1983-1992	Italia	0,67	0,18	0,15	0,00
Fiorelli, Giannini, Martini (2020)	2000-2016	Italia	0,43	0,17	0,16	0,24
Alberola e Asdrubali (1997)	1973-1993	Spagna	0,25	0,03	0,23	0,49
Melitz e Zumer (1999)	1972-1996	Regno Unito	0,34	0,00	0,05	0,61
Dedola et al. (1998)	1978-1994	Regno Unito	0,40	0,00	0,27	0,33
Melitz e Zumer (1999)	1962-1994	Canada	0,30	0,08	0,25	0,37

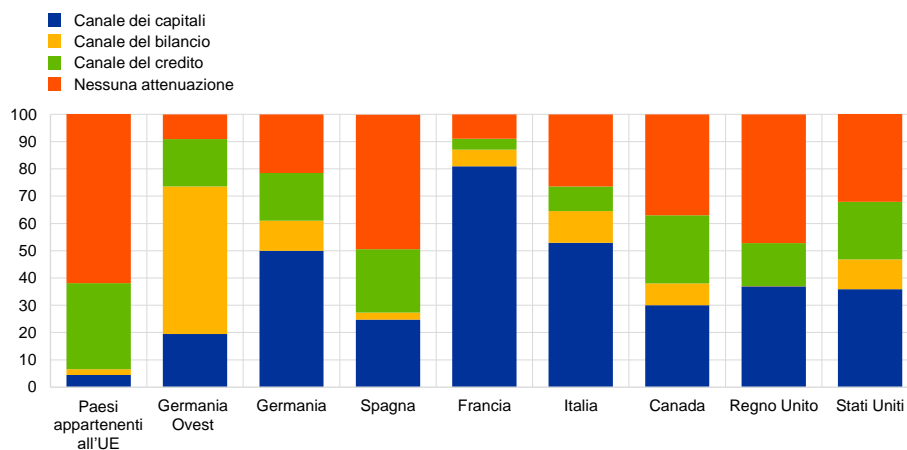
Fonte: Cimadomo, Gordo Mora e Palazzo, cfr. la nota 2 a piè di pagina.

Nota: la tavola mostra la quota di shock al prodotto specifico di un paese che è stata attenuata tramite i canali dei capitali, del credito e del bilancio negli Stati Uniti, nei paesi appartenenti all'UE e in altri paesi, nonché la quota di shock senza alcuna attenuazione, come da stime desunte dagli studi citati. La somma delle quattro colonne è per definizione uguale a uno. Per i riferimenti completi degli studi mostrati, cfr. il lavoro citato nella nota 2 a piè di pagina.

## Grafico 1

Rilevanza dei canali di condivisione dei rischi nei paesi oggetto della letteratura esaminata nel presente articolo

(valori percentuali)



Fonte: Cimadomo, Gordo Mora e Palazzo, cfr. la nota 2 a piè di pagina.

Nota: il grafico mostra i valori medi per il paese o i paesi e per ogni canale cui si fa riferimento nella tavola 1.

**La differenza principale tra Stati Uniti ed Europa è rappresentata dalla misura in cui i rischi sono condivisi attraverso i mercati dei capitali, che negli Stati Uniti rivestono un ruolo molto più importante.** Questo canale attenua quasi il 40 per cento degli shock al reddito interno negli Stati Uniti; nell'UE, tuttavia, riveste un ruolo relativamente modesto. Ciò potrebbe essere dovuto al minore sviluppo dei mercati azionari in Europa, alla maggiore propensione a investire a livello interregionale (cioè tra i vari Stati) negli Stati Uniti e al fatto che gli investimenti

transfrontalieri nell'UE si concentrano in pochi Stati membri<sup>5</sup>. La maggior parte della condivisione dei rischi nell'area dell'euro e nell'UE avviene attraverso il canale del credito, che si mostra tuttavia insufficiente a compensare le debolezze degli altri canali.

**Alcuni studi si sono concentrati su diversi gruppi di paesi all'interno dell'area dell'euro e su sottocampioni, distinguendo in particolare tra il periodo precedente e quello successivo alla crisi finanziaria mondiale.**

Kalemli-Ozcan et al.<sup>6</sup> sono stati tra i primi a prendere in considerazione la crisi finanziaria mondiale del 2008-2010 e a isolare i paesi dell'area dell'euro in base al grado di stress cui sono stati sottoposti. Dai loro risultati si evince che durante tale crisi il canale dei capitali non ha offerto alcuna condivisione dei rischi ai paesi sottoposti a stress; al contrario, potrebbe aver avuto un effetto di amplificazione dello shock. Più di recente, Cimadomo et al.<sup>7</sup> hanno esaminato i flussi finanziari all'interno dell'area dell'euro sulla base di un campione di 11 paesi dell'area, riscontrando che solo il 40 per cento circa degli shock è stato assorbito nei primi anni dell'UEM, mentre all'indomani della crisi del debito sovrano del 2009 circa il 65 per cento degli shock è stato attenuato. Ciò può essere in parte attribuito all'attivazione di assistenza finanziaria ufficiale per i paesi in difficoltà, in particolare il programma di finanziamento greco (Greek Loan Facility), il Fondo europeo di stabilità finanziaria, il Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria e il Meccanismo europeo di stabilità (MES) (cfr. anche Milano e Reichlin<sup>8</sup>).

**Con riferimento ai singoli paesi, la letteratura suggerisce generalmente che la condivisione dei rischi è più efficace a livello interregionale piuttosto che internazionale.**

Nel caso della Germania, Hepp e von Hagen hanno riscontrato un livello molto elevato di condivisione dei rischi tra le regioni della Germania Ovest nel periodo compreso tra il 1970 e il 1994 (prima e immediatamente dopo la riunificazione): si è registrata un'attenuazione pari al 91 per cento degli shock al prodotto lordo pro capite al livello di Stato<sup>9</sup>. Dopo la riunificazione tale livello, calcolato per il paese unito, è diminuito lievemente, pur rimanendo considerevole (circa l'80 per cento). In tale periodo un contributo significativo è provenuto da trasferimenti fiscali e dal sistema di sovvenzioni a livello federale, ma anche

<sup>5</sup> Cfr. Milano, V. e Reichlin, P., "Risk-sharing across the US and EMU: The role of public institutions", *Policy Brief*, n. 9, LUISS School of European Political Economy, gennaio 2017; e Véron, N. e Wolff, G.B., "Capital Markets Union: A Vision for the Long Term", *Journal of Financial Regulation*, vol. 2, n. 1, marzo 2016, pagg. 130-153.

<sup>6</sup> Cfr. Kalemli-Ozcan, S., Luttini, E. e Sørensen, B., "Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n. 1, gennaio 2014, pagg. 253-276.

<sup>7</sup> Cfr. Cimadomo, J., Ciminelli, G., Furtuna, O. e Giuliodori, M., "Private and public risk sharing in the euro area", *European Economic Review*, vol. 121, gennaio 2020.

<sup>8</sup> Cfr. Milano, V. e Reichlin, P., op. cit.

<sup>9</sup> Cfr. Hepp, R. e von Hagen, J., "Interstate risk sharing in Germany: 1970–2006", *Oxford Economic Papers*, vol. 65, n. 1, gennaio 2013, pagg. 1-24. Cfr. anche Buettner, T., "Fiscal federalism and interstate risk sharing: empirical evidence from Germany", *Economics Letters*, vol. 74, n. 2, gennaio 2002, pagg. 195-202 per un'analisi di come le istituzioni fiscali federali abbiano attutito gli shock specifici degli Stati nella Germania Ovest nel periodo compreso tra il 1970 e il 1997.

attraverso il canale dei capitali<sup>10</sup>. L'analisi presentata da Hauptmeier et al. evidenzia altresì un grado molto elevato di condivisione dei rischi tra regioni in Francia, principalmente per effetto del ruolo significativo del canale dei capitali<sup>11</sup>. La condivisione dei rischi sembra essere di entità analoga per l'Italia (attenuazione di circa il 75 per cento degli shock), mentre per le regioni spagnole sembra essere stata inferiore, cioè pari circa al 50 per cento (Alberola e Asdrubali)<sup>12</sup>. Il Canada e il Regno Unito mostrano un livello di condivisione dei rischi lievemente inferiore rispetto agli Stati Uniti, ma superiore a quello dei paesi dell'UE (cfr. il grafico 1).

### 3 Stime della condivisione dei rischi nell'area dell'euro

**È stata condotta una nuova analisi empirica riferita all'area dell'euro e volta a stimare il livello complessivo di condivisione dei rischi e il contributo fornito dai diversi canali per il periodo compreso tra gli anni 1997 e 2022<sup>13</sup>.** L'analisi è stata condotta dapprima con riferimento al campione completo, successivamente sulla base di finestre di 12 anni, al fine di valutare l'evoluzione della condivisione dei rischi nel tempo.

**L'analisi riguarda principalmente l'impatto sui consumi degli shock al PIL specifici di un paese, nonché il ruolo rivestito dai tre canali di condivisione dei rischi nell'assorbire tali shock<sup>14</sup>.** Il grafico 2 mostra l'effetto di uno shock al PIL specifico di un paese sulla crescita dei consumi in diversi orizzonti temporali. Gli istogrammi mostrano la risposta di ogni canale nello stesso anno e poi le risposte cumulate dopo uno, due, tre e quattro anni. L'impatto totale è normalizzato a 100 in ogni orizzonte. Se, ad esempio, si verifica una recessione nell'anno  $t$ , in assenza di condivisione dei rischi, questa circostanza si tradurrà in una contrazione uno a uno

<sup>10</sup> Il rapporto della BCE *Financial Integration and Structure* del 2020 prendeva in considerazione le azioni non quotate, cioè partecipazioni private (anche transfrontaliere) in società non quotate, che si sono dimostrate una fonte di finanziamento maggiore nell'UE rispetto agli Stati Uniti. Questo potrebbe spiegare perché Hepp e von Hagen (cfr. la nota 9 a piè di pagina) e Hauptmeier et al. (cfr. la nota 11 a piè di pagina) hanno rilevato un livello sorprendentemente alto di condivisione dei rischi tramite i mercati dei capitali in Germania e Francia.

<sup>11</sup> Cfr. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. e Renault, T., "Risk-sharing and monetary policy transmission", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

<sup>12</sup> Cfr. Alberola, E. e Asdrubali, P., "How Do Countries Smooth Regional Disturbances? Risk sharing in Spain: 1973-1993", *Documento de Trabajo*, n. 9724, Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid, gennaio 1997. Cfr. anche Burriel, P., Chronis, P., Freier, M., Hauptmeier, S., Reiss, L., Stegarescu, D. e Van Parys, S., "A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems", *Occasional Paper Series*, n. 239, BCE, aprile 2020, per un'analisi comparativa del grado di condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio in alcuni paesi europei.

<sup>13</sup> Cfr. Cimadomo, J., Gordo Mora, E. e Palazzo, A. A., op. cit. L'analisi empirica è basata sulla metodologia sviluppata in Asdrubali, P. e Kim, S., "Dynamic risk sharing in the United States and Europe", *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, n. 4, maggio 2004, pagg. 809-836. La stessa metodologia è stata impiegata anche in *Financial Integration in Europe*, BCE, maggio 2017 e nell'articolo 3 *Condivisione dei rischi nell'area dell'euro* nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

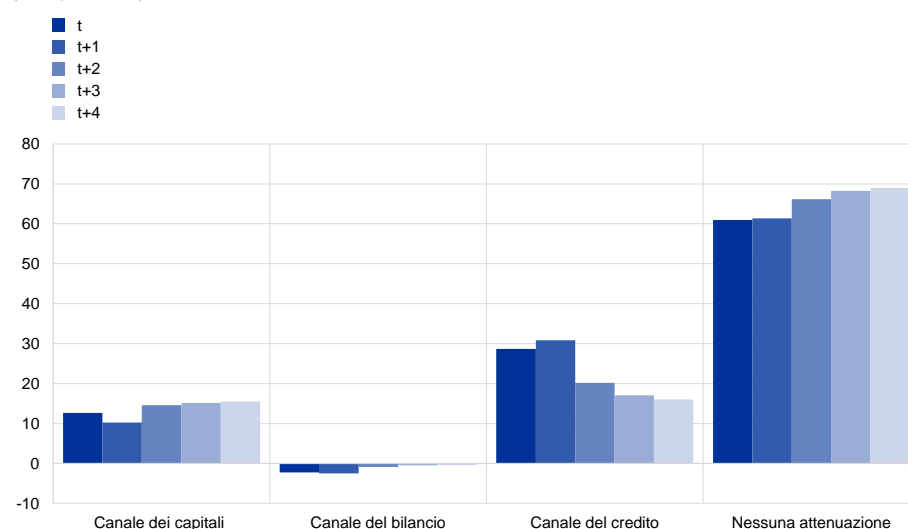
<sup>14</sup> Il canale dei capitali è espresso dalla differenza tra prodotto interno lordo (PIL) e prodotto nazionale lordo (PNL). Tale differenza è uguale al reddito derivante da attività finanziarie detenute all'estero e da prestazioni lavorative rese all'estero da cittadini residenti nel paese considerato. Il canale del bilancio è espresso dalla differenza tra PNL e reddito nazionale lordo (RNL), che deriva in parte dai trasferimenti transfrontalieri tra governi (ad esempio i fondi strutturali, nel caso dell'UE). Il canale del credito è espresso dalla differenza tra RNL e consumi (sia privati sia pubblici). Tale differenza include, ad esempio, prestiti contratti all'estero da soggetti individuali e amministrazioni pubbliche, sia sui mercati del credito, sia tramite meccanismi assicurativi sovranazionali, quali il MES. Anche i prestiti erogati nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza ricadrebbero nell'ambito di questo canale. Nel modello empirico, "VAR di tipo panel", uno shock al PIL è definito come una variazione inattesa (positiva o negativa) del PIL di un paese, non collegata a uno shock comune all'intera area dell'euro.

dei consumi e la barra dell'istogramma "Nessuna attenuazione" riporterà un valore pari a 100, mentre le altre barre saranno pari a zero. Nel caso opposto, in presenza di una piena condivisione dei rischi, la barra dell'istogramma "Nessuna attenuazione" sarà pari a zero e la somma dei canali dei capitali, del bilancio e del credito sarà pari a 100.

## Grafico 2

Area dell'euro: trasmissione ai consumi degli shock al prodotto e canali di attenuazione

(valori percentuali)



Fonte: Cimadomo, Gordo Mora e Palazzo, cfr. la nota 2 a piè di pagina.

Note: il grafico illustra l'effetto di uno shock al PIL sulla crescita dei consumi a vari orizzonti temporali, sulla base di risposte a impulso generate da un modello VAR di tipo panel. La prima barra rappresenta la risposta contemporanea di ogni canale, cioè nello stesso anno in cui si è verificato lo shock sul prodotto. Sono poi mostrate le risposte cumulate dopo uno, due, tre e quattro anni. La somma di tutti i canali e la quota senza alcuna attenuazione sono normalizzate a 100 a ogni orizzonte. In generale, le barre sono statisticamente significative a livelli convenzionali se superiori al 10 per cento. Il campione si riferisce al periodo compreso tra il 1997 e il 2022.

**Il campione impiegato nell'analisi empirica è composto da 11 paesi dell'area dell'euro: Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia<sup>15</sup>.** I dati sono stati tratti dalla banca di dati macroeconomici annuali (AMECO) della Commissione europea, edizione primavera 2022<sup>16</sup>.

**Il grafico 2 mostra che la condivisione dei rischi è stata più efficace nel periodo da breve a medio, cioè nell'anno dello shock e in quello successivo (a t e t+1).** Col passare del tempo i meccanismi di condivisione dei rischi perdono efficacia, come evidente nella porzione degli istogrammi che corrisponde a "Nessuna attenuazione", che aumenta nell'orizzonte quadriennale. Il contributo maggiore è stato fornito dal canale del credito, che ha attenuato il 30 per cento circa dello shock al prodotto entro i primi due anni. Il contributo fornito dal canale dei capitali è stato relativamente stabile, pari al 10 per cento circa nell'orizzonte, mentre il contributo del

<sup>15</sup> L'Irlanda è stata esclusa dall'analisi per via di interventi di revisione insolitamente incisivi di cui sono state oggetto alcune delle principali statistiche macroeconomiche del paese, relative al 2015 ed elaborate a luglio del 2016.

<sup>16</sup> Il campione include altresì delle previsioni preliminari per il 2022 che, sebbene soggette a potenziali future revisioni di qualche entità, contribuiscono a fornire delle prime indicazioni sugli andamenti durante la crisi legata al COVID-19.

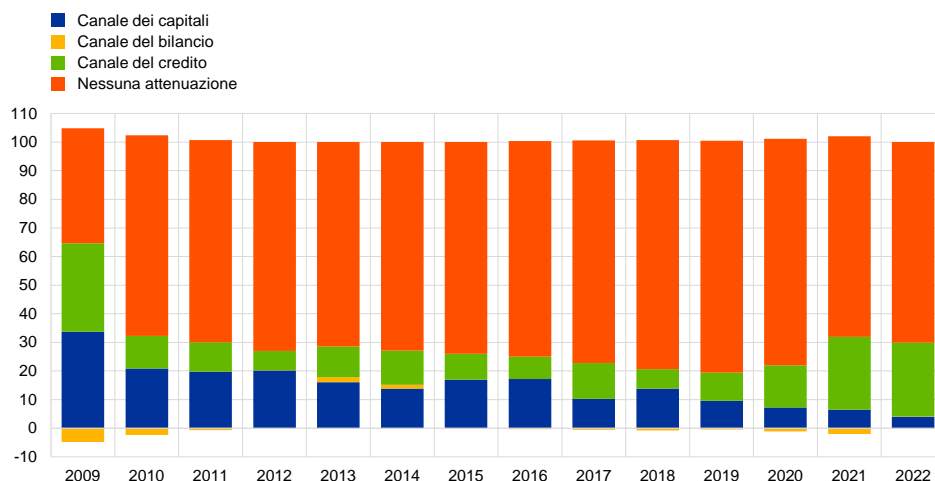
canale del bilancio è stato, nel complesso, di entità trascurabile. La quota di shock senza alcuna attenuazione è aumentata da circa il 60 a circa il 70 per cento nell'orizzonte quadriennale. Ciò potrebbe essere riconducibile a fattori contrastanti che si verificano nel corso del tempo: ad esempio, se soggetti residenti sul territorio nazionale ricevono credito dall'estero (canale del credito) uno o due anni dopo l'inizio di una recessione, potrebbero verificarsi contemporaneamente altre circostanze nei mercati internazionali del credito, che rendono l'effetto di attenuazione in qualche misura meno evidente.

**Al fine di valutare l'evoluzione della condivisione dei rischi negli ultimi vent'anni, sono stati stimati gli effetti di uno shock al PIL sui consumi sulla base di finestre mobili di 12 anni.** I risultati sono riportati nel grafico 3, dove ogni istogramma rappresenta i contributi dei tre canali e la quota di shock senza alcuna attenuazione in una finestra specifica di 12 anni, che termina nell'anno mostrato sull'asse delle ascisse. Ad esempio, l'istogramma del 2022 mostra le stime per il campione relativo al periodo compreso tra il 2010 e il 2022<sup>17</sup>. La variazione sui dodici mesi delle quote di ciascun canale riflette le variazioni nei parametri del modello per ogni finestra. Come per il grafico 2, la porzione rimanente rappresenta la quota di shock sulla crescita del PIL in termini reali specifico di un paese che rimane priva di attenuazione, riflettendosi pertanto pienamente nella crescita dei consumi specifica del paese.

### Grafico 3

Area dell'euro: variazioni della condivisione dei rischi legati ai consumi e canali di attenuazione

(asse delle ascisse: ultimo anno della finestra di 12 anni; asse delle ordinate: valori percentuali)



Fonte: Cimadomo, Gordo Mora e Palazzo, cfr. la nota 2 a piè di pagina.

Note: il grafico mostra la percentuale di crescita dei consumi che, a seguito di uno shock al PIL interno, ha beneficiato di un'attenuazione tramite i canali dei capitali, del bilancio e del credito, nonché la componente senza alcuna attenuazione. I contributi sono calcolati sulla base dell'impatto cumulato dello shock in un orizzonte a due anni. I contributi dei canali sono calcolati usando un modello VAR di tipo panel basato sui parametri stimati su una finestra mobile di 12 anni dei dati sui dodici mesi. L'asse delle ascisse mostra l'ultimo anno della finestra di 12 anni. Il campione si riferisce al periodo compreso tra il 1997 e il 2022.

**Il grafico 3 mostra che la quota di shock senza attenuazione è aumentata nell'area dell'euro quando è stata inclusa nel campione la crisi finanziaria**

<sup>17</sup> Gli istogrammi rappresentano le risposte cumulate due anni dopo il verificarsi dello shock. Ciò è paragonabile alle barre t+2 del grafico 2, sebbene queste ultime siano stimate per l'intero campione.



**mondiale del 2008-2010.** In effetti, in quel periodo il ruolo dei mercati dei capitali e del credito ha progressivamente perso rilevanza, forse per effetto della fuga degli investitori finanziari verso attività ritenute più sicure e della prociclicità dei prestiti transfrontalieri. Ciò potrebbe essere anche riconducibile ai limitati progressi compiuti nell'UE in materia di unione bancaria e unione dei mercati dei capitali, che, se pienamente operative, avrebbero potuto evitare un calo così netto nell'impiego dei canali dei capitali e del credito. La forte flessione della condivisione dei rischi, tuttavia, ha rallentato nel periodo compreso tra il 2011 e il 2012. Ciò potrebbe in parte essere attribuibile all'attivazione, nell'area dell'euro, di programmi ufficiali di assistenza, che hanno probabilmente avuto un effetto positivo sulla condivisione dei rischi (cfr. Cimadomo et al.<sup>18</sup>). Inoltre, il discorso noto come “*whatever it takes*”, tenuto il 26 luglio 2012 dall'allora presidente della BCE Mario Draghi, l'annuncio da parte della BCE, il 2 agosto 2012, dell'introduzione delle operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions, OMT) e le successive misure di politica monetaria hanno probabilmente contribuito ulteriormente a prevenire la frammentazione finanziaria nell'UEM.

**Quando nel campione è stata inclusa la crisi legata al COVID-19 si è verificato un miglioramento della condivisione dei rischi, riconducibile principalmente al canale del credito.** Sebbene in questa sede non sia possibile individuare con esattezza le determinanti di questo canale, tale evidenza suggerisce che politiche di forte sostegno hanno probabilmente impedito un grave malfunzionamento dei canali privati di condivisione dei rischi, riducendo il pericolo che i flussi finanziari transfrontalieri si arrestassero improvvisamente<sup>19</sup>.

**In particolare, oltre al sostegno di bilancio fornito a livello nazionale, che ha contribuito a prevenire la frammentazione economica, vi sono stati progressi significativi sul piano del sostegno pubblico a livello dell'UE.** Ciò includeva, inizialmente, una rete di sicurezza che ha reso disponibile un totale di 540 miliardi di euro in tre forme distinte: a) prestiti erogati tramite il MES per contribuire a finanziare la spesa pubblica connessa alla pandemia; b) garanzie sui crediti offerte alle imprese tramite la Banca europea per gli investimenti; c) finanziamento dei regimi nazionali di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro<sup>20</sup>. Sebbene solo quest'ultima

<sup>18</sup> Cfr. Cimadomo, J., Ciminelli, G., Furtuna, O. e Guiliadori, M., op. cit.

<sup>19</sup> Altri studi mostrano altresì una relativa capacità di tenuta della condivisione dei rischi durante la crisi legata al COVID-19. Ad esempio, Giovannini, A., Horn, C.-W. e Mongelli, F.P., in “An early view on euro area risk-sharing during the COVID-19 crisis”, *VoxEU*, gennaio 2021, hanno suggerito che i provvedimenti di chiusura (lockdown) adottati per contenere la diffusione del COVID-19 abbiano precluso alle famiglie il consumo di un'ampia quota del loro normale paniere di spesa. Di conseguenza, è stato proposto che l'analisi riferita a tale periodo vertesse principalmente sulla condivisione dei rischi legati al reddito, cioè sulla capacità di un paese di isolare la variazione del proprio PIL da quelle del proprio prodotto, piuttosto che sulla condivisione dei rischi legati ai consumi. Le evidenze mostrate da questi autori hanno indicato che la condivisione dei rischi legati al reddito fosse relativamente stabile durante la crisi. In Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, Alcidi, C., Postica, D., Shamsfakhr, F., et al., *Study on the Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context (2021) - Rise and fall after the COVID-19 outbreak*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, 2022, è stato mostrato che, a differenza della crisi finanziaria mondiale del 2008-2010, la pandemia di COVID-19 non ha invertito le tendenze precedenti dei flussi mondiali di capitale, che hanno sostenuto ulteriormente l'attenuazione dell'impatto su reddito e consumi.

<sup>20</sup> Tra le altre misure adottate al livello dell'UE figuravano il fondo di garanzia paneuropeo della Banca europea per gli investimenti, nonché l'Iniziativa di investimento in risposta al coronavirus (Coronavirus Response Investment Initiative, CRII) e il programma REACT-EU, introdotti dalla Commissione europea.

misura, lo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE), sia stata utilizzata in misura significativa, l'annuncio di tali iniziative di sostegno pubblico ha dato impulso alla fiducia e contribuito a prevenire improvvise interruzioni dei flussi finanziari transfrontalieri<sup>21</sup>.

**Il passo avanti di gran lunga più importante è stato rappresentato dall'introduzione da parte dell'UE del dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF), componente principale del pacchetto Next Generation EU<sup>22</sup>.** Tale dispositivo è uno strumento temporaneo concepito al

fine di sostenere la ripresa e la trasformazione strutturale delle economie dell'UE mediante una combinazione di sovvenzioni e prestiti, finanziata tramite il ricorso all'emissione di debito da parte della Commissione europea per conto dell'UE. Ammonta a quasi 724 miliardi di euro (a prezzi correnti, il 90 per cento della dotazione complessiva del Next Generation EU) e si stima che più dei quattro quinti saranno utilizzati da paesi dell'area dell'euro, in particolare quelli maggiormente colpiti dalla crisi<sup>23</sup>. Inoltre, le misure di politica monetaria adottate dalla BCE, e in particolare le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), le garanzie e le misure prudenziali e il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), hanno ridotto il rischio di frammentazione finanziaria durante la crisi legata al COVID, prevenendo così indirettamente un malfunzionamento della condivisione dei rischi attraverso i canali del credito e dei capitali in questo periodo<sup>24</sup>.

**La pandemia di COVID-19 rappresenta un'evidenza chiara e tangibile dei vantaggi offerti dalla costituzione di meccanismi di condivisione dei rischi per far fronte a shock inattesi e senza precedenti con effetti asimmetrici.** Tali effetti hanno dimostrato di dipendere, tra gli altri fattori, dalla severità delle strategie di contenimento della crisi applicate, nonché dalle strutture produttive esistenti<sup>25</sup>. In generale, ciò che emerge in modo chiaro dal grafico 3 è la relativa debolezza

<sup>21</sup> Cfr. Bańkowski, K., Bouabdallah, O., Domingues Semeano, J., Dorrucchi, E., Freier, M., Jacquinot, 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, per un'analisi del potenziale impatto macroeconomico del programma Next Generation EU e, in particolare, dell'importanza degli effetti sulla fiducia generati dall'avvio dello strumento SURE e del Next Generation EU.

<sup>22</sup> Il Next Generation EU ha avuto un effetto importante anche nel 2020, prima della finalizzazione dei piani di ripresa e resilienza nel 2021-2022. Insieme al PEPP, il Next Generation EU è stato il punto di svolta che ha ripristinato la fiducia dei mercati per le economie dell'area dell'euro più vulnerabili dopo che, a marzo 2020, avevano registrato consistenti deflussi netti in portafoglio e l'ampliamento dei differenziali, in conseguenza dello shock pandemico.

<sup>23</sup> Tali misure rappresentano una tappa importante negli accordi pubblici in materia di condivisione dei rischi, ma la loro natura è temporanea. In Codogno, L. e van den Noord, P., "Assessing Next Generation EU", *LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series*, LEQS Paper n. 144, London School of Economics and Political Science, febbraio 2021, viene applicato un modello macroeconomico stilizzato e si sostiene che un approccio alternativo, basato su una condivisione dei rischi ex ante mediante la creazione di un'euroobbligazione e una capacità di bilancio centralizzata permanente, sarebbe almeno altrettanto potente, ma più sostenibile, automatico e tempestivo.

<sup>24</sup> Il PEPP ha probabilmente influenzato sia il canale dei capitali sia quello del credito. Tuttavia, la metodologia applicata in questa sede non consente di isolare in modo chiaro il contributo fornito dalla politica monetaria all'efficacia di questi due canali.

<sup>25</sup> Cfr. il riquadro 4 *L'impatto delle misure di contenimento sui vari settori e paesi durante la pandemia di COVID-19* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

nell'area dell'euro di entrambi i canali privati di condivisione dei rischi (dei capitali e del credito) e di quello del bilancio, almeno fino all'inizio della pandemia, evento dopo il quale si è riscontrato un certo miglioramento. Ciò suggerisce la necessità di adottare ulteriori misure volte a rafforzare questi canali.

## Riquadro 1

### Condivisione dei rischi e trasmissione della politica monetaria

---

a cura di Sebastian Hauptmeier, Frédéric Holm-Hadulla e Théodore Renault

La letteratura sulle aree valutarie ottimali stabilisce una chiara ripartizione dei compiti nel perseguimento degli obiettivi di stabilizzazione macroeconomica. La politica monetaria ha il ruolo di conseguire la stabilità dei prezzi per l'intera unione monetaria. Tende, pertanto, a limitare le oscillazioni macroeconomiche aggregate in risposta a shock comuni, aggiustando il proprio orientamento in modo da stabilizzare l'inflazione sui livelli fissati dall'obiettivo. La condivisione dei rischi mediante meccanismi pubblici e basati sul ricorso ai mercati può contenere tali oscillazioni nell'unione valutaria, agevolando un aggiustamento agli shock asimmetrici che si differenzia in base all'area geografica. Studi recenti suggeriscono che effetti disomogenei della politica monetaria sui diversi paesi membri di un'unione valutaria potrebbero generare un'interazione particolare tra questi strumenti di stabilizzazione macroeconomica<sup>26</sup>.

L'applicazione del sistema di riferimento ben consolidato proposto da Asdrubali et al.<sup>27</sup> ai dati disaggregati a livello regionale mostra che vi è una notevole variazione nella prevalenza complessiva di una condivisione dei rischi di tipo interno o esterno ai vari paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico A)<sup>28</sup>. Nel periodo compreso tra il 2000 e il 2018 il grado di attenuazione delle oscillazioni regionali del PIL mediante i mercati dei capitali, del credito e il settore pubblico ha mostrato risultati che variano tra il 32 e il 97 per cento<sup>29</sup>. In termini di rilevanza, il canale dei capitali in genere si distingue come prevalente nell'attenuazione delle oscillazioni contemporanee. Sebbene si riscontri una maggiore debolezza sia del canale del credito sia del bilancio, l'impatto di quest'ultimo aumenta negli orizzonti temporali più lunghi, perché agisce attraverso trasferimenti pubblici e regime fiscale. Tale variazione in base ai paesi dell'intensità della condivisione dei rischi e della rilevanza relativa dei singoli canali può essere impiegata al fine di valutare empiricamente le implicazioni della condivisione dei rischi tra regioni per gli effetti reali della politica monetaria.

---

<sup>26</sup> Cfr. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. e Renault, T., "Risk-sharing and monetary policy transmission", op. cit.

<sup>27</sup> Cfr. Asdrubali, P., Sørensen, B.E. e Yosha, O., op. cit.

<sup>28</sup> L'analisi si basa su dati a livello 2 della classificazione NUTS (Nomenclatura delle unità territoriali per la statistica) dell'Eurostat, che suddivide i territori dei paesi in regioni. L'impiego di dati regionali consente di rilevare la quota di rischio condivisa all'interno di uno stesso paese (condivisione intranazionale dei rischi) e tra paesi diversi (condivisione internazionale dei rischi).

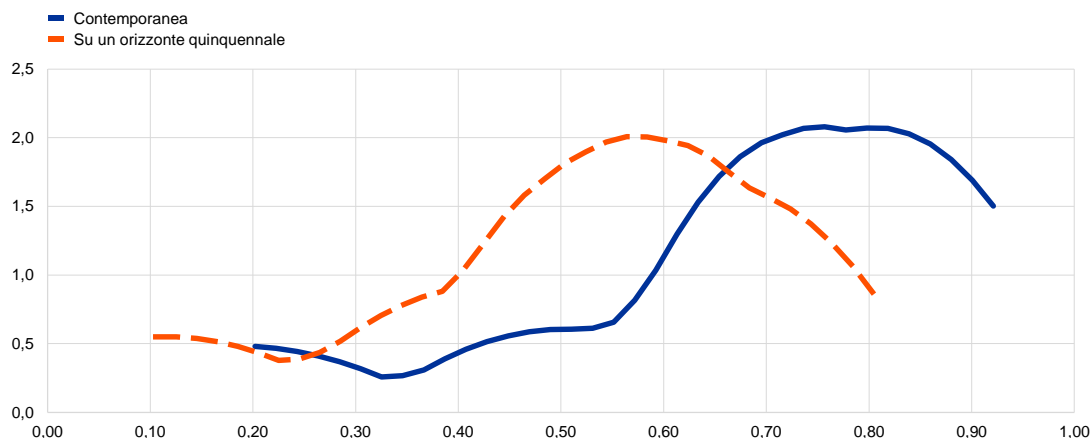
<sup>29</sup> Tali risultati non sono direttamente confrontabili con quelli esposti nella sezione 3 perché si riferiscono alla condivisione dei rischi tra diverse regioni di uno stesso paese, mentre i dati della sezione 3 riguardano la condivisione tra i vari paesi dell'area dell'euro.

## Grafico A

### Grado di condivisione dei rischi nell'UEM: eterogeneità regionale e profilo temporale

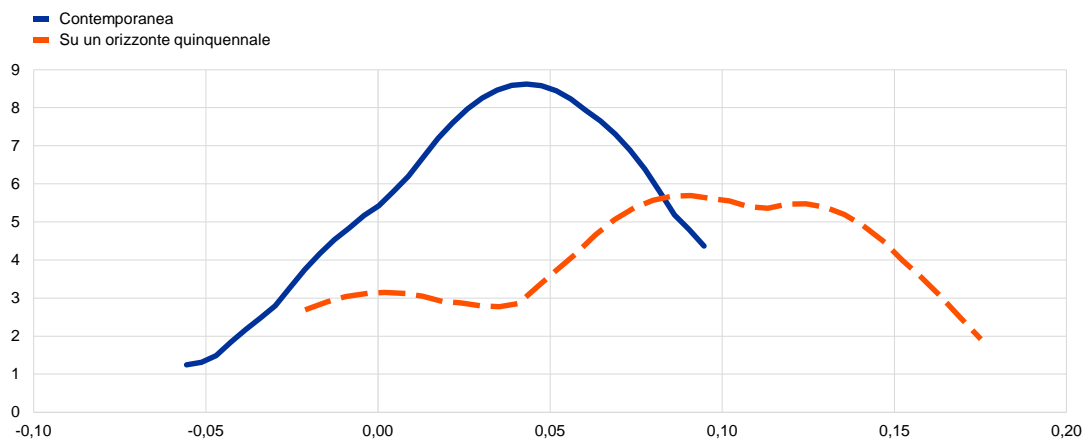
#### a) Grado di condivisione dei rischi tramite il canale dei capitali

(asse delle ascisse: valori percentuali; asse delle ordinate: densità)



#### b) Grado di condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio

(asse delle ascisse: valori percentuali; asse delle ordinate: densità)



Fonte: Hauptmeier, Holm-Hadulla e Renault, cfr. la nota 11 a piè di pagina.

Note: i pannelli a) e b) mostrano la funzione della densità tra paesi del grado totale stimato di condivisione dei rischi tramite il canale dei capitali e del bilancio, rispettivamente. La linea continua blu corrisponde alla quota di condivisione dei rischi contemporanea; la linea tratteggiata rossa mostra la condivisione dei rischi su un orizzonte quinquennale.

La condivisione dei rischi svolge un ruolo fondamentale nel determinare gli effetti reali degli shock di politica monetaria. Il pannello a) del grafico B mostra l'impatto stimato di uno shock originato da un orientamento restrittivo sul prodotto regionale dell'area dell'euro, a seconda del grado di condivisione dei rischi tra regioni<sup>30</sup>. La contrazione del prodotto regionale dopo un aumento di 100 punti base dei tassi di riferimento è inferiore di circa 1 punto percentuale per le regioni del campione che raggiungono il livello massimo di condivisione dei rischi rispetto a quelle che raggiungono il livello minimo. Inoltre, le regioni con un elevato grado di condivisione dei rischi sono meno soggette a isteresi indotte dalle politiche economiche, vale a dire a effetti economici

<sup>30</sup> L'analisi è basata su tecniche di stima lineari locali (cfr. Jordà, O., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, marzo 2005, pagg. 161-182), e include un termine di interazione tra il tasso di riferimento di politica monetaria e il grado di condivisione dei rischi di un'economia. Si rileva così la misura per cui l'impatto di uno shock di politica monetaria vari in base al grado di condivisione dei rischi (cfr. Hauptmeier, S., Holm Hadulla, F. e Renault, T., op. cit., per i dettagli del modello empirico e le tecniche di stima).

persistenti delle variazioni dei tassi di interesse: se nelle regioni con un livello minimo di condivisione dei rischi il prodotto resta inferiore dell'1,5 per cento circa rispetto al proprio livello iniziale cinque anni dopo il verificarsi di uno shock originato da un orientamento restrittivo di politica monetaria, nelle regioni con un livello massimo di condivisione il prodotto recupera pienamente nello stesso orizzonte temporale.

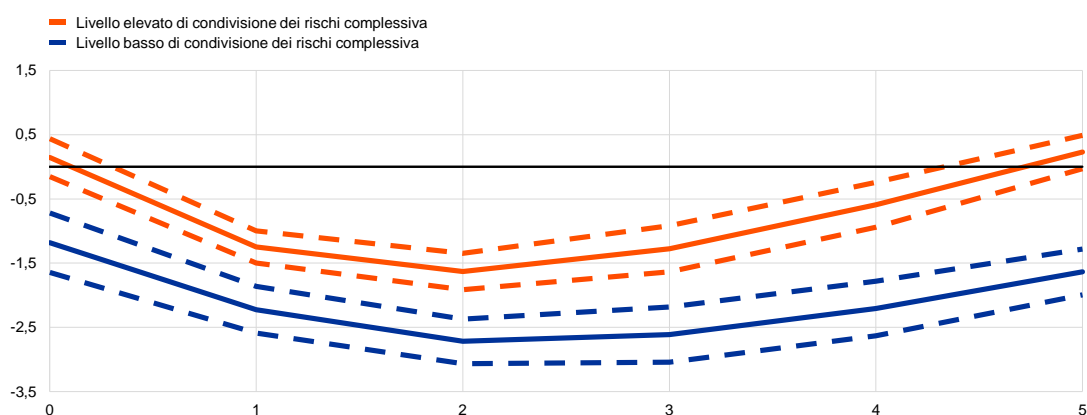
Per quanto riguarda i singoli canali, la condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio mostra di avere particolare rilevanza nel determinare la persistenza degli effetti della politica monetaria sulle regioni più povere<sup>31</sup> (cfr. il pannello b) del grafico B). Tali regioni, se caratterizzate da un basso livello di condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio, ad esempio, risentono di una contrazione prolungata del prodotto in risposta a un aumento dei tassi di riferimento. Regioni più povere caratterizzate da un elevato livello di condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio non solo risentono di una contrazione inferiore del prodotto, ma sono altresì escluse da tali effetti di isteresi. Per le regioni più ricche, il grado di condivisione dei rischi ha un impatto differenziale più limitato sul prodotto. Tali risultati suggeriscono che la condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio può contribuire a prevenire divergenze economiche derivanti da isteresi a livello regionale.

## Grafico B

Impatto della politica monetaria sul prodotto di una regione con un livello elevato o basso di condivisione dei rischi

### a) Impatto sul prodotto regionale

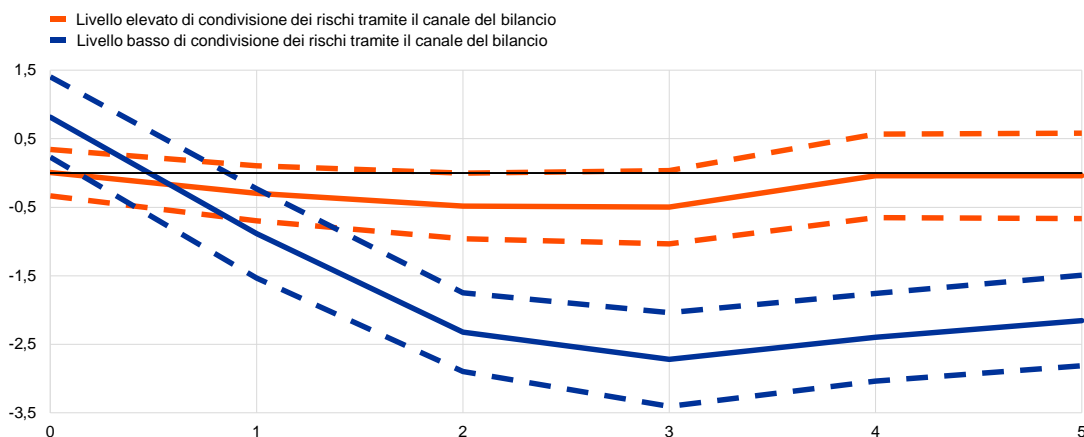
(asse delle ascisse: anni; asse delle ordinate: valori percentuali)



<sup>31</sup> Le regioni più povere corrispondono al decile più basso della distribuzione del PIL.

## b) Impatto sul prodotto di regioni più povere

(asse delle ascisse: anni; asse delle ordinate: valori percentuali)



Fonte: Hauptmeier, Holm-Hadulla e Renault, cfr. la nota 11 a piè di pagina.

Note: il pannello a) mostra l'impatto di un aumento di 100 punti base dei tassi di riferimento sul prodotto di regioni con un livello basso (blu) ed elevato (rosso) di condivisione dei rischi complessiva nell'ambito di un campione di 155 regioni appartenenti a dieci paesi dell'area dell'euro nel periodo compreso tra il 2000 e il 2018, con frequenza annuale. Il pannello b) mostra l'impatto di uno shock analogo sul prodotto di regioni più povere (decile più basso della distribuzione del PIL) con un livello basso (blu) ed elevato (rosso) di condivisione dei rischi tramite il canale del bilancio. L'asse delle ascisse rappresenta l'orizzonte temporale in anni della reazione del prodotto. L'effetto dello shock di politica monetaria è stimato sulla base di proiezioni lineari locali, cfr. la nota 30 a piè di pagina.

## 4 Proposte volte a potenziare il canale pubblico di condivisione dei rischi

**I meccanismi di condivisione dei rischi basati sul ricorso al mercato da soli potrebbero non essere sufficienti a consentire a un'economia di far fronte a gravi shock<sup>32</sup>.** Come sottolineato in Farhi e Werning, un'unione monetaria presenta un'intrinseca necessità di interventi da parte delle autorità pubbliche, che integrino la condivisione dei rischi mediante i mercati<sup>33</sup>. Ciò dipende, in ultima istanza, dal fatto che, anche in presenza di mercati completi, l'assicurazione basata sui mercati è subottimale nelle unioni monetarie, nelle quali gli operatori privati tendono a ignorare gli effetti di stabilizzazione macroeconomica delle scelte di portafoglio<sup>34</sup>.

**Una capacità di bilancio centralizzata al livello dell'area dell'euro potrebbe aumentare l'abilità della politica di bilancio di assorbire gli shock comuni, che possono avere effetti asimmetrici sui diversi paesi, e gli shock specifici di un paese.** Ciò avrebbe il duplice obiettivo di attenuare gli effetti sui singoli paesi e di salvaguardare la stabilità dell'area dell'euro, considerata nel suo insieme, in caso di

<sup>32</sup> Cfr. anche la trattazione contenuta in Giovannini, A., Ioannou, D. e Stracca, L., "Public and private risk sharing: friends or foes? The interplay between different forms of risk sharing", *Occasional Paper Series*, n. 295, BCE, giugno 2022.

<sup>33</sup> Cfr. Farhi, E. e Werning, I., "Fiscal Unions", *American Economic Review*, vol. 107, n. 12, dicembre 2017, pagg. 3788-3834.

<sup>34</sup> Farhi e Werning non giungono alla stessa conclusione per paesi che non appartengono a un'unione monetaria, con tasso di cambio flessibili. Nella misura in cui tali paesi si avvalgono di una politica monetaria indipendente, sono in grado di compensare completamente gli shock. La teoria di Farhi e Werning sul coinvolgimento dei governi nella condivisione dei rischi internazionale si fonda sull'appartenenza a un'unione monetaria proprio in virtù di una politica monetaria vincolata che previene la stabilizzazione di shock asimmetrici. Se ne deduce pertanto che unione fiscale e monetaria dovrebbero procedere di concerto.

shock estremi, come quelli verificatisi negli ultimi vent'anni<sup>35</sup>. Una capacità di bilancio centralizzata potrebbe essere particolarmente efficace se la politica monetaria unica è vincolata dal limite inferiore effettivo, con meno margine di manovra per fare fronte agli shock comuni. In realtà la presenza stessa di una capacità di bilancio centralizzata potrebbe ridurre l'incidenza di episodi in cui il limite inferiore effettivo diviene rilevante, perché uno stimolo di bilancio aggregato attraverso la capacità di bilancio centralizzata affievolirebbe le pressioni deflazionistiche.

**Nell'UEM sono stati raggiunti alcuni progressi significativi a livello istituzionale, che potrebbero rafforzare il canale pubblico di condivisione dei rischi<sup>36</sup>.** In particolare, il MES potrebbe svolgere un ruolo nell'assorbire gli shock specifici di un paese o nel prevenire crisi future mediante i suoi programmi precauzionali. Inoltre il dispositivo per la ripresa e la resilienza, avendo fornito gli strumenti per contrastare la recessione causata dallo shock pandemico, potrebbe essere considerato alla stregua di un abbozzo di capacità di bilancio centralizzata futura. Malgrado tali progressi, tuttavia, l'UEM non dispone ancora di una vera e propria capacità di bilancio centralizzata, volta a stabilizzare il ciclo economico e/o fornire beni di pubblico interesse a livello europeo.

**In concreto, una capacità di bilancio centralizzata potrebbe essere concepita al fine di fornire: a) stabilizzazione macroeconomica e/o b) altri beni di pubblico interesse (ad esempio investimenti comuni nelle transizioni ecologica e digitale, il conseguimento dell'indipendenza energetica, ecc.)<sup>37</sup>.** Sebbene si ritenga in generale che solo la stabilizzazione macroeconomica possa influire sulla condivisione dei rischi, anche l'offerta di altri beni di pubblico interesse potrebbe influenzarla, soprattutto durante le fasi di rallentamento economico, evitando tagli prociclici alle relative voci di spesa pubblica e riducendo l'entità del finanziamento del disavanzo (accrescendo così la capacità di attenuare gli shock). Sebbene nel dibattito siano stati trattati entrambi i tipi di capacità di bilancio (spesso confondendone gli elementi), le proposte specifiche esaminate di seguito si incentrano sulla funzione della stabilizzazione macroeconomica diretta.

<sup>35</sup> Nella [risposta dell'Eurosistema alla comunicazione del 19 ottobre 2021 della Commissione europea sull'economia dell'UE dopo il COVID-19 e sulle implicazioni per la governance economica](#), del 1 dicembre 2021, si afferma che "una capacità di bilancio centralizzata permanente, se concepita in modo appropriato, potrebbe svolgere un ruolo nel rafforzamento della stabilizzazione macroeconomica e della convergenza nell'area dell'euro nel più lungo periodo" (traduzione non ufficiale). Cfr. anche il [Parere della Banca centrale europea, del 9 novembre 2018, su una proposta di regolamento relativo all'istituzione della Funzione europea di stabilizzazione degli investimenti \(CON/2018/51\) \(GU C 444 del 10.12.2018, pag. 11\)](#), ove si legge che una capacità di bilancio "esiste in tutte le unioni monetarie per reagire meglio agli shock che non possono essere gestiti a livello nazionale. Se concepita in modo appropriato, una funzione comune di stabilizzazione macroeconomica aumenterebbe la resilienza economica dei singoli Stati membri partecipanti e dell'area dell'euro nel suo complesso, sostenendo anche, in tal modo, la politica monetaria unica".

<sup>36</sup> La relazione dei cinque Presidenti (Juncker, J. C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. e Schulz, M., "Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa," Commissione europea, 2015) descrive l'evoluzione istituzionale dell'UEM e fornisce un primo modello di capacità di bilancio centralizzata che abbia una funzione di stabilizzazione macroeconomica permanente per l'area dell'euro, al fine di promuovere la stabilità dei prezzi e prevenire contagi a livello di emittenti sovrani, nonché frammentazione finanziaria.

<sup>37</sup> Cfr. anche "[Europe as a common shield: protecting the euro area economy from global shocks](#)", intervento pronunciato da Fabio Panetta, membro del Comitato esecutivo della BCE, in occasione della Giornata dell'Innovazione del Parlamento europeo *The EU in the world created by the Ukraine war* del 1° luglio 2022.

**Sono state discusse varie proposte per la definizione di ulteriori meccanismi assicurativi pubblici tra paesi all'interno dell'area dell'euro, che richiedono gradi diversi di ambizione politica**<sup>38</sup>. Le proposte esistenti si concentrano

principalmente sul fornire stabilizzazione macroeconomica mediante trasferimenti diretti ai paesi in difficoltà (Beetsma et al.), attraverso un sistema europeo di tutela degli investimenti che si attivi in caso di una fase di rallentamento economico (Bara et al.) o, in alternativa, un sistema europeo di riassicurazione contro la disoccupazione (Balassone et al.; Bénassy-Quéré et al.; Dolls)<sup>39</sup>. Altre proposte prevedono un fondo "precauzionale", cui partecipino i paesi interessati da una fase espansiva, in qualità di contributori netti, e i paesi interessati da una fase di rallentamento economico, in qualità di beneficiari netti (Carnot et al.; Furceri e Zdzienicka; Beetsma et al.)<sup>40</sup>. Le proposte più ambiziose comprendono la creazione di un governo economico dell'area dell'euro, che disponga di un proprio budget destinato alla stabilizzazione macroeconomica. Sotto la sua egida opererebbe un'agenzia europea del debito, incaricata di emettere degli strumenti di debito comuni<sup>41</sup>.

**Tutti questi strumenti riallocherebbero le risorse intertemporalmente, ma anche tra paesi che si trovano in posizioni diverse del ciclo economico, contribuendo così alla sincronizzazione dei cicli dell'area dell'euro.** Alcuni studi hanno simulato ciò che sarebbe avvenuto se tali meccanismi fossero stati operativi dalla creazione dell'area dell'euro (cfr., ad esempio, Furceri e Zdzienicka; e Koester e Sondermann<sup>42</sup>). I relativi risultati suggeriscono che una capacità di bilancio centralizzata di entità relativamente contenuta consentirebbe all'area di conseguire un effetto di stabilizzazione prossimo a quello dei trasferimenti di bilancio federali negli Stati Uniti.

<sup>38</sup> Analisi sono incluse in Balassone, F., Momigliano, S., Romanelli, M. e Tommasino, P., "Just round the corner? Pros, cons, and implementation issues of a fiscal union for the euro area", *Economia Pubblica*, vol. 2018(1), FrancoAngeli Editore, Milano, 2018, pagg. 5-34; Arnold, N.G., Barkbu, B.B., Ture, H.E., Wang, H. e Yao, J., "A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area", *IMF Staff Discussion Note*, n. SDN/18/03, Fondo monetario internazionale, marzo 2018; Beetsma, R., Cima, S. e Cimadomo, J., "Fiscal Transfers without Moral Hazard?", *International Journal of Central Banking*, vol. 17, n. 3, settembre 2021, pagg. 95-153; e Beetsma, R., Cimadomo, J. e van Spronsen, J., "One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks", *Working Paper Series*, n. 2666, BCE, maggio 2022.

<sup>39</sup> Cfr. Beetsma R. et al., "Fiscal Transfers without Moral Hazard?", op. cit.; Bara, Y.-E., Castets, L., Ernoult, T. e Zakhartchouk, A., "A contribution to the work on the strengthening of the euro area", *Trésor-Economics*, n. 190, Ministère de l'Economie et des Finances, febbraio 2017; Balassone, F. et al., op. cit.; Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzcher, M., Fuest, C., Gourinchas, P.-O., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder di Mauro, B. e Zettelmeyer, J., "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", *CEPR Policy Insight*, n. 91, Centre for Economic Policy Research, Londra, gennaio 2018; Dolls, M., "An Unemployment Re-Insurance Scheme for the Eurozone? Stabilizing and Redistributive Effects", *CESifo Working Paper Series*, n. 8219, CESifo, Monaco di Baviera, aprile 2020.

<sup>40</sup> Cfr. Carnot, N., Kizior, M. e Mourre, G., "Fiscal Stabilisation in the Euro-Area: A Simulation Exercise", *Working Papers CEB*, n. 17/025, ULB – Université Libre de Bruxelles, ottobre 2017; Furceri, D. e Zdzienicka, A., "The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?", *Open Economies Review*, vol. 26, n. 4, settembre 2015, pagg. 683-710; e Beetsma, R. et al., "One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks", op. cit.

<sup>41</sup> Cfr. la [tabella di marcia 2017 della Commissione europea per l'approfondimento dell'Unione economica e monetaria](#).

<sup>42</sup> Cfr. Furceri, D. e Zdzienicka, A., op. cit.; Koester, G. e Sondermann, D., "A euro area macroeconomic stabilisation function: assessing options in view of their redistribution and stabilisation properties", *Occasional Paper Series*, n. 216, BCE, ottobre 2018.



**Esistono due principali obiezioni potenziali agli assetti finora proposti che prevedono una capacità di bilancio centralizzata: in primo luogo il rischio di azzardo morale e, in secondo luogo, la possibilità che ne derivino trasferimenti permanenti tra paesi.** L'azzardo morale riguarda il rischio che, se un paese riceve trasferimenti da un bilancio centrale, ciò potrebbe indebolire l'incentivo a perseguire solide politiche di bilancio nazionali e ad attuare riforme strutturali per accrescere la propria capacità di resistere agli shock. Ciò potrebbe implicare che il paese presenti in modo permanente degli indicatori di prestazione (ad esempio crescita del PIL pro capite, investimenti verdi, digitalizzazione) peggiori rispetto ad altre nazioni dell'area dell'euro. In tal caso, e a seconda della configurazione della capacità produttiva, tale paese potrebbe in linea di principio diventare un beneficiario permanente di trasferimenti da paesi che presentano risultati migliori con riferimento agli stessi indicatori.

**Sebbene un certo grado di azzardo morale sia intrinseco a ogni sistema di trasferimento, in letteratura sono stati discussi diversi meccanismi per attenuare tale rischio<sup>43</sup>.** Ad esempio, alcune proposte richiedono l'introduzione di strumenti di salvaguardia sotto forma di un rafforzamento dei meccanismi di sorveglianza e coordinamento.

## 5 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo ha passato in rassegna la letteratura sulla condivisione dei rischi legati ai consumi, con particolare attenzione ai risultati relativi all'area dell'euro, ma presentando evidenze anche per i singoli paesi.** La letteratura ha rilevato che la condivisione dei rischi è maggiore nelle federazioni mature, come gli Stati Uniti, rispetto all'area dell'euro. Gli studi esaminati suggeriscono inoltre che gli shock sul prodotto specifici per Stato o paese sono attenuati principalmente attraverso i canali dei capitali e del credito, mentre il canale del bilancio tende a essere meno rilevante in termini quantitativi, soprattutto nell'area dell'euro, almeno fino a tempi recenti.

**Tuttavia, durante la crisi legata al COVID-19, la condivisione dei rischi nell'area dell'euro si è mostrata in una certa misura maggiore rispetto a quanto osservato in episodi quali la crisi finanziaria mondiale del 2008-2010.**

Ciò è probabilmente riconducibile non solo al sostegno di bilancio fornito dai governi nazionali, ma anche a iniziative comuni dell'UE, in particolare il dispositivo per la ripresa e la resilienza. Da un punto di vista normativo, tali risultati supportano una qualche forma di meccanismo comune di condivisione dei rischi di natura pubblica nell'area dell'euro. Al tempo stesso, ciò imporrebbe di perseguire un giusto equilibrio tra ulteriori strumenti centralizzati di condivisione dei rischi nell'area dell'euro e forti strumenti di riduzione dei rischi, quali un'applicazione credibile delle norme di bilancio che ancori le aspettative dei mercati alla solidità delle finanze pubbliche.

---

<sup>43</sup> Cfr., ad esempio, Beetsma et al., "Fiscal transfers without moral hazard?", op. cit. e Beetsma et al., "One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks", op. cit.

**Nel complesso, le evidenze emerse nel presente articolo suggeriscono che è necessario progredire in modo deciso verso il completamento dell'architettura dell'UEM, che avrebbe anche il vantaggio di rafforzare la condivisione dei rischi.** Infatti, progressi significativi nel completamento dell'unione bancaria e dei mercati dei capitali, nonché interventi tesi all'unione di bilancio rafforzerebbero l'azione dei canali di condivisione dei rischi, creando così vantaggi in termini di benessere per i cittadini europei.

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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 <sup>1)</sup>				
	Indice composito dei responsabili degli acquisti						Indice mondiale dei responsabili degli acquisti <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,0	-4,2	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	10,9	9,4	12,6
2021 4° trim.	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,3	1,7
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	0,1
2022 2° trim.	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,2	-0,2	0,6
2022 3° trim.	50,1	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,6	.	.	.
2022 mag.	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	-0,6	0,4	-1,7
2022 giu.	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	52,9	54,0	50,1	0,2	-0,2	0,6
2022 lug.	51,0	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,7	0,9	2,5
2022 ago.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,2	-0,4	2,9
2022 set.	50,0	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,2	50,2	46,5	.	.	.
2022 ott.	.	47,3	.	.	.	47,1	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2019	11.986,1	11.579,0	6.381,8	2.456,1	2.657,2	1.252,2	770,7	627,4	83,9	407,1	5.769,0	5.361,8
2020	11.456,4	11.046,3	5.924,4	2.565,7	2.515,9	1.221,9	685,3	601,9	40,3	410,1	5.184,2	4.774,1
2021	12.313,1	11.834,5	6.288,8	2.717,9	2.701,9	1.369,6	761,4	563,5	125,9	478,7	6.066,8	5.588,1
2021 3° trim.	3 3.127,6	2.998,4	1.622,1	681,3	674,6	347,2	187,7	137,7	20,5	129,1	1.550,4	1.421,2
4° trim.	4 3.173,6	3.091,5	1.642,7	692,1	707,1	355,7	193,6	155,9	49,8	82,1	1.634,1	1.552,0
2022 1° trim.	1 3.232,5	3.152,9	1.678,4	700,7	718,6	373,3	199,2	144,1	55,1	79,6	1.711,2	1.631,6
2° trim.	2 3.295,8	3.229,5	1.724,9	710,6	738,8	383,5	205,6	147,8	55,2	66,3	1.819,9	1.753,6
<i>in percentuale del PIL</i>												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 3° trim.	2,3	2,3	4,7	-0,2	-0,7	-0,5	-2,1	0,7	-	-	2,2	2,3
4° trim.	0,5	1,4	-0,2	0,7	3,4	0,3	1,6	13,4	-	-	2,6	4,7
2022 1° trim.	0,6	-0,2	-0,1	0,2	-0,8	2,1	1,3	-9,5	-	-	1,5	-0,2
2° trim.	0,8	0,8	1,0	0,6	0,7	-0,4	1,7	2,2	-	-	1,7	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,8	23,0	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,1	-11,6	-3,9	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,8	4,3	3,6	6,0	9,2	-7,5	-	-	10,5	8,3
2021 3° trim.	3,9	3,6	3,0	2,8	2,1	3,0	1,6	0,4	-	-	10,5	10,3
4° trim.	4,8	5,0	5,9	2,6	2,0	1,6	1,5	3,0	-	-	8,4	9,3
2022 1° trim.	5,5	5,7	7,9	2,9	3,6	4,3	1,8	4,3	-	-	9,0	10,0
2° trim.	4,3	4,3	5,5	1,3	2,6	1,5	2,4	5,6	-	-	8,1	8,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 3° trim.	2,3	2,2	2,4	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-	-
4° trim.	0,5	1,3	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,8	-	-
2022 1° trim.	0,6	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,1	0,8	-	-
2° trim.	0,8	0,7	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	2,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,7	-	-
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,3	-	-
2021 3° trim.	3,9	3,4	1,6	0,6	0,4	0,3	0,1	0,0	0,8	0,5	-	-
4° trim.	4,8	4,8	3,0	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,8	0,0	-	-
2022 1° trim.	5,5	5,5	3,9	0,6	0,8	0,5	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
2° trim.	4,3	4,1	2,8	0,3	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	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
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2019	10.743,7	176,7	2.103,9	555,5	2.041,9	531,6	481,7	1.203,9	1.251,8	2.027,1	369,6	1.242,4
2020	10.326,2	175,2	1.994,3	543,8	1.794,3	544,6	483,1	1.207,7	1.200,6	2.060,2	322,3	1.130,2
2021	11.041,7	188,0	2.166,3	594,7	1.996,4	586,2	497,1	1.242,7	1.285,9	2.151,6	332,7	1.271,5
2021 3° trim.	2.802,5	47,8	546,2	149,2	521,9	146,7	124,4	310,9	326,3	541,5	87,5	325,1
4° trim.	2.835,9	49,8	555,4	152,1	536,7	149,5	124,8	312,7	330,7	539,8	84,4	337,8
2022 1° trim.	2.889,9	50,9	578,5	157,7	544,7	150,0	125,7	315,9	334,6	545,5	86,3	342,5
2° trim.	2.952,9	53,6	596,6	160,9	568,0	154,2	127,6	317,3	341,9	542,9	89,8	342,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2021	100,0	1,7	19,6	5,4	18,1	5,3	4,5	11,3	11,6	19,5	3,0	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 3° trim.	2,5	-0,2	0,8	-0,4	7,6	1,3	0,2	0,7	2,1	1,3	12,0	0,2
4° trim.	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,5	2,5	-0,1	0,5	0,9	-0,8	-2,4	3,4
2022 1° trim.	0,8	-1,0	0,4	2,3	0,8	0,5	0,3	1,2	0,9	0,8	1,7	-1,5
2° trim.	0,8	-0,8	0,5	-0,7	1,9	2,3	0,1	0,0	1,6	-0,5	4,3	1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,5	0,9	0,5	0,8	2,5	5,6	0,6	1,3	1,9	1,1	1,7	1,9
2020	-6,0	0,2	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,5	-0,9	-5,6	-2,8	-17,7	-6,9
2021	5,2	0,0	7,0	5,3	7,9	7,0	3,0	1,7	6,0	3,5	3,1	6,3
2021 3° trim.	4,0	-0,2	4,5	2,3	7,8	4,9	2,0	1,0	6,4	1,4	4,2	3,5
4° trim.	4,6	-1,0	1,9	0,8	11,7	8,6	2,1	1,8	5,7	2,0	14,2	5,9
2022 1° trim.	5,3	-0,7	1,7	4,6	14,1	6,2	0,6	3,3	6,1	1,8	16,9	7,1
2° trim.	4,3	-2,0	2,0	1,6	11,1	6,7	0,4	2,4	5,6	0,8	16,0	3,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 3° trim.	2,5	0,0	0,2	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	-
4° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 1° trim.	0,8	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,8	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,5	0,0	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,0	0,0	-1,3	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,4	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2021 3° trim.	4,0	0,0	0,9	0,1	1,4	0,3	0,1	0,1	0,7	0,3	0,1	-
4° trim.	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 1° trim.	5,3	0,0	0,3	0,3	2,4	0,3	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
2° trim.	4,3	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,3	0,7	0,2	0,5	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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	85,9	14,1	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,0	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,3	1,2	2,8	1,7	3,3	-0,3	1,9	1,2	1,3	0,5
2020	-1,5	-1,6	-1,1	-2,4	-2,0	0,5	-3,9	1,8	0,0	-0,2	-2,2	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,3	3,2	0,5	4,8	0,8	1,0	2,8	2,1	0,5
2021 3° trim.	2,4	2,7	0,9	-0,2	0,6	3,2	2,6	5,7	1,4	0,8	4,5	2,2	1,5
4° trim.	2,4	2,7	0,3	-1,4	1,2	3,1	3,3	6,5	0,9	0,4	3,6	1,7	1,7
2022 1° trim.	3,1	3,4	1,2	-1,4	1,5	3,4	5,1	6,1	-0,1	2,3	4,3	1,7	3,0
2° trim.	2,7	3,0	0,6	-0,6	1,3	3,1	4,6	6,1	0,3	2,0	3,2	1,5	2,1
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2019	100,0	81,2	18,8	4,1	14,9	6,9	25,9	3,1	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,0	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,7	5,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	0,9	1,1	0,1	-3,2	0,6	2,8	1,2	2,9	0,6	2,0	1,0	1,0	-0,2
2020	-8,1	-7,4	-11,1	-3,2	-7,5	-6,5	-14,8	-1,7	-2,4	-6,0	-8,3	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	0,6	4,5	8,9	6,7	7,5	2,9	6,4	7,3	3,7	5,2
2021 3° trim.	3,6	4,1	1,8	-1,8	2,4	3,0	5,5	7,9	1,7	3,8	6,9	2,0	1,2
4° trim.	4,8	4,6	5,3	-1,9	2,1	3,7	10,8	6,7	0,7	2,8	5,6	0,8	8,1
2022 1° trim.	6,5	6,5	6,4	-2,2	2,6	4,6	15,6	6,4	-0,6	6,7	6,5	1,2	13,5
2° trim.	3,9	4,2	2,6	-2,1	1,1	2,4	10,1	5,3	-1,3	4,2	4,0	0,0	7,5
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	-0,4	-0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	0,9	0,1	-0,3	-0,3	-0,7
2020	-6,6	-5,8	-10,1	-0,8	-5,6	-7,0	-11,3	-3,5	-2,3	-5,9	-6,2	-3,1	-9,2
2021	4,0	3,6	6,4	0,8	4,8	5,5	6,2	2,5	2,1	5,4	4,4	1,6	4,7
2021 3° trim.	1,2	1,4	0,9	-1,6	1,8	-0,1	2,8	2,1	0,3	3,0	2,2	-0,2	-0,3
4° trim.	2,3	1,9	5,0	-0,5	0,9	0,5	7,2	0,2	-0,2	2,4	1,9	-0,8	6,3
2022 1° trim.	3,3	3,0	5,1	-0,8	1,0	1,1	10,0	0,3	-0,4	4,3	2,2	-0,5	10,3
2° trim.	1,2	1,2	2,0	-1,5	-0,2	-0,7	5,3	-0,7	-1,5	2,1	0,8	-1,5	5,4

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 <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,509	3,5	12,428	7,6	3,3	10,059	6,8	2,368	16,3	6,347	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,959	3,5	12,833	8,0	3,0	10,281	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,320	3,4	12,633	7,7	3,2	10,181	6,8	2,452	16,8	6,432	7,4	6,202	8,1	2,4
2021 3° trim.	164,084	3,3	12,379	7,5	3,1	9,949	6,7	2,431	16,3	6,300	7,2	6,080	7,9	2,6
4° trim.	164,577	3,3	11,743	7,1	3,0	9,564	6,4	2,179	14,7	6,038	6,9	5,705	7,4	2,8
2022 1° trim.	165,440	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,2	5,736	6,5	5,603	7,2	3,1
2° trim.	166,103	3,1	11,026	6,6	2,7	8,814	5,8	2,213	14,4	5,538	6,3	5,488	7,1	3,2
2022 mar.	-	-	11,246	6,8	-	9,093	6,0	2,152	14,2	5,646	6,4	5,600	7,2	-
apr.	-	-	11,150	6,7	-	8,952	5,9	2,197	14,3	5,604	6,3	5,546	7,2	-
mag.	-	-	11,091	6,7	-	8,944	5,9	2,147	13,9	5,575	6,3	5,516	7,1	-
giu.	-	-	11,059	6,7	-	8,854	5,9	2,205	14,3	5,569	6,3	5,490	7,1	-
lug.	-	-	10,996	6,6	-	8,843	5,9	2,153	14,0	5,529	6,2	5,467	7,0	-
ago.	-	-	10,966	6,6	-	8,831	5,9	2,136	13,9	5,488	6,2	5,478	7,0	-

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 <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0

#### Variazioni percentuali sul periodo corrispondente

2019	-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	3,8	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,7	9,6	9,1	7,8	1,6	4,7	5,1	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 4° trim.	0,2	0,1	2,2	-3,9	4,0	2,1	0,3	4,0	-0,9	6,4	13,9	16,9	-25,0
2022 1° trim.	-0,3	-0,2	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,9	5,0	-2,2	9,9	12,0	.	-13,0
2° trim.	0,4	0,7	-0,1	-0,2	2,4	-0,5	2,3	0,6	-3,3	2,5	7,2	.	-16,3
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2
2022 apr.	-2,5	-2,4	-0,3	-9,0	3,5	-0,1	2,7	4,4	-3,4	9,2	15,7	.	-18,3
mag.	1,6	2,1	0,2	1,0	6,2	-1,9	2,9	0,7	-3,9	3,1	5,9	.	-17,4
giu.	2,1	2,4	-0,3	8,0	-2,3	0,4	1,3	-3,0	-2,7	-3,8	1,3	.	-13,5
lug.	-2,5	-2,7	-1,9	-5,0	-1,1	0,4	2,1	-1,2	-2,2	-1,3	0,7	.	-6,4
ago.	2,5	3,2	-0,5	8,2	1,3	-2,9	2,3	-2,0	-2,0	-3,0	5,1	.	4,4
sep.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,3

#### Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2022 apr.	0,0	0,1	0,6	0,9	1,4	2,3	-1,4	-0,4	-1,7	-0,5	1,5	.	2,4
mag.	1,3	1,8	0,2	2,7	2,5	-3,5	0,3	0,1	-0,8	1,7	0,0	.	0,5
giu.	1,0	0,6	0,0	3,2	-4,2	1,1	-1,2	-1,0	-0,1	-1,7	-1,0	.	0,5
lug.	-2,3	-1,8	-0,9	-3,8	1,5	-0,2	0,3	-0,4	-0,2	-0,7	0,6	.	1,3
ago.	1,5	1,7	-0,5	2,8	1,4	-2,1	-0,6	-0,3	-0,8	0,2	3,2	.	11,9
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,4

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	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 4° trim.	115,9	13,9	82,5	-7,6	10,0	3,1	16,6	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	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2° trim.	104,1	6,9	82,5	-22,3	5,5	-4,6	13,2	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
3° trim.	96,5	1,3	.	-27,0	2,6	-7,4	7,6	.	49,3	46,3	49,9	49,0
2022 mag.	104,4	6,1	-	-21,2	6,2	-4,4	13,1	-	54,6	51,3	56,1	54,8
giu.	103,3	6,9	-	-23,7	3,5	-5,2	13,6	-	52,1	49,3	53,0	52,0
lug.	98,5	3,2	82,4	-27,1	3,0	-7,3	9,9	90,9	49,8	46,3	51,2	49,9
ago.	97,3	1,0	-	-25,0	3,4	-6,5	8,1	-	49,6	46,5	49,8	49,0
set.	93,7	-0,4	-	-28,8	1,6	-8,4	4,9	-	48,4	46,3	48,8	48,1
ott.	.	.	-	-27,6	.	.	.	-	46,6	44,2	48,2	47,1

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

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13,2	93,1	2,0	2,6	3,9	5,9	3,6	47,8	24,2	74,9	2,2	7,8	2,0
2020	19,7	95,6	0,0	4,1	-2,5	4,7	3,8	46,1	24,7	81,6	3,3	-12,4	2,1
2021	17,9	95,6	1,7	3,4	16,8	7,5	7,9	48,9	26,0	79,5	5,2	7,9	3,1
2021 3° trim.	19,0	95,9	1,1	3,9	14,8	7,7	7,2	48,8	26,6	79,3	4,5	13,1	2,4
4° trim.	17,9	95,6	1,0	3,4	15,7	7,5	7,9	48,9	26,0	79,5	5,2	14,5	3,1
2021 1° trim.	16,3	95,3	0,4	3,0	15,6	5,6	8,3	48,6	25,5	78,6	5,1	16,8	3,2
2° trim.	15,1	95,0	0,0	2,7	14,9	2,7	8,1	48,3	23,9	77,2	5,1	-2,6	3,3

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) Il tasso di profitto è dato dal reddito imprenditoriale lordo (sostanzialmente equivalente al flusso di cassa) diviso per il valore aggiunto lordo.

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 <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 3° trim.	1.124,2	1.058,5	65,7	626,2	555,3	257,4	242,7	200,8	182,6	39,7	77,9	27,7	13,7
4° trim.	1.185,9	1.152,7	33,2	650,3	619,1	279,4	246,4	216,4	205,5	39,7	81,7	60,3	46,9
2022 1° trim.	1.224,5	1.212,2	12,3	684,6	676,2	294,3	255,8	209,5	208,4	36,1	71,8	27,8	20,6
2° trim.	1.278,0	1.317,6	-39,6	717,8	746,9	305,2	267,3	214,4	219,5	40,6	83,9	110,3	11,8
2022 mar.	408,4	411,6	-3,2	227,8	231,4	98,9	85,9	68,7	70,9	13,0	23,4	12,7	10,2
apr.	418,1	431,6	-13,5	233,2	242,8	100,5	88,5	70,5	72,8	13,8	27,5	6,8	4,7
mag.	427,3	443,3	-16,1	240,5	248,5	101,9	89,0	71,3	78,2	13,6	27,6	95,4	3,4
giu.	432,6	442,6	-10,0	244,1	255,6	102,8	89,8	72,6	68,5	13,1	28,7	8,1	3,6
lug.	433,1	453,1	-20,0	245,2	264,1	103,5	92,2	72,0	70,0	12,3	26,8	5,7	3,4
ago.	439,9	466,2	-26,3	252,6	273,9	102,2	95,0	72,6	69,9	12,4	27,4	4,6	3,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2022 ago.	4.941,1	4.959,7	-18,6	2.760,9	2.770,0	1.173,3	1.036,8	852,9	834,2	154,0	318,6	219,9	90,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2022 ago.	38,5	38,7	-0,1	21,5	21,6	9,1	8,1	6,6	6,5	1,2	2,5	1,7	0,7

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2021 3° trim.	13,7	23,0	607,5	306,0	118,3	171,1	502,2	580,4	346,0	94,1	134,8	416,3	58,5
4° trim.	12,1	32,4	637,0	323,2	116,0	187,6	524,7	653,4	400,1	97,5	148,3	450,0	71,4
2022 1° trim.	17,2	40,5	676,0	343,0	124,1	196,4	553,9	717,2	452,6	104,2	151,5	477,9	85,6
2° trim.	20,3	45,9	714,4	360,6	125,7	215,7	573,7	810,5	525,6	111,1	163,5	516,4	107,8
2022 mar.	14,7	36,6	227,7	116,3	40,6	65,3	182,9	247,2	158,8	34,9	51,2	160,2	31,3
apr.	12,7	40,5	231,1	116,4	41,3	70,1	186,9	264,6	172,0	35,9	53,4	167,5	33,5
mag.	28,6	53,5	241,8	122,2	41,6	73,3	193,5	271,2	175,0	37,3	55,3	174,4	34,3
giu.	19,9	44,1	241,5	121,9	42,9	72,3	193,3	274,7	178,6	37,9	54,8	174,5	40,0
lug.	13,1	43,8	237,2	119,6	42,5	70,9	189,1	277,7	183,8	36,5	54,0	172,6	36,6
ago.	24,0	53,7	245,5	.	.	.	196,8	292,8	.	.	.	180,6	.
<b>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2021 3° trim.	4,4	5,2	103,4	110,2	100,4	96,3	102,2	107,6	108,9	112,5	104,6	110,8	85,4
4° trim.	0,7	7,1	105,1	112,3	96,3	102,7	104,2	112,8	115,3	109,8	110,6	114,8	93,8
2022 1° trim.	2,4	10,2	106,1	111,3	101,6	103,5	105,7	114,9	117,6	115,0	110,5	117,8	93,0
2° trim.	2,7	11,1	106,8	110,4	99,9	108,6	105,6	121,1	124,4	120,2	115,3	122,9	95,1
2021 feb.	3,1	11,3	106,7	112,7	101,4	103,8	107,4	115,4	117,9	115,7	110,3	118,2	97,8
mar.	-0,6	5,7	105,3	110,5	99,0	102,0	103,7	115,5	118,6	115,3	111,6	117,7	88,6
apr.	-2,6	6,8	105,3	108,7	99,6	107,7	104,1	119,5	123,1	117,2	114,3	121,1	93,7
mag.	9,7	17,7	108,3	112,4	98,8	110,5	106,8	122,3	125,2	122,2	117,3	124,8	94,3
giu.	1,3	9,2	106,8	110,1	101,4	107,7	105,8	121,4	124,8	121,3	114,3	122,7	97,4
lug.	-3,7	8,9	104,0	107,4	99,8	104,3	102,9	118,8	123,3	114,5	111,6	120,1	.

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) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.: variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2021 4° trim.	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,7	1,0	1,1	0,3	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	3,3	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	4,2	1,2	7,1	1,0	8,2	7,1	
3° trim.	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,7	1,8	4,4	1,0	9,5	7,8	
2022 apr.	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0	
mag.	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	-0,1	0,5	1,9	0,4	8,1	7,6	
giu.	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,8	1,3	1,5	0,5	3,4	-0,1	9,1	5,6	
lug.	117,1	8,9	4,0	12,6	3,7	0,7	1,4	0,6	0,8	0,3	0,5	9,3	5,9	
ago.	117,9	9,1	4,3	13,1	3,8	0,6	1,2	0,9	0,7	0,3	0,3	9,4	7,2	
set.	119,3	9,9	4,8	14,0	4,3	1,0	1,1	1,3	0,2	2,9	0,9	9,9	10,4	

	Beni						Servizi							
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto		Di comunicazione		Di ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione							
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25			
in perc. del totale nel 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 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		
3° trim.	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1		
2022 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		
lug.	9,8	9,4	11,1	14,3	4,5	39,6	2,6	1,8	3,7	-0,2	7,0	1,8		
ago.	10,6	10,5	11,0	14,5	5,1	38,6	2,6	1,8	3,5	-0,2	7,2	1,9		
set.	11,8	11,5	12,7	15,3	5,5	40,7	2,7	1,9	5,7	-0,3	7,3	2,5		

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 <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
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	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	8,1	0,8
2021 3° trim.	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,2	1,5
4° trim.	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,5	3,3
2022 1° trim.	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	9,6	9,8	3,3
2° trim.	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,5	95,4	11,7	9,3	0,0
2022 mar.	146,3	36,9	17,8	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	-	-	-
apr.	148,0	37,2	19,4	15,7	25,3	7,2	11,0	.	6,8	99,1	-	-	-
mag.	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,6	93,9	-	-	-
giu.	150,8	36,0	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,2	-	-	-
lug.	156,9	38,0	18,7	15,1	21,5	7,8	13,2	.	8,4	97,6	-	-	-
ago.	164,8	43,3	17,4	14,5	19,9	7,8	14,0	.	8,6	116,8	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 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 <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,4	1,7	1,5	1,1	1,9	2,2	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,8	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,3	1,5	3,6	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 4° trim.	110,8	3,0	4,5	3,9	2,5	6,1	10,1	14,1	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 1° trim.	112,2	3,5	5,5	4,9	2,5	7,4	11,6	16,6	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
2° trim.	113,5	4,2	6,8	6,3	3,1	8,2	14,0	20,2	106,1	22,6	39,8	9,2	24,3	38,3	10,8
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	98,3	15,2	31,7	1,5	15,8	29,2	2,3
2022 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	19,8	39,5	4,9	22,0	38,3	6,6
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	35,0	2,8
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	106,9	12,2	31,8	-3,1	15,0	32,1	-1,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,3	30,7	4,2	16,1	26,7	5,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	17,0	32,5	3,7	16,3	28,8	3,2

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	7,4	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 4° trim.	45,9	41,9	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 1° trim.	50,2	48,9	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
2° trim.	55,2	56,2	28,4	48,8	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
3° trim.	46,9	54,5	27,3	40,7	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
2022 mag.	55,5	56,2	28,3	49,2	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
giu.	50,6	56,5	27,7	45,5	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
lug.	45,9	55,1	27,1	41,6	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
ago.	44,6	53,4	26,4	38,4	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
set.	50,3	55,0	28,4	42,2	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
ott.	.	.	.	.	.	72,9	77,5	67,0	63,1

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 <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	107,4	2,5	2,7	2,1	2,5	2,5	2,2
2020	110,5	2,9	3,5	1,1	2,6	3,7	1,8
2021	111,8	1,2	1,3	0,9	1,1	1,5	1,5
2021 3° trim.	109,1	2,1	2,1	1,8	2,3	1,5	1,3
4° trim.	119,3	2,5	2,2	3,5	2,6	2,2	1,6
2022 1° trim.	108,5	3,8	3,7	5,6	4,1	3,0	3,0
2° trim.	119,2	4,0	4,1	3,8	3,9	4,3	2,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html](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									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2019	105,5	1,9	-0,2	2,1	4,0	0,7	0,9	1,5	3,3	2,4	2,7	2,4
2020	110,3	4,6	-1,7	2,9	5,7	7,4	0,3	-0,5	1,5	3,6	6,2	16,1
2021	110,4	0,1	3,7	-2,9	2,4	-1,4	2,2	0,7	4,3	1,2	0,5	1,6
2021 3° trim.	110,5	1,6	3,5	-0,5	2,5	-0,3	4,6	2,2	3,4	1,5	2,9	0,2
4° trim.	111,4	1,2	3,4	2,1	4,4	-1,0	1,6	2,9	3,7	1,8	1,3	-6,8
2022 1° trim.	112,4	1,9	2,4	3,9	3,0	-0,8	2,5	2,8	4,7	2,8	2,5	-4,4
2° trim.	112,7	2,8	4,8	3,3	5,4	1,5	1,5	4,3	6,2	3,4	3,1	-6,2
<b>Redditi per occupato</b>												
2019	107,5	2,2	3,1	1,5	2,1	1,7	3,1	2,2	2,9	2,7	2,3	3,6
2020	107,2	-0,3	0,7	-1,8	-1,2	-4,1	0,4	0,5	1,0	0,1	2,3	-1,6
2021	111,4	4,0	3,8	4,1	4,5	6,1	4,3	3,0	4,9	4,3	1,8	4,6
2021 3° trim.	112,5	3,2	3,6	3,5	1,6	5,1	3,7	2,8	3,5	3,1	1,9	3,2
4° trim.	113,3	3,6	3,8	2,8	2,1	7,3	3,8	4,1	5,0	3,7	1,5	5,4
2022 1° trim.	114,3	4,3	3,3	4,2	4,1	7,7	2,7	3,6	5,6	4,6	2,5	8,5
2° trim.	115,1	4,4	3,4	4,1	3,9	7,8	2,2	4,5	6,3	5,6	2,4	6,9
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2019	101,9	0,3	3,4	-0,6	-1,8	1,0	2,2	0,7	-0,4	0,4	-0,4	1,2
2020	97,2	-4,7	2,4	-4,5	-6,5	-10,7	0,1	1,1	-0,5	-3,3	-3,7	-15,2
2021	100,9	3,9	0,0	7,3	2,0	7,7	2,1	2,3	0,6	3,1	1,2	2,9
2021 3° trim.	101,7	1,6	0,1	3,9	-0,9	5,4	-0,8	0,6	0,1	1,6	-1,0	3,0
4° trim.	101,8	2,4	0,4	0,7	-2,3	8,4	2,2	1,2	1,3	1,9	0,2	13,1
2022 1° trim.	101,7	2,3	0,9	0,2	1,1	8,5	0,2	0,7	0,8	1,8	0,0	13,5
2° trim.	102,1	1,6	-1,4	0,7	-1,4	6,2	0,7	0,2	0,1	2,1	-0,7	14,0
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2019	107,6	2,5	3,8	2,1	2,3	2,1	3,3	1,7	2,8	3,0	2,5	4,0
2020	113,8	5,7	3,4	3,9	5,0	7,0	2,9	2,3	5,9	5,5	4,5	7,7
2021	114,2	0,4	1,1	-0,3	-0,2	0,4	2,1	1,2	0,8	0,5	0,6	0,7
2021 3° trim.	115,4	1,9	3,2	1,8	2,0	1,9	1,7	2,8	0,2	0,9	2,5	2,9
4° trim.	115,8	1,7	2,2	2,2	2,2	0,1	4,2	4,8	2,5	2,2	2,7	1,0
2022 1° trim.	115,9	1,3	2,7	3,5	3,1	-2,1	2,6	3,9	3,2	2,1	3,3	0,5
2° trim.	116,2	3,3	4,2	4,2	4,9	1,9	3,1	5,7	5,4	4,9	4,2	2,5
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2019	102,5	0,7	4,4	0,0	-1,6	1,4	2,4	0,4	-0,4	0,7	-0,1	1,3
2020	104,5	1,9	3,1	1,4	0,8	0,2	3,5	3,6	6,3	2,9	-1,1	-6,0
2021	104,4	-0,1	-1,4	2,4	-3,2	1,3	-0,3	0,3	-4,6	-1,2	-0,2	-1,7
2021 3° trim.	105,1	0,4	1,0	2,2	-0,4	2,6	-2,7	0,4	-2,2	-0,6	-0,5	3,2
4° trim.	104,8	0,1	0,3	-0,1	-2,6	0,8	2,2	1,4	-0,9	0,1	1,3	6,6
2022 1° trim.	103,8	-1,0	1,1	-0,7	-0,2	-1,4	0,0	1,2	-3,6	-0,4	0,6	3,4
2° trim.	104,0	0,3	-0,1	1,0	-1,0	0,9	1,3	1,6	-1,9	1,4	0,8	8,2

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 <sup>1)</sup>						Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi overnight (Eonia) <sup>3)</sup>	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022 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
lug.	-0,51	-	-0,31	0,04	0,47	0,99	2,61	-0,02
ago.	-0,08	-	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01
set.	0,36	-	0,57	1,01	1,60	2,23	3,45	-0,02

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

### 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 <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 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
lug.	0,04	0,16	0,25	0,55	0,93	0,77	-0,30	0,09	0,27	0,44	1,05	1,44
ago.	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84
set.	0,67	1,54	1,67	1,95	2,13	0,59	-0,20	0,53	1,84	1,84	2,30	2,32

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	Petroli ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2022 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
lug.	390,4	3.523,3	866,4	238,1	170,9	104,4	142,4	683,1	692,9	335,4	294,7	841,0	3.911,7	26.986,7
ago.	408,5	3.701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4.158,6	28.351,7
set.	382,4	3.466,2	857,4	237,7	163,2	104,7	149,3	660,3	670,9	335,8	274,9	746,8	3.850,5	27.419,0

Fonte: Refinitiv.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG <sup>3)</sup>		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 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 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	5,45	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.	0,01	0,47	0,20	0,64	4,80	15,84	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,05	1,78
giu.	0,01	0,47	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,15	2,51	1,68	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
lug.	0,01	0,46	0,30	0,88	4,83	15,86	6,17	5,74	6,36	2,81	1,84	2,26	2,53	1,99	2,36	2,15
ago. <sup>(p)</sup>	0,01	0,70	0,40	1,02	4,96	15,89	6,62	5,94	6,50	2,96	2,08	2,44	2,63	2,07	2,49	2,26

Fonte: BCE.

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

2) Inclusive 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) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 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.	-0,04	-0,27	0,52	1,69	1,81	2,02	2,40	1,52	1,50	1,79	1,14	1,22	1,95	1,55
giu.	-0,04	-0,14	1,05	1,72	1,83	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
lug.	-0,01	0,04	1,19	1,74	1,89	2,44	2,78	1,68	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,78
ago. <sup>(p)</sup>	0,01	0,14	1,62	1,86	2,08	2,49	2,94	1,85	2,13	2,30	1,54	1,87	2,20	1,86

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 <sup>1)</sup>							
	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
<b>A breve termine</b>															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1.500,3	429,8	141,1	53,0	96,3	833,1	719,4	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.420,7	429,6	141,9	53,1	87,8	761,4	671,7	387,8	138,9	79,8	26,1	31,8	137,3	104,6	
2022 apr.	1.444,3	440,4	159,7	54,7	107,7	736,5	638,3	458,3	163,3	104,8	36,0	43,1	147,1	97,4	
mag.	1.388,8	420,4	161,2	50,2	107,2	700,1	613,4	441,8	160,0	111,7	41,4	42,5	127,6	86,7	
giu.	1.372,2	415,5	146,0	47,2	105,3	705,4	622,0	450,4	150,8	119,5	52,5	48,6	131,4	87,5	
lug.	1.338,0	424,3	148,3	50,4	104,7	660,6	600,3	508,4	199,4	121,2	56,4	55,4	132,5	86,3	
ago.	1.334,6	424,2	145,2	49,3	106,1	659,0	597,8	473,5	191,0	113,3	49,1	45,3	123,9	92,2	
set.	1.349,1	441,0	144,0	45,6	95,4	668,7	605,6	527,8	207,5	123,6	51,5	58,4	138,3	105,2	
<b>A lungo termine</b>															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19.499,1	4.105,6	3.309,4	1.324,9	1.546,3	10.537,6	9.752,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	20.119,8	4.205,2	3.584,6	1.366,7	1.597,0	10.733,0	9.912,5	317,1	66,2	83,7	32,8	23,3	143,9	130,4	
2022 apr.	19.207,4	4.111,6	3.555,8	1.382,8	1.480,5	10.059,6	9.286,3	290,3	65,3	83,9	27,6	14,2	126,9	118,1	
mag.	19.033,6	4.130,4	3.531,3	1.364,4	1.463,7	9.908,2	9.134,4	338,8	98,2	68,0	14,0	26,7	145,9	130,7	
giu.	18.744,6	4.066,2	3.485,1	1.358,2	1.402,2	9.791,1	9.034,5	309,4	83,1	69,5	20,0	13,0	143,9	135,5	
lug.	19.287,3	4.162,6	3.563,1	1.367,3	1.458,3	10.103,4	9.323,7	240,9	52,0	60,9	30,6	9,1	118,9	114,1	
ago.	18.695,7	4.069,2	3.505,5	1.360,7	1.416,2	9.704,8	8.952,7	195,9	55,5	44,1	10,9	8,9	87,4	81,4	
set.	18.199,7	4.010,6	3.478,3	1.364,4	1.368,6	9.342,2	8.612,1	301,1	90,5	54,6	12,1	19,5	136,5	126,4	

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
<b>Consistenze</b>												
2019	.	.	.	.	.	.	.	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1	
2020	20.999,4	4.535,4	3.450,6	1.377,9	1.642,7	11.370,7	10.471,6	8.500,9	468,9	1.347,1	6.683,9	
2021	21.540,5	4.634,8	3.726,5	1.419,8	1.684,8	11.494,4	10.584,2	10.341,6	609,3	1.558,1	8.173,2	
2022 apr.	20.651,8	4.551,9	3.715,5	1.437,5	1.588,2	10.796,1	9.924,6	9.221,1	521,2	1.391,3	7.307,7	
mag.	20.422,4	4.550,8	3.692,5	1.414,6	1.570,8	10.608,2	9.747,9	9.081,2	536,9	1.351,6	7.191,7	
giu.	20.116,9	4.481,7	3.631,1	1.405,4	1.507,5	10.496,5	9.656,5	8.286,0	474,1	1.263,7	6.547,3	
lug.	20.625,3	4.586,9	3.711,4	1.417,6	1.563,0	10.764,0	9.924,0	8.901,2	482,2	1.347,6	7.070,5	
ago.	20.030,4	4.493,4	3.650,7	1.410,0	1.522,3	10.363,8	9.550,5	8.481,9	475,5	1.298,8	6.706,7	
set.	19.548,9	4.451,6	3.622,3	1.410,0	1.464,0	10.010,9	9.217,7	7.917,4	460,7	1.219,8	6.236,3	
<b>Tasso di crescita<sup>1)</sup></b>												
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 apr.	4,5	2,7	8,7	5,2	4,3	3,9	4,1	1,1	0,1	3,7	0,7	
mag.	4,5	3,8	8,4	3,9	4,1	3,6	3,8	1,0	0,0	3,3	0,6	
giu.	4,2	2,8	8,3	5,0	3,5	3,6	3,9	1,0	-0,7	3,3	0,7	
lug.	3,6	2,5	7,5	5,5	2,4	2,9	3,4	0,9	-0,9	3,2	0,6	
ago.	3,7	2,7	7,5	4,4	2,8	3,0	3,4	0,8	-1,3	2,5	0,5	
set.	3,4	3,4	6,6	3,8	1,6	2,6	3,1	0,4	-1,4	2,1	0,2	

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 <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2021 3° trim.	31.266,0	31.399,9	-133,8	11.758,1	9.533,2	12.244,3	14.342,7	-95,7	6.357,0	7.524,0	1.002,4	15.732,6
4° trim.	32.245,4	32.208,5	36,9	11.950,9	9.747,3	12.864,4	14.684,3	-98,5	6.471,6	7.776,9	1.057,0	15.933,9
2022 1° trim.	32.218,5	32.021,7	196,8	11.994,2	9.884,6	12.340,0	13.991,7	-55,4	6.836,9	8.145,5	1.102,8	16.358,9
2° trim.	31.942,8	31.585,7	357,0	12.317,7	10.158,5	11.510,1	13.051,4	-16,6	7.009,5	8.375,8	1.122,1	16.467,3
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2022 2° trim.	248,6	245,9	2,8	95,9	79,1	89,6	101,6	-0,1	54,6	65,2	8,7	128,2
<i>Transazioni</i>												
2021 3° trim.	421,4	345,9	75,5	73,6	-47,4	128,6	109,9	23,3	72,8	283,3	123,1	-
4° trim.	222,3	192,6	29,7	-7,5	-66,5	155,9	73,3	40,2	30,7	185,8	2,9	-
2022 1° trim.	367,5	372,8	-5,3	55,2	32,8	-16,1	34,9	-2,1	331,3	305,2	-0,9	-
2° trim.	-29,3	-48,3	18,9	54,0	-37,2	-109,7	-101,8	23,9	0,1	90,8	2,3	-
2022 mar.	-11,7	42,8	-54,4	-0,7	-6,6	-38,9	62,6	-2,9	31,0	-13,2	-0,1	-
apr.	-26,2	39,1	-65,2	7,8	21,8	-33,1	-56,7	29,6	-29,9	74,0	-0,6	-
mag.	71,3	17,3	53,9	85,6	-15,2	-51,6	-79,7	2,7	33,4	112,2	1,2	-
giu.	-74,4	-104,7	30,2	-39,4	-43,9	-25,0	34,6	-8,4	-3,4	-95,4	1,7	-
lug.	50,9	27,1	23,8	14,0	19,8	-22,6	-62,6	-1,1	59,0	69,9	1,6	-
ago.	117,7	104,7	12,9	59,5	44,1	-33,6	48,4	10,9	78,7	12,2	2,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2022 ago.	775,1	713,5	61,6	186,4	-2,8	38,0	41,7	74,5	466,7	674,5	9,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 ago.	6,0	5,6	0,5	1,5	0,0	0,3	0,3	0,6	3,6	5,3	0,1	-

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 monetari<sup>1)</sup>

(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				7	M3-M2			11	12		
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	4		5	6	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni
1	2													
Consistenze														
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8		
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,2	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	658,6	12,1	788,2	15.484,8		
2021 4° trim.	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15.484,8		
2022 1° trim.	1.525,0	9.938,9	11.463,8	936,3	2.519,9	3.456,2	14.920,1	123,0	593,2	32,2	748,4	15.668,5		
2° trim.	1.530,4	10.040,2	11.570,6	970,8	2.528,0	3.498,8	15.069,5	113,6	606,7	60,3	780,5	15.850,0		
3° trim. <sup>(a)</sup>	1.535,8	10.169,1	11.704,9	1.140,6	2.552,1	3.692,7	15.397,5	118,9	599,2	58,9	776,9	16.174,4		
2022 apr.	1.524,4	9.965,2	11.489,6	954,6	2.519,0	3.473,6	14.963,2	115,3	602,3	49,5	767,1	15.730,3		
mag.	1.528,7	10.005,2	11.533,9	935,3	2.524,7	3.460,0	14.993,8	124,2	600,2	43,6	768,1	15.761,9		
giu.	1.530,4	10.040,2	11.570,6	970,8	2.528,0	3.498,8	15.069,5	113,6	606,7	60,3	780,5	15.850,0		
lug.	1.532,7	10.094,7	11.627,4	1.005,6	2.536,3	3.541,9	15.169,3	126,9	584,9	28,0	739,8	15.909,1		
ago.	1.535,9	10.189,8	11.725,7	1.030,0	2.547,7	3.577,7	15.303,4	123,2	587,4	39,7	750,3	16.053,6		
set. <sup>(a)</sup>	1.535,8	10.169,1	11.704,9	1.140,6	2.552,1	3.692,7	15.397,5	118,9	599,2	58,9	776,9	16.174,4		
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 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	134,4	194,6	12,1	9,9	22,0	216,6	5,1	-65,2	20,1	-40,0	176,6		
2° trim.	5,4	82,2	87,6	28,8	8,4	37,2	124,8	-10,7	13,3	25,1	27,7	152,5		
3° trim. <sup>(a)</sup>	5,3	118,2	123,5	161,6	23,8	185,4	308,9	3,4	-7,4	51,8	47,8	356,7		
2022 apr.	-0,5	10,1	9,5	13,4	-0,6	12,8	22,3	-8,7	8,9	15,5	15,7	38,0		
mag.	4,2	45,6	49,8	-17,5	5,7	-11,7	38,1	9,3	-2,1	-5,5	1,7	39,8		
giu.	1,7	26,6	28,3	32,8	3,2	36,1	64,4	-11,2	6,5	15,1	10,4	74,7		
lug.	2,3	43,6	45,8	31,3	8,2	39,4	85,2	12,3	-21,8	16,1	6,5	91,7		
ago.	3,2	101,7	104,8	22,7	11,3	34,0	138,9	-4,0	2,6	14,7	13,2	152,1		
set. <sup>(a)</sup>	-0,1	-27,1	-27,2	107,6	4,3	111,9	84,8	-4,8	11,8	21,1	28,1	112,8		
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 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	-3,9	74,3	-0,2	6,2		
2° trim.	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	78,2	2,0	5,7		
3° trim. <sup>(a)</sup>	6,4	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,6	-0,3	324,2	8,2	6,3		
2022 apr.	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,7	1,3	6,1		
mag.	8,4	7,8	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,0	10,5	-2,2	16,2	0,6	5,8		
giu.	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	78,2	2,0	5,7		
lug.	7,4	6,7	6,8	6,3	2,1	3,3	5,9	4,1	-5,4	85,3	0,7	5,7		
ago.	7,0	6,8	6,8	10,8	2,3	4,6	6,3	3,5	-4,9	181,3	2,8	6,1		
set. <sup>(a)</sup>	6,4	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,6	-0,3	324,2	8,2	6,3		

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 M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.976,1	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	3.244,4	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,9	228,4	551,6
2021 4° trim.	3.244,4	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,9	228,4	551,6
2022 1° trim.	3.269,8	2.841,9	287,3	129,8	10,8	8.189,8	5.480,1	358,0	2.350,6	1,1	1.272,3	230,5	555,7
2° trim.	3.296,4	2.851,5	303,1	130,5	11,2	8.243,9	5.532,0	353,2	2.358,0	0,6	1.305,4	230,1	576,8
3° trim. <sup>(a)</sup>	3.376,0	2.844,1	389,4	133,5	8,9	8.376,2	5.625,5	369,7	2.380,0	1,0	1.435,1	244,3	549,1
2022 apr.	3.278,5	2.841,6	297,9	129,5	9,6	8.202,8	5.495,4	357,2	2.349,3	1,0	1.282,3	224,4	566,1
mag.	3.278,7	2.851,6	286,3	130,3	10,4	8.235,3	5.524,4	354,5	2.355,6	0,7	1.275,6	231,1	568,7
giu.	3.296,4	2.851,5	303,1	130,5	11,2	8.243,9	5.532,0	353,2	2.358,0	0,6	1.305,4	230,1	576,8
lug.	3.326,0	2.867,4	318,7	130,1	9,9	8.294,2	5.572,7	353,5	2.367,3	0,7	1.333,5	242,7	567,1
ago.	3.391,2	2.905,4	345,5	132,8	7,6	8.334,3	5.599,8	357,2	2.376,5	0,8	1.360,7	238,0	566,4
set. <sup>(a)</sup>	3.376,0	2.844,1	389,4	133,5	8,9	8.376,2	5.625,5	369,7	2.380,0	1,0	1.435,1	244,3	549,1
<b>Transazioni</b>													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	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	254,4	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,3	-8,2	48,2
2021 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	18,3	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	34,9	2,3	4,3
2° trim.	14,3	0,4	13,2	0,6	0,1	51,7	50,0	-5,6	7,8	-0,5	22,3	-0,6	21,0
3° trim. <sup>(a)</sup>	69,3	-13,5	82,5	2,9	-2,6	126,9	88,9	15,8	21,8	0,4	125,6	12,9	-27,9
2022 apr.	-0,1	-6,6	8,4	-0,5	-1,5	10,2	12,8	-1,5	-0,9	-0,2	0,5	-6,8	10,3
mag.	2,1	10,9	-10,6	0,9	0,9	34,4	30,7	-2,4	6,4	-0,3	-2,9	7,0	2,6
giu.	12,4	-3,9	15,4	0,2	0,7	7,1	6,5	-1,6	2,3	-0,1	24,6	-0,8	8,0
lug.	25,1	13,0	14,0	-0,4	-1,4	46,9	37,6	0,0	9,2	0,1	21,3	11,7	-9,8
ago.	63,4	37,1	26,0	2,6	-2,3	39,3	26,4	3,5	9,2	0,1	34,4	-4,7	-0,7
set. <sup>(a)</sup>	-19,2	-63,6	42,5	0,7	1,2	40,7	24,9	12,2	3,4	0,3	70,0	5,9	-17,4
<b>Variazioni percentuali</b>													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	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 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
2° trim.	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
3° trim. <sup>(a)</sup>	6,0	3,3	33,8	1,8	-15,0	4,2	5,6	-4,3	2,6	56,9	18,3	7,6	5,8
2022 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.	6,5	8,1	-4,4	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,6	10,7	0,4	15,1
giu.	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
lug.	6,1	6,0	9,3	-1,0	16,5	4,2	6,2	-10,8	2,5	-5,1	11,7	5,8	13,1
ago.	7,4	6,6	19,3	1,3	-19,3	4,2	5,8	-8,9	2,7	5,7	14,6	3,9	12,4
set. <sup>(a)</sup>	6,0	3,3	33,8	1,8	-15,0	4,2	5,6	-4,3	2,6	56,9	18,3	7,6	5,8

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) Includo 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 <sup>1)</sup>

(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								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>												
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	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 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	5.548,5	15.022,9	12.562,4	12.692,8	4.917,2	6.472,1	1.020,0	153,0	1.593,7	866,8
2° trim.	6.513,6	1.002,0	5.487,5	15.182,6	12.791,8	12.930,8	5.018,2	6.555,0	1.054,2	164,3	1.561,4	829,4
3° trim. <sup>(a)</sup>	6.354,4	1.003,4	5.326,6	15.376,1	13.008,1	13.144,0	5.163,1	6.612,4	1.071,6	161,0	1.542,1	825,9
2022 apr.	6.526,0	1.004,2	5.497,0	15.072,3	12.632,0	12.778,6	4.943,9	6.491,7	1.035,7	160,8	1.600,8	839,5
mag.	6.507,2	999,8	5.482,6	15.114,3	12.707,2	12.843,6	4.976,3	6.522,4	1.045,2	163,3	1.556,8	850,4
giu.	6.513,6	1.002,0	5.487,5	15.182,6	12.791,8	12.930,8	5.018,2	6.555,0	1.054,2	164,3	1.561,4	829,4
lug.	6.539,6	998,4	5.517,0	15.244,0	12.851,2	12.987,0	5.067,5	6.578,6	1.045,8	159,4	1.562,7	830,1
ago.	6.419,9	998,6	5.397,1	15.311,4	12.937,8	13.070,5	5.136,9	6.596,8	1.054,0	150,1	1.543,9	829,7
set. <sup>(a)</sup>	6.354,4	1.003,4	5.326,6	15.376,1	13.008,1	13.144,0	5.163,1	6.612,4	1.071,6	161,0	1.542,1	825,9
<b>Transazioni</b>												
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	1.042,1	13,5	1.028,4	737,0	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,7	28,2
2021	667,4	-0,5	677,5	563,0	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,2	9,3
2021 4° trim.	201,1	-1,1	202,1	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	190,6	183,6	169,4	45,2	72,8	74,1	-8,5	23,6	-16,5
2° trim.	76,5	-0,7	77,2	207,5	231,4	248,6	97,2	87,0	35,8	11,3	-19,6	-4,3
3° trim. <sup>(a)</sup>	-52,3	1,7	-54,3	201,6	212,4	216,2	139,0	55,7	22,0	-4,2	-13,2	2,4
2022 apr.	16,8	1,6	14,6	68,0	63,2	81,0	23,5	20,6	11,6	7,5	10,0	-5,1
mag.	21,5	-4,5	25,9	56,6	86,2	75,6	32,5	31,8	18,9	2,9	-42,3	12,6
giu.	38,2	2,2	36,7	82,9	82,0	92,1	41,2	34,6	5,3	0,9	12,7	-11,8
lug.	-23,3	-3,7	-19,6	43,0	51,4	51,3	46,3	21,3	-10,6	-5,6	-6,9	-1,5
ago.	-36,6	0,7	-37,3	85,5	95,1	94,2	69,4	18,2	16,9	-9,4	-11,6	1,9
set. <sup>(a)</sup>	7,6	4,8	2,6	73,1	65,9	70,7	23,3	16,1	15,6	10,8	5,3	1,9
<b>Variazioni percentuali</b>												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	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 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	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
2° trim.	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
3° trim. <sup>(a)</sup>	5,0	0,5	5,9	5,7	6,6	6,9	8,0	4,4	13,9	10,1	3,5	-3,0
2022 apr.	9,6	0,4	11,4	4,7	4,8	5,3	4,5	4,3	10,1	3,7	7,5	-1,7
mag.	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,3	5,7	5,1	4,4	12,0	2,4	4,8	-1,1
giu.	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
lug.	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,8	4,3	-2,7
ago.	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,7	-0,7	3,7	-3,0
set. <sup>(a)</sup>	5,0	0,5	5,9	5,7	6,6	6,9	8,0	4,4	13,9	10,1	3,5	-3,0

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.708,3	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 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.	4.917,2	4.892,5	911,4	1.002,2	3.003,7	6.472,1	6.672,0	701,1	5.063,3	707,7
2° trim.	5.018,2	4.994,4	948,8	1.027,9	3.041,5	6.555,0	6.745,8	707,4	5.140,2	707,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	5.163,1	5.134,9	1.002,7	1.067,8	3.092,6	6.612,4	6.801,3	713,7	5.194,2	704,6
2022 apr.	4.943,9	4.920,7	924,0	1.012,0	3.007,8	6.491,7	6.697,3	702,9	5.082,2	706,6
mag.	4.976,3	4.945,9	936,5	1.016,1	3.023,7	6.522,4	6.725,2	705,6	5.109,9	706,9
giu.	5.018,2	4.994,4	948,8	1.027,9	3.041,5	6.555,0	6.745,8	707,4	5.140,2	707,5
lug.	5.067,5	5.039,6	958,4	1.042,4	3.066,6	6.578,6	6.765,8	709,9	5.161,8	706,8
ago.	5.136,9	5.106,0	985,2	1.064,5	3.087,2	6.596,8	6.786,7	709,4	5.180,0	707,4
set. <sup>(p)</sup>	5.163,1	5.134,9	1.002,7	1.067,8	3.092,6	6.612,4	6.801,3	713,7	5.194,2	704,6
<b>Transazioni</b>										
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 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.	45,2	54,0	18,8	-4,7	31,2	72,8	83,0	5,1	65,2	2,5
2° trim.	97,2	103,0	37,7	23,1	36,5	87,0	78,2	7,8	76,9	2,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	139,0	139,6	53,0	38,0	47,9	55,7	54,6	6,6	53,3	-4,2
2022 apr.	23,5	24,7	11,4	7,8	4,3	20,6	25,0	2,4	18,5	-0,3
mag.	32,5	25,4	14,2	4,6	13,8	31,8	29,6	3,2	28,1	0,5
giu.	41,2	52,9	12,1	10,7	18,4	34,6	23,6	2,2	30,3	2,0
lug.	46,3	44,1	8,3	14,2	23,8	21,3	18,5	2,7	21,2	-2,5
ago.	69,4	68,2	27,9	22,7	18,8	18,2	21,1	-0,9	18,4	0,7
set. <sup>(p)</sup>	23,3	27,3	16,8	1,1	5,3	16,1	15,1	4,8	13,7	-2,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2021 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	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
2° trim.	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	8,0	8,9	19,8	9,6	4,1	4,4	4,4	3,8	5,1	-0,2
2022 apr.	4,5	5,3	5,7	1,9	5,1	4,3	4,6	3,1	5,2	-0,2
mag.	5,1	6,0	7,4	4,6	4,6	4,4	4,6	3,4	5,3	-0,2
giu.	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
lug.	6,6	7,6	15,4	7,5	3,8	4,5	4,5	3,6	5,3	-0,2
ago.	7,8	8,8	18,8	9,8	4,1	4,4	4,5	3,4	5,2	0,0
set. <sup>(p)</sup>	8,0	8,9	19,8	9,6	4,1	4,4	4,4	3,8	5,1	-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) Incluse 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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	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 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	6.875,0	1.847,5	35,8	1.985,8	3.005,8	1.359,4	347,8	153,0	164,4
2° trim.	757,6	6.803,7	1.848,1	31,6	2.005,7	2.918,3	1.302,5	412,6	159,3	157,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	635,5	6.784,7	1.802,7	31,3	2.092,9	2.857,8	1.310,8	553,4	142,9	145,6
2022 apr.	768,6	6.897,0	1.845,5	35,6	2.017,7	2.998,1	1.357,9	439,6	180,7	171,7
mag.	725,3	6.803,4	1.847,3	32,2	1.985,9	2.937,9	1.236,4	432,7	178,3	170,8
giu.	757,6	6.803,7	1.848,1	31,6	2.005,7	2.918,3	1.302,5	412,6	159,3	157,3
lug.	735,1	6.903,1	1.835,7	31,2	2.056,0	2.980,2	1.335,1	428,6	169,5	159,1
ago.	647,0	6.823,3	1.811,9	31,9	2.077,9	2.901,7	1.372,3	420,4	154,6	145,7
set. <sup>(p)</sup>	635,5	6.784,7	1.802,7	31,3	2.092,9	2.857,8	1.310,8	553,4	142,9	145,6
<b>Transazioni</b>										
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	-120,5	-92,6	-11,3	-2,3
2021 4° trim.	106,7	10,0	-13,5	-1,6	6,1	18,9	-71,3	25,9	-20,2	-9,2
2022 1° trim.	-53,2	-42,4	-21,6	-1,3	-28,8	9,3	-25,6	-177,9	34,0	34,7
2° trim.	17,1	29,7	-3,2	-4,1	-16,0	53,2	-70,6	-14,0	7,6	-7,1
3° trim. <sup>(p)</sup>	-122,0	-3,1	-50,6	-0,3	-2,9	50,7	-1,7	83,8	-16,4	-11,7
2022 apr.	28,1	29,8	-5,1	-0,2	4,5	30,6	-32,4	43,5	27,7	7,3
mag.	-43,3	-16,3	2,9	-3,4	-22,8	6,9	-76,3	-21,5	-1,1	-0,9
giu.	32,2	16,1	-1,1	-0,6	2,3	15,6	38,1	-36,0	-19,0	-13,5
lug.	-22,4	-3,4	-14,3	-0,5	-5,9	17,1	-3,7	49,8	10,2	1,8
ago.	-88,1	-12,8	-24,5	0,7	5,6	5,5	51,7	-49,4	-14,9	-13,4
set. <sup>(p)</sup>	-11,5	13,2	-11,8	-0,6	-2,6	28,1	-49,7	83,4	-11,7	-0,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
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 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	-4,0	-13,1	-1,9	2,3	-	-	20,1	31,9
2° trim.	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	-7,5	-0,1	-4,7	-19,0	-2,1	4,5	-	-	3,4	4,2
2022 apr.	7,4	-0,1	-3,3	-13,3	-1,5	3,1	-	-	35,9	36,7
mag.	4,5	0,0	-3,1	-20,8	-1,8	3,5	-	-	34,5	36,4
giu.	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
lug.	7,6	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	27,9	24,8
ago.	-8,2	-0,1	-4,2	-18,4	-1,7	3,8	-	-	24,1	18,6
set. <sup>(p)</sup>	-7,5	-0,1	-4,7	-19,0	-2,1	4,5	-	-	3,4	4,2

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.



## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,0	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	-0,1	0,1	-0,1	-3,7
2021 3° trim.	-6,1	.	.	.	.	-4,7
4° trim.	-5,1	.	.	.	.	-3,7
2022 1° trim.	-4,0	.	.	.	.	-2,5
2° trim.	-2,9	.	.	.	.	-1,4

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	46,5	46,0	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	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,5
2021	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 3° trim.	46,7	46,0	12,9	13,0	15,3	0,7	52,8	48,1	10,4	5,9	1,4	24,5	4,7
4° trim.	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	5,9	1,5	24,2	4,8
2022 1° trim.	47,1	46,4	13,3	13,2	15,2	0,7	51,1	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
2° trim.	47,3	46,6	13,5	13,2	15,1	0,7	50,2	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6

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 IFM	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	86,0	3,1	13,8	69,0	48,3	32,6	37,6	8,2	77,8	16,1	28,3	41,5	84,5	1,5
2019	83,9	3,0	13,0	67,9	45,5	30,7	38,4	7,7	76,2	15,6	27,7	40,6	82,6	1,3
2020	97,0	3,2	14,2	79,7	54,4	39,1	42,6	11,1	85,9	18,9	31,0	47,2	95,4	1,7
2021	95,4	3,0	13,6	78,7	55,5	41,6	39,9	9,9	85,4	17,8	30,3	47,3	93,9	1,4
2021 3° trim.	97,3	3,0	13,9	80,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	95,4	3,0	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 1° trim.	95,2	2,9	13,4	78,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	94,2	3,0	13,3	77,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,4	9,5
2021	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1
2021 3° trim.	0,6	4,7	-1,1	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,6	-3,0	5,2
4° trim.	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1
2022 1° trim.	-4,4	2,5	0,4	0,8	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,4	-7,3	4,4
2° trim.	-3,7	1,4	0,8	1,1	0,9	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,4	-5,8	3,6

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 <sup>1)</sup>

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	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	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	1,8	1,2	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,1	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 2° trim.	14,4	13,1	4,8	1,3	0,3	7,9	1,6	0,7	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
3° trim.	14,5	13,2	4,4	1,3	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
4° trim.	14,1	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 1° trim.	14,7	13,4	5,0	1,3	0,3	8,0	1,5	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
2022 apr.	14,3	13,0	4,5	1,3	0,3	8,0	1,5	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
mag.	14,5	13,2	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	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4
lug.	14,3	13,0	4,6	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,7	0,2	0,5
ago.	14,6	13,3	4,7	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,1	1,9	1,7	0,3	0,3
set.	14,0	12,8	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,7	0,5	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 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,9	-10,1	-9,0	-9,5	-5,8	
2021	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 3° trim.	-7,0	-4,3	-3,8	-3,1	-9,7	-7,7	-8,0	-7,9	-4,8	
4° trim.	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2022 1° trim.	-5,5	-2,9	-1,8	-0,1	-5,0	-5,4	-5,1	-6,4	-0,1	
2° trim.	-4,3	-1,9	-0,4	0,1	-2,3	-4,5	-4,0	-5,3	1,3	
Debito pubblico										
2018	99,9	61,3	8,2	63,0	186,4	100,4	97,8	134,4	98,1	
2019	97,6	58,9	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	134,1	90,4	
2020	112,0	68,0	18,5	58,4	206,3	120,4	115,0	154,9	113,5	
2021	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,0	
2021 3° trim.	111,9	68,6	19,1	57,4	201,6	121,9	115,4	154,2	106,5	
4° trim.	109,2	68,6	17,6	55,4	193,3	118,3	112,8	150,3	101,1	
2022 1° trim.	109,0	67,4	17,2	53,2	188,4	117,4	114,6	152,1	102,1	
2° trim.	108,3	67,2	16,7	51,4	182,1	116,1	113,1	150,2	95,2	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,5	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,2	0,6	1,8	0,6	0,1	0,6	-1,2	-0,9
2020	-4,3	-7,0	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,5
2021	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2021 3° trim.	-5,8	-3,6	-0,2	-7,9	-3,6	-8,2	-3,9	-6,1	-5,4	-4,3
4° trim.	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2022 1° trim.	-5,2	0,0	0,6	-7,8	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,0
2° trim.	-3,6	1,0	0,6	-6,9	0,1	-1,4	0,2	-3,0	-3,8	-1,4
Debito pubblico										
2018	37,0	33,7	20,9	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,4	64,9
2019	36,5	35,8	22,4	40,7	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	53,3	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,8
2021	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2021 3° trim.	42,3	44,6	25,5	56,2	52,8	83,6	129,1	79,5	60,4	73,8
4° trim.	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2022 1° trim.	41,7	39,8	22,6	57,4	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,1
2° trim.	41,6	39,6	25,4	55,1	50,9	82,7	123,4	73,5	60,3	71,6

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2022**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.  
Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 26 ottobre 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-22-007-IT-N (online)