



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 8 / 2022



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>2</b>
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	9
2 Attività economica	18
3 Prezzi e costi	27
4 Andamenti del mercato finanziario	35
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	41
6 Andamenti della finanza pubblica	50
<b>Riquadri</b>	<b>56</b>
1 Andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	56
2 L'adozione dell'euro da parte della Croazia	64
3 L'impatto dei rincari dell'energia sul consumo di beni e servizi nell'area dell'euro	70
4 Andamenti salariali nei paesi dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia	74
5 L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE	79
6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 27 luglio al 1 novembre 2022	85
7 Le informazioni sull'andamento futuro dei prestiti fornite dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro	92
8 Politiche di bilancio: implicazioni dei documenti programmatici per il 2023 dei paesi dell'area dell'euro	101
<b>Articoli</b>	<b>106</b>
1 Il programma di acquisto per l'emergenza pandemica: una prima analisi dei risultati	106
2 Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia	133
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Quadro generale

Il 15 dicembre 2022 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE e, sulla scorta della consistente revisione al rialzo delle prospettive di inflazione, prevede ulteriori incrementi. In particolare, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse debbano ancora aumentare in misura significativa a un ritmo costante per raggiungere livelli sufficientemente restrittivi da assicurare un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Mantenere i tassi di interesse su livelli restrittivi, nel tempo, farà diminuire l'inflazione frenando la domanda e metterà inoltre al riparo dal rischio di un persistente incremento delle aspettative di inflazione. Anche in futuro le decisioni sui tassi di riferimento saranno guidate dai dati e rifletteranno un approccio secondo il quale tali decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione.

I tassi di interesse di riferimento della BCE rappresentano lo strumento principale utilizzato dal Consiglio direttivo per definire l'orientamento di politica monetaria. Nella riunione di dicembre, il Consiglio direttivo ha inoltre discusso i criteri per la normalizzazione delle consistenze in titoli detenute dall'Eurosistema a fini di politica monetaria. A partire dagli inizi di marzo 2023 il portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) sarà ridotto a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema reinvestirà solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Il ritmo di tale riduzione sarà pari, in media, a 15 miliardi di euro al mese sino alla fine del secondo trimestre del 2023 e verrà poi determinato nel corso del tempo.

Nella riunione di febbraio 2023 il Consiglio direttivo comunicherà nel dettaglio i parametri per la riduzione delle consistenze del PAA. Il Consiglio direttivo riesaminerà con cadenza regolare il ritmo della riduzione del portafoglio del PAA per assicurare che rimanga coerente con la strategia e l'orientamento complessivi della politica monetaria, per preservare il funzionamento del mercato e mantenere saldo il controllo sulle condizioni del mercato monetario nel breve periodo. Entro la fine del 2023 il Consiglio direttivo sottoporrà a revisione anche il suo assetto operativo per indirizzare i tassi di interesse a breve termine, che fornirà informazioni relative al punto di arrivo del processo di normalizzazione del bilancio.

Nella riunione di dicembre 2022 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tassi di interesse e prevede ulteriori significativi aumenti perché l'inflazione continua a essere troppo elevata e, secondo le proiezioni, si manterrebbe su un livello superiore all'obiettivo per un periodo di tempo troppo prolungato. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione si è collocata al 10,0 per cento a novembre, ossia a un livello lievemente inferiore rispetto al 10,6 per cento registrato a ottobre. Tale calo è riconducibile principalmente all'andamento più moderato della componente

energetica. L'inflazione dei beni alimentari e le pressioni di fondo sui prezzi in tutta l'economia si sono rafforzate e si protrarranno per qualche tempo. In un contesto di eccezionale incertezza, gli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto significativamente al rialzo le proiezioni sull'inflazione, che si collocherebbe, in media, all'8,4 per cento nel 2022 per poi scendere al 6,3 per cento nel 2023 e registrare una marcata riduzione in corso d'anno. Secondo le proiezioni, l'inflazione dovrebbe segnare, in media, il 3,4 per cento nel 2024 e il 2,3 per cento nel 2025, mentre l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare dovrebbe collocarsi, in media, al 3,9 per cento nel 2022, per poi salire al 4,2 per cento nel 2023 e quindi scendere al 2,8 per cento nel 2024 e al 2,4 nel 2025.

Nel quarto trimestre del 2022 e nel primo del 2023 l'economia dell'area dell'euro potrebbe subire una contrazione dovuta alla crisi energetica, all'elevata incertezza, all'indebolimento dell'attività economica mondiale e alle condizioni di finanziamento più restrittive. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema, una eventuale recessione sarebbe relativamente breve e di lieve entità. Tuttavia nel 2023 la crescita dovrebbe essere contenuta ed è stata rivista significativamente al ribasso rispetto alle proiezioni degli esperti della BCE di settembre 2022 per l'area dell'euro. Oltre il breve periodo l'espansione economica dovrebbe segnare una ripresa, con il venir meno delle circostanze sfavorevoli. Nel complesso le proiezioni di dicembre 2022 segnalano una crescita dell'economia del 3,4 per cento nel 2022, dello 0,5 nel 2023, dell'1,9 nel 2024 e dell'1,8 nel 2025.

## Attività economica

Le prospettive per l'economia mondiale si sono deteriorate a fronte dell'accresciuta incertezza delle condizioni geopolitiche, dell'inflazione elevata e in aumento e delle condizioni finanziarie tese. Le proiezioni formulate a dicembre 2022 prevedono un rallentamento del tasso di crescita in termini reali del PIL mondiale (esclusa l'area dell'euro) al 2,6 per cento nel 2023 – al di sotto della sua media di lungo termine – e un successivo graduale recupero al 3,1 e al 3,3 per cento nel 2024 e nel 2025, rispettivamente. Le prospettive si delineano quindi più deboli rispetto a quanto descritto nelle proiezioni di settembre 2022. Rispetto alle proiezioni di settembre sono peggiorate anche le prospettive relative al commercio mondiale e alla domanda estera dell'area dell'euro. Le pressioni sui prezzi a livello mondiale rimangono generalizzate ed elevate in presenza di una domanda ancora relativamente robusta, di condizioni tese nei mercati del lavoro e di elevati prezzi dei beni alimentari, ma dovrebbero ridursi con la stabilizzazione dei mercati delle materie prime e l'indebolimento della crescita. In un contesto caratterizzato da elevata incertezza, il quadro complessivo dei rischi che caratterizza le proiezioni nello scenario di base è orientato al ribasso per la crescita mondiale e al rialzo per le pressioni sui prezzi a livello internazionale.

Nel terzo trimestre dell'anno la crescita economica dell'area dell'euro ha rallentato, facendo registrare lo 0,3 per cento. L'elevata inflazione e le condizioni di finanziamento più restrittive frenano la spesa e la produzione riducendo i redditi reali

delle famiglie e spingendo al rialzo i costi per le imprese. Anche l'economia mondiale rallenta in un contesto di protratta incertezza geopolitica, soprattutto a causa della guerra ingiustificata mossa dalla Russia all'Ucraina e alla sua popolazione, e di condizioni di finanziamento più restrittive a livello globale. Il deterioramento delle ragioni di scambio, già osservato in passato per effetto del più rapido incremento dei prezzi all'importazione rispetto a quelli all'esportazione, continua a gravare sul potere di acquisto nell'area dell'euro.

Segnali positivi provengono dall'occupazione, che è aumentata dello 0,3 per cento nel terzo trimestre, e dalla disoccupazione, che ha raggiunto il nuovo minimo storico del 6,5 per cento a ottobre. L'incremento dei salari dovrebbe compensare in parte la perdita di potere di acquisto, sostenendo i consumi. Tuttavia, con l'indebolimento dell'economia, nei prossimi trimestri la creazione di posti di lavoro potrebbe verosimilmente rallentare e la disoccupazione potrebbe aumentare.

Le prospettive per l'area dell'euro si sono lievemente deteriorate e segnalano una crescita più debole e un'inflazione più elevata e persistente rispetto a quanto annunciato dalle proiezioni macroeconomiche di settembre 2022. Gli esperti si attendono ora una recessione breve e di lieve entità, nell'area dell'euro, al volgere dell'anno. In un contesto in cui la guerra in Ucraina continua a produrre conseguenze economiche che alimentano le forti spinte inflazionistiche, la fiducia dei consumatori e delle imprese è rimasta contenuta; al tempo stesso il reddito disponibile reale viene eroso e il forte aumento delle pressioni sui costi riduce la produzione, in particolare nei settori a elevato consumo di energia. Ci si attende che le ripercussioni economiche negative siano in parte attenuate dalle misure di bilancio. Inoltre, gli alti livelli delle scorte di gas naturale e le iniziative in corso per ridurre la domanda e sostituire il gas russo con fonti alternative implicano che l'area dell'euro potrebbe evitare di dover imporre tagli alla produzione per ragioni energetiche nell'orizzonte temporale considerato, sebbene i rischi di interruzioni dell'offerta di energia rimangano elevati, specialmente per l'inverno del 2023-2024. Nel medio periodo, con il riequilibrarsi del mercato energetico, ci si attende una diminuzione dell'incertezza e un miglioramento dei redditi reali. Di conseguenza la crescita economica dovrebbe recuperare, sorretta altresì dal rafforzamento della domanda esterna e dalla risoluzione delle strozzature residue dal lato dell'offerta, nonostante le condizioni di finanziamento meno favorevoli. Ci si attende che il mercato del lavoro continui a evidenziare una tenuta relativamente buona a fronte della lieve recessione in arrivo, di riflesso alle strategie di mantenimento della manodopera in presenza di carenze ancora significative delle forze di lavoro. Secondo le attese, il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali dovrebbe subire un calo pronunciato, scendendo dal 3,4 per cento nel 2022 allo 0,5 per cento nel 2023, per poi salire nuovamente all'1,9 per cento nel 2024 e all'1,8 per cento nel 2025. In confronto alle proiezioni di settembre, le prospettive per il tasso di incremento del PIL sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali per il 2022, grazie ai dati migliori del previsto in estate, e al ribasso di 0,4 punti percentuali per il 2023, mentre rimangono invariate per il 2024.

Secondo le proiezioni di dicembre 2022 il saldo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe peggiorare nel 2023 per poi migliorare nel periodo successivo, mentre il

debito pubblico dovrebbe diminuire nell'intero orizzonte temporale di proiezione. Il saldo di bilancio in rapporto al PIL dovrebbe migliorare, secondo le stime, nel 2022 (portandosi al -3,5 per cento, dal -5,1 per cento del 2021), per poi scendere al -3,7 per cento nel 2023. Ulteriori miglioramenti sono attesi nel 2024 e, in misura minore, nel 2025, con le proiezioni che individuano il saldo di bilancio al -2,6 per cento del PIL. Ciononostante, tale valore è ancora nettamente inferiore al livello pre-pandemia del -0,6 per cento. Dopo il forte aumento registrato nel 2020, il debito pubblico aggregato dell'area dell'euro dovrebbe ridursi, nell'orizzonte temporale di riferimento, e raggiungere l'88 per cento del PIL nel 2025, attestandosi quindi a un livello ancora superiore a quello antecedente la pandemia (84 per cento). La flessione attesa è principalmente riconducibile ai differenziali favorevoli tra tasso di interesse e tasso di crescita, dato l'incremento del PIL in termini nominali che compensa ampiamente i persistenti, ancorché in calo, disavanzi primari.

Le misure di bilancio volte a proteggere l'economia dall'impatto degli elevati prezzi dell'energia dovrebbero essere temporanee, mirate e modellate al fine di preservare gli incentivi a un minore consumo di energia. Qualora le misure non soddisfacessero questi criteri potrebbero verosimilmente esacerbare le pressioni inflazionistiche, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più forte. Inoltre, in linea con il quadro di governance economica dell'UE, le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere l'economia dell'area dell'euro più produttiva e ad abbassare gradualmente l'elevato livello del debito pubblico. Le politiche volte a migliorare la capacità di approvvigionamento dell'area dell'euro, soprattutto nel settore energetico, possono contribuire a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. A tal fine, i governi dovrebbero attuare tempestivamente i piani di investimento e di riforme strutturali nell'ambito del programma Next Generation EU. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe essere portata a termine rapidamente.

## Inflazione

L'inflazione è scesa al 10,0 per cento a novembre, principalmente per effetto dei più bassi valori dell'inflazione relativa ai beni energetici, mentre ha registrato un leggero calo anche l'inflazione relativa alla componente dei servizi. Per l'inflazione dei beni alimentari si è però osservato un ulteriore rialzo al 13,6 per cento, a seguito della trasmissione ai prezzi al consumo degli elevati costi degli input di produzione nel comparto. Le pressioni sui prezzi restano forti in tutti i settori, in parte riflettendo l'impatto dei rincari dell'energia sull'intera economia. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è rimasta invariata al 5,0 per cento a novembre e si sono osservati valori elevati anche per le altre misure dell'inflazione di fondo.

Le misure di bilancio attuate a sostegno delle famiglie in risposta all'elevato livello delle quotazioni energetiche e dell'inflazione dovrebbero frenare l'incremento dei prezzi nel corso del 2023. Una volta revocate, tuttavia, l'inflazione riprenderà a salire. Le strozzature dal lato dell'offerta si stanno gradualmente attenuando, sebbene i loro effetti stiano ancora contribuendo all'inflazione, soprattutto per quando riguarda i prezzi dei beni. Lo stesso vale per la revoca delle restrizioni legate

alla pandemia: la domanda repressa, seppur in fase di moderazione, continua a determinare rincari nel settore dei servizi. Inoltre, il deprezzamento dell'euro registrato nel 2022 si sta ancora ripercuotendo sui prezzi al consumo.

La dinamica salariale mostra un rafforzamento, che è sostenuto dal vigore dei mercati del lavoro e da un certo adeguamento delle retribuzioni volto a compensare i lavoratori per l'aumento dell'inflazione. Data la permanenza attesa di tali fattori, le proiezioni formulate a dicembre 2022 indicano che i salari registreranno tassi di crescita ben superiori alle medie storiche, sospingendo al rialzo l'inflazione nell'intero periodo in esame. 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.

In un contesto di eccezionale incertezza, gli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto significativamente al rialzo le proiezioni sull'inflazione. Quest'ultima dovrebbe scendere da una media dell'8,4 per cento nel 2022 al 6,3 per cento nel 2023, passando dal 10 per cento nell'ultimo trimestre del 2022 al 3,6 per cento nel periodo corrispondente del 2023, per poi diminuire a una media del 3,4 per cento nel 2024 e del 2,3 per cento nel 2025. Il calo dell'inflazione nell'orizzonte temporale di riferimento rispecchia forti effetti base al ribasso connessi all'energia per tutto il 2023, l'impatto graduale della normalizzazione della politica monetaria della BCE avviata a dicembre 2021, le più deboli prospettive per la crescita e l'ipotizzata diminuzione dei prezzi dell'energia e delle materie prime alimentari, in linea con quelli dei contratti future, nonché l'ipotesi secondo cui le aspettative di inflazione a più lungo termine resteranno ancorate. Ci si attende che l'inflazione complessiva diminuisca fino a raggiungere l'obiettivo a medio termine della BCE del 2 per cento nella seconda metà del 2025, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari si manterrà al di sopra di tale livello per l'intero periodo in esame. Tale persistenza è dovuta agli effetti indiretti ritardati degli elevati prezzi dell'energia e del netto deprezzamento dell'euro osservato in passato (nonostante il lieve apprezzamento recente), oltre che agli andamenti robusti nei mercati del lavoro e agli effetti della compensazione per l'inflazione sui salari, che dovrebbero crescere a tassi ben superiori alle medie storiche in termini nominali (anche se in termini reali rimarrebbero inferiori ai livelli antecedenti la guerra in Ucraina nell'intero arco di tempo considerato). Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre, l'inflazione complessiva è stata oggetto di una revisione al rialzo considerevole per il 2022, il 2023 e il 2024 (rispettivamente pari a 0,3, 0,8 e 1,1 punti percentuali) riflettendo dati recenti non corrispondenti alle attese, una rivalutazione dell'intensità e della persistenza delle pressioni inflazionistiche e della loro trasmissione, la più vigorosa dinamica salariale e i rincari delle materie prime alimentari. Tali effetti al rialzo più che compensano l'impatto al ribasso esercitato dalle ipotesi di un calo dei prezzi del petrolio, del gas e dell'elettricità, dal più rapido allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, dal recente apprezzamento dell'euro e dall'indebolimento delle prospettive per la crescita. È importante rilevare che le nuove misure di bilancio decise dopo l'esercizio previsivo di settembre 2022, per lo più volte a ridurre gli aumenti dei prezzi dell'energia nel 2023, agiscono da freno sulla revisione al rialzo dell'inflazione nel 2023 ma contribuiscono considerevolmente alla correzione verso

l'alto nel 2024 in un contesto in cui si prefigura la scadenza di molti di questi provvedimenti.

## Valutazione dei rischi

I rischi per le prospettive di crescita economica sono orientati al ribasso, soprattutto nel breve periodo. La guerra contro l'Ucraina continua a rappresentare un significativo rischio al ribasso per l'economia. Anche i costi dei beni energetici e alimentari potrebbero rimanere persistentemente più elevati delle attese. Un ulteriore freno alla crescita nell'area dell'euro potrebbe derivare da un eventuale indebolimento dell'economia mondiale superiore alle attese.

I rischi per le prospettive di inflazione sono prevalentemente orientati al rialzo. Nel breve periodo, le pressioni inflazionistiche esistenti potrebbero generare aumenti dei prezzi al dettaglio dei beni energetici e alimentari più forti del previsto. Nel medio termine, i rischi provengono principalmente da fattori interni, quali un innalzamento prolungato delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo della BCE del 2 per cento o aumenti salariali maggiori di quanto prospettato. Per contro, un calo dei costi dell'energia o un ulteriore indebolimento della domanda ridurrebbero le spinte sui prezzi.

## Condizioni finanziarie e monetarie

Con l'inasprimento della politica monetaria della BCE, sono aumentati i costi di indebitamento per imprese e famiglie. Il credito bancario alle imprese rimane robusto, grazie alla sostituzione delle obbligazioni con i prestiti bancari e l'utilizzo del credito per finanziare i più elevati costi degli investimenti e della produzione, mentre le famiglie si indebitano meno a seguito dell'inasprimento dei criteri per la concessione del credito, dell'aumento dei tassi di interesse, del peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e della minore fiducia dei consumatori.

In linea con la strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo conduce due volte l'anno una valutazione approfondita dell'interrelazione tra politica monetaria e stabilità finanziaria. Dall'ultima valutazione condotta a giugno 2022, le condizioni di stabilità finanziaria si sono deteriorate a causa all'indebolimento dell'economia e del rischio di credito in aumento. Sono inoltre cresciute le vulnerabilità dei paesi, in un contesto caratterizzato da prospettive economiche e posizioni di bilancio più deboli. Condizioni di finanziamento meno favorevoli attenuerebbero l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie e ridurrebbero i rischi estremi per l'inflazione a medio termine, al costo di un più alto rischio di stress sistemico e di maggiori rischi al ribasso per la crescita nel breve periodo. In aggiunta, il fabbisogno di liquidità degli intermediari finanziari non bancari potrebbe amplificare la volatilità dei mercati. Al tempo stesso, le banche dell'area dell'euro godono di livelli di capitale adeguati, i quali contribuiscono a ridurre gli effetti collaterali che l'inasprimento della politica monetaria determina per la stabilità finanziaria. La politica macroprudenziale resta la



prima linea di difesa per salvaguardare la stabilità finanziaria e affrontare le vulnerabilità nel medio periodo.

## Decisioni di politica monetaria

Nella riunione di dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE e, sulla scorta della consistente revisione al rialzo delle prospettive di inflazione, prevede ulteriori incrementi. Di conseguenza, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati innalzati, rispettivamente, al 2,50, al 2,75 e al 2,00 per cento, con effetto dal 21 dicembre 2022. Il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse debbano ancora aumentare in misura significativa a un ritmo costante per raggiungere livelli sufficientemente restrittivi da assicurare un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Mantenere i tassi di interesse su livelli restrittivi farà diminuire, nel tempo, l'inflazione frenando la domanda; metterà inoltre al riparo dal rischio di un persistente incremento delle aspettative di inflazione. Anche in futuro le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di riferimento saranno guidate dai dati e rifletteranno un approccio secondo il quale tali decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione.

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA sino alla fine di febbraio 2023. Successivamente il portafoglio del PAA sarà ridotto a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema reinvestirà solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Il ritmo di tale riduzione sarà pari, in media, a 15 miliardi di euro al mese fino alla fine del secondo trimestre del 2023 e verrà poi determinato nel corso del tempo. Quanto al programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma almeno fino 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.

A fronte dei rimborsi degli importi ricevuti dalle banche nelle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, il Consiglio direttivo riesaminerà regolarmente come le operazioni mirate contribuiscono all'orientamento della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione torni all'obiettivo del 2 per cento nel 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

*Le prospettive per l'economia mondiale si sono deteriorate a fronte dell'accresciuta incertezza di natura geopolitica, dell'inflazione elevata e in aumento e delle condizioni finanziarie tese. Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro prevedono un rallentamento della crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) al 2,6 per cento nel 2023 – al di sotto della sua media di lungo termine – e un successivo graduale recupero al 3,1 e al 3,3 per cento nel 2024 e nel 2025, rispettivamente. Le prospettive si delineano più deboli rispetto a quelle segnalate nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2022. Rispetto all'esercizio di settembre sono peggiorate anche le prospettive relative al commercio mondiale e alla domanda estera dell'area dell'euro. Le pressioni sui prezzi a livello mondiale rimangono generalizzate ed elevate, in presenza di una domanda ancora relativamente robusta, di condizioni tese nei mercati del lavoro e di alti prezzi dei beni alimentari, ma dovrebbero attenuarsi con la stabilizzazione dei mercati delle materie prime e l'indebolimento della crescita. In un contesto di elevata incertezza, il quadro complessivo dei rischi che caratterizza le proiezioni nello scenario di base è orientato al ribasso per la crescita mondiale e al rialzo per le pressioni sui prezzi a livello internazionale.*

**Nel corso del 2022 l'economia mondiale è stata colpita da diversi shock che ne hanno frenato il ritmo di crescita e che continueranno a gravare sulle prospettive a livello globale.** La guerra mossa dalla Russia all'Ucraina continua a destabilizzare i mercati delle materie prime energetiche e alimentari e i prezzi dell'energia restano volatili nonostante il calo registrato dopo le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2022. La guerra fomenta altresì l'incertezza sulla sicurezza alimentare, soprattutto nelle economie emergenti. In Cina la strategia zero-COVID finora attuata, almeno sino alla finalizzazione delle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema, e la recessione nel settore dell'edilizia residenziale continuano a gravare sull'attività. Nelle principali economie avanzate il rallentamento dell'attività economica nel 2022 è riconducibile all'indebolimento della domanda e all'avvio di un ciclo di inasprimento monetario nei primi mesi dell'anno. L'allentamento delle restrizioni connesse alla pandemia e delle strozzature dal lato dell'offerta a partire dalla primavera, assieme al calo dei prezzi dell'energia, hanno sostenuto l'attività fino al terzo trimestre.

**I risultati delle indagini continuano a segnalare una moderazione generalizzata dell'attività economica sul finire dell'anno, soprattutto nelle economie avanzate.** Dopo il picco raggiunto a giugno, gli indici mondiali compositi dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) (esclusa l'area dell'euro) hanno seguito una traiettoria discendente. A novembre gli indici PMI sono scesi ulteriormente, portandosi al di sotto della soglia di espansione sia nelle economie avanzate (esclusa l'area dell'euro) sia nei mercati emergenti, nei settori manifatturiero e dei servizi (cfr. il grafico 1). Per il quarto trimestre del 2022 si stima che la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) rallenti allo 0,3 per cento sul periodo precedente, rispetto all'1,1 per cento del terzo trimestre,

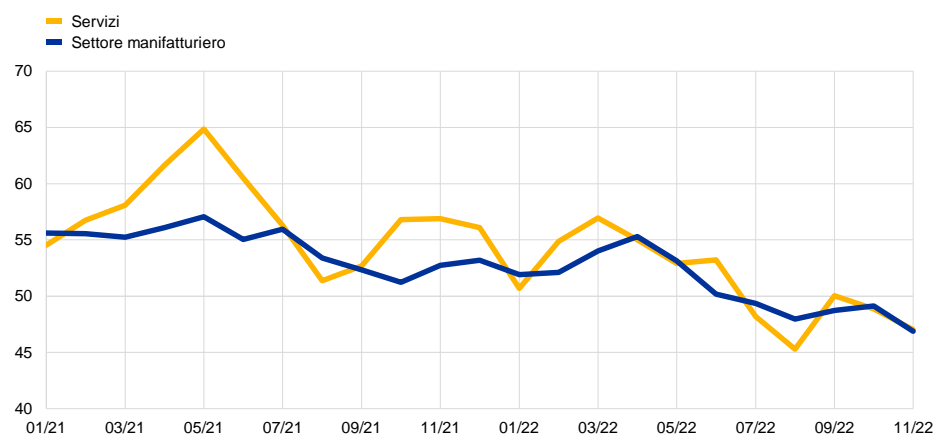
riflettendo pressioni inflazionistiche ancora elevate e persistenti e condizioni finanziarie tese, che continuano a gravare sul reddito disponibile delle famiglie e sui risparmi accumulati durante la pandemia. Rispetto alle proiezioni di settembre, la crescita nel quarto trimestre è stata rivista al ribasso di 0,5 punti percentuali, riflettendo le più deboli ipotesi sulla crescita attesa sia nelle economie avanzate, sia in quelle emergenti.

### Grafico 1

#### PMI relativo al prodotto per settore nelle economie avanzate ed emergenti

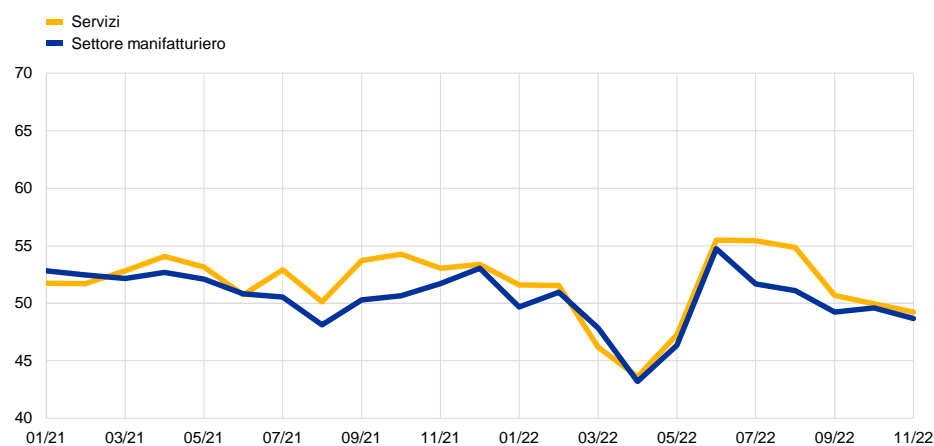
##### a) Economie avanzate (esclusa l'area dell'euro)

(indici di diffusione)



##### b) Economie emergenti

(indici di diffusione)



Fonti: S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2022.

**Secondo le proiezioni, la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe diminuire nel 2023, per poi recuperare gradualmente nel 2024 e 2025.** Nel 2022 la crescita del PIL mondiale è scesa al 3,3 per cento. Stando alle proiezioni, dovrebbe rallentare ulteriormente al 2,6 per cento nel 2023, di riflesso a un significativo calo della crescita nelle economie avanzate, inclusi Stati Uniti e Regno Unito. Si prevede che alcune economie emergenti siano in grado di meglio fronteggiare le attuali condizioni sfavorevoli, in virtù di minori vulnerabilità macro-finanziarie rispetto ai precedenti cicli di inasprimento finanziario, in particolare

in termini di più bassa inflazione, minori esposizioni debitorie denominate in dollari statunitensi e ridotti disallineamenti dei tassi di cambio. Nondimeno, permane una significativa eterogeneità persino all'interno di questo gruppo e le prospettive restano fragili per alcuni paesi, come la Cina, a causa delle difficoltà del settore residenziale e della recente recrudescenza dei contagi da coronavirus (COVID-19). Il più lento ritmo di crescita dei paesi dell'America Latina e l'intensificarsi della recessione in Russia, nonostante un'ulteriore significativa revisione al rialzo della crescita, in particolare per il 2022, frenano le prospettive di espansione per le economie emergenti. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE lo scorso settembre, la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) è stata rivista al rialzo per il 2022 (+0,4 punti percentuali) ma al ribasso per il 2023 (-0,4 punti percentuali) e per il 2024 (-0,3 punti percentuali).

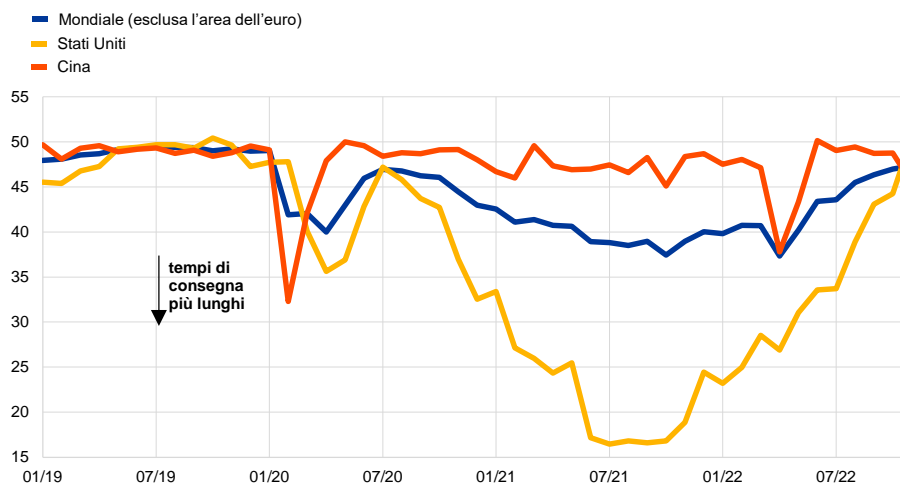
**L'indebolimento dell'attività manifatturiera dovrebbe gravare sull'interscambio mondiale al volgere dell'anno.**

L'interscambio a livello mondiale ha continuato a evidenziare una relativa capacità di tenuta nella prima metà del 2022, con gli effetti negativi della guerra mossa dalla Russia all'Ucraina e le perduranti strozzature dal lato dell'offerta che sono stati in parte compensati dalla ripresa dei servizi di viaggio e di trasporto, a seguito della revoca delle misure di contenimento del COVID-19. Il commercio internazionale di beni (esclusa l'area dell'euro, misurato su variazioni trimestrali) ha perso slancio a partire da luglio a causa della debole crescita nelle economie avanzate. Anche il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero (esclusa l'area dell'euro), che fornisce un'indicazione più tempestiva del commercio mondiale, è rimasto in territorio negativo. Le pressioni sulle catene di approvvigionamento continuano ad attenuarsi gradualmente, sebbene gli sviluppi in merito alla situazione del COVID-19 in Cina rappresentino un potenziale rischio al ribasso, in particolare nel breve periodo. A novembre il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori (esclusa l'area dell'euro) è ulteriormente migliorato, salendo a 47,3 e superando la soglia di espansione (+50) negli Stati Uniti, mentre in Cina è sceso da 48,7 a 45,4 (cfr. il grafico 2), principalmente a causa del nuovo inasprimento delle misure di contenimento attuato a novembre a fronte di un nuovo aumento dei contagi da COVID-19. La situazione resta tuttavia fortemente incerta, giacché le autorità hanno iniziato ad allentare le misure di contenimento all'inizio di dicembre e stanno considerando l'introduzione di una nuova tornata di provvedimenti per contrastare il virus.

## Grafico 2

### PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori

(indice)



Fonti: S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2022.

**Le prospettive per la crescita dell'interscambio mondiale sono peggiorate, in linea con le proiezioni sull'attività globale.** Le importazioni su scala mondiale (esclusa l'area dell'euro) sono aumentate del 5,6 per cento nel 2022, ma la crescita dovrebbe rallentare all'1,9 per cento nel 2023, per poi registrare un rialzo al 3,3 per cento nel 2024 e mantenersi stabile nel 2025. La crescita della domanda estera per l'area dell'euro è stimata al 6,0 per cento nel 2022. Secondo le proiezioni, dovrebbe rallentare in misura considerevole nel 2023, scendendo all'1,2 per cento, a causa delle più deboli prospettive di crescita di alcuni dei principali partner commerciali dell'area. Nel 2024 e 2025 dovrebbe aumentare al 3,0 per cento circa, in linea con gli andamenti delle importazioni mondiali. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE, la domanda estera per l'area dell'euro è stata rivista al rialzo per il 2022, a fronte di una dinamica degli scambi commerciali, nel secondo trimestre, più vigorosa di quanto precedentemente atteso in alcune economie avanzate e nei paesi dell'Europa centrale e orientale al di fuori dell'area. La domanda estera nell'area dell'euro è stata rivista al ribasso per il 2023 e il 2024, in linea con una più debole crescita dell'attività. Nel 2023 ciò è in parte compensato da prospettive commerciali più favorevoli per la Russia, nonostante una netta revisione verso il basso del peso di tale paese nella domanda estera dell'area dell'euro<sup>1</sup>.

**Le pressioni inflazionistiche a livello mondiale rimangono elevate e generalizzate,** riflettendo il livello ancora relativamente robusto della domanda, le condizioni tese nei mercati del lavoro e gli elevati prezzi dei beni alimentari, mentre

<sup>1</sup> Sebbene i pesi nella domanda estera dell'area dell'euro siano generalmente aggiornati utilizzando medie mobili pluriennali, è stato effettuato un ridimensionamento ad hoc del peso della Russia dal 2,9 all'1,5 per cento a partire dal primo trimestre del 2023, sulla base di dati sull'interscambio nel secondo trimestre del 2022, per tenere conto della brusca riduzione delle relazioni commerciali di tale paese con l'area dell'euro e del fatto che lo scenario di base ipotizza il mantenimento in vigore delle sanzioni per l'intero orizzonte temporale di proiezione.

le pressioni inflazionistiche legate ai beni energetici hanno iniziato ad attenuarsi con il calo dei prezzi. Nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita all'8,3 per cento a ottobre, dall'8,2 di settembre, sospinta dal rincaro dei beni alimentari<sup>2</sup>. La dinamica dell'inflazione complessiva (crescita trimestrale annualizzata sui tre mesi precedenti, esclusa la Turchia) è diminuita per il quinto mese consecutivo, al 5,9 per cento, prolungando la tendenza all'attenuazione delle pressioni sui prezzi (cfr. il grafico 3). Il profilo previsto per i prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro rimane elevato nel breve periodo, ma in seguito dovrebbe diminuire con il calo dei prezzi delle materie prime e l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche. Tale profilo è lievemente inferiore alle prospettive a breve termine previste nelle proiezioni di settembre 2022, a causa dell'impatto di ipotesi di prezzi delle materie prime più contenuti e dell'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche interne nei paesi concorrenti dell'area dell'euro.

---

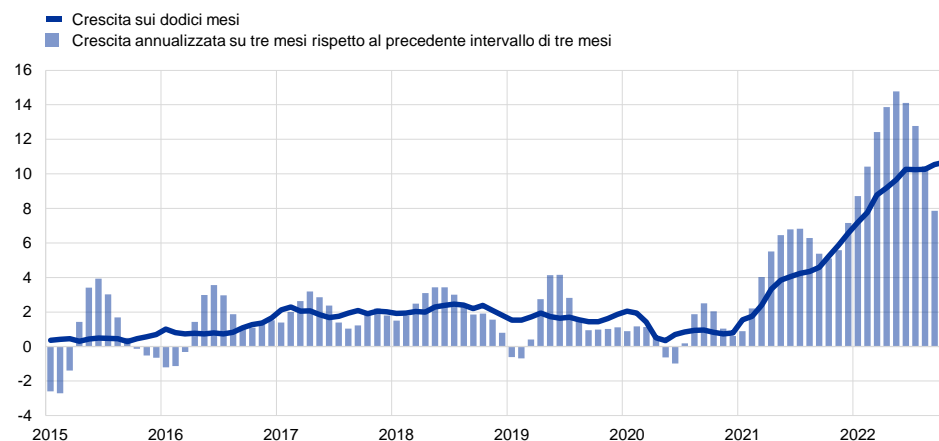
<sup>2</sup> I dati sull'inflazione per i paesi dell'OCSE sono stati riportati escludendo la Turchia in quanto, con un'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi pari all'85,5 per cento a ottobre 2022, tale paese rappresenta un'anomalia nel panorama dei paesi appartenenti all'organizzazione.

### Grafico 3

#### Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

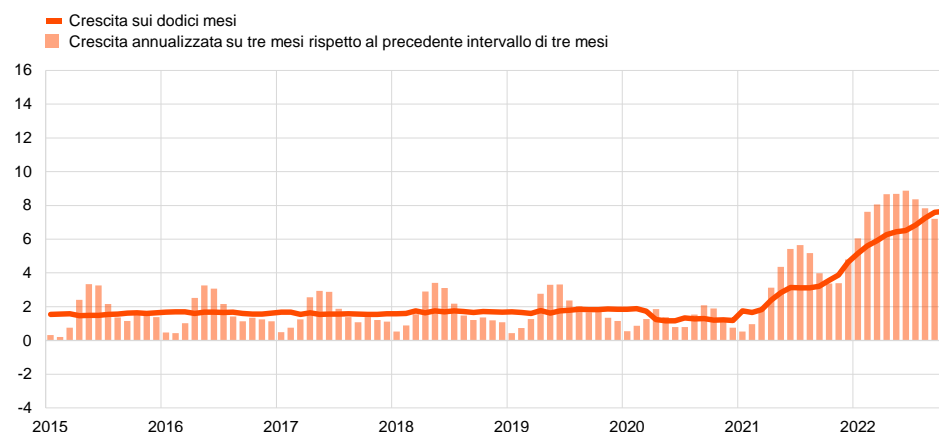
##### a) Inflazione complessiva

(variazioni percentuali sui dodici mesi e variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi)



##### b) Inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi e variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: gli aggregati OCSE riportati nei pannelli sono calcolati escludendo la Turchia. A ottobre l'inflazione complessiva e di fondo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE compresa la Turchia (valori non riportati nei pannelli) era pari rispettivamente al 10,7 e al 7,6 per cento, a fronte del 10,5 e del 7,6 per cento di settembre. L'inflazione di fondo è al netto dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

#### I prezzi del petrolio e del gas sono diminuiti rispetto alle proiezioni di settembre 2022.

Le pressioni al ribasso sui corsi petroliferi sono derivate dalla minore domanda di petrolio sullo sfondo del rallentamento economico mondiale e dalle misure di chiusura in Cina. Il calo della domanda ha più che compensato la riduzione degli obiettivi di produzione dell'OPEC+ a novembre, mentre permangono notevoli incertezze sugli effetti dell'embargo imposto dall'UE e del massimale di prezzo sul petrolio russo attuato dal G7 il 5 dicembre. Il calo dei prezzi del gas in Europa ha rispecchiato condizioni meteorologiche molto miti a ottobre e all'inizio di novembre che, insieme alla minore domanda di gas industriale e agli sforzi tesi a sostituire il gas russo intrapresi durante tutto il 2022, hanno fatto sì che l'UE disponesse, a metà novembre, di impianti di stoccaggio quasi pieni. Tuttavia, in linea con le precedenti quotazioni dei contratti future, i prezzi del gas hanno registrato una parziale ripresa a partire dalla seconda metà di novembre, a causa delle condizioni

meteorologiche più rigide in Europa, e gli elevati prezzi dei contratti future per tutto il 2023 segnalano significativi rischi dal lato dell'offerta. Anche le quotazioni delle materie prime alimentari sono diminuite, principalmente a causa del calo dei prezzi del caffè in presenza di migliori previsioni di offerta per il Brasile nel 2023, mentre i prezzi del frumento e del mais sono stati volatili a causa dell'incertezza in merito alla volontà della Russia di mantenere aperto il corridoio del Mar Nero per le esportazioni ucraine di cereali. I prezzi dei metalli sono aumentati poiché i timori dal lato dell'offerta hanno più che compensato gli effetti del rallentamento economico mondiale, mentre il graduale allentamento di alcune misure di contenimento legate al COVID-19 in Cina ha incrementato i prezzi dei metalli verso la fine del periodo in esame, nonostante l'incertezza ancora elevata circa le prospettive di crescita del paese.

**Le condizioni finanziarie mondiali sono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni precedenti e rimangono tese.**

Inizialmente, le condizioni finanziarie si sono inasprite nelle economie avanzate ed emergenti. Ulteriori sorprese al rialzo sull'inflazione hanno indotto le banche centrali a mantenere un rapido ritmo di inasprimento della politica monetaria, determinando un aumento dei rendimenti obbligazionari e cali protratti dei prezzi delle attività rischiose. Tuttavia, a seguito di un indice dei prezzi al consumo complessivo inferiore alle attese negli Stati Uniti, il clima di fiducia dei mercati si è modificato allorché i prezzi hanno incorporato il più graduale aumento dei tassi di interesse da parte del Federal Reserve System, rafforzando la propensione al rischio a livello mondiale. Ciò ha determinato un lieve allentamento delle condizioni finanziarie in un contesto in cui i tassi obbligazionari a lungo termine sono diminuiti, i differenziali di rendimento si sono ridotti e le quotazioni azionarie sono risalite. Nel complesso, le condizioni finanziarie nel periodo in esame non hanno subito variazioni di rilievo, ma sono rimaste tese.

**Dopo due trimestri di moderata contrazione, l'economia statunitense ha registrato un ritorno alla crescita, ma la domanda interna di fondo è rimasta debole.**

Le esportazioni nette e gli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale sono stati le principali componenti della crescita nel terzo trimestre. In prospettiva, la domanda interna dovrebbe rimanere debole giacché l'elevata inflazione e l'inasprimento delle condizioni finanziarie continuano a erodere il reddito disponibile reale delle famiglie e a frenare i consumi privati, mentre il forte calo delle nuove case in costruzione, associato alla minore accessibilità finanziaria delle abitazioni e all'aumento dei tassi sui mutui ipotecari, dovrebbe gravare sugli investimenti nell'edilizia residenziale. A ottobre l'inflazione complessiva è scesa più del previsto, al 7,7 per cento. Sebbene ancora elevata nel confronto storico, si ritiene che l'inflazione complessiva abbia raggiunto un massimo in un contesto in cui gli indici dei beni energetici e alimentari hanno continuato a moderarsi. L'inflazione di fondo sui dodici mesi è scesa al 6,3 per cento, ma dovrebbe rimanere più persistente nel 2023 a causa delle pressioni al rialzo esercitate dall'inflazione dei servizi (ad esempio, gli elevati canoni di locazione).

**In Cina la variazione delle politiche legate al COVID-19 e la perdurante debolezza nel settore dell'edilizia residenziale stanno incidendo sull'attività economica.**

Inizialmente, l'economia ha registrato una ripresa nel terzo trimestre



del 2022 con la graduale revoca delle misure di contenimento del COVID-19, seguita a un'ondata di contagi nei mesi di aprile e maggio. Nel terzo trimestre la crescita economica è stata sostenuta da una ripresa sia dei consumi sia degli investimenti, i quali, nonostante la protratta debolezza del settore immobiliare, hanno segnato un recupero grazie allo stimolo di bilancio. Tuttavia, a dicembre il governo cinese ha inaspettatamente revocato la propria strategia zero-COVID, eliminando la maggior parte delle restrizioni legate alla pandemia. Di conseguenza, i contagi sono rapidamente aumentati ed è probabile che l'attività a breve termine abbia segnato un rallentamento. In prospettiva, l'attività dovrebbe mantenersi moderata nell'orizzonte temporale di proiezione, in un contesto caratterizzato da una contrazione più prolungata degli investimenti nell'edilizia residenziale e dall'evoluzione incerta della pandemia. La crescita del PIL in termini reali nel 2022 dovrebbe risultare significativamente al di sotto dell'obiettivo del 5,5 per cento fissato dalle autorità. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, le prospettive di crescita per la Cina sono state riviste nettamente al ribasso per il 2023 e il 2024. Le pressioni sui prezzi al consumo si mantengono moderate.

**In Giappone il PIL in termini reali ha subito una contrazione inaspettata nel terzo trimestre del 2022 e dovrebbe riprendere a crescere nel quarto.** Nel terzo trimestre il PIL in termini reali ha subito una contrazione inattesa, riconducibile al vigore delle importazioni, in un contesto in cui la domanda interna è rimasta relativamente solida, sostenuta dalla revoca delle misure di contenimento legate alla pandemia. Il PIL in termini reali dovrebbe crescere nell'ultimo trimestre del 2022 sostenuto dalla continua riapertura dell'economia, dall'aumento della spesa per servizi e dal perdurante sostegno offerto dalle politiche economiche. La crescita dovrebbe moderarsi lievemente nel periodo di previsione, giacché ci si attende che il contributo della domanda estera diminuisca sensibilmente in presenza di un indebolimento della domanda mondiale. L'inflazione complessiva sui dodici mesi è aumentata considerevolmente nel corso del 2022, in un contesto caratterizzato dal rincaro dei beni alimentari ed energetici e dall'esaurirsi di effetti base negativi. Nel breve periodo è probabile che l'inflazione si mantenga sui livelli attuali, ma dovrebbe diminuire gradualmente nel 2023, a causa dei ribassi delle materie prime e delle contenute pressioni inflazionistiche interne.

**Nel Regno Unito le prospettive per l'attività reale si sono ulteriormente indebolite dopo la contrazione del PIL nel terzo trimestre.** L'elevata inflazione al consumo, l'aumento dei costi dei mutui ipotecari e le condizioni finanziarie tese stanno esercitando un forte freno sui consumi e sugli investimenti privati. Le misure di bilancio annunciate a novembre aumenteranno lievemente il disavanzo fiscale nel breve periodo, ma nel medio termine contribuiranno al consolidamento dei conti pubblici. L'economia dovrebbe registrare una contrazione dal terzo trimestre del 2022 fino al secondo trimestre del 2023. Al tempo stesso, le condizioni del mercato del lavoro restano tese e il diffondersi delle pressioni salariali sta contribuendo alla persistenza dell'inflazione interna. Il rincaro dei beni energetici dovrebbe alimentare l'inflazione al consumo fino al quarto trimestre del 2022. L'inflazione dovrebbe raggiungere un picco dell'11 per cento circa, un livello notevolmente inferiore a quello indicato nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2022, a causa della garanzia sui prezzi dell'energia istituita dal governo.

**In Russia l'economia è entrata in una grave recessione nel 2022.** Con il PIL in termini reali diminuito marcatamente nel secondo trimestre e rimasto, nel terzo trimestre, su un livello inferiore di quasi il 5 per cento rispetto a quello precedente l'invasione, in Russia è ora in corso una grave recessione. L'economia ha registrato un calo delle esportazioni più moderato rispetto a quanto precedentemente previsto, mentre le importazioni sono diminuite in misura significativa soprattutto dai paesi sanzionatori. L'economia dovrebbe contrarsi ulteriormente alla fine del 2022 e nel 2023, giacché le sanzioni esercitano un impatto sempre più negativo sulla capacità produttiva della Russia, sul commercio internazionale e sulla domanda interna. Dopo il progressivo calo degli ultimi mesi, l'inflazione dovrebbe mantenersi elevata nel breve periodo, con un ritorno solo graduale verso l'obiettivo del 4 per cento, fissato dalla Banca centrale russa, attorno alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione.

## 2 Attività economica

*Nel terzo trimestre del 2022 la crescita del PIL è scesa allo 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo i forti tassi di crescita registrati nella prima metà dell'anno con la riapertura delle attività economiche e l'inizio di un allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta. Da allora l'accresciuta incertezza circa le ulteriori conseguenze per l'economia della guerra in Ucraina, i perduranti timori di potenziali interruzioni dell'offerta di energia e le elevate pressioni sui prezzi hanno frenato in misura crescente la spesa interna e la produzione. Tali fattori, uniti all'aumento dei costi di finanziamento e al rallentamento della crescita mondiale, dovrebbero frenare ulteriormente l'attività dell'area dell'euro nel quarto trimestre e anche nella prima parte del 2023. Tuttavia, è probabile che una contrazione dell'attività sia relativamente breve e di lieve entità, frenata dalla perdurante capacità di tenuta dei mercati del lavoro, dagli elevati livelli di risparmio delle famiglie accumulati durante la pandemia e da ulteriori misure di bilancio volte ad attutire l'impatto dei rincari dell'energia sui consumatori e sulle imprese nel breve periodo. Oltre il breve termine, la crescita economica dell'area dell'euro dovrebbe segnare una graduale ripresa a partire dalla seconda metà del 2023, con il ridursi dell'incertezza, il riequilibrio del mercato dell'energia, la risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta e l'inizio del miglioramento dei redditi reali.*

*Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 3,4 per cento nel 2022, allo 0,5 per cento nel 2023, all'1,9 per cento nel 2024 e all'1,8 per cento nel 2025. Rispetto all'esercizio di settembre 2022, condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'area dell'euro sono state riviste al rialzo per il 2022 (per lo più di riflesso ai dati migliori del previsto nel corso dell'estate), al ribasso per il 2023, mentre restano invariate per il 2024.*

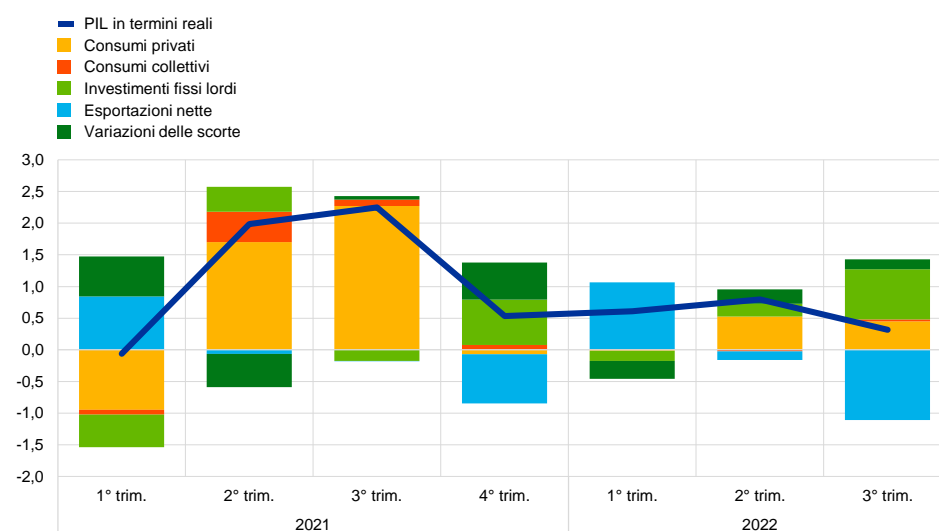
**L'attività economica ha subito un netto rallentamento nel terzo trimestre del 2022, dopo una forte crescita nella prima metà dell'anno.** La crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è scesa allo 0,3 per cento nel terzo trimestre, dopo una media dello 0,7 per cento segnata nel primo e nel secondo trimestre dell'anno. La decelerazione è stata determinata principalmente dal forte freno dell'interscambio netto, mentre la domanda interna e il prodotto, che avevano beneficiato della variazione delle scorte, hanno fornito un contributo positivo alla crescita del terzo trimestre (cfr. il grafico 4). I consumi hanno mantenuto una solida base, grazie a una vivace dinamica di quelli privati di servizi, che ha più che compensato il contributo negativo dei consumi di beni, e a un ulteriore modesto contributo dei consumi collettivi. Gli investimenti sono apparsi in forte espansione, con un aumento del 3,6 per cento sul trimestre precedente, sebbene ciò sia in larga misura riconducibile alla crescita straordinaria dei prodotti di proprietà intellettuale (PPI) in Irlanda. Gli investimenti delle imprese in immobilizzazioni hanno subito un chiaro rallentamento e gli investimenti nelle costruzioni si sono ulteriormente ridotti. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo alla crescita del PIL complessivo in termini reali poiché la crescita delle importazioni, di nuovo sospinta in parte dagli andamenti in Irlanda, ha superato quella delle esportazioni. La scomposizione del valore aggiunto mostra il protrarsi di una crescita solida

nell'industria al netto di costruzioni e servizi, mentre la produzione nel settore delle costruzioni è diminuita ulteriormente. I dati desunti dalle indagini e l'evidenza aneddotica per il terzo trimestre del 2022 suggeriscono che, dato il calo dei nuovi ordinativi, gran parte del vigore osservabile nell'industria è probabilmente dovuto all'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, che ha aiutato i produttori a far fronte agli ingenti arretrati di lavoro (in particolare nel settore automobilistico), piuttosto che a un rafforzamento della domanda. Per quanto riguarda i servizi, la scomposizione del valore aggiunto mostra una notevole eterogeneità tra i sottosettori: quelli caratterizzati dal contatto con i consumatori, precedentemente soggetti a vincoli (quali il commercio al dettaglio, i trasporti, i servizi alberghieri, di ristorazione e, in particolare, ricreativi), hanno continuato a crescere vigorosamente nel terzo trimestre, mentre quelli più orientati alle imprese (quali i servizi di informazione e comunicazione, i servizi finanziari e assicurativi, i servizi immobiliari e quelli professionali e amministrativi) nel migliore dei casi sono aumentati in misura contenuta o hanno registrato una lieve contrazione.

#### Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022.

**I nuovi dati segnalano un ulteriore rallentamento dell'attività economica nel quarto trimestre del 2022, in un contesto caratterizzato da elevata inflazione e perduranti incertezze sul conflitto in Ucraina e il rischio di interruzioni nelle forniture di energia.** I dati delle indagini segnalano un ulteriore e diffuso indebolimento della dinamica della crescita, in quanto il rallentamento della domanda, evidente da alcuni mesi nell'industria, si è ora esteso ai servizi dopo la forte espansione legata alla riapertura delle attività economiche. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per l'area dell'euro a ottobre è sceso al minimo degli ultimi 21 mesi, per poi risalire lievemente a novembre. I dati per entrambi i mesi sono al di sotto della soglia teorica di crescita nulla rispetto al terzo trimestre (cfr. il pannello a) del grafico 5).

La dinamica più recente mostra che la produzione manifatturiera si sta assestando

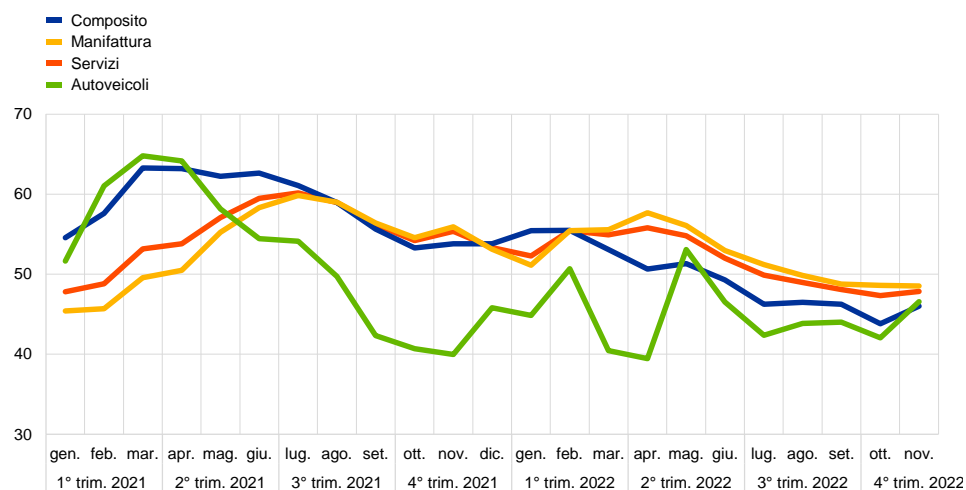
su un livello basso, poiché il forte contributo della produzione automobilistica osservato all'inizio dell'anno sembra in via di stabilizzazione. L'indice del clima economico della Commissione europea è diminuito ulteriormente nel quarto trimestre, di riflesso al perdurante deterioramento del clima di fiducia nell'industria a ottobre e novembre (cfr. il pannello b) del grafico 5), in presenza di un calo dei livelli di attività e delle scorte di prodotti finiti, mentre i nuovi ordinativi sono scesi ulteriormente al di sotto della media del terzo trimestre. Le risposte alle domande dell'indagine trimestrale della Commissione sui fattori che limitano la produzione suggeriscono che la carenza di manodopera si sta attenuando e i vincoli dovuti alla mancanza di materiali e attrezzature si sono allentati a partire dall'estate. Per contro, le limitazioni finanziarie sono aumentate significativamente a ottobre, pur continuando a svolgere un ruolo minore rispetto ad altri fattori. Tali indicatori segnalano prospettive deboli per gli investimenti nei prossimi mesi. Nel contempo, il clima di fiducia dei consumatori ha mostrato capacità di tenuta, avendo recuperato rispetto ai minimi storici di settembre, sulla scia delle misure di bilancio e mercato del lavoro introdotte a sostegno del reddito disponibile delle famiglie.

## Grafico 5

Indicatori ricavati dalle indagini in diversi settori dell'economia

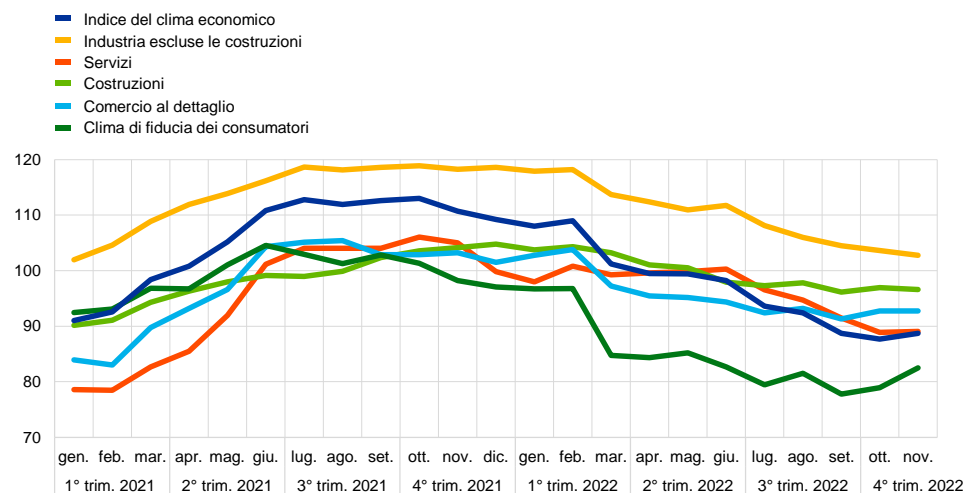
### a) Indicatori PMI relativi al prodotto

(indici di diffusione)



### b) Clima di fiducia delle imprese e dei consumatori

(indici di diffusione)



Fonti: S&P Global Market Intelligence per il pannello a); Commissione europea ed elaborazioni della BCE per il pannello b).  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022 per la produzione di autoveicoli e a novembre 2022 per tutte le altre voci.

### Il mercato del lavoro si è mantenuto robusto e ha continuato a sostenere l'attività economica.

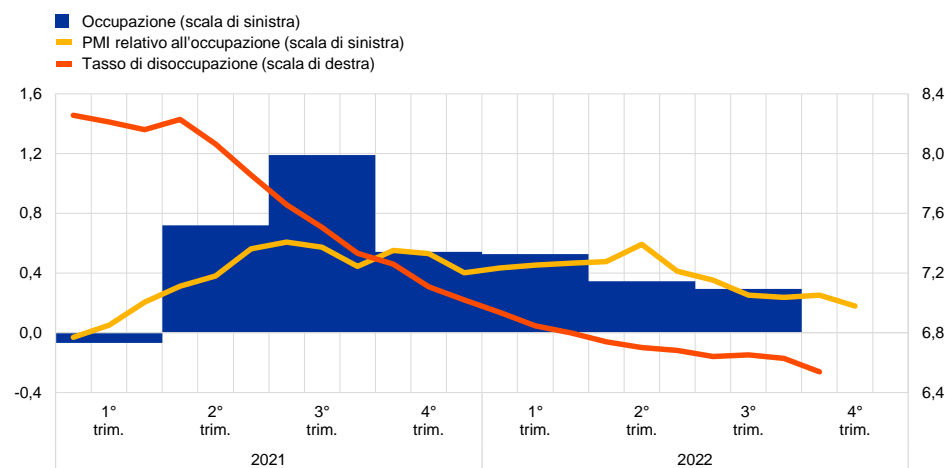
Nel terzo trimestre del 2022 l'occupazione totale è cresciuta dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Ciò ha determinato un aumento del numero di occupati pari a 3,1 milioni tra il quarto trimestre del 2019 e il terzo trimestre del 2022. Di contro, le ore lavorate sono diminuite dello 0,1 per cento nel terzo trimestre del 2022, ma permangono su un livello superiore dello 0,2 per cento rispetto a quello precedente la pandemia, registrato nel quarto trimestre del 2019. La differenza tra la crescita dell'occupazione e quella delle ore lavorate implica un calo sostanziale del numero medio di ore lavorate a partire dal quarto trimestre del 2019, attribuibile principalmente al settore pubblico. Il tasso di disoccupazione è sceso al 6,5 per cento a ottobre 2022, un livello inferiore di circa 0,8 punti percentuali

rispetto al valore precedente la pandemia, osservato a febbraio 2020, e un minimo storico (cfr. il grafico 6). Le forze di lavoro sono aumentate in misura significativa rispetto al quarto trimestre del 2019 e si stima che il numero di lavoratori che beneficiano di misure di integrazione salariale abbia continuato a diminuire negli ultimi mesi. Analogamente, la domanda di lavoro si è notevolmente rafforzata dall'inizio della pandemia e ha mostrato alcuni segnali di stabilizzazione negli ultimi mesi. In particolare, nel terzo trimestre del 2022, il tasso di posti vacanti si è attestato al 3,2 per cento, un punto percentuale in più rispetto al quarto trimestre del 2019.

### 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 Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.

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

#### Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro segnalano un rallentamento della crescita dell'occupazione.

L'indicatore mensile PMI composito relativo all'occupazione è sceso a 51,8 a novembre 2022, dal 52,5 di ottobre, pur rimanendo al di sopra del livello soglia di 50 che indica un'espansione dell'occupazione. L'indicatore PMI relativo all'occupazione è in territorio di crescita da febbraio 2021, ma è diminuito in modo significativo a partire da maggio 2022. Esaminando le dinamiche nei diversi settori, tale indicatore segnala una prostrata, seppur più debole, crescita dell'occupazione nel settore industriale e in quello dei servizi e una diminuzione dell'occupazione nel settore delle costruzioni.

#### I consumi privati hanno continuato a crescere nel terzo trimestre del 2022, ma gli andamenti sono stati diversi a seconda delle componenti.

I consumi privati sono aumentati dello 0,9 per cento nel terzo trimestre, dopo l'1,0 nel secondo. La dinamica positiva è stata sostenuta principalmente dai consumi di servizi, che sono aumentati notevolmente per due trimestri consecutivi con la riapertura delle attività economiche. Per contro, i consumi di beni non durevoli sono diminuiti per il terzo trimestre consecutivo, riflettendo il recente andamento delle vendite al

dettaglio, scese dello 0,7 per cento nel terzo trimestre. Allo stesso tempo, il consumo di beni durevoli, che era diminuito significativamente nei trimestri precedenti a causa dei rincari dei beni energetici (cfr. il riquadro 3), ha iniziato a migliorare nel terzo trimestre del 2022, probabilmente per effetto dell'attenuazione delle restrizioni dal lato dell'offerta nel settore degli autoveicoli. Di conseguenza, sempre nel terzo trimestre, le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate del 12,8 per cento. I dati economici qualitativi più recenti suggeriscono una certa capacità di tenuta della spesa al volgere dell'anno, nonostante il persistere di fattori sfavorevoli. A ottobre e novembre l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori, elaborato dalla Commissione europea, è salito lievemente al di sopra del livello registrato nel terzo trimestre (quando ha toccato un minimo storico a settembre), determinato principalmente da un miglioramento delle aspettative economiche e finanziarie delle famiglie. Anche le ultime indagini della Commissione presso i consumatori e le imprese indicano che la domanda attesa di servizi di alloggio, ristorazione e viaggio è aumentata a novembre, accompagnandosi a una lieve ripresa delle aspettative sugli acquisti rilevanti da parte delle famiglie rispetto al minimo storico registrato. In un contesto caratterizzato dal perdurante peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e dalla compressione del reddito disponibile reale, gli ultimi segnali positivi suggeriscono che la spesa delle famiglie durante la stagione delle festività potrebbe mostrare una certa capacità di tenuta. Tuttavia, considerato che l'inflazione e l'incertezza rimangono elevate, è probabile che il reddito disponibile reale delle famiglie diminuisca ulteriormente al volgere dell'anno, frenando la spesa per consumi. Inoltre, il perdurante inasprimento delle condizioni di finanziamento per le famiglie potrebbe verosimilmente frenare la richiesta di credito da parte di queste ultime. I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE a ottobre suggeriscono che, nei prossimi tre mesi, le famiglie prevedono di affrontare crescenti vincoli di liquidità. È pertanto probabile che dovranno intaccare i propri risparmi per pagare le utenze e sostenere i rimborsi dei prestiti e, di conseguenza, hanno rivisto al ribasso le loro percezioni e aspettative riguardo al risparmio precauzionale (secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta a ottobre). Il ricorso ai risparmi dovrebbe contribuire, in qualche misura, a distribuire uniformemente i consumi a fronte della debolezza del reddito disponibile reale.

### **Gli investimenti delle imprese hanno subito un rallentamento nel terzo trimestre del 2022 e dovrebbero diminuire ulteriormente alla fine dell'anno.**

Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (che rappresentano la misura approssimativa più vicina agli investimenti delle imprese nelle contabilità nazionali) sono aumentati del 7,7 per cento nel terzo trimestre, sebbene ciò sia in larga misura riconducibile alla crescita straordinaria dei PPI, principalmente a causa degli andamenti nel settore multinazionale irlandese<sup>3</sup>. Al netto di questa componente volatile, gli investimenti delle imprese sono aumentati moderatamente dell'1,2 per cento nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente, dal loro tasso di crescita medio trimestrale dell'1,7 per cento nella prima metà dell'anno, ma con una considerevole eterogeneità tra le diverse categorie di attività. Nel settore dei

---

<sup>3</sup> Occasionalmente, l'elevata volatilità statistica degli investimenti immateriali in Irlanda incide in misura notevole sulla dinamica degli investimenti nell'area dell'euro (cfr. il riquadro 1 "Investimenti diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti" all'interno dell'articolo 1 *La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi* nel numero 5/2022 di questo Bollettino).



macchinari e delle attrezzature, gli investimenti in immobilizzazioni diverse dalle apparecchiature per i trasporti hanno registrato un marcato rallentamento (0,3 per cento sul trimestre precedente), mentre il segmento degli investimenti in trasporti è cresciuto del 7,1 per cento, in un contesto in cui le strozzature dal lato dell'offerta si sono allentate e hanno agevolato il completamento di un numero ancora elevato di ordini arretrati. Altrove la crescita degli investimenti in PPI (esclusa l'Irlanda) è rimasta invariata dal secondo trimestre, all'1,1 per cento sul periodo precedente. I primi segnali per il quarto trimestre indicano una contrazione per la fine dell'anno. I più recenti risultati delle indagini PMI mostrano che le scorte di prodotti finiti iniziano ad aumentare nel settore dei beni di investimento, con i nuovi ordinativi in netta diminuzione, i livelli di attività e il grado di utilizzo della capacità produttiva in calo dai valori elevati indotti dalle difficoltà legate alla pandemia. L'ultima indagine della BCE sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro registra un marcato calo dei saldi netti delle imprese che cercano finanziamenti a fini di investimento. Inoltre, secondo l'indagine semestrale sulle intenzioni di investimento condotta dalla Commissione europea a ottobre, il numero di imprese che intendono aumentare gli investimenti nel 2023 è diminuito sensibilmente rispetto ai livelli del 2022, nonostante la riduzione dei piani di espansione per il 2022 in confronto a quanto rilevato nella precedente indagine di aprile. Per il momento, l'indagine suggerisce che i fattori finanziari stanno svolgendo un ruolo solo secondario nelle decisioni di investimento, ma dovrebbero diventare un vincolo più stringente nel 2023. Nel contempo, l'indagine mondiale di S&P sulle prospettive delle imprese (S&P Global Business Outlook Survey) di novembre ha segnalato aspettative di un netto deterioramento della redditività nel 2023, in presenza di un'impennata dei costi degli input e di una flessione dell'indicatore della spesa in conto capitale al minimo registrato negli ultimi dieci anni (senza tenere conto degli andamenti eccezionali del 2020)<sup>4</sup>. In prospettiva, ci si può attendere che gli investimenti delle imprese tornino in territorio espansivo con il riequilibrio dei mercati dell'energia, l'ulteriore allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e la riduzione dell'incertezza, unitamente agli effetti di "attrazione" ("crowding in") potenzialmente forti delle ulteriori allocazioni di fondi del Next Generation EU nei prossimi trimestri.

**Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un calo nel terzo trimestre del 2022 ed è probabile una loro ulteriore contrazione nel breve periodo.** Gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti dello

0,7 per cento nel terzo trimestre, riduzione lievemente inferiore al calo congiunturale dello 0,8 per cento osservato nel secondo trimestre. L'indicatore della Commissione relativo all'attività nel settore delle costruzioni negli ultimi tre mesi ha continuato a diminuire, in media, a ottobre e novembre rispetto alla media del terzo trimestre e il PMI per il settore dell'edilizia residenziale evidenzia un'ulteriore contrazione. La quantità di ordinativi nel settore delle costruzioni sembra confermarsi adeguata, come indicano i dati fino a ottobre ricavati dall'indagine trimestrale presso le imprese condotta dalla Commissione europea. Ciò dovrebbe sostenere l'attività nel settore delle costruzioni nei prossimi mesi, soprattutto in un contesto di graduale allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta. Anche l'indagine mensile della

<sup>4</sup> Secondo l'indagine sugli investimenti condotta dalla Banca europea per gli investimenti nel 2022, nell'estate del 2022 l'82 per cento delle imprese dell'area dell'euro ha indicato i costi dell'energia come un vincolo rilevante per gli investimenti a più lungo termine.

Commissione sui limiti alla produzione nel comparto delle costruzioni, a novembre, ha mostrato un continuo calo della quota di imprese del settore che segnalano carenze di materiali e/o macchinari, mentre la percentuale che indica una carenza di manodopera è rimasta su un livello elevato. Tuttavia, la quota di dirigenti che hanno indicato una domanda insufficiente quale fattore che limita l'attività edilizia è nuovamente aumentata a novembre, segnalando una domanda più debole. Ciò si riflette anche nell'ulteriore calo delle intenzioni a breve termine delle famiglie di ristrutturare, acquistare o costruire un'abitazione nel quarto trimestre, nonché nei bassi livelli della componente del PMI per il settore delle costruzioni relativa ai nuovi ordinativi. L'indebolimento della domanda si inserisce in un contesto caratterizzato da un significativo deterioramento delle condizioni di finanziamento, da un'accresciuta incertezza e da costi di costruzione notevolmente più elevati, ed è probabile che in futuro gravi sugli investimenti nell'edilizia residenziale.

**Il commercio estero ha avuto un impatto negativo sulla crescita del PIL nel terzo trimestre del 2022 e le prospettive indicano un'ulteriore debolezza nelle esportazioni dell'area dell'euro a seguito del rallentamento dell'attività mondiale.** Nel terzo trimestre del 2022 il volume delle esportazioni di beni e servizi è aumentato dell'1,7 per cento sul periodo precedente. I volumi delle importazioni sono cresciuti notevolmente, del 4,3 per cento sul trimestre precedente, trainati principalmente dalle importazioni di servizi in Irlanda. Di conseguenza, l'interscambio netto ha fornito un contributo negativo (-1,1 punti percentuali) alla crescita del PIL in termini reali. I dati mensili mostrano che, a settembre, il valore delle importazioni di beni dall'esterno dell'area dell'euro è diminuito del 2 per cento per la prima volta da gennaio 2021, mentre le esportazioni sono aumentate dell'1,6 per cento, determinando una riduzione del saldo dell'interscambio di beni a 37,7 miliardi di euro dal massimo storico di agosto. Considerato che i prezzi all'importazione dell'area dell'euro sono diminuiti, per effetto del calo dei prezzi dell'energia, e i prezzi all'esportazione sono aumentati, l'indice delle ragioni di scambio dell'area è migliorato a settembre. La dinamica di fondo della crescita delle esportazioni dell'area dell'euro rimane modesta, in un contesto in cui la domanda mondiale si indebolisce. Le prospettive a breve termine segnalano un'ulteriore debolezza del commercio di beni dell'area, poiché gli indicatori degli ordinativi dall'estero, come il PMI, sono rimasti sotto la soglia di espansione a novembre. Anche gli indicatori prospettici relativi ai viaggi segnalano una moderazione dell'interscambio di servizi nei prossimi mesi.

**Oltre il breve periodo, permane molta incertezza circa le prospettive, ma ci si attende che l'attività economica dell'area dell'euro inizi a riprendersi a partire dalla metà del 2023, con il venir meno degli attuali fattori sfavorevoli.**

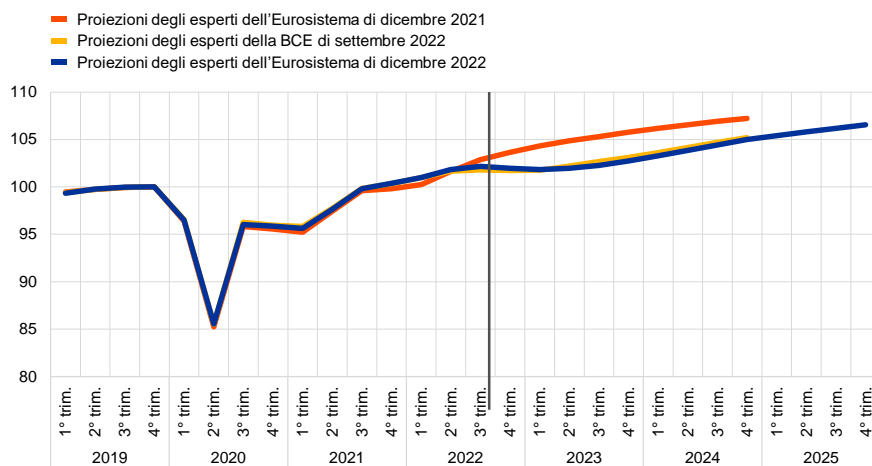
La crescita dovrebbe mantenersi modesta nel 2023, per poi rafforzarsi con il venir meno dei fattori sfavorevoli. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro, formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022, prevedono una crescita annua del PIL in termini reali del 3,4 per cento nel 2022, dello 0,5 nel 2023, dell'1,9 nel 2024 e dell'1,8 nel 2025, a seguito dell'estensione di un anno dell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico 7). Rispetto all'esercizio di settembre 2022, condotto dagli esperti della BCE, le prospettive di crescita per l'area dell'euro sono state riviste al rialzo per il 2022 (riflettendo in parte i dati migliori del

previsto nel corso dell'estate) e al ribasso per il 2023, mentre restano invariate per il 2024. Le proiezioni attuali mostrano che il livello del PIL dovrebbe confermarsi al di sotto del valore previsto nelle proiezioni di dicembre 2021 (antecedenti la guerra), prospettando una lieve contrazione del PIL verso il volgere dell'anno, con un ritorno in territorio positivo atteso dalla metà del 2023.

### Grafico 7

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

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



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*.  
 Nota: la linea verticale indica l'inizio delle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2022 formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro.

### 3 Prezzi e costi

*In novembre l'inflazione nell'area dell'euro è diminuita, al 10,0 per cento, secondo la stima preliminare, principalmente per effetto del calo della componente energetica<sup>5</sup>. Si è tuttavia verificato un ulteriore aumento dell'inflazione dei beni alimentari, che, insieme a quello della componente relativa ai beni energetici, continua a spiegare in gran parte l'elevato livello del tasso dell'inflazione complessiva. Le pressioni sui prezzi si sono confermate intense, principalmente a causa degli effetti indiretti dei costi dell'energia. Le strozzature dal lato dell'offerta e gli effetti della ripresa dopo la pandemia si sono attenuati, pur incidendo ancora sull'inflazione, al pari del precedente deprezzamento del tasso di cambio. Nel corso del 2023, secondo le proiezioni, l'inflazione dovrebbe gradualmente diminuire, con il progressivo venir meno delle attuali determinanti e con la trasmissione della normalizzazione della politica monetaria all'economia e al processo di formazione dei prezzi. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022, l'inflazione dovrebbe essere pari in media all'8,4 per cento per il 2022, per poi tornare a diminuire al 6,3 nel 2023, al 3,4 nel 2024 e al 2,3 nel 2025. L'inflazione al netto di beni energetici e alimentari è attesa al 4,2 per cento nel 2023, al 2,8 nel 2024 e al 2,4 nel 2025. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2,0 per cento, sebbene le recenti revisioni di alcuni indicatori al di sopra dell'obiettivo richiedano un continuo monitoraggio.*

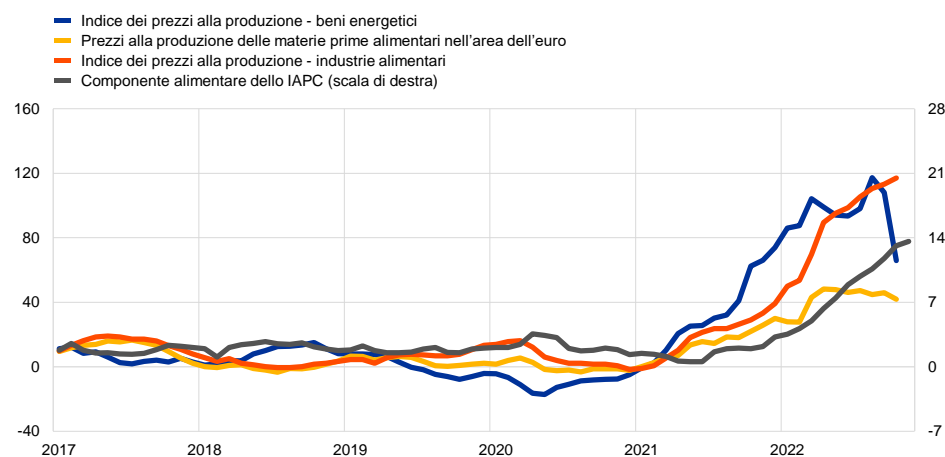
**Secondo la stima preliminare dell'Eurostat per novembre, l'inflazione complessiva, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa al 10,0 per cento, dal 10,6 in ottobre.** La principale componente dell'indice sottostante tale diminuzione in novembre è stata la brusca flessione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici (34,9 per cento in novembre, dal 41,5 in ottobre). Un forte effetto base al ribasso, unitamente all'improvviso calo dei prezzi dei beni energetici in novembre rispetto al mese precedente, è stato all'origine della diminuzione del tasso di inflazione sui dodici mesi della componente energetica in novembre rispetto a ottobre. Il calo dei prezzi dell'energia è altresì una conseguenza della recente contrazione dei corsi del greggio, dei margini di raffinazione e distribuzione e dei prezzi all'ingrosso del gas da agosto. Per contro, l'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC ha continuato a salire, collocandosi al 13,6 per cento in novembre, dal 13,1 in ottobre, per via di un'ulteriore accelerazione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati, che si contrappone al calo del tasso relativo a quelli freschi. Le pressioni cumulate sui prezzi hanno continuato a influire sui prezzi dei beni alimentari, ma l'impatto della siccità estiva sulla componente relativa a quelli non trasformati si è attenuato e la crescita dei prezzi alla produzione dei beni energetici ha subito un rallentamento (cfr. il grafico 8).

<sup>5</sup> Per una trattazione approfondita degli andamenti dell'inflazione, cfr. anche "Inflation Diagnostics".

## Grafico 8

### Pressioni sui costi degli input energetici e alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

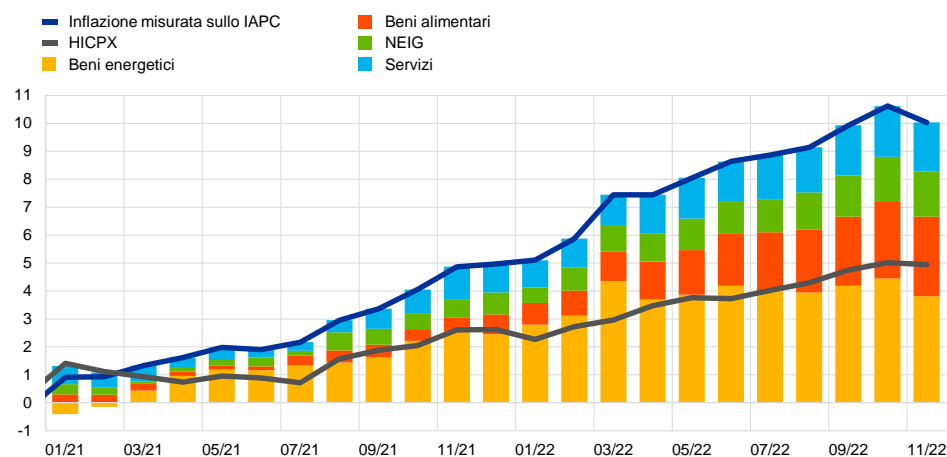
Note: l'acronimo IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2022 per la componente alimentare dello IAPC (stima preliminare) e a ottobre 2022 per le restanti voci.

**In novembre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) si è confermata al 5 per cento, secondo la stima preliminare. Nello stesso mese il tasso di crescita sui dodici mesi dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) è rimasto invariato, mentre quello relativo ai servizi è leggermente diminuito (cfr. il grafico 9).** I rincari degli input derivanti dall'aumento dei prezzi dell'energia hanno continuato a essere un fattore determinante, nonostante alcuni segnali di moderazione. L'inflazione dei beni industriali non energetici si è stabilizzata in novembre, collocandosi al 6,1 per cento; le determinanti principali sono state le pressioni inflazionistiche al rialzo accumulate a seguito delle strozzature dal lato dell'offerta, nonché gli elevati costi dell'energia. L'inflazione dei servizi è scesa lievemente, al 4,2 per cento (dal 4,3 in ottobre), riflettendo un calo sul mese precedente dei prezzi di questo comparto, sebbene leggermente meno pronunciato rispetto a quanto avviene solitamente in novembre. È probabile che questa variazione registrata nel mese di novembre sia stata determinata dagli effetti indiretti degli elevati prezzi dei beni energetici e degli elevati prezzi alla produzione di quelli alimentari (che costituiscono una voce di costo importante in termini di input per i servizi di ristorazione).

## Grafico 9

### Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. L'acronimo NEIG indica i beni industriali non energetici (non-energy industrial goods). Le ultime osservazioni si riferiscono alla stima preliminare di novembre 2022.

### Le misure dell'inflazione di fondo si sono confermate su livelli elevati, sebbene abbiano mostrato alcuni segnali di stabilizzazione (cfr. il grafico 10)<sup>6</sup>.

Ciò è dovuto alle pressioni sui prezzi che si sono propagate a più settori e voci dello IAPC, in parte a causa dell'impatto sull'intera area dell'euro degli alti costi dell'energia. Tra i numerosi indicatori disponibili, la maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti ha continuato ad aumentare. In novembre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasta invariata al 5 per cento. I dati relativi ad altri indicatori sono disponibili solo fino a ottobre. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è salita al 4,7 per cento in ottobre, dal 4,4 nel mese precedente. L'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, è aumentato al 5,7 per cento, dal 5,5 in settembre, mentre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) ricavata dai modelli è salita al 5,8 per cento in ottobre, dal 5,7 nel mese precedente. I tassi della componente PCCI sul mese precedente hanno mostrato un andamento sostanzialmente stabile, tuttavia il persistere di livelli elevati ha continuato a indicare una forte pressione al rialzo sull'inflazione di fondo fino a ottobre. Anche l'indicatore dell'inflazione interna, che rappresenta gli andamenti dei prezzi delle voci dello IAPC a basso contenuto di importazioni, ha registrato un ulteriore aumento<sup>7</sup>. Non è ancora chiaro quanto saranno persistenti gli alti livelli toccati da questi vari indicatori e misure. Gran parte della spinta al rialzo sull'inflazione di fondo è attribuibile agli effetti indiretti determinati dall'impennata dei prezzi dei beni energetici e alimentari e agli

<sup>6</sup> Per un'analisi dettagliata delle misure dell'inflazione di fondo, cfr. "Inflation Diagnostics".

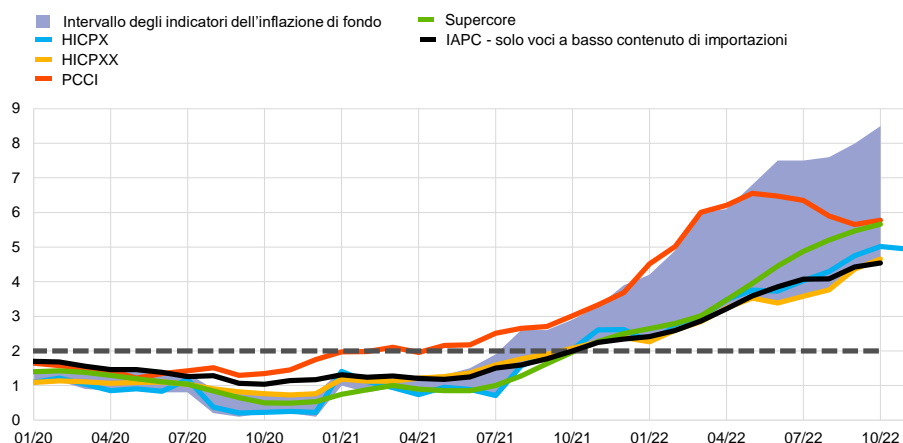
<sup>7</sup> Cfr. il riquadro 7 *Un nuovo indicatore dell'inflazione interna per l'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

eccezionali squilibri tra domanda e offerta causati dalla pandemia e dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

### Grafico 10

#### 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, HICPX, HICPXX, medie troncate del 10 e del 30 per cento e mediana ponderata. L'acronimo IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. L'acronimo HICPXX indica lo IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e delle voci relative a viaggi, abbigliamento e calzature. L'acronimo PCCI indica la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation). Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2022 (stima preliminare) per l'HICPX e a ottobre 2022 per le voci restanti.

#### La crescita delle retribuzioni contrattuali ha indicato un'intensificazione delle pressioni salariali, mentre la crescita del reddito per occupato è stata più contenuta, sebbene abbia continuato a mostrare distorsioni dovute agli indicatori legati alla pandemia (cfr. il grafico 11).

La crescita delle retribuzioni contrattuali è salita al 2,9 per cento nel terzo trimestre del 2022, dal 2,5 del trimestre precedente. Ciò riflette il ruolo crescente assunto dalle retribuzioni nell'inflazione, sia in ragione di clausole in materia di indicizzazione delle retribuzioni formalmente previste, sia diversamente. Tale andamento rispecchia altresì l'impatto di importi corrisposti una tantum. La crescita delle retribuzioni contrattuali in Germania è stata, ad esempio, più contenuta nel secondo trimestre, a causa di effetti base connessi a pagamenti effettuati una tantum nell'ambito delle misure legate alla pandemia, e più elevata nel terzo trimestre, per effetto di esborsi una tantum volti a compensare l'inflazione. I dati più recenti disponibili relativi agli accordi retributivi indicano un ulteriore rafforzamento della crescita salariale a partire dall'inizio del 2022.

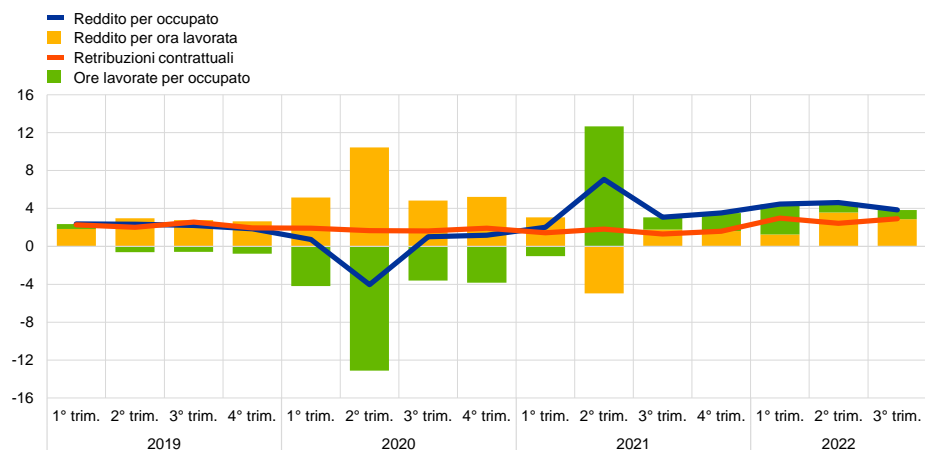
La crescita effettiva delle retribuzioni, misurata dal reddito per occupato, ha segnato una moderazione nel terzo trimestre del 2022, diminuendo dal 4,6 al 3,9 per cento rispetto al periodo precedente. Ciò è in parte riconducibile a effetti base nei tassi di crescita sul periodo corrispondente; prescindendo da tali effetti, nel terzo trimestre la crescita sul trimestre precedente è aumentata dallo 0,8 all'1,1 per cento. Per contro, la crescita sul periodo corrispondente del reddito per ora lavorata è diminuita al 2,9 per cento, dal 3,6 del trimestre precedente. Sia il tasso di crescita sul periodo corrispondente del reddito per ora lavorata, sia quello del reddito per occupato sono diminuiti nel terzo trimestre, mentre quello delle ore lavorate per occupato è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente. Gli indicatori della crescita

salariale hanno risentito ancora in qualche misura, sebbene più moderata, delle distorsioni dovute alla pandemia<sup>8</sup>.

### Grafico 11

#### Scomposizione del reddito per occupato in reddito per ora lavorata e ore lavorate per occupato

(variazioni percentuali annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022.

#### Le pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni hanno continuato a mostrarsi intense, nonostante alcuni primi segnali di allentamento (cfr. il grafico 12).

La crescita sul mese precedente dell'inflazione dei NEIG è stata più elevata del solito in novembre, ma in misura minore rispetto ai mesi precedenti.

Ciò indicherebbe che le pressioni al rialzo sui prezzi derivanti dalle strozzature dal lato dell'offerta e dagli elevati costi dell'energia potrebbero aver iniziato a moderarsi.

I dati relativi al mese di ottobre hanno evidenziato pressioni inflazionistiche ancora intense, soprattutto negli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno ha continuato a salire e in ottobre ha raggiunto il 9,3 per cento, dall'8,9 in settembre. Nello stesso periodo la crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione e dei prezzi alla produzione interni dei beni intermedi è scesa rispettivamente dal 15,7 al 13,6 per cento e dal 18,9 al 17,4 per cento.

Nonostante tale diminuzione, l'inflazione dei beni intermedi (sia importati, sia venduti sul mercato interno) superava il 10,0 per cento, un livello ben al di sopra di quello dell'inflazione dei beni industriali non energetici. Anche l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari importati si è ridotta in ottobre, collocandosi all'8,5 per cento, dall'8,6 nel mese precedente, il primo calo osservato da marzo 2022.

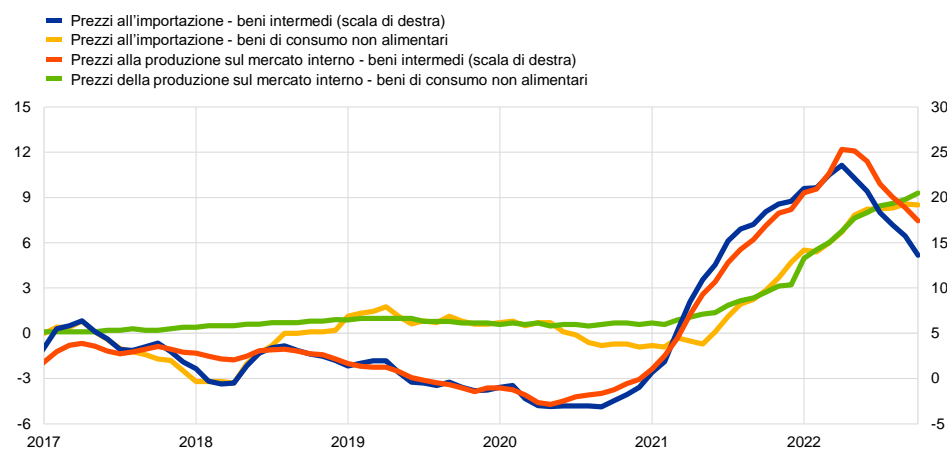
<sup>8</sup> Per ulteriori dettagli su tali distorsioni e gli andamenti salariali a partire dall'insorgere della pandemia, cfr. l'articolo 2 *Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia* e il riquadro 4 *Andamenti salariali nei paesi dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia* in questo numero del Bollettino.



## Grafico 12

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali annuali)



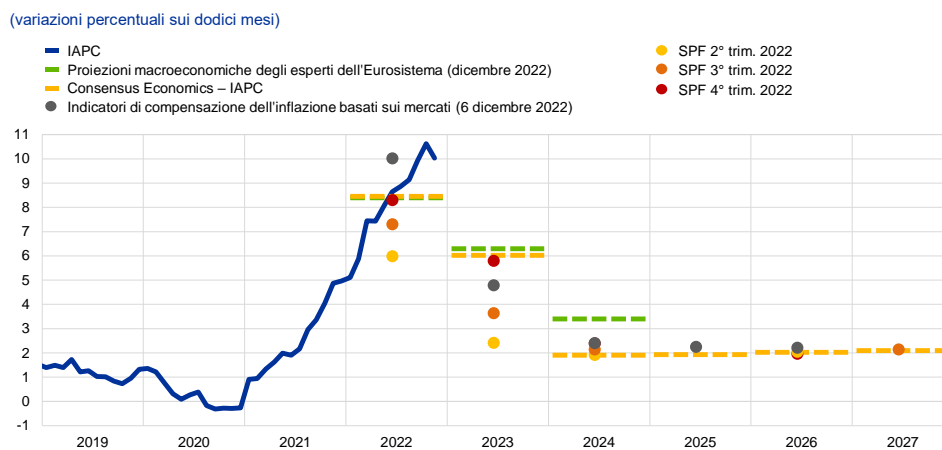
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

**Evidenze desunte dalle indagini e dai mercati mostrano che i previsori continuano ad attendersi a breve un picco dell'inflazione, con aspettative a più lungo termine tuttora attorno all'obiettivo del 2,0 per cento fissato dalla BCE. Tuttavia, le ulteriori revisioni al di sopra dell'obiettivo di alcuni indicatori richiedono un attento monitoraggio (cfr. il grafico 13).** Nell'ultima indagine di Consensus Economics, le aspettative di inflazione per il 2023 sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali, al 6,0 per cento. Le aspettative di inflazione a lungo termine per il 2026 riportate nell'indagine condotta a dicembre dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts) sono rimaste invariate al 2,0 per cento, in linea con le aspettative di ottobre e con le ultime edizioni di altre indagini, come quella presso i previsori professionali della BCE e l'indagine Consensus Economics di ottobre, che hanno evidenziato, rispettivamente, livelli del 2,2 e del 2,1 per cento per il 2027. Alla data del 6 dicembre le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) indicavano un valore massimo dell'inflazione nell'area dell'euro pari a quasi il 10 per cento nel 2022, che dovrebbe poi scendere al 5,0 per cento nel corso del 2023, per tornare infine al 2,0 per cento durante il 2024. Le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine sono aumentate, sebbene in misura solo modesta, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale che si collocava al 2,34 per cento il 6 dicembre. È importante tuttavia notare che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono un indicatore diretto delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto incorporano premi per il rischio volti a compensare l'incertezza legata all'inflazione. Per contro, le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dalle indagini, che non integrano i premi per il rischio di inflazione, si sono mostrate relativamente stabili. Tale relativa stabilità suggerisce che l'attuale volatilità delle misure a lungo termine ricavate dai mercati riflette prevalentemente variazioni dei premi per il rischio di inflazione.

### Grafico 13

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



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) (quarto trimestre del 2022), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022* ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo SPF indica l'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF). Le serie relative agli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati sono basate 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. L'ultima osservazione relativa allo IAPC si riferisce a novembre 2022 (stima preliminare). I dati utilizzati per le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 30 novembre 2022. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a ottobre 2022 per il 2024, il 2025, il 2026 e il 2027 e a novembre 2022 per il 2022 e il 2023. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 6 dicembre 2022. L'indagine SPF relativa al quarto trimestre del 2022 si è svolta in ottobre.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva si manterrà elevata nel breve periodo, in media all'8,4 per cento nel 2022, per poi tornare a scendere verso una media del 6,3 per cento nel 2023, del 3,4 nel 2024 e del 2,3 del 2025 (cfr. il grafico 14).** Ci si aspetta che l'inflazione complessiva

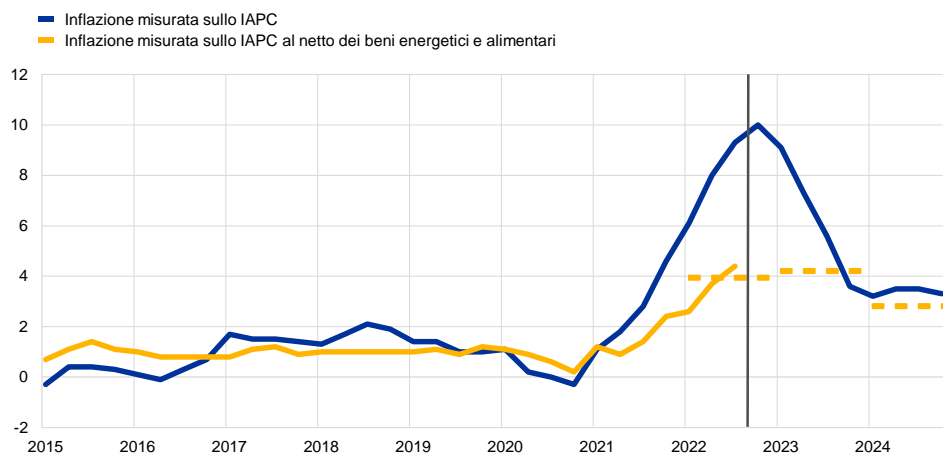
rimanga estremamente elevata tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023, in un contesto in cui le pressioni inflazionistiche derivanti dagli aumenti passati dei corsi delle materie prime, dal deprezzamento dell'euro, dalle carenze dal lato dell'offerta e dalle condizioni tese nei mercati del lavoro continuano a trasmettersi ai prezzi al consumo. Ciononostante, si prevede che l'inflazione diminuisca da una media dell'8,4 per cento nel 2022 al 6,3 nel 2023, con un calo dal 10 al 3,6 per cento tra l'ultimo trimestre del 2022 e l'ultimo trimestre del 2023. Secondo le proiezioni l'inflazione subirà poi un'ulteriore flessione, raggiungendo la media del 3,4 per cento nel 2024 e del 2,3 nel 2025. L'atteso calo dell'inflazione rispecchia principalmente forti effetti base al ribasso legati all'energia per tutto il 2023, l'impatto graduale della normalizzazione della politica monetaria e le più deboli prospettive di crescita, la presunta diminuzione dei corsi dell'energia e delle materie prime alimentari, in linea con i prezzi dei contratti future, oltre che il presupposto secondo cui le aspettative di inflazione a più lungo termine resteranno ancorate. L'inflazione complessiva rimarrebbe superiore all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE fino alla metà del 2025, mentre il tasso armonizzato al netto della componente energetica e alimentare rimarrà superiore a tale obiettivo per l'intero periodo in esame. Ciò è dovuto al ritardo nella trasmissione degli elevati prezzi dell'energia alle componenti non energetiche dell'inflazione, al passato deprezzamento dell'euro, alla

robustezza dei mercati del lavoro e agli effetti della compensazione dell'inflazione sui salari, che dovrebbero crescere a tassi ben superiori rispetto alle medie storiche. Rispetto all'esercizio previsivo condotto lo scorso settembre, l'inflazione complessiva è stata rivista al rialzo in misura considerevole per il 2022 (di 0,3 punti percentuali), il 2023 (di 0,8 punti percentuali) e il 2024 (di 1,1 punti percentuali). Ciò riflette andamenti inattesi dei dati, una rivalutazione dell'intensità e della persistenza delle pressioni inflazionistiche e della loro trasmissione, una maggiore crescita salariale e prezzi più elevati delle materie prime alimentari, che compensano ampiamente l'effetto al ribasso delle ipotesi di riduzione delle quotazioni di petrolio, gas ed elettricità, del più rapido allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, del recente apprezzamento dell'euro e dell'indebolimento delle prospettive di crescita. Anche le misure di bilancio volte a compensare gli elevati rialzi dell'energia e dell'inflazione rivestono un ruolo importante per le prospettive inflazionistiche nell'orizzonte di proiezione. Si stima che abbiano esercitato un freno sull'inflazione complessiva misurata sullo IAPC pari a 1,1 punti percentuali nel 2022 e dovrebbero avere un effetto analogo, pari a 0,5 punti percentuali, nel 2023. Successivamente, tuttavia, il venir meno di tali provvedimenti eserciterà probabilmente forti pressioni al rialzo sull'inflazione, pari a 0,7 punti percentuali nel 2024 e a 0,4 punti percentuali nel 2025<sup>9</sup>.

#### Grafico 14

#### Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC e sull'HICPX

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*.

Note: l'acronimo IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. La linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2024 (proiezioni). I dati riportati nelle proiezioni sono aggiornati al 30 novembre 2022. Le serie storiche dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX hanno frequenza trimestrale. I dati relativi alle previsioni hanno frequenza trimestrale per lo IAPC e annuale per l'HICPX.

<sup>9</sup> Cfr. anche le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*.

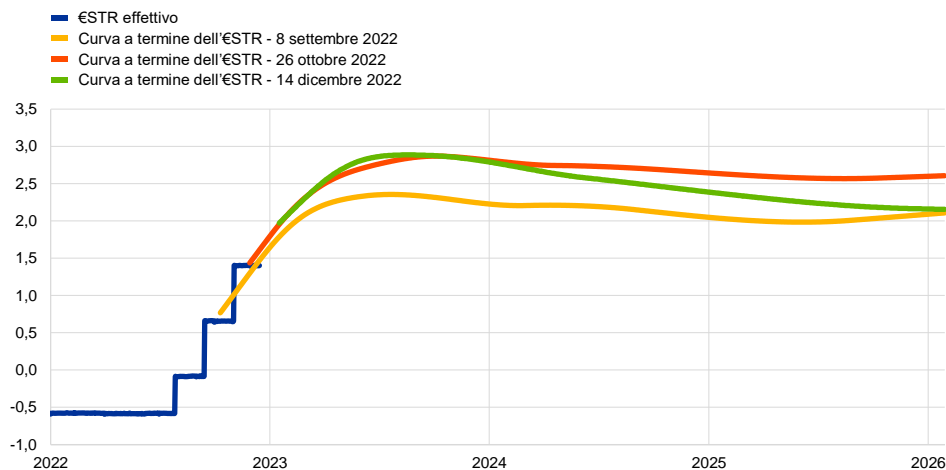
*Nel periodo in esame, compreso tra l'8 settembre e il 14 dicembre 2022, i mercati finanziari sono stati influenzati da aspettative di un più rapido e marcato inasprimento della politica monetaria nell'area dell'euro. Mentre i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati in misura significativa nel periodo in esame, i tassi di interesse a più lungo termine sono cresciuti, nel complesso, solo lievemente, nonostante l'elevata volatilità dei mercati. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno mostrato profili sostanzialmente analoghi a quelli dei tassi a lungo termine privi di rischio, e i differenziali sui titoli di Stato si sono ridotti. Nonostante l'aumento dei tassi di interesse privi di rischio e in contrasto con gli andamenti negli Stati Uniti, i differenziali sulle obbligazioni societarie in Europa si sono ridotti e i corsi azionari sono aumentati, con risultati particolarmente positivi per le azioni bancarie dell'area dell'euro. Sui mercati dei cambi, l'euro si è sostanzialmente rafforzato su base ponderata per l'interscambio.*

**Nel periodo in esame i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati, a fronte di aspettative di mercato circa un più rapido e pronunciato inasprimento della politica monetaria; la curva a termine dell'€STR si è successivamente stabilizzata nel segmento a brevissimo termine registrando una marcata inversione sulle scadenze a più lungo termine.** L'andamento del tasso di riferimento a breve termine in euro (€STR) ha seguito da vicino le variazioni del tasso sui depositi presso la banca centrale, incrementato dal Consiglio direttivo dallo 0,00 allo 0,75 per cento nella riunione di politica monetaria di settembre, cui ha fatto seguito un ulteriore aumento di 75 punti base, all'1,50 per cento, nella riunione di ottobre. L'€STR, che all'inizio del periodo in esame nella prima parte di settembre si collocava, in media, intorno a -8,5 punti base, si è attestato a circa 140 punti base dagli inizi di novembre. La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basato sull'€STR, ha evidenziato un significativo incremento nel segmento a breve, a seguito di entrambi gli aumenti dei tassi e, alla fine del periodo in esame, prezzava ulteriori aumenti pari a circa 80 punti base per il 2023, implicando un valore massimo del tasso di circa il 2,8 per cento nella prima parte del terzo trimestre di tale anno. Al tempo stesso, ha concluso il periodo di riferimento evidenziando una marcata inversione oltre il brevissimo termine, con l'incorporazione di circa tre riduzioni dei tassi nel corso del 2024 e del 2025.

## Grafico 15

### Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

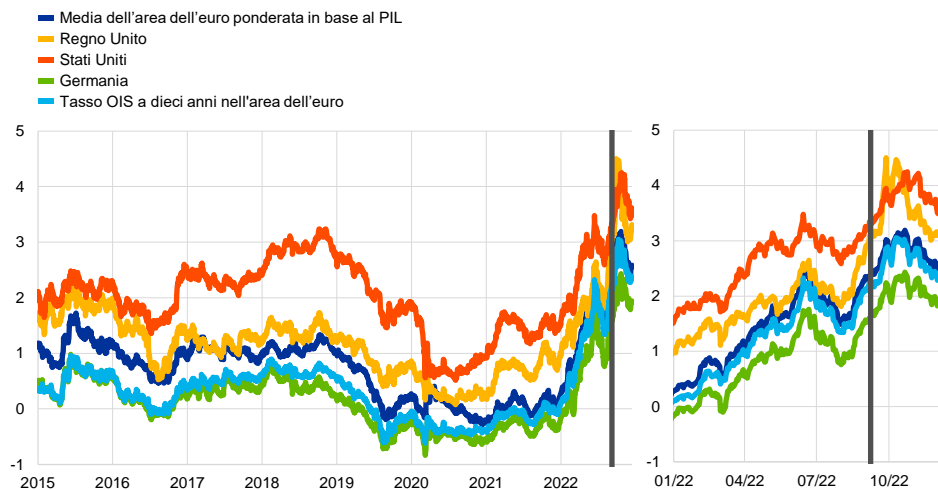
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

**Nel periodo in esame i rendimenti a lungo termine sono inizialmente aumentati, giacché gli operatori di mercato hanno rivisto le loro aspettative sull'andamento futuro della politica monetaria, ma si sono poi riportati verso i livelli registrati a settembre, seguendo andamenti analoghi a quelli osservati negli Stati Uniti (cfr. il grafico 16).** Nel periodo in esame i tassi di interesse a lungo termine privi di rischio sono rimasti volatili e molto sensibili alle variazioni macroeconomiche. Inizialmente hanno continuato a salire sulla scia di valori dell'inflazione superiori alle attese, per poi riportarsi sui livelli raggiunti agli inizi di settembre. Ad esempio, il tasso privo di rischio a dieci anni dell'area dell'euro, misurato dal tasso OIS, è aumentato temporaneamente di circa 80 punti base, raggiungendo il 3 per cento circa. È poi diminuito al 2,3 per cento alla fine del periodo in esame per via delle speculazioni, tra gli operatori di mercato, sul possibile rallentamento degli aumenti dei tassi e su un più repentino cambio di direzione della politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, cui ha fatto seguito un calo dei rendimenti su scala mondiale. Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato a livello mondiale sono aumentati moderatamente verso la fine del periodo in esame, nonostante l'elevata volatilità: negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni sono cresciuti di 16, 15 e 22 punti base, collocandosi, rispettivamente, al 3,48, al 3,31 e all'1,94 per cento.

## Grafico 16

### 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 14 dicembre 2022.

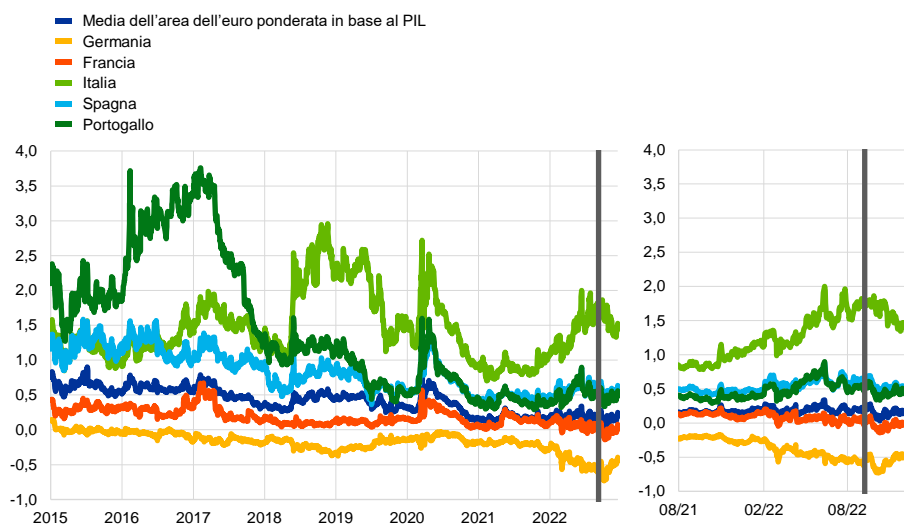
**Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno mostrato andamenti pressoché analoghi a quelli dei tassi privi di rischio e i differenziali sui titoli di Stato si sono ravvicinati tra loro (cfr. il grafico 17).**

Mentre i tassi privi di rischio a lungo termine hanno evidenziato notevoli oscillazioni nel periodo in esame, il differenziale ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro rispetto al tasso OIS è rimasto, nel complesso, relativamente stabile, terminando il periodo con un incremento di 7 punti base rispetto agli inizi di settembre. Questo andamento ha celato profili eterogenei tra i diversi paesi, dato che i singoli differenziali sui titoli di Stato si sono ridotti. Ad esempio, i differenziali sui titoli di Stato italiani e greci a dieci anni sono scesi, rispettivamente, di 18 e 22 punti base; il differenziale sui Bund tedeschi a dieci anni, invece, è divenuto meno negativo di 14 punti base.

### Grafico 17

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (8 settembre 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 dicembre 2022.

**I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti durante il periodo in esame sulla scia del miglioramento della propensione al rischio, con riduzioni più marcate nel segmento ad alto rendimento.** Nonostante i più elevati tassi a breve termine e gli andamenti sfavorevoli per l'economia, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono diminuiti nel periodo in esame in seguito a un miglioramento della propensione al rischio, in un contesto caratterizzato dal proseguire della graduale riduzione delle strozzature dal lato dell'offerta e dalla capacità di tenuta evidenziata dagli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) (cfr. le sezioni 1 e 2). Ciò è stato particolarmente vero per i differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento, che si sono ridotti di 35 punti base, mentre quelli sui titoli societari di qualità più elevata (investment grade) sono scesi di 19 punti base.

**I mercati azionari europei hanno segnato una ripresa, con le banche dell'area dell'euro che hanno registrato risultati particolarmente vigorosi.**

Nonostante l'effetto frenante esercitato dai più elevati tassi privi di rischio, i mercati azionari hanno segnato una ripresa con la performance dei titoli azionari europei che ha superato quella dei corrispondenti titoli in ambito mondiale, inclusi quelli statunitensi. Nel complesso, le azioni delle società non finanziarie (SNF) sono aumentate del 7,7 per cento nell'area dell'euro, a fronte di un calo dello 0,8 per cento negli Stati Uniti. La differenza è stata persino più marcata per il settore bancario, con utili delle banche dell'area dell'euro del 14,2 per cento contro una perdita del 4,0 per cento negli Stati Uniti. Tale ripresa ha riflesso risultati sorprendentemente positivi per gli utili delle banche dell'area dell'euro nel terzo trimestre e aspettative ancora più solide per il futuro, con gli incrementi effettivi e attesi dei tassi di interesse di

riferimento della BCE percepiti come contributo a rafforzare i margini di interesse, e quindi i profitti delle banche.

### Grafico 18

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



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 14 dicembre 2022.

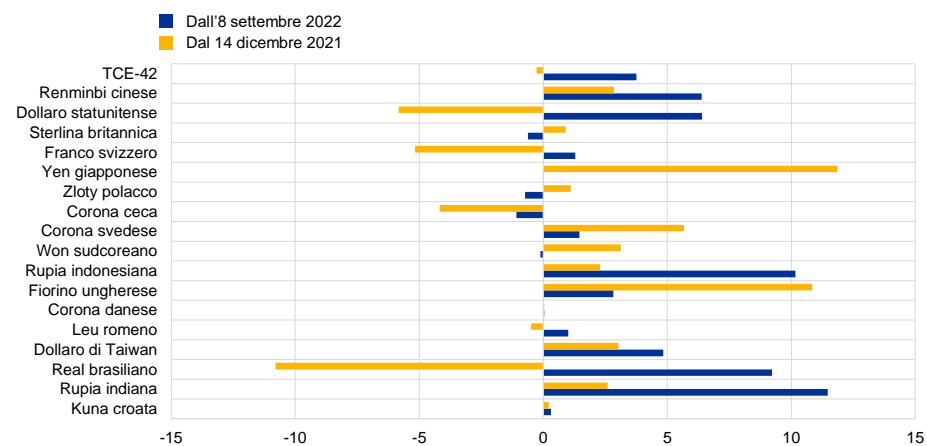
**Sui mercati dei cambi, l'euro si è ampiamente apprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 19).** Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area, si è rafforzato del 3,8 per cento. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro si è fortemente apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (del 6,4 per cento) per via delle speculazioni sul possibile rallentamento degli aumenti dei tassi e su un più repentino cambio di direzione della politica monetaria negli Stati Uniti. Si è altresì rafforzato nei confronti della maggior parte delle valute delle principali economie avanzate, tra cui il franco svizzero (dell'1,3 per cento), sebbene sia rimasto sostanzialmente invariato in rapporto allo yen giapponese. La moneta unica europea si è apprezzata anche in confronto alle divise di gran parte delle economie emergenti, in particolare del renminbi cinese (del 6,4 per cento). Si è invece lievemente indebolita nei confronti di alcune valute europee, tra cui la sterlina britannica (dello 0,6 per cento), la corona ceca (dell'1,1 per cento) e lo zloty polacco (dello 0,7 per cento), mentre ha continuato ad apprezzarsi rispetto al fiorino ungherese (del 2,8 per cento).



## Grafico 19

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 14 dicembre 2022.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*I tassi applicati ai prestiti bancari sono ulteriormente aumentati, di riflesso ai più elevati costi di provvista per le banche, mentre prosegue la normalizzazione della politica monetaria. A ottobre i prestiti bancari alle imprese si sono confermati robusti, mentre il credito alle famiglie ha registrato una ulteriore moderazione. Nel periodo compreso tra l'8 settembre e il 14 dicembre, il costo del capitale di rischio è considerevolmente diminuito, mentre è lievemente aumentato quello del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato. L'edizione di ottobre 2022 dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) indica un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento per le imprese. Queste ultime, nel contempo, si sono dichiarate piuttosto pessimiste circa la disponibilità di gran parte delle fonti di finanziamento esterno. La moderazione della dinamica monetaria è ripresa a ottobre, riflettendo gli andamenti del credito alle imprese e alle famiglie.*

**I costi di provvista delle banche dell'area dell'euro sono più elevati e riflettono le variazioni dei tassi privi di rischio e di mercato, mentre prosegue la normalizzazione della politica monetaria.**

A ottobre il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito delle banche dell'area dell'euro ha continuato a evidenziare una tendenza al rialzo, raggiungendo il livello più alto mai segnato dal 2014 (cfr. il pannello a) del grafico 20). Con l'inasprimento delle condizioni di finanziamento di banca centrale e la normalizzazione della politica monetaria, nel periodo in esame i costi complessivi di provvista sostenuti dalle banche sono inizialmente aumentati, per poi tornare in qualche misura a diminuire, riflettendo una correzione al ribasso dei rendimenti delle obbligazioni bancarie a novembre (cfr. il pannello b) del grafico 20). I recenti aumenti dei tassi di interesse della BCE si stanno trasmettendo anche ai tassi sui depositi. In linea con le regolarità storiche, la trasmissione delle recenti misure di politica monetaria ai depositi è avvenuta con maggiore gradualità rispetto alla reazione più immediata dei rendimenti delle obbligazioni bancarie. A ottobre il tasso sui depositi è salito allo 0,35 per cento, 22 punti base al di sopra del livello registrato precedentemente al primo rialzo di luglio e 28 punti base oltre il livello segnato all'inizio del 2022. Questi incrementi, ancora moderati, riflettono la graduale ripresa dei differenziali tra i tassi sui depositi e i tassi di riferimento verso i livelli, osservati in passato, che sono tipici dei periodi di tassi di interesse positivi. Anche la recente ricalibrazione della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) contribuisce alla normalizzazione dei costi della provvista bancaria<sup>10</sup>. A novembre e dicembre, a seguito della ricalibrazione delle OMRLT-III, le banche hanno incrementato i propri rimborsi volontari, riducendo così la liquidità in eccesso nel settore bancario. In termini di solidità dei bilanci, le banche dell'area dell'euro sono complessivamente ben capitalizzate, oltre i requisiti regolamentari e gli obiettivi patrimoniali, ma i rischi derivanti da un indebolimento del contesto economico potrebbero ridurre la qualità degli attivi e accrescere il rischio di credito.

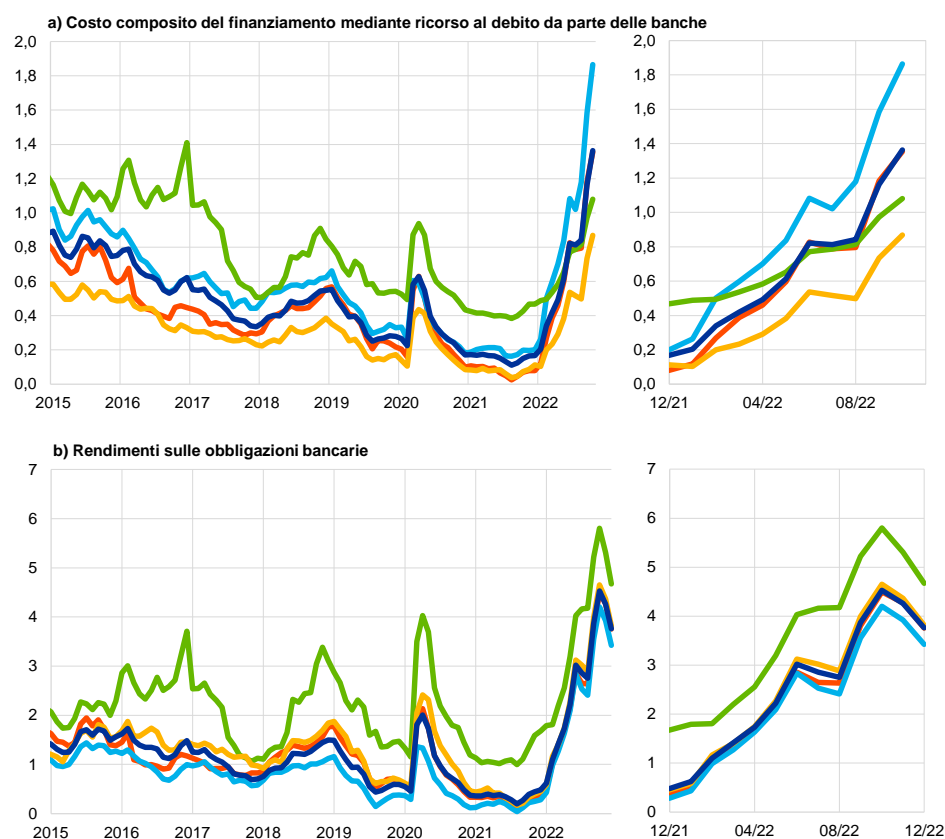
<sup>10</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#) del 27 ottobre 2022.

## Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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 i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 14 dicembre 2022 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

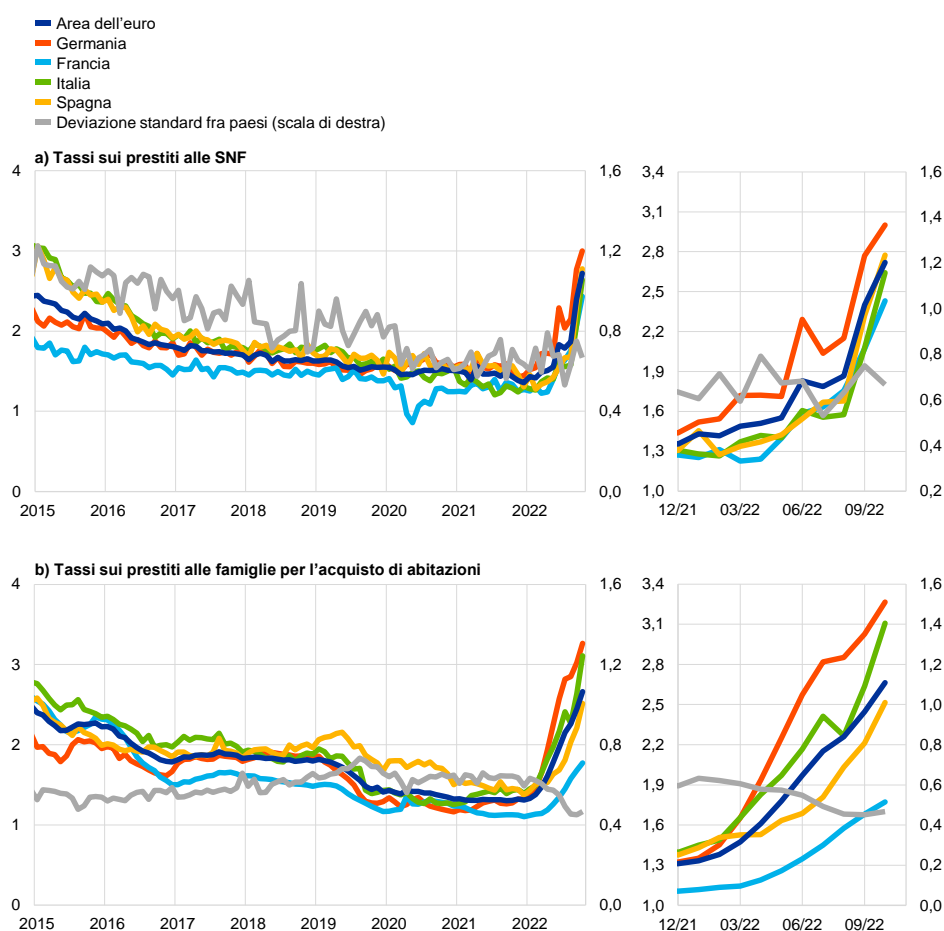
**I tassi sul credito bancario a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati, di riflesso alla normalizzazione della politica monetaria.** A partire da febbraio 2022 l'aumento dei costi della provvista bancaria ha spinto al rialzo i tassi sui prestiti in tutti i paesi dell'area dell'euro, raggiungendo livelli che non si registravano dal 2015 (cfr. il grafico 21), mentre i criteri per la concessione del credito si sono inaspriti. Tali incrementi dei tassi applicati ai prestiti sono in linea con i precedenti cicli di restrizione monetaria. A ottobre i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono saliti al 2,72 per cento. L'aumento mensile di 32 punti base ha determinato un innalzamento dei tassi sui prestiti alle imprese pari a 136 punti base, in termini cumulati, dalla fine del 2021. Nel contempo, i tassi sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono ulteriormente ampliati di 21 punti base a ottobre, fino a raggiungere il 2,66 per cento, segnando un incremento di 135 punti base rispetto al livello registrato alla fine del 2021.

Gli incrementi osservati nei tassi sui prestiti sono stati considerevolmente superiori a quelli registrati sui depositi, secondo un'altra caratteristica tipica di un ciclo di inasprimento. La maggiore rivalutazione dei prestiti bancari rispetto ai depositi sta sostenendo il margine di interesse delle banche mediante l'aumento dei margini tra prestiti e depositi sulle nuove operazioni. Il differenziale tra i tassi sui prestiti bancari di importo molto modesto e quelli sui prestiti di importo elevato ha segnato una lieve espansione, approssimandosi al livello medio degli ultimi due anni, ma si è attestato su valori ancora significativamente inferiori rispetto al differenziale osservato prima della crisi finanziaria. Allo stesso tempo, la dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie è rimasta contenuta, a indicare che la trasmissione dell'orientamento restrittivo della politica monetaria della BCE sta avvenendo in maniera ordinata (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 21).

### Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

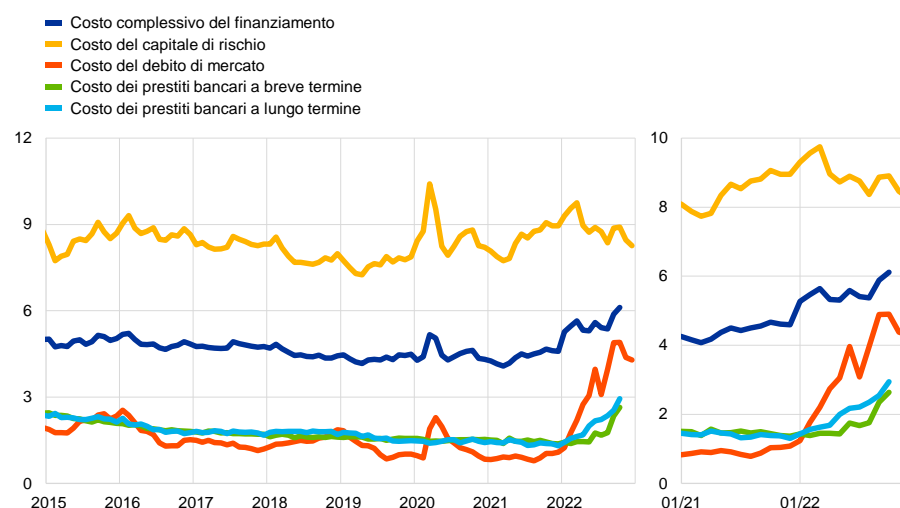
**Nel periodo compreso tra l'8 settembre e il 14 dicembre 2022 il costo del capitale di rischio per le SNF è considerevolmente diminuito, mentre è lievemente aumentato il costo dell'emissione di debito sul mercato.**

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 a ottobre 2022, quando si è attestato al 6,1 per cento, superando di circa 20 punti base il livello del mese precedente (cfr. il grafico 22). Ciò è il risultato di un aumento del costo dei prestiti bancari sia a breve sia a lungo termine, nonché del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato. A ottobre il costo del finanziamento azionario non ha subito variazioni significative rispetto al mese precedente, in quanto il calo del premio per il rischio azionario ha compensato l'impatto dei più elevati tassi privi di rischio. Il costo del debito emesso sul mercato è aumentato per effetto dei maggiori tassi privi di rischio e dei più ampi differenziali sulle obbligazioni societarie. Il costo complessivo del finanziamento ha raggiunto, a ottobre 2022, un massimo storico pluriennale, collocandosi su livelli osservati l'ultima volta alla fine del 2010. Dall'8 settembre, nel periodo in esame, il costo del debito emesso sul mercato è diminuito in misura marginale a causa dei più ridotti differenziali sulle obbligazioni societarie sia nel segmento investment grade sia in quello ad alto rendimento, che hanno ampiamente compensato il lieve aumento dei tassi privi di rischio. Il costo del capitale di rischio ha segnato una brusca flessione in conseguenza del consistente calo del premio per il rischio azionario, che ha sopravanzato l'impatto marginale dei tassi privi di rischio lievemente più elevati.

## Grafico 22

### 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 14 dicembre 2022 per il costo del debito di mercato (media mensile di dati giornalieri), al 9 dicembre 2022 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a ottobre 2022 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

### Le imprese di ogni dimensione e paese hanno segnalato un inasprimento delle condizioni di prestito nell'indagine di ottobre 2022 relativa al loro accesso al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

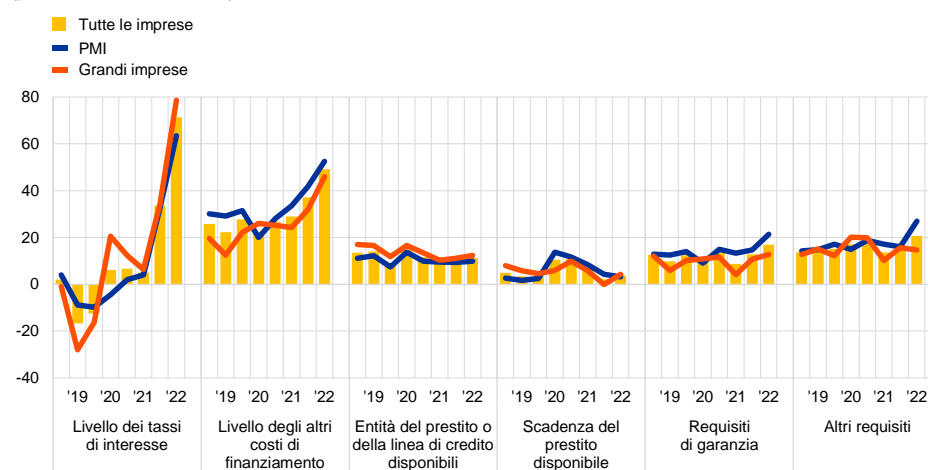
La percentuale netta di imprese che hanno segnalato tassi bancari più elevati è balzata al 71 per cento (dal 34 per cento della precedente edizione), livello che non

ha paragoni dall'avvio dell'indagine nel 2009 (cfr. il grafico 23). Nel contempo, il 49 per cento netto delle imprese (in rialzo dal 37 per cento) ha anche riferito aumenti di altri costi di finanziamento, quali oneri, provvigioni e commissioni. Gli incrementi dei tassi di interesse bancari e degli altri costi sembrano essere sostanzialmente simili per le piccole e medie imprese (PMI) e per le grandi imprese. L'indagine ha inoltre rilevato requisiti di garanzia più elevati e un maggior numero di imprese che hanno segnalato estensioni della scadenza e dell'entità dei prestiti. Nello stesso tempo, poche imprese hanno riferito ostacoli all'ottenimento di prestiti bancari (il 7 per cento, come nella precedente edizione), principalmente perché le banche hanno continuato a mostrarsi disponibili a concedere crediti.

### Grafico 23

Variazioni dei termini e delle condizioni applicati ai finanziamenti bancari per le imprese nell'area dell'euro

(percentuali nette di intervistati)



Fonte: indagine della BCE sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE). Note: i dati si basano sulle imprese che hanno richiesto prestiti bancari (inclusi prestiti bancari agevolati), linee di credito o scoperti di conto corrente bancario o carta di credito. Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano un aumento di un dato fattore e la percentuale di imprese che ne segnalano una diminuzione. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine comprese tra la 20a (ottobre 2018-marzo 2019) e la 27a (aprile 2022-settembre 2022).

**Le imprese hanno segnalato un ampliamento del loro fabbisogno finanziario e sono divenute più pessimiste circa la disponibilità di gran parte delle fonti di finanziamento esterno.** Nell'area dell'euro il fabbisogno finanziario esterno, ossia la differenza tra la variazione della domanda e quella dell'offerta di finanziamenti esterni, ha raggiunto il 9 per cento (dall'1 per cento della precedente edizione). Ciò è riconducibile all'effetto combinato dell'accresciuto fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese, principalmente per far fronte a costi di produzione più elevati, e a una disponibilità effettiva di fondi indicata come lievemente inferiore. In prospettiva, per il periodo tra ottobre 2022 e marzo 2023 una percentuale relativamente elevata di imprese ha segnalato un deterioramento delle attese circa la disponibilità di prestiti bancari e linee di credito (31 e 25 per cento rispettivamente). Storicamente, la dinamica di questi indicatori è connessa all'attività economica corrente e futura: l'aumento del fabbisogno finanziario e la minore

disponibilità attesa di finanziamento implicano andamenti sfavorevoli per la crescita del PIL dell'area dell'euro<sup>11</sup>.

**A ottobre i prestiti bancari alle imprese si sono confermati robusti, mentre il credito alle famiglie ha registrato una ulteriore moderazione.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è rimasto invariato all'8,9 per cento a ottobre, mentre si sono registrati nuovi flussi più contenuti rispetto ai mesi precedenti (cfr. il pannello a) del grafico 24). Il forte tasso di crescita dei prestiti alle imprese riflette ancora una robusta domanda di prestiti bancari, da esse utilizzati per finanziare i più elevati costi di produzione e investimento e per sostituire le obbligazioni, in un contesto in cui i costi di finanziamento sul mercato superano quelli del finanziamento bancario. In termini di composizione delle scadenze, a ottobre il maggiore contributo alla crescita dei prestiti alle imprese è provenuto dai flussi di quelli a più lungo termine, di riflesso all'elevato fabbisogno finanziario in termini nominali a fini di investimento, dovuto all'inflazione e alla sostituzione dei titoli di debito. Il brusco calo del contributo dei flussi di prestito a breve termine, osservato nello stesso mese, potrebbe essere collegato a un cambiamento di tendenza nell'accumulo delle scorte da parte delle imprese, in linea con i segnali provenienti dagli indicatori delle indagini relativi alle variazioni delle scorte, i quali hanno proprietà anticipatrici. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso al 4,2 per cento a ottobre, dal 4,4 di settembre (cfr. il pannello b) del grafico 24). Tale andamento è riconducibile alla moderazione dei finanziamenti per l'acquisto di abitazioni che risulta da una combinazione di fattori dal lato della domanda e dell'offerta, in un contesto di inasprimento dei criteri per la concessione del credito da parte delle banche e di indebolimento della domanda in conseguenza del peggioramento delle prospettive economiche, dei più elevati tassi sui mutui ipotecari e del deterioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali. Le informazioni ricavate dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro ([Bank Lending Survey, BLS](#)), che hanno proprietà di indicatore anticipatore della crescita futura dei finanziamenti alle imprese e alle famiglie, suggeriscono che la dinamica dei prestiti dovrebbe moderarsi nei prossimi trimestri<sup>12</sup>. Tale valutazione è in linea con l'atteso rallentamento dell'economia dell'area dell'euro e con la normalizzazione della politica monetaria.

---

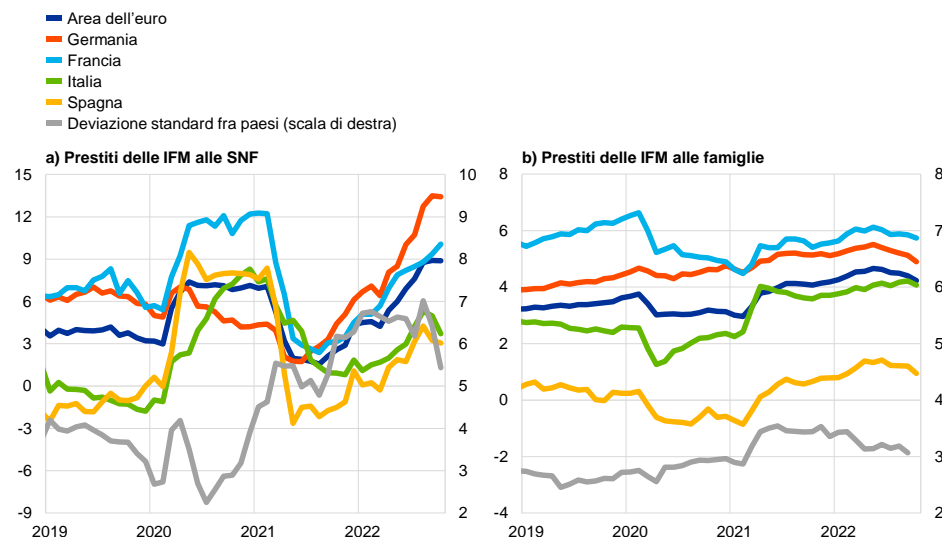
<sup>11</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 5 *L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE* in questo numero del Bollettino.

<sup>12</sup> Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 7 *Le informazioni sull'andamento futuro dei prestiti fornite dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 24

### 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 su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

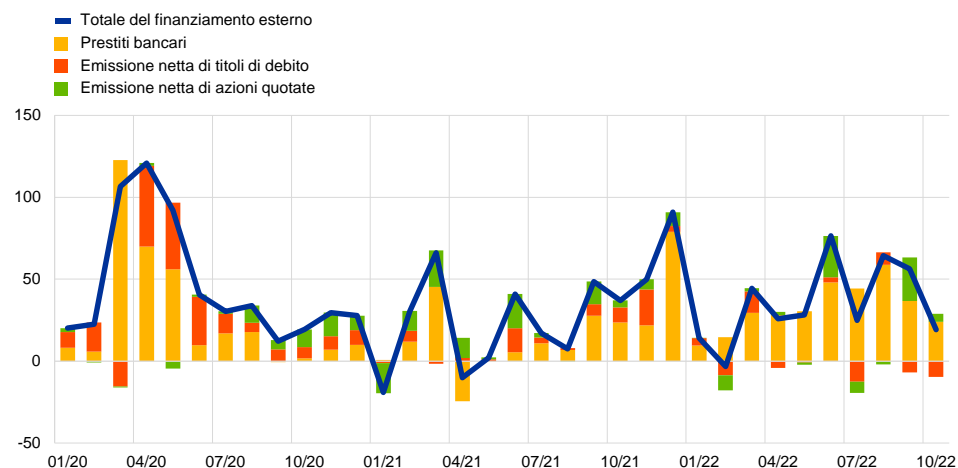
**Il volume complessivo del finanziamento esterno alle imprese ha segnato una moderazione a fronte del contributo positivo dei prestiti bancari.** A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno è sceso al 3,4 per cento, dal 3,6 di settembre, di riflesso all'inasprimento dei tassi di prestito e dei criteri per la concessione del credito, in un contesto di robusta crescita degli investimenti nominali e di perdurante fabbisogno di capitale circolante da parte delle imprese. Dall'inizio del 2022 i flussi di finanziamento esterno sono stati fortemente sostenuti dai maggiori volumi di prestiti bancari alle imprese, mentre l'emissione netta di titoli di debito e azioni quotate è stata complessivamente più debole (cfr. il grafico 25). L'aumento del ricorso al credito bancario da parte delle imprese e la minore emissione di titoli di debito sul mercato riflettono l'aumento del costo relativo del finanziamento mediante tali titoli. Il temporaneo aumento dell'emissione di azioni quotate a settembre si spiega con la quotazione eccezionalmente elevata di un'unica società.



## Grafico 25

### Flussi netti di finanziamento esterno delle SNF dell'area dell'euro

(flussi mensili; miliardi di euro)



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

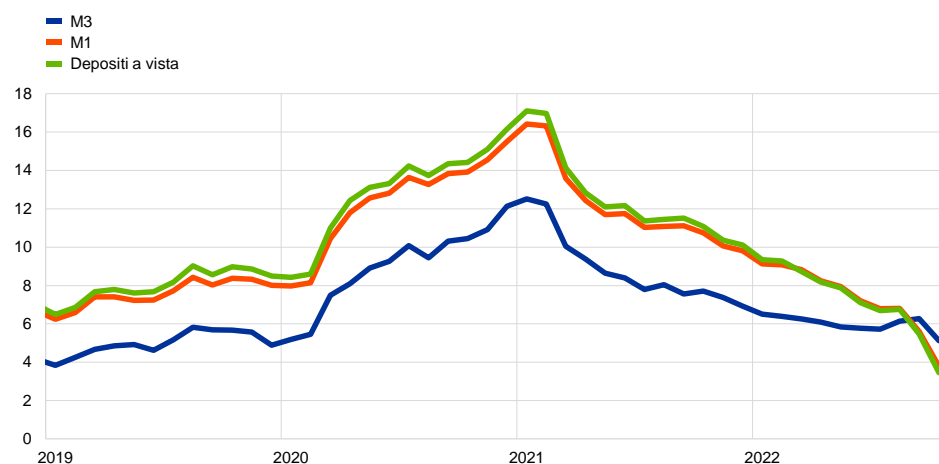
Note: il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti bancari (prestiti delle IFM), emissione netta di titoli di debito ed emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

**La riallocazione dei fondi dai depositi a vista ai depositi a termine è proseguita a ottobre, nel contesto di normalizzazione della politica monetaria.** A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista ha nuovamente evidenziato una marcata contrazione, passando al 3,4 per cento, dal 5,5 di settembre (cfr. il grafico 26). Tale calo è riconducibile a una sostituzione su vasta scala dei depositi a vista con quelli a termine. Questa ricomposizione dei portafogli è stata innescata dalla remunerazione progressivamente più elevata dei depositi a termine rispetto ai depositi a vista, in linea con i profili storici tipici dei cicli di restrizione monetaria. Il forte interesse per i depositi a termine si osserva soprattutto per le imprese e le altre istituzioni finanziarie (AIF), che hanno trasferito i propri fondi a partire dall'estate del 2022, quando i depositi a termine hanno iniziato a ricevere una remunerazione relativamente più alta. Le famiglie avevano precedentemente evidenziato una preferenza verso i depositi a vista, riflettendo motivazioni precauzionali e il modesto differenziale di remunerazione tra i depositi a termine e quelli a vista, ma, con l'ampliarsi del differenziale, hanno di recente mostrato un maggiore interesse per i depositi a termine, sebbene gli effetti di sostituzione di portafoglio siano stati molto meno pronunciati che negli altri due settori. Nel contempo, la crescita dei depositi di imprese e famiglie è stata eterogenea tra i vari paesi.

## Grafico 26

### 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 ottobre 2022.

#### La moderazione della dinamica monetaria è ripresa a ottobre, riflettendo gli andamenti del credito alle imprese e alle famiglie.

A ottobre la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è scesa al 5,1 per cento, dal 6,3 di settembre (cfr. il grafico 26). Il forte calo è legato al riassorbimento di un fattore tecnico una tantum e agli andamenti del credito a imprese e famiglie<sup>13</sup>. Dal lato delle componenti, la ricomposizione a scapito dei depositi a vista osservata a ottobre ha determinato una significativa flessione dell'aggregato ristretto M1, riducendone pertanto il contributo alla crescita su base annua di M3. Nel contempo, i depositi a termine inclusi nell'aggregato monetario ampio M3 hanno offerto un maggiore contributo alla sua crescita rispetto ai mesi precedenti. Dal lato delle contropartite, il credito al settore privato ha continuato a fornire il contributo principale alla crescita sui dodici mesi di M3. Il contributo 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 è ulteriormente diminuito, di riflesso alla conclusione degli acquisti netti di attività a partire da luglio 2022. Al tempo stesso, i deflussi monetari netti sui dodici mesi verso il resto del mondo hanno continuato a frenare la crescita dell'aggregato monetario ampio, a causa dell'impatto avverso degli elevati costi dell'energia sul saldo commerciale dell'area dell'euro.

<sup>13</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 monetarie escluse le compagnie di assicurazione e i fondi pensione". A settembre tutti gli aggregati in cui questi depositi confluiscono risultavano sovrastimati per via di tale fattore tecnico una tantum.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

*Nel 2022 è proseguito il miglioramento del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, rispetto agli ampi disavanzi registrati durante la pandemia, come evidenziato nelle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema. Si prevede, tuttavia, che il saldo di bilancio peggiori lievemente nel 2023, prima di migliorare nuovamente nel 2024.*

*Il temporaneo deterioramento è per lo più determinato dalle significative misure discrezionali di sostegno pubblico volte a contrastare i rincari dell'energia e l'aumento del costo della vita per le famiglie. Secondo le proiezioni precedenti, tali misure sarebbero state in larga parte limitate al 2022, con un conseguente continuo miglioramento del disavanzo. Tuttavia, da allora i governi hanno incluso in bilancio, o altrimenti annunciato, un livello di sostegno per il 2023 di entità simile a quello del 2022, cioè pari a circa il 2 per cento del PIL. Le proiezioni di bilancio continuano a essere caratterizzate da elevati livelli di incertezza, legati principalmente alla guerra in Ucraina e agli andamenti dei mercati dell'energia, che potrebbero indurre i governi ad adottare ulteriori misure di stimolo fiscale. Per quanto riguarda la politica di bilancio, i provvedimenti di sostegno, tesi a proteggere l'economia dall'impatto degli elevati prezzi energetici, dovrebbero essere temporanei, mirati e modulati al fine di preservare gli incentivi a un minore consumo di energia. Qualora non soddisfacessero questi criteri, tali misure potrebbero verosimilmente esacerbare le pressioni inflazionistiche, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più decisa. Inoltre, in linea con il quadro di governance economica dell'UE, le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere la nostra economia più produttiva e ad abbassare gradualmente l'elevato livello del debito pubblico. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe essere portata a termine in tempi brevi.*

**Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro subirà un lieve peggioramento nel 2023, per poi migliorare nel 2024, come evidenziato nelle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema<sup>14</sup>.**

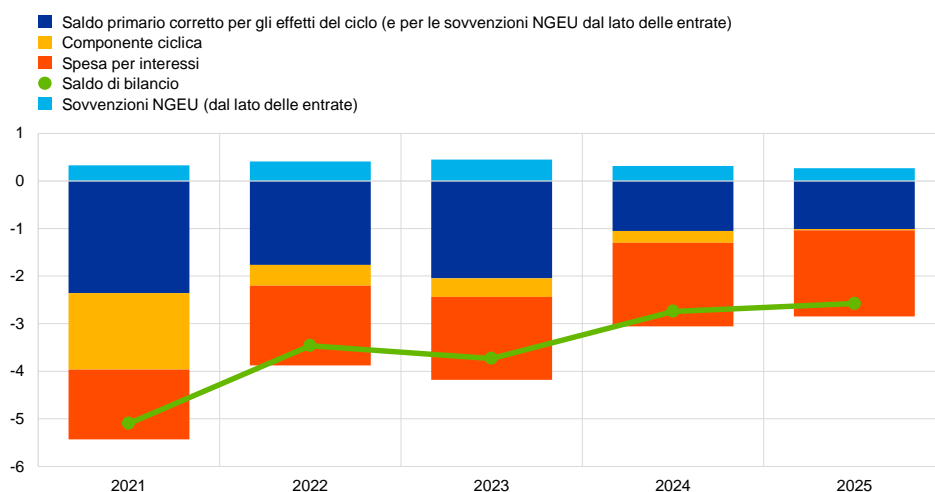
Il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro è sceso al 5,1 per cento nel 2021, dopo aver raggiunto un livello senza precedenti, pari al 7,1 per cento, nel 2020 (cfr. il grafico 27). Si stima che nel 2022 sia diminuito ulteriormente, al 3,5 per cento del PIL, ma si prevede che crescerà lievemente, fino al 3,7 per cento, nel 2023. Tuttavia, il calo del rapporto disavanzo/PIL dovrebbe riprendere nel 2024, quando ci si attende che raggiunga il 2,7 per cento. Secondo le proiezioni tale rapporto rimarrà sostanzialmente su tale livello fino alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione, nel 2025. Si ritiene che nel 2022 il miglioramento del saldo di bilancio sia stato determinato dal ciclo economico e da un più elevato saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, riconducibile al fatto che gran parte delle misure di emergenza legate alla pandemia hanno iniziato a venire meno. Le misure adottate nel 2022 in risposta all'inflazione elevata e alla guerra in Ucraina sono meno consistenti di quelle adottate durante la pandemia, sebbene ancora molto significative e pari a circa il 2 per cento del PIL. Ci si attende

<sup>14</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022](#), pubblicate il 15 dicembre 2022 sul sito Internet della BCE.

che nel 2023 vi siano provvedimenti di sostegno di entità analoga (cfr. il grafico 28). Tuttavia, la loro composizione si sposterà verso misure come i sussidi, in particolare per sostenere i massimali di prezzo dell'energia, a scapito dei trasferimenti sociali, come il sostegno al reddito delle famiglie in cui si è sostanziata gran parte della risposta delle politiche pubbliche allo shock che ha interessato i prezzi dell'energia. Ciononostante, fattori non discrezionali, quali un minore livello delle entrate non riconducibili all'andamento delle basi macroeconomiche, dovrebbero contribuire a un lieve e temporaneo deterioramento del disavanzo nel 2023. L'atteso miglioramento nel 2024 del saldo di bilancio complessivo può essere interamente ricondotto a un migliore saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, ipotizzato sulla base del presupposto che le misure di sostegno pubblico volte a far fronte al rincaro dell'energia verranno meno.

**Grafico 27**  
Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)

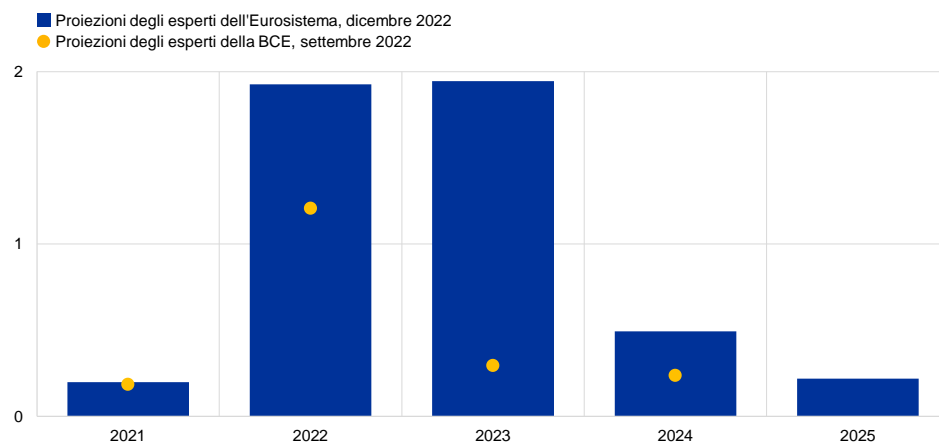


Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*.  
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato del settore delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

## Grafico 28

### Sostegno di bilancio nell'area dell'euro in risposta al rincaro dell'energia e all'inflazione

(in percentuale del PIL, livello annuo)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE.

**Si stima che l'orientamento della politica di bilancio dell'area dell'euro sia stato più restrittivo nel 2022 e, malgrado le proiezioni indichino un suo moderato allentamento nel 2023, ci si attende che esso torni a essere significativamente restrittivo nel 2024, a meno che non vengano adottate ulteriori misure discrezionali<sup>15</sup>.** Per il 2022 l'inasprimento evidenziato da questa misura dell'orientamento della politica di bilancio può essere attribuito a fattori non discrezionali di una certa rilevanza, che hanno principalmente riflesso il protrarsi di una dinamica delle entrate, già registrata nell'anno precedente, particolarmente più sostenuta rispetto a quanto atteso date le basi macroeconomiche. L'allentamento di bilancio previsto per il 2023 è riconducibile al previsto venir meno di parte di queste entrate, che compensa ampiamente un certo inasprimento dell'insieme delle misure discrezionali. Tale inasprimento si deve alla revoca di alcune delle ingenti misure messe in atto sin dall'inizio della crisi legata al coronavirus (COVID-19) per far fronte alla pandemia e stimolare la ripresa. Tuttavia, l'orientamento della politica di bilancio dovrebbe diventare molto più restrittivo nel 2024, quando gran parte delle misure di sostegno adottate per contrastare l'inflazione dovrebbe giungere a scadenza, benché persistano notevoli incertezze riguardo a questa eventualità. Per il prosieguo

<sup>15</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. In questa sede è misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU (NGEU) a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

ci si attende che alla fine dell'orizzonte di previsione, nel 2025, l'orientamento di bilancio sia sostanzialmente neutro<sup>16</sup>.

**In confronto alle proiezioni macroeconomiche dello scorso settembre elaborate dagli esperti della BCE, per il 2022 il saldo di bilancio complessivo dell'area dell'euro è stato rivisto lievemente al rialzo, ma per il 2023 ci si attende un risultato molto più sfavorevole.** In particolare, il rapporto fra il saldo di bilancio e il PIL dell'area dell'euro è stato rivisto al rialzo di 0,3 punti percentuali per effetto di contributi migliori del previsto provenienti sia dal ciclo economico sia dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Tuttavia, il saldo di bilancio indicato dalle proiezioni per il 2023 è peggiorato in maniera molto marcata, di 0,9 punti percentuali del PIL. Ciò è dovuto principalmente a un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo più sfavorevole, che riflette l'aspettativa del perdurare delle misure di sostegno pubblico in risposta all'elevata inflazione e alla guerra in Ucraina<sup>17</sup>.

**Dopo il forte aumento registrato nel 2020, il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe scendere lentamente, a poco meno del 90 per cento nel 2024 e 2025, ma mantenersi al di sopra del livello antecedente la crisi.** Dopo un aumento del rapporto fra debito pubblico e PIL pari approssimativamente a 13 punti percentuali nel 2020, quando toccò circa il 97 per cento, si stima che nel 2021 il disavanzo primario, ancora elevato, sia stato più che compensato dal rilevante contributo alla riduzione del debito fornito dal differenziale favorevole fra tassi di interesse e crescita. Ciò ha determinato una moderata riduzione del rapporto debito/PIL, che secondo le proiezioni dovrebbe continuare a diminuire lentamente, ma costantemente, per tutto il periodo compreso tra il 2022 e il 2025. Tale flessione sarebbe riconducibile ai contributi ancora favorevoli forniti dai differenziali fra tassi di interesse e crescita che compensano l'incremento del debito derivante dai disavanzi primari, mentre i raccordi disavanzo-debito dovrebbero risultare sostanzialmente neutrali in termini cumulati nell'intero orizzonte temporale (cfr. il grafico 29). Alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2025, il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe collocarsi all'88 per cento, ossia 4 punti percentuali sopra il livello del 2019, prima della crisi.

---

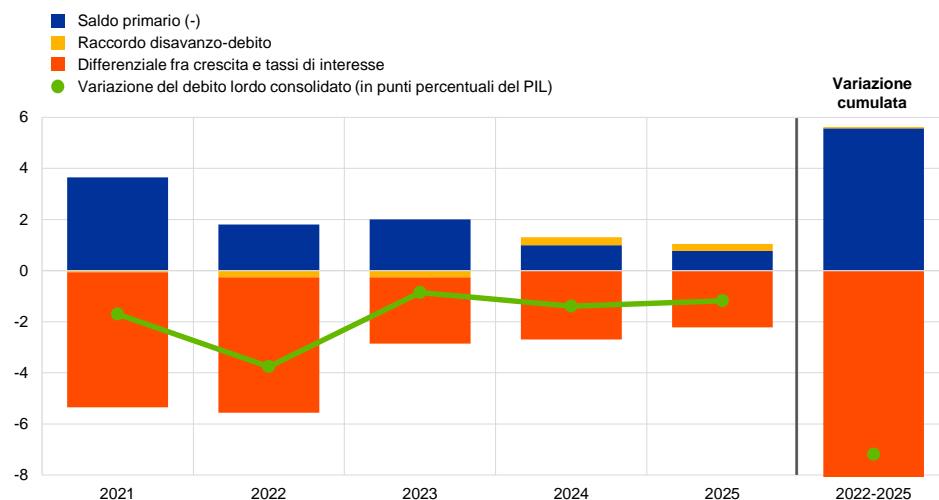
<sup>16</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio in termini aggregati per l'area dell'euro, corretto per le entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU (a partire dal 2021), è stimato a +1,0 punto percentuale del PIL nel 2021 e a +0,5 punti percentuali del PIL nel 2022. Dovrebbe attestarsi a -0,3 +1,0 e +0,1 punti percentuali del PIL, rispettivamente, nel 2023, nel 2024 e nel 2025. Rispetto alle proiezioni di settembre 2022, le stime sono state riviste di +0,4 punti percentuali per il 2022 e di -1,0 e +1,1 punti percentuali rispettivamente per il 2023 e il 2024.

<sup>17</sup> Si stima che nel 2022 il sostegno pubblico aggiuntivo volto a compensare i rincari dell'energia e altre voci di spesa rese necessarie dalla guerra in Ucraina ammonti allo 0,9 per cento del PIL dell'area.

## Grafico 29

### Determinanti delle variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*.  
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

**Le proiezioni dei conti pubblici nello scenario di base continuano a essere caratterizzate da un elevato grado di incertezza, dovuto soprattutto agli alti prezzi dell'energia, al contesto inflazionistico e alle possibili risposte dal punto di vista delle politiche di bilancio.** Per quanto riguarda le ipotesi sui conti pubblici, i rischi per l'attuale scenario di base derivano da uno stimolo di bilancio aggiuntivo nel 2023 e 2024 e da un ulteriore rinvio del ritiro del sostegno delle misure discrezionali, già incorporato nelle previsioni.

**Da una prospettiva delle politiche di bilancio, i provvedimenti di sostegno, tesi a proteggere l'economia dall'impatto degli elevati prezzi energetici, dovrebbero essere temporanei, mirati e modulati al fine di preservare gli incentivi a un minore consumo di energia.** Qualora non soddisfacessero questi criteri, tali misure potrebbero verosimilmente esacerbare le pressioni inflazionistiche, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più decisa. Inoltre, in linea con il quadro di governance economica dell'UE, le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere la nostra economia più produttiva e ad abbassare gradualmente gli elevati livelli del debito pubblico. Il coordinamento efficace e costante delle politiche economiche nell'area dell'euro sarà importante per assicurare che le politiche di bilancio non acuiscano le pressioni inflazionistiche, salvaguardando al tempo stesso la sostenibilità del debito e sostenendo un

approccio di finanza pubblica favorevole alla crescita<sup>18</sup>. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe essere portata a termine in tempi brevi.

---

<sup>18</sup> L'ultima valutazione dell'Eurosistema sull'impatto delle misure di sostegno legate all'energia per il 2023 indica che la loro entità potrebbe essere significativamente maggiore rispetto alle proiezioni della Commissione elaborate nell'ambito delle previsioni dell'autunno 2022, a loro volta basate sulle informazioni incluse nei documenti programmatici di bilancio degli Stati membri. Ciò suggerisce che i rischi individuati dalla Commissione a tal riguardo abbiano probabilità di concretizzarsi. Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 8 *Politiche di bilancio: implicazioni dei documenti programmatici per il 2023 dei paesi dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.



# Riquadri

## 1 Andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

a cura di Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo e Laura Lebastard

**Dall'inizio del 2021 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro e negli Stati Uniti è aumentata bruscamente.** Negli Stati Uniti si era registrato un aumento precedente e più marcato, ma da luglio 2022 l'inflazione complessiva è stata superiore nell'area dell'euro<sup>1</sup>. A novembre l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dell'area dell'euro si è collocata al 10,1 per cento, dopo il 10,6 per cento di ottobre, mentre quella misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) statunitense ha raggiunto un massimo del 9,1 per cento a giugno, per poi registrare una moderazione, collocandosi al 7,1 per cento a novembre.

---

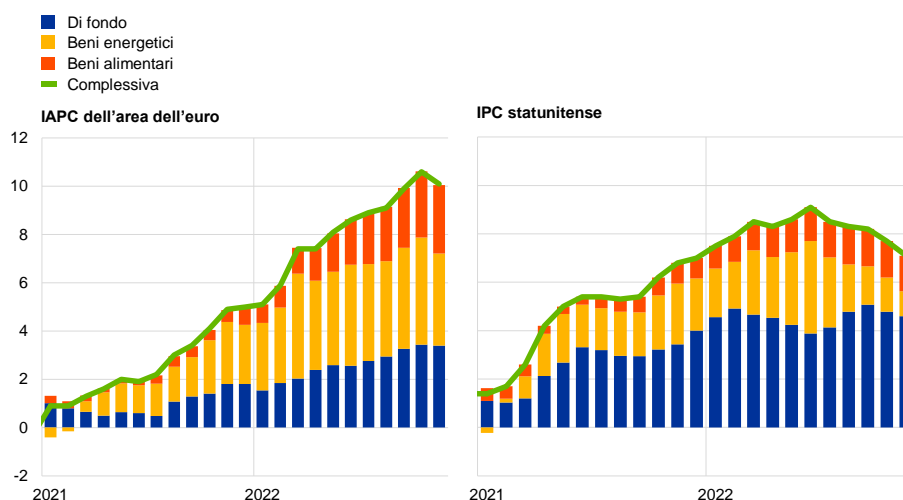
<sup>1</sup> Per gli andamenti precedenti, cfr. il riquadro 1 [Raffronto tra gli andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino, e il riquadro 1 [Andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – un aggiornamento](#) nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Inflazione complessiva e relative componenti

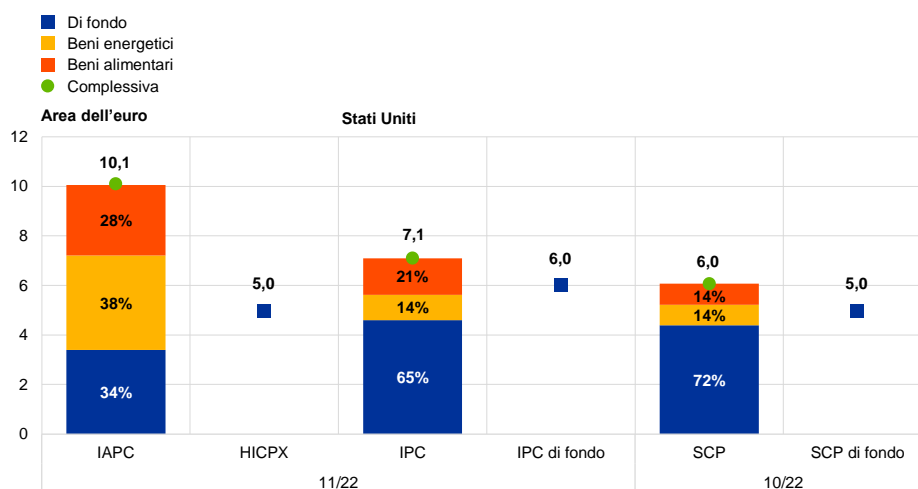
#### a) Andamenti dell'inflazione

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



#### b) Contributi delle principali componenti dell'inflazione

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



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics statunitense ed elaborazioni della BCE.

Note: HICPX si riferisce allo IAPC dell'area dell'euro al netto di beni alimentari ed energetici (ovvero l'inflazione di fondo). L'SCP è l'indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali negli Stati Uniti. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre per lo IAPC e l'IPC e a ottobre per l'SCP.

**L'inflazione dei beni energetici e alimentari ha svolto un ruolo fondamentale quale determinante dell'aumento dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro.** A novembre l'inflazione dei beni energetici ha da sola contribuito al 38 per cento dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro, ma solo al 14 per cento negli Stati Uniti. Nell'insieme, l'inflazione di beni energetici e alimentari contribuisce per circa i due terzi all'inflazione complessiva nell'area dell'euro, ma solo all'incirca per un terzo all'inflazione complessiva negli Stati Uniti (cfr. il grafico A). Un motivo fondamentale della maggiore inflazione dei beni energetici nell'area dell'euro è costituito dai prezzi molto più elevati del gas naturale, derivanti dall'importante ruolo svolto dal gas russo per l'area prima della guerra mossa dalla Russia all'Ucraina e

dalle relative ripercussioni sui prezzi dell'elettricità<sup>2</sup>. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici si è collocata al 5,0 per cento a novembre nell'area dell'euro. È ancora inferiore rispetto all'inflazione misurata sull'IPC statunitense al netto dei beni alimentari ed energetici (inflazione di fondo), che era pari al 6,0 per cento nello stesso mese. Tuttavia, a novembre lo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto sostanzialmente stabile a un livello elevato, mentre l'IPC statunitense al netto di beni alimentari ed energetici è diminuito lievemente.

**Una ripresa più vigorosa trainata dai consumi negli Stati Uniti è stata una determinante fondamentale delle differenze tra gli andamenti dell'inflazione di fondo nelle due economie.** Negli Stati Uniti il PIL in termini reali è tornato al livello precedente la pandemia circa due trimestri prima di quello dell'area dell'euro (cfr. il grafico B), principalmente per effetto di una ripresa più vigorosa dei consumi privati e degli investimenti. In particolare, nell'area dell'euro i consumi privati sia di beni sia di servizi sono tornati solo molto recentemente al livello registrato nel quarto trimestre del 2019, mentre negli Stati Uniti avevano già superato il livello precedente la pandemia agli inizi del 2021. Il rafforzamento della spesa per consumi, unitamente a un più rapido allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta negli Stati Uniti, ha inoltre favorito, nella prima metà del 2021, il ritorno degli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale ai livelli precedenti la pandemia. Per contro, nell'area dell'euro tali investimenti, al netto di quelli (particolarmente volatili) in attività immateriali, hanno superato il livello antecedente la crisi solo alla fine del 2021.

---

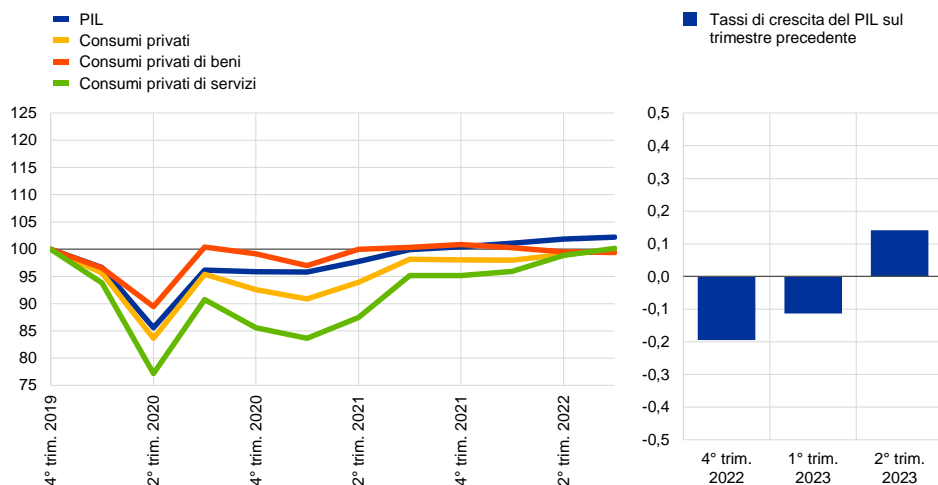
<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 4 *La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino e il riquadro 1 *L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

## Grafico B

### PIL in termini reali e consumi

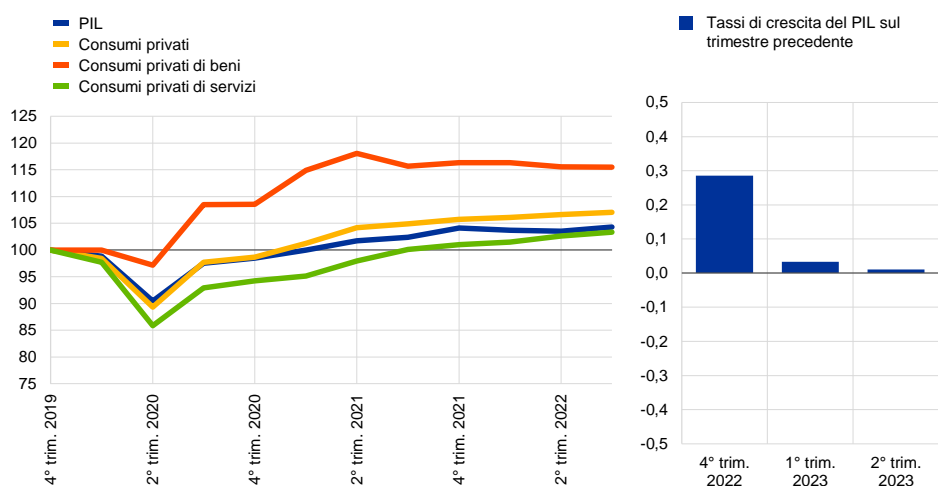
#### a) Area dell'euro

(4° trim. 2019 = 100; variazioni percentuali sul trimestre precedente)



#### b) Stati Uniti

(4° trim. 2019 = 100; variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis statunitense, banca dati delle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni per i pannelli di sinistra si riferiscono al terzo trimestre del 2022. I pannelli di destra mostrano le proiezioni di crescita del PIL.

**Le discrepanze nella crescita dei consumi tra le due economie sono in larga misura riconducibili a due fattori: la definizione della politica di bilancio e la dinamica delle ragioni di scambio.** In primo luogo, una ripresa forte e molto rapida del consumo di beni negli Stati Uniti è stata stimolata dal sostegno generalizzato e piuttosto generoso al reddito delle famiglie durante la pandemia, che ha incluso erogazioni dirette e un rafforzamento dei sussidi di disoccupazione<sup>3</sup>. Nell'area dell'euro il sostegno pubblico è stato orientato maggiormente ai soggetti più esposti alla pandemia, attraverso la compensazione delle perdite di reddito o misure di

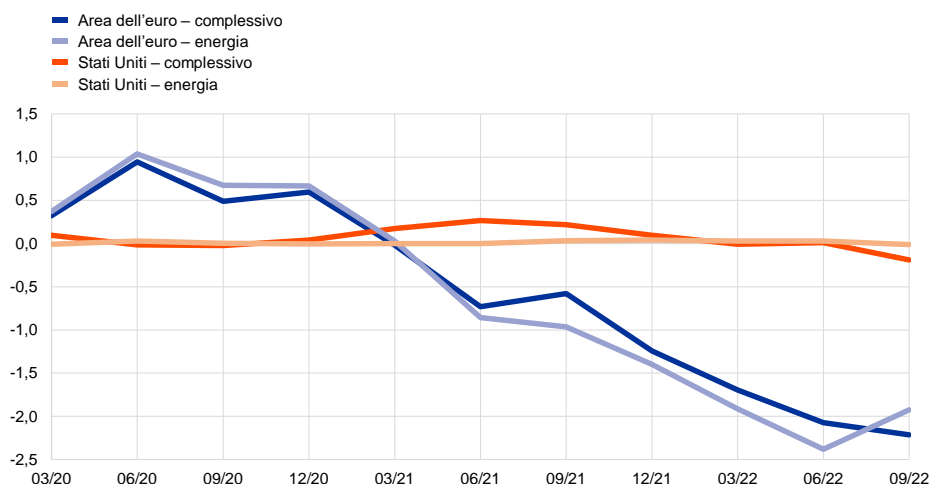
<sup>3</sup> Cfr. inoltre il riquadro 1 *Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020* nel numero 2/2021 di questo Bollettino e "The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance", OCSE, gennaio 2022.

integrazione salariale<sup>4</sup>. In secondo luogo, l'aumento dei prezzi dell'energia dalla primavera del 2021, significativamente esacerbato, un anno dopo, dalla guerra in Ucraina, ha determinato uno shock alle ragioni di scambio che ha colpito l'area dell'euro molto più duramente rispetto agli Stati Uniti, giacché l'area dipendeva fortemente dalle importazioni di gas dalla Russia (cfr. il grafico C)<sup>5</sup>. Tale impatto è stato accentuato dall'andamento del tasso di cambio, con il dollaro statunitense che ha registrato un forte apprezzamento, mentre l'euro si è deprezzato non solo nei confronti del dollaro, ma anche in termini effettivi. Nell'area dell'euro l'impatto stimato è stato equivalente a un trasferimento pari a circa il 2,2 per cento del PIL a favore del resto del mondo, cumulato su quattro trimestri fino al terzo trimestre del 2022. Negli Stati Uniti l'effetto sul reddito è stato sostanzialmente neutro, in ragione dell'autosufficienza energetica del paese. Il deterioramento delle ragioni di scambio ha ridotto significativamente il reddito disponibile delle famiglie nell'area dell'euro, con un impatto particolarmente forte sulla domanda di beni durevoli<sup>6</sup>. Le perdite di reddito attraverso questo canale potrebbero aumentare ulteriormente e, pertanto, frenare l'attività nell'area nei prossimi trimestri.

### Grafico C

#### Effetti sul reddito delle ragioni di scambio

(impatto sulla crescita del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali)



Fonti: Haver Analytics, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'effetto delle ragioni di scambio sul reddito è calcolato ponderando le variazioni dei prezzi all'esportazione e all'importazione per i rispettivi valori passati delle stesse (corrispondenti a un anno di ritardo) ed è espresso in percentuale del PIL. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022.

**In linea con la più lenta ripresa dello scorso anno nell'area dell'euro, l'importanza della domanda quale determinante dell'inflazione di fondo è aumentata più gradualmente e più in ritardo rispetto agli Stati Uniti (cfr. il grafico D).** Negli Stati Uniti il contributo della domanda all'inflazione di fondo aveva già raggiunto livelli pari a circa 1,5 punti percentuali a metà del 2021 ed è aumentato

<sup>4</sup> Cfr. Licchetta, M et al. (2022), "Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis", *European Economy Discussion Paper*, 160, Commissione europea, marzo.

<sup>5</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 1 *Gli effetti su reddito reale e conto corrente del deterioramento delle ragioni di scambio* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

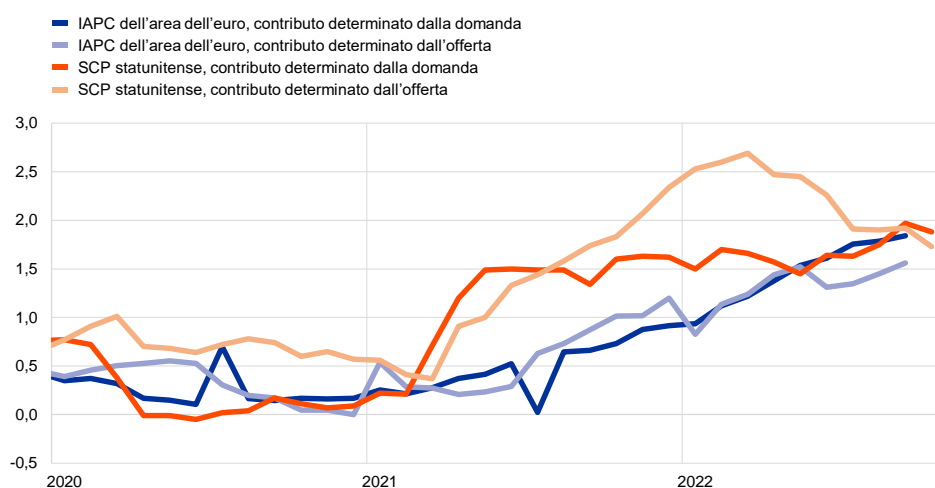
<sup>6</sup> Cfr. il riquadro 3 *L'impatto dei rincari dell'energia sul consumo di beni e servizi nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

ulteriormente a quasi 2 punti percentuali di recente, mentre nell'area dell'euro è aumentato molto più gradualmente, raggiungendo livelli superiori a 1,5 punti percentuali solo negli ultimi mesi. Per quanto riguarda l'inflazione dei beni, il contributo dell'offerta resta superiore a quello della domanda sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. In merito ai servizi, i fattori dal lato dell'offerta hanno svolto un ruolo più importante negli Stati Uniti, mentre nell'area dell'euro quelli dal lato della domanda sono stati più rilevanti. Nell'inflazione dei servizi, dove il fattore lavoro di solito è di gran lunga l'input principale, la maggiore importanza assoluta e relativa dei fattori dal lato dell'offerta negli Stati Uniti può essere in parte collegata alle condizioni più tese del mercato del lavoro e all'impatto più consistente delle carenze di manodopera sui salari rispetto all'area dell'euro<sup>7</sup>.

## Grafico D

### Scomposizione dell'inflazione di fondo nelle componenti della domanda e dell'offerta

(contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le misure dell'inflazione di fondo sono lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX) per l'area dell'euro e il deflatore della spesa per consumi personali al netto di beni alimentari ed energetici (SCP di fondo) per gli Stati Uniti. Le serie sono destagionalizzate. I dati si basano su un'applicazione di Shapiro, A.H., "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?", *FRBSF Economic Letters*, 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, ottobre 2022. Per i risultati dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 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* nel numero 7/2022 di questo Bollettino. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022 per l'area dell'euro e a ottobre 2022 per gli Stati Uniti.

### Per il futuro, le prospettive di crescita a breve termine sono più deboli per l'area dell'euro che per gli Stati Uniti, il che implica che lo slancio conferito dall'attività economica all'inflazione rimarrà inferiore nell'area dell'euro.

Ci si attende che, nel quarto trimestre del 2022 e nel primo del 2023, il PIL in termini reali subisca una lieve contrazione nell'area dell'euro mentre dovrebbe continuare a registrare una crescita positiva, seppur modesta, negli Stati Uniti, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022 (cfr. il grafico B). Secondo le proiezioni di dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si collocherebbe

<sup>7</sup> Per maggiori dettagli sulla dinamica salariale, cfr. il riquadro 1 "Un confronto tra l'andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e il relativo impatto sulle retribuzioni" all'interno dell'articolo 2 *Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia* in questo numero del Bollettino.

al 6,3 per cento nel 2023 e al 3,4 per cento nel 2024, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici si collocherebbe al 4,2 per cento nel 2023 e al 2,8 per cento nel 2024. Se, da un lato, si prevede che nell'area dell'euro l'inflazione complessiva rimanga più elevata nel breve periodo rispetto agli Stati Uniti, per effetto della maggiore esposizione dell'area agli shock sui prezzi dell'energia legati alla guerra in Ucraina, dall'altro l'inflazione di fondo dovrebbe confermarsi lievemente inferiore a quella degli Stati Uniti, in un contesto caratterizzato da un perdurante deterioramento delle ragioni di scambio e da condizioni meno tese del mercato del lavoro.

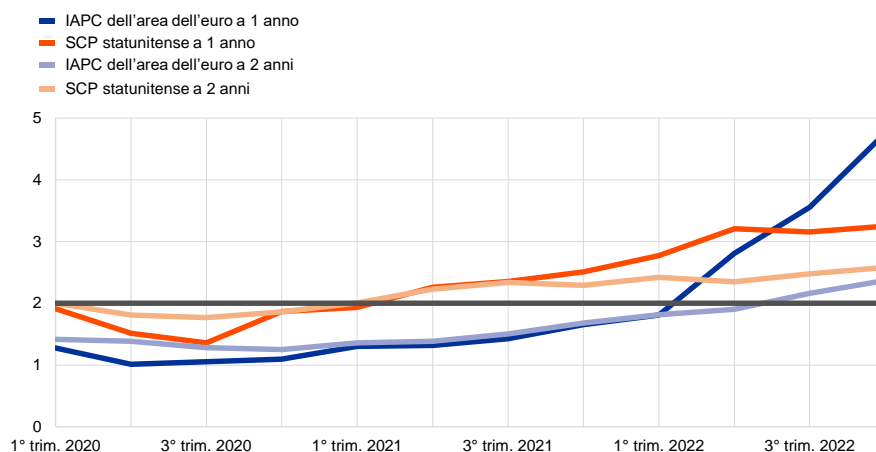
**I previsori professionali si attendono che l'inflazione su un orizzonte di due anni sia lievemente superiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.**

Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), l'inflazione al consumo attesa a un anno nell'area dell'euro dovrebbe collocarsi al 4,8 per cento. Ciò è notevolmente superiore all'inflazione sull'indice dei prezzi relativo alle spese per consumi personali (SPC) negli Stati Uniti che, secondo l'indagine condotta dalla Federal Reserve Bank of Philadelphia nel quarto trimestre del 2022 (cfr. il grafico E), dovrebbe collocarsi al 3 per cento su un orizzonte di un anno. Nel contempo, le aspettative di inflazione a due anni negli Stati Uniti si collocano al 2,6 per cento per l'SPC e al 2,8 per cento per l'IPC, mentre quelle a due anni per lo IAPC dell'area dell'euro si collocano al 2,4 per cento (cfr. il grafico E). Tali risultati suggeriscono che, negli Stati Uniti, livelli di inflazione superiori all'obiettivo della banca centrale sono ritenuti in qualche misura più persistenti. Ciò potrebbe riflettere la maggiore forza della componente interna dell'inflazione nel paese, unitamente ad aspettative complessivamente più ottimistiche riguardo alla crescita e al dinamismo del mercato del lavoro statunitensi.

## Grafico E

### Aspettative e previsioni di inflazione a breve e medio termine

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: indagine della BCE presso i previsori professionali (SPF dell'area dell'euro) per il quarto trimestre del 2022, Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters per il quarto trimestre del 2022 (SPF statunitense).

Note: l'SPF statunitense è condotta un mese più tardi rispetto all'indagine analoga nell'area dell'euro. Per l'SPF statunitense, le aspettative su un orizzonte di un anno sono calcolate come il tasso medio di inflazione atteso nei quattro trimestri successivi all'indagine (ovvero, per l'indagine condotta nel quarto trimestre del 2022, ciò significa la media dal primo al quarto trimestre del 2023) e le aspettative di inflazione a due anni sono le aspettative del trimestre in cui l'indagine è condotta per l'anno dopo il successivo. Per l'SPF dell'area dell'euro, le aspettative a un anno sono calcolate come il tasso di inflazione atteso su un orizzonte di un anno rispetto agli ultimi dati disponibili (ovvero, nel quarto trimestre del 2022 erano disponibili i dati per settembre 2022 e l'aspettativa a un anno si riferisce al tasso di inflazione sui dodici mesi atteso a settembre 2023) e le aspettative a due anni sono calcolate come il tasso di inflazione atteso su un orizzonte di due anni dagli ultimi dati disponibili (ovvero, nel quarto trimestre del 2022 erano disponibili i dati per settembre 2022 e l'aspettativa a due anni si riferisce al tasso di inflazione sui dodici mesi atteso a settembre 2024).



## L'adozione dell'euro da parte della Croazia

a cura di Matteo Falagiarda e Christine Gartner

**Il 1° gennaio 2023 la Croazia ha adottato la moneta unica ed è diventata il 20° membro dell'area dell'euro.** Le valutazioni esposte nei rapporti sulla convergenza pubblicati nel 2022 dalla [Commissione europea](#) e dalla [Banca centrale europea](#) hanno aperto la strada al primo allargamento dell'area dell'euro dall'adesione della Lituania nel 2015<sup>1</sup>. Il 12 luglio 2022 il Consiglio dell'Unione europea ha formalmente approvato l'adesione della Croazia all'area dell'euro fissando a 7,53450 per euro<sup>2</sup> il tasso di conversione della kuna croata, corrispondente alla parità centrale della stessa valuta durante l'intero periodo di adesione del paese agli Accordi europei di cambio (AEC II)<sup>3</sup>.

**La Croazia è una piccola economia ben integrata con l'area dell'euro grazie a legami di tipo commerciale e finanziario.** Ha una popolazione di circa 4 milioni di abitanti e il suo PIL rappresenta circa lo 0,5 per cento di quello dell'area.

La composizione del valore aggiunto lordo del paese è sostanzialmente simile a quella dell'intera area dell'euro, con il settore industriale (comprese le costruzioni) e i servizi che vi contribuiscono rispettivamente per circa il 25 e il 72 per cento (cfr. il pannello a) del grafico A). Il settore dei servizi è principalmente rappresentato dal turismo, il cui fatturato corrispondeva a circa il 19 per cento del PIL nel 2019. Tale percentuale è diminuita considerevolmente nel 2020 a causa della pandemia di coronavirus (COVID-19), ma è tornata ad aumentare nel 2021 e nel 2022 ed è di gran lunga la più significativa tra gli Stati membri dell'UE (cfr. il pannello b) del grafico A). Il settore turistico genera inoltre un importante indotto per altri settori dell'economia.

---

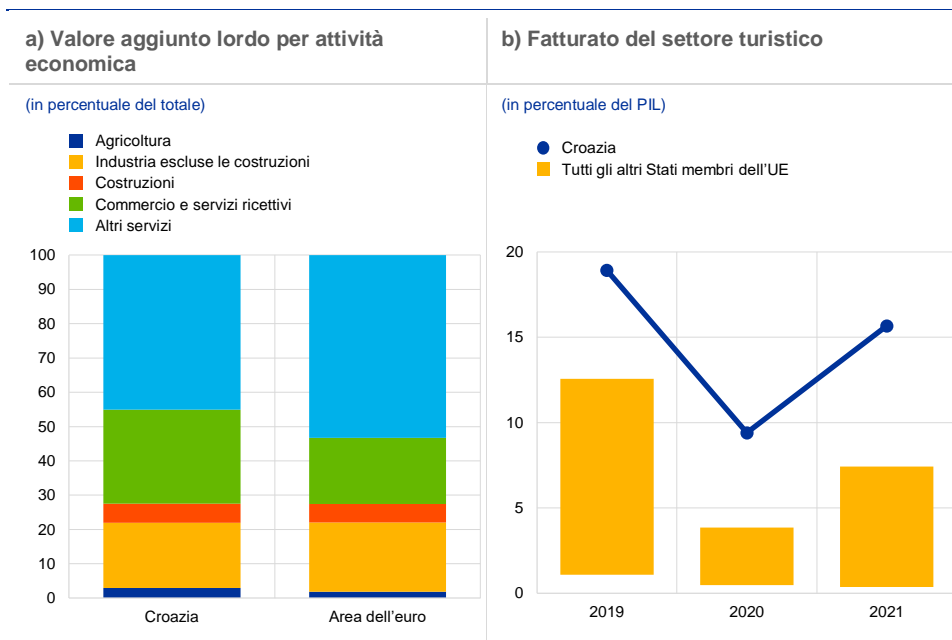
<sup>1</sup> I rapporti sulla convergenza della Commissione europea e della BCE sono prodotti ai sensi dell'articolo 140, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

<sup>2</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [La Croazia entrerà a far parte dell'area dell'euro il 1° gennaio 2023](#) del 12 luglio 2022.

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro 1 [Il lev bulgaro e la kuna croata negli Accordi europei di cambio \(AEC II\)](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino e l'articolo 1 [Gli accordi europei di cambio \(AEC II\) come fase preparatoria in vista dell'adozione dell'euro: il caso di Bulgaria e Croazia](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Struttura dell'economia croata



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli autori.

Note: il pannello a) si basa sul valore aggiunto lordo a prezzi correnti nel secondo trimestre del 2022. La voce "Commercio e servizi ricettivi" comprende il commercio, i trasporti, le attività alberghiere e di ristorazione. Il pannello b) rappresenta i crediti per servizi di viaggio risultanti dalle statistiche di bilancia dei pagamenti, che misurano la spesa per beni e servizi di non residenti in visita nel paese. Gli istogrammi gialli indicano l'intervallo tra il livello minimo e il livello massimo in tutti gli altri Stati membri dell'UE.

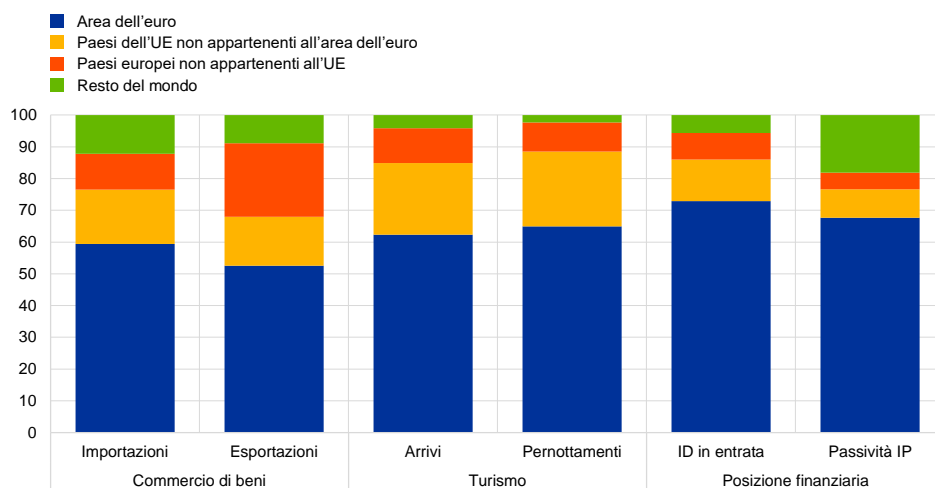
L'area dell'euro è il principale partner commerciale e finanziario della Croazia (cfr. il grafico B). Inoltre, le banche facenti capo a istituzioni finanziarie domiciliate in altri paesi dell'area dell'euro svolgono un ruolo molto importante nel sistema bancario croato. Anche prima di adottare formalmente la moneta unica, l'economia croata era caratterizzata da un elevato grado di "eurizzazione". Una quota significativa del debito pubblico e privato è stata emessa in euro, il che riflette la composizione per valuta del risparmio delle famiglie e delle attività liquide delle società non finanziarie (cfr. il grafico C)<sup>4</sup>. Complessivamente, nei dieci anni precedenti l'adozione della moneta unica il ciclo economico croato è stato fortemente sincronizzato con quello dell'area dell'euro.

<sup>4</sup> Tuttavia, per i paesi non appartenenti all'area dell'euro un elevato livello di "eurizzazione" può anche comportare rischi e limitare il grado di flessibilità delle politiche economiche nazionali.

## Grafico B

### Legami commerciali e finanziari della Croazia con l'area dell'euro

(in percentuale del totale)

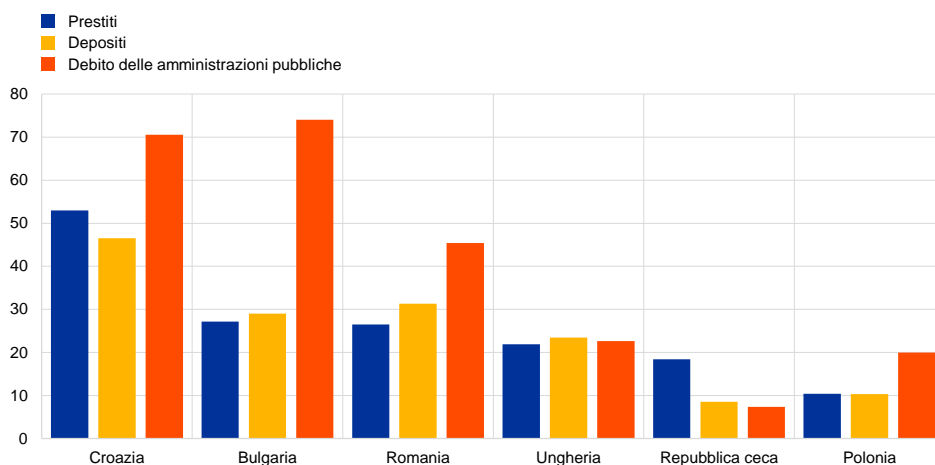


Fonti: Croatian Bureau of Statistics, Fondo monetario internazionale (indagini CDIS e CPIS) ed elaborazioni degli autori.  
 Note: le sigle "ID" e "IP" indicano rispettivamente gli investimenti diretti e gli investimenti di portafoglio. Gli acronimi "CDIS" e "CPIS" si riferiscono rispettivamente all'indagine coordinata sugli investimenti diretti e all'indagine coordinata sugli investimenti di portafoglio. I dati relativi a commercio di beni, turismo e passività legate a IP fanno riferimento al 2021; i dati relativi alle posizioni di ID fanno riferimento al 2020. Nel computo degli arrivi di turisti e dei pernottamenti non è considerato il turismo nazionale. Le percentuali concernenti le passività legate a IP sono state elaborate utilizzando dati speculari sulle attività bilaterali nei confronti della Croazia.

## Grafico C

### Quota di prestiti, depositi e debito pubblico denominati in euro

(in percentuale del totale)



Fonti: BCE ed elaborazioni degli autori.  
 Note: i dati si riferiscono alle consistenze di prestiti e depositi delle istituzioni finanziarie non monetarie, escluse le amministrazioni pubbliche, in essere alla fine di agosto 2022 e allo stock di debito delle amministrazioni pubbliche esistente alla fine del 2021.

**L'economia croata dovrebbe beneficiare dell'eliminazione del rischio di cambio, nonché dei minori costi di transazione e di indebitamento.** Date la già profonda integrazione della Croazia nell'area dell'euro e l'aspettativa che in futuro il paese persegua solide politiche di bilancio, strutturali e finanziarie, ci si attende che esso trarrà beneficio dall'adozione della moneta unica. Fra tali benefici figurano: a) l'eliminazione del rischio di cambio nei confronti dell'euro, ossia di una delle principali fonti di vulnerabilità dell'economia croata in tempi recenti; b) un impatto

positivo sul commercio estero (compreso il turismo) e sugli investimenti, dovuto ai minori costi di transazione e alla maggiore trasparenza e comparabilità dei prezzi<sup>5</sup>; c) minori costi di indebitamento per l'economia, grazie al saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione e alla riduzione dei costi regolamentari e del rischio di cambio. Eventuali costi e rischi associati all'adozione dell'euro, come i costi legati al passaggio alla nuova moneta o il rischio di incrementi ingiustificati dei prezzi, per contrastare i quali le autorità croate hanno applicato diverse misure, dovrebbero essere relativamente contenuti e avere natura prevalentemente "una tantum". Alla luce del già elevato livello di integrazione economica e finanziaria della Croazia con l'area dell'euro e della preesistente stabilità del tasso di cambio kuna croata/euro, il costo legato alla perdita della possibilità di ricorrere ad aggiustamenti del tasso di cambio quale strumento di politica macroeconomica in caso di shock asimmetrici sarà probabilmente basso. Tuttavia, al fine di limitare le eventualità che tali costi si concretizzino, le autorità croate devono condurre politiche economiche e di bilancio solide, rispettando, al contempo, gli inevitabili vincoli derivanti dall'adozione di una moneta comune e di una politica monetaria unica.

**Dopo l'adesione all'UE nel 2013, la Croazia ha compiuto progressi significativi nel far fronte agli squilibri macroeconomici e nel realizzare una convergenza verso l'area dell'euro.**

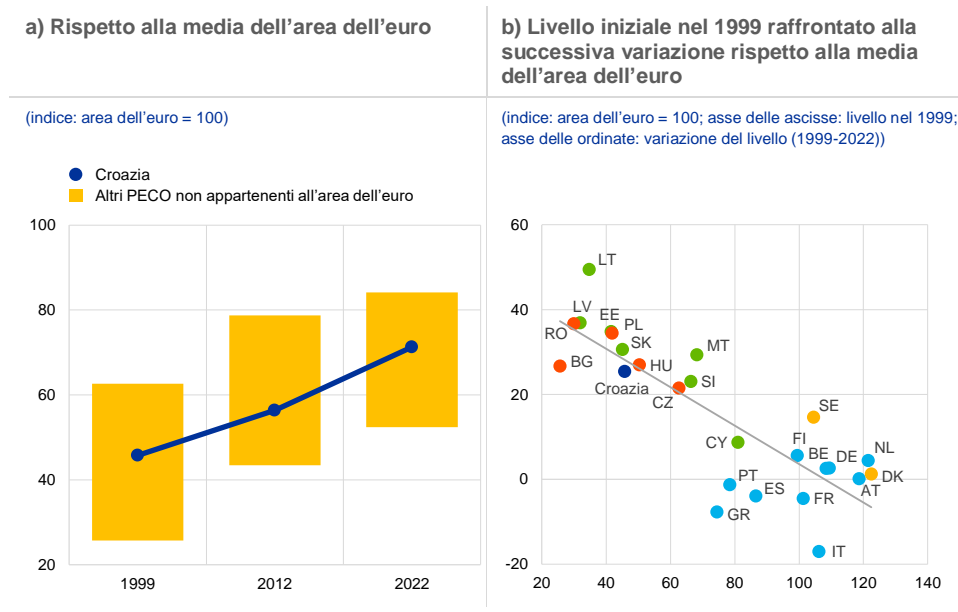
Sono stati gradualmente corretti gli squilibri macroeconomici emersi nel periodo di prolungata recessione che ha caratterizzato gli anni dal 2009 al 2014 e legati agli elevati livelli di debito estero, privato e pubblico, in presenza di una bassa crescita potenziale. La successiva ripresa economica e interventi di politica economica credibili, quali un orientamento prudente delle politiche di bilancio e riforme del mercato del lavoro e del contesto in cui operano le imprese, hanno portato alla costante riduzione di tali criticità. Nel contempo, la Croazia ha conseguito un significativo livello di convergenza reale verso l'area dell'euro. Il suo PIL pro capite, pari a circa il 55 per cento della media dell'area dell'euro nel 2012 (poco prima dell'adesione all'UE), ha raggiunto poco più del 70 per cento nel 2022 (cfr. il pannello a) del grafico D). La crescita in termini reali dell'economia croata ha seguito il tipico processo di recupero osservato nei paesi che hanno adottato l'euro dopo il 2002 e in altri paesi non appartenenti all'area (cfr. il pannello b) del grafico D). Tale percorso di convergenza si è evidenziato anche nell'ambito della vigilanza bancaria, con l'entrata in vigore, nel 2020, del quadro di cooperazione stretta, porta d'ingresso nell'unione bancaria per i paesi non appartenenti all'area dell'euro<sup>6</sup>. Tale quadro di riferimento ha garantito l'applicazione di standard di vigilanza uniformi, contribuendo in tal modo a salvaguardare la stabilità finanziaria e a promuovere il processo di integrazione finanziaria.

<sup>5</sup> Il commercio e il turismo dovrebbero inoltre beneficiare del fatto che il 1° gennaio 2023 la Croazia è entrata a far parte dell'area Schengen.

<sup>6</sup> Per maggiori dettagli cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB establishes close cooperation with Croatia's central bank](#) del 10 luglio 2020.

## Grafico D

### PIL pro capite in termini reali



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni degli autori.

Note: elaborazioni basate sul PIL pro capite misurato in termini di unità standard di potere d'acquisto (SPA). Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 2 in Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Heinz, F.F e Muzikarova, S., "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", *Occasional Paper Series*, n. 203, BCE, dicembre 2017. I dati relativi al 2022 sono tratti dalle previsioni economiche formulate dalla Commissione europea nell'autunno 2022. Con la sigla "PECO" si intendono i paesi dell'Europa centrale e orientale. Nel pannello a) gli istogrammi gialli indicano l'intervallo tra il livello minimo e il livello massimo fra i PECO non appartenenti all'area dell'euro (Bulgaria, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania). Nel pannello b) i pallini rossi indicano i PECO non appartenenti all'area dell'euro (Bulgaria, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania), i pallini gialli rappresentano Danimarca e Svezia, mentre quelli verdi indicano i paesi entrati a far parte dell'area dell'euro dopo il 2002 (Cipro, Malta, Slovenia, Slovacchia, Lettonia, Lituania ed Estonia). Infine, i pallini azzurri rappresentano i paesi che hanno aderito all'area dell'euro prima del 2002, ossia Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Per via dell'eccezionale revisione del PIL effettuata nel 2015, che non ha rispecchiato un effettivo aumento dell'attività economica, non sono inclusi i dati relativi all'Irlanda. Sono inoltre esclusi i dati relativi al Lussemburgo, in ragione della distorsione nei calcoli del PIL pro capite dovuta all'elevato numero di lavoratori transfrontalieri.

### L'economia croata ha segnato una forte ripresa dopo il significativo calo del prodotto verificatosi nel 2020 e ha mostrato una buona tenuta a fronte delle ripercussioni economiche dell'invasione russa in Ucraina. Data l'elevata

dependenza della Croazia dal turismo, l'economia ha pagato un pesante tributo alla pandemia, con una contrazione del PIL in termini reali pari all'8,6 per cento nel 2020. Sebbene le misure di sostegno adottate abbiano contribuito ad attenuare l'impatto economico della crisi, la flessione ha prodotto un temporaneo arretramento rispetto ai progressi compiuti prima della pandemia nel correggere gli squilibri macroeconomici. Nel 2021 tali progressi si sono riavviati con l'economia che ha registrato una crescita a due cifre (pari al 13,1 per cento), sulla scia di una positiva stagione turistica e della vigorosa dinamica dei consumi privati e degli investimenti. Nel 2022 l'economia della Croazia si è inoltre confermata come una di quelle in più rapida crescita fra gli Stati membri dell'UE, grazie ai perduranti risultati positivi del settore del turismo e alla relativamente limitata diretta esposizione commerciale e finanziaria del paese nei confronti della Russia<sup>7</sup>. A seguito dei bruschi rincari dei beni energetici e alimentari, l'inflazione al consumo è aumentata ulteriormente nel 2022, superando in misura significativa quella dell'area dell'euro. Misure di bilancio come la riduzione dell'aliquota dell'imposta sul valore aggiunto, tetti al prezzo del gas,

<sup>7</sup> Nell'ambito dell'[esame approfondito svolto nel 2022](#), la Commissione europea ha rilevato che gli squilibri evidenziati nel 2021 in relazione alla Croazia sono venuti meno.

dell'energia elettrica e dei generi di prima necessità, tagli alle accise sui carburanti e il congelamento dei margini di profitto sui prodotti petroliferi hanno contribuito ad attenuare temporaneamente le pressioni inflazionistiche. Nel complesso, i molteplici shock derivanti dalla crisi causata dal COVID-19 e dalla guerra in Ucraina hanno avuto effetti limitati sulla capacità della Croazia di soddisfare i criteri di convergenza previsti per l'adozione dell'euro. Sussistono tuttavia timori circa la sostenibilità della convergenza dell'inflazione, ad esempio qualora le misure di bilancio a sostegno della domanda aggregata contribuissero a un aumento del livello dei prezzi.

**Per beneficiare appieno dei vantaggi offerti dalla moneta unica e consentire un efficiente funzionamento dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'allargata area valutaria, è importante che la Croazia garantisca la sostenibilità della convergenza economica.** Per prevenire l'emergere di squilibri macroeconomici, le politiche economiche dovrebbero mirare a sostenere la crescita potenziale e la capacità di tenuta. Il potenziale di crescita economica della Croazia sembra ancora modesto per un'economia in fase di convergenza. In tale contesto, è necessario attuare politiche strutturali tese a incrementare la crescita potenziale e a rafforzare la competitività e la capacità di tenuta dell'economia. Si potrebbe dare priorità al miglioramento della qualità e dell'efficienza del contesto istituzionale e imprenditoriale, dell'amministrazione pubblica e del sistema giudiziario, nonché alla modernizzazione delle infrastrutture del paese. Nel complesso, le misure dovrebbero concentrarsi sul sostegno all'innovazione e agli investimenti in nuove tecnologie, anche allo scopo di far sì che la crescita economica sia spinta da un numero più ampio di settori oltre a quello turistico. Per incrementare la produttività del lavoro, sarebbero indispensabili provvedimenti volti a: a) ridurre gli squilibri nel mercato del lavoro; b) migliorare la quantità e la qualità dell'offerta di lavoro; c) accrescere il tasso di partecipazione alla forza lavoro, ora contenuto; d) allineare il sistema formativo alle esigenze dell'economia. Per assicurare il positivo completamento del programma di riforme sarà altresì estremamente importante utilizzare in maniera efficiente i fondi stanziati dall'UE a favore del paese<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> La recente agenda per le riforme è stata anche determinata da diversi impegni assunti dalle autorità croate al momento dell'adesione agli AEC II, con lo scopo di consentire al paese di raggiungere un elevato livello di sostenibilità della convergenza economica entro il termine previsto per l'adozione dell'euro. Detti impegni riguardano il quadro regolamentare in materia di antiriciclaggio, il contesto imprenditoriale, la governance del settore pubblico e la legislazione sull'insolvenza. Per ulteriori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE [Communiqué on Croatia](#) del 10 luglio 2020.

### 3 L'impatto dei rincari dell'energia sul consumo di beni e servizi nell'area dell'euro

a cura di Alina Bobasu e Johannes Gareis

**Il recente aumento della spesa per consumi in termini reali osservato nell'area dell'euro nasconde andamenti eterogenei delle singole componenti.** Nell'area dell'euro il totale dei consumi privati è aumentato significativamente nel secondo e terzo trimestre del 2022, sospinto principalmente dalla componente dei servizi, in netto incremento dopo la crescita contenuta osservata all'inizio dell'anno (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. Di contro, il consumo dei beni non durevoli è diminuito per il terzo trimestre consecutivo. Inoltre, i consumi di beni durevoli hanno confermato, fino al secondo trimestre del 2022, la tendenza flettente iniziata nell'ultimo trimestre del 2021, per poi cominciare a migliorare nel terzo trimestre dell'anno. Se da un lato la ripresa dei consumi privati totali ha risentito di diversi fattori, fra cui il diffuso allentamento delle restrizioni legate alla pandemia e il graduale riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta, dall'altro il forte aumento dei prezzi dell'energia, impattando sul potere d'acquisto delle famiglie, ha ostacolato notevolmente la crescita dei consumi<sup>2</sup>. Il presente riquadro si propone di quantificare l'impatto sulla spesa per consumi in termini reali nell'area dell'euro dei recenti rincari dell'energia, concentrandosi sugli shock dal lato dell'offerta di energia che, dalla metà del 2021, sono divenuti sempre più considerevoli, in particolare a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia agli inizi del 2022<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> La spesa per consumi in termini reali e le relative componenti per l'area dell'euro si basano sull'aggregazione dei dati disponibili a livello di singolo paese.

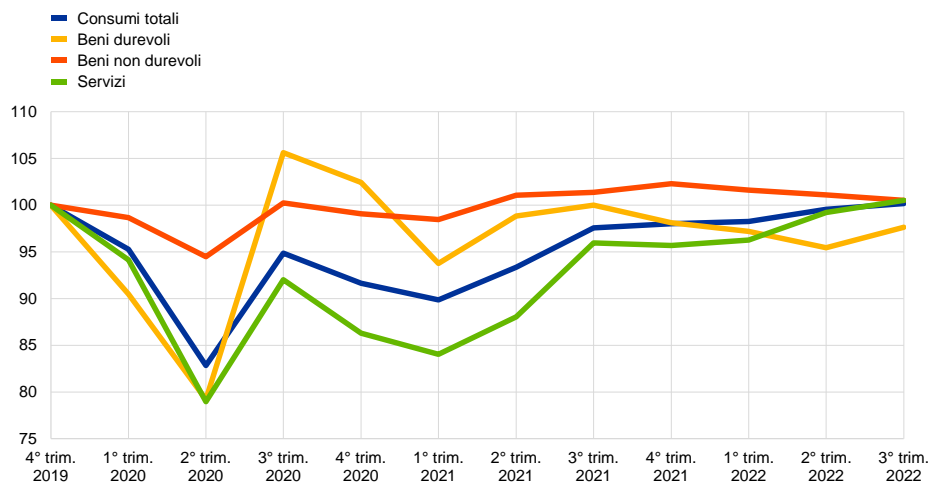
<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, l'articolo 1 [Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Cfr. l'articolo 1 [Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo](#) nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Andamenti dei consumi privati in termini reali nell'area dell'euro

(4° trimestre 2019 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i beni non durevoli includono i beni semidurevoli.

### **Il brusco aumento dei prezzi dei beni energetici registrato di recente ha avuto un impatto considerevole sul reddito disponibile reale delle famiglie.**

Nel valutare l'impatto sui consumi privati in termini reali delle variazioni dei prezzi dei beni energetici un'indicazione utile proviene dal rapporto tra il deflatore del PIL e quello dei consumi privati (o tra il deflatore del reddito e quello della spesa). Questa misura delle ragioni di scambio ha un valido fondamento dal punto di vista teorico e intercetta sia i canali diretti (ad esempio i prezzi al consumo) sia quelli indiretti (ad esempio i salari) attraverso cui i prezzi dell'energia incidono sul potere d'acquisto delle famiglie<sup>4</sup>. Nell'area dell'euro tale indicatore, negativamente correlato con i prezzi reali dell'energia e in netto calo sin dalla fine del 2021, grava in misura significativa sul reddito disponibile reale delle famiglie e influisce sui consumi privati (cfr. il grafico B)<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Per una trattazione approfondita, cfr. il riquadro 3 *Corsi petroliferi, ragioni di scambio e consumi privati* nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

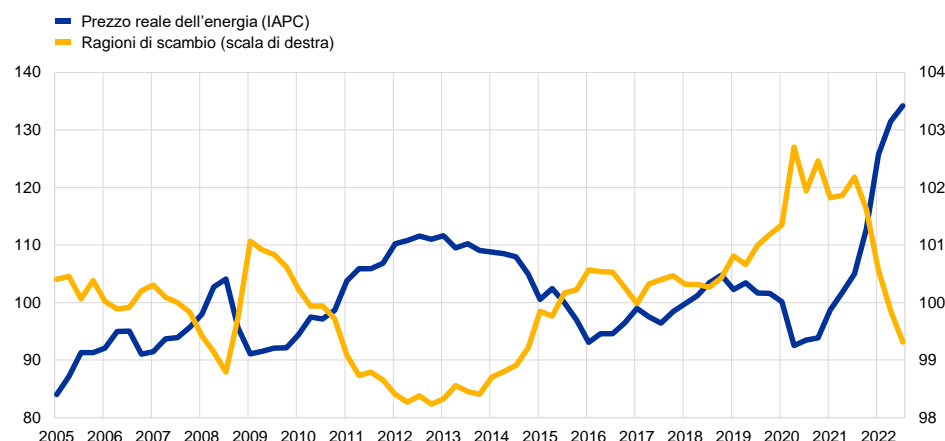
<sup>5</sup> Le ragioni di scambio possono essere influenzate anche da altri fattori (ad esempio il tasso di cambio nominale o i prezzi dei beni e dei servizi diversi dall'energia). Da un punto di vista empirico, tuttavia, nell'area dell'euro la maggior parte della variazione delle ragioni di scambio è riconducibile ai prezzi dei beni energetici. Per una scomposizione della dinamica del reddito disponibile reale delle famiglie nelle varie fonti di reddito e delle ragioni di scambio nei periodi in cui i prezzi dei beni energetici registrano brusche oscillazioni, cfr. l'articolo 1 *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.



## Grafico B

### Prezzi reali dell'energia e ragioni di scambio

(2015 = 100)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "prezzo reale dell'energia" indica il rapporto tra la componente energetica dello IAPC e l'indice IAPC complessivo. Le ragioni di scambio sono approssimate dal rapporto tra il deflatore del PIL e il deflatore dei consumi privati.

**Per determinare l'impatto sulla spesa per consumi degli shock dal lato dell'offerta di energia si può utilizzare un modello autoregressivo vettoriale strutturale (structural vector autoregression, SVAR).** Il modello SVAR include il rapporto tra il deflatore del PIL e il deflatore dei consumi privati come indicatore delle ragioni di scambio, lo IAPC, il PIL in termini reali, l'Euribor a tre mesi e, alternativamente, i consumi privati totali o i consumi di beni durevoli, non durevoli o servizi. Per individuare le determinanti economiche strutturali si utilizzano restrizioni di segno alle risposte relative all'impatto delle variabili del modello. Nel determinare lo shock dal lato dell'offerta di energia, il modello ipotizza un deterioramento inatteso dell'offerta di energia derivante da un deterioramento inatteso delle ragioni di scambio (ossia un aumento dei prezzi reali dell'energia) che genera un impatto positivo immediato sull'inflazione e un effetto negativo immediato sull'attività economica reale e sulla spesa per consumi<sup>6</sup>.

**Negli ultimi trimestri gli shock dal lato dell'offerta di energia hanno gravato considerevolmente sulla spesa per consumi in termini reali, in particolare per quanto riguarda i beni durevoli.** Negli ultimi trimestri i consumi privati totali hanno risentito notevolmente degli shock dal lato dell'offerta di energia (cfr. il grafico C). Le singole componenti di consumo sono però state interessate in misura diversa. Gli shock dal lato dell'offerta di energia hanno avuto un impatto negativo trascurabile sul consumo di servizi, che sono aumentati sensibilmente a seguito della riapertura dell'economia nella primavera del 2022, mentre hanno avuto ripercussioni negative più ampie ed evidenti sui consumi di beni non durevoli, e soprattutto su quelli di beni durevoli, in linea con le debolezze osservate negli ultimi trimestri. Le ricadute

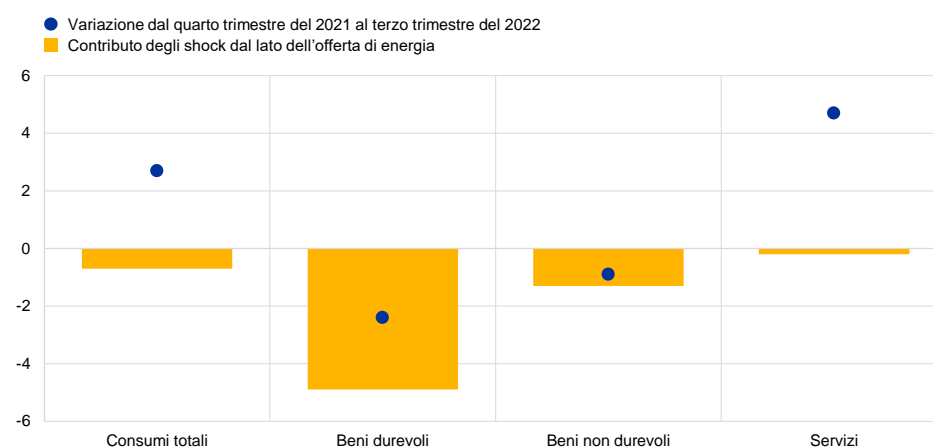
<sup>6</sup> Il modello individua inoltre uno shock dal lato della domanda aggregata, uno shock dal lato dell'offerta aggregata, uno shock di politica monetaria e uno shock residuo tali da garantire che tutti gli altri shock rappresentati nel modello non si comportino come lo shock ai prezzi dell'energia. Le restrizioni imposte sono in linea con la letteratura sull'individuazione degli shock ai prezzi dell'energia rispetto ad altri shock strutturali; cfr., ad esempio, Conti, A.M., Neri, S. e Nobili, A., "Low inflation and monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2005, BCE, 2017.

relativamente marcate dell'aumento dei prezzi dell'energia sul consumo di beni durevoli sono probabilmente dovute al fatto che le famiglie riescono a utilizzare le scorte di beni durevoli che hanno a disposizione senza che ciò incida immediatamente sul loro benessere<sup>7</sup>. Inoltre, data l'acuita incertezza connessa alle oscillazioni dei prezzi dei beni energetici, le famiglie potrebbero aver deciso di rinviare acquisti irrevocabili di beni durevoli<sup>8</sup>.

### Grafico C

#### Impatto degli shock dal lato dell'offerta di energia sulla spesa per consumi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i risultati si basano su quattro singoli modelli autoregressivi vettoriali strutturali (SVAR) individuati con restrizioni di segno. Ciascun modello include il rapporto tra il deflatore del PIL e il deflatore dei consumi privati in quanto indicatore delle ragioni di scambio, lo IAPC, il PIL in termini reali, l'Euribor a tre mesi e, alternativamente, i consumi privati totali o i consumi di beni durevoli, non durevoli o servizi. I modelli sono stimati sulla base di dati trimestrali (espressi come variazioni percentuali sul periodo precedente, fatta eccezione per il tasso Euribor a tre mesi). Il campione copre il periodo che va dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2019 per evitare che le oscillazioni dell'economia fuori dalla norma registrate durante la pandemia di COVID-19 influiscano sulla stima dei coefficienti del modello. I beni non durevoli includono i beni semidurevoli.

**Nei trimestri a venire l'aumento dei prezzi dell'energia continuerà a gravare sulla spesa per consumi in termini reali.** Poiché tanto i prezzi dei beni energetici quanto l'incertezza si confermano elevati, è probabile che il reddito disponibile reale delle famiglie diminuisca ulteriormente alla fine dell'anno, con ripercussioni negative sulla spesa per consumi, in particolare per i beni durevoli, nonostante il probabile impatto positivo di un ulteriore riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta. Malgrado la relativa capacità di tenuta mostrata a fronte dei rincari dell'energia, è probabile che anche i consumi di servizi si indeboliscano man mano che l'effetto delle riaperture si affievolisce. Nel complesso, questa dinamica indica consumi notevolmente più contenuti nel breve periodo, in linea con le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2022 formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema.

<sup>7</sup> Cfr. Browning, M. e Crossley, T.F., "Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss", *Journal of the European Economic Association*, vol. 34, n. 6, 2009.

<sup>8</sup> Cfr. Edelstein, P. e Kilian, L., "How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n. 6, 2009, pagg. 766-779. Per una panoramica del ruolo svolto dai beni durevoli in quanto determinante congiunturale, cfr. l'articolo 1 *Il consumo di beni durevoli nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

## Andamenti salariali nei paesi dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia

a cura di Katalin Bodnár e Julien Le Roux

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) e le relative azioni di risposta adottate hanno fortemente inciso sugli indicatori di crescita salariale in tutti i paesi dell'area dell'euro<sup>1</sup>.** Il presente riquadro analizza gli andamenti dei redditi per occupato e per ora lavorata osservati nei vari paesi dall'inizio della pandemia. A fronte di uno shock dello stesso tipo per tutti i paesi, l'impatto è stato diverso. Ciò è dovuto, tra le altre cose, agli effetti della pandemia sui diversi settori, quali i servizi ad alta intensità di contatti (in particolare il turismo). Analogamente, mentre il tipo di risposta è stato lo stesso in tutti i paesi con l'adozione di misure di tutela dell'occupazione, tali provvedimenti hanno presentato marcate differenze in termini sia di caratteristiche, sia di quota di lavoratori interessati. In generale, all'inizio della pandemia il conseguente rallentamento economico ha causato un forte adeguamento al ribasso dell'input di lavoro tra i vari paesi, che si è comunque manifestato in larga misura con la diminuzione delle ore lavorate per persona, piuttosto che con cali dell'occupazione. A sua volta, tale diminuzione, a fronte di una parziale retribuzione delle ore non lavorate, ha comportato un calo generalizzato del reddito per occupato, mentre il reddito per ora lavorata ha perfino registrato un temporaneo aumento<sup>2</sup>.

**Le differenze nelle misure di integrazione salariale adottate dai paesi hanno contribuito all'eterogeneità degli andamenti del mercato del lavoro e delle retribuzioni.** Tali misure differivano per caratteristiche, copertura ed entità del sussidio corrisposto. Nella maggior parte dei paesi si sono concretizzate in regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro o di cassa integrazione<sup>3</sup>. La principale differenza consiste nel fatto che nella prima tipologia gli occupati hanno lavorato per un numero di ore inferiore a quello previsto dal contratto, mentre nei regimi di cassa integrazione gli occupati non hanno lavorato, pur mantenendo il proprio contratto di impiego ("licenziamenti temporanei")<sup>4</sup>. In entrambi i casi la perdita di reddito che di norma sarebbe derivata dalla riduzione delle ore lavorate per occupato è stata compensata interamente o parzialmente dal rispettivo governo nazionale.

<sup>1</sup> Cfr. inoltre l'articolo 2 *Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia* in questo numero del Bollettino.

<sup>2</sup> Cfr. l'articolo 2 *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Per la classificazione delle misure di integrazione salariale, cfr. Drahokoupil, J. e Müller, T., "[Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic](#)", *Working paper*, n. 07, 2021, European Trade Union Institute, 2021, e Eurofound, "[COVID-19: Implications for employment and working life](#)", serie COVID-19, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, 2021. Va notato, tuttavia, che la classificazione delle misure di integrazione salariale potrebbe variare lievemente tra le pubblicazioni. In questa sede viene adottato il sistema istituito da Drahokoupil e Müller. Per l'impatto dei diversi tipi di misure di integrazione salariale sulle statistiche sul costo del lavoro, cfr. la *Nota metodologica* dell'Eurostat: [Labour cost statistics - guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#), 24 aprile 2020.

<sup>4</sup> Per "licenziamento temporaneo" si intende la fattispecie in cui i lavoratori sono considerati disoccupati, ma mantengono il proprio contratto di impiego con l'impresa e possono pertanto tornare alla propria occupazione precedente alle stesse condizioni.

La maggior parte dei regimi ha previsto una remunerazione pari solo a una parte della retribuzione mensile completa e l'entità del sussidio variava con la riduzione delle ore lavorate. I regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro prevedevano che i datori di lavoro ricevessero un sostegno finanziario sulla base delle ore non lavorate dai propri dipendenti, che hanno ricevuto una percentuale della propria retribuzione indipendentemente dal numero effettivo di ore lavorate. Pertanto tali trasferimenti sono stati conteggiati come parte del reddito da lavoro dipendente. Per contro, nell'ambito dei regimi di cassa integrazione le imprese potevano avvalersi dei licenziamenti temporanei e per le ore non lavorate i dipendenti hanno ricevuto dei sussidi, direttamente dai governi oppure tramite i datori di lavoro. Tali sussidi non sono stati conteggiati come parte dei redditi da lavoro dipendente<sup>5</sup>. Solo un numero esiguo di paesi ha adottato regimi che prevedessero sussidi salariali a favore dei datori di lavoro senza un nesso con le variazioni del numero di ore lavorate per occupato<sup>6</sup>. Alcuni paesi dell'area dell'euro hanno fatto anche ricorso a diversi regimi paralleli o hanno cambiato il regime adottato nel corso della crisi pandemica.

**Dopo due anni e mezzo dall'insorgere della pandemia si è registrato un notevole allentamento del forte impatto iniziale delle ore lavorate per persona sul reddito per occupato.** Il grafico A mostra la variazione percentuale del reddito per occupato mettendo a confronto il livello precedente la crisi rispettivamente con il secondo trimestre del 2020 (il punto minimo della crisi per la maggior parte dei paesi) e il terzo trimestre del 2022 (il punto che corrisponde agli ultimi dati disponibili). La variazione iniziale era prevalentemente al ribasso, in un intervallo compreso tra -10,9 per cento in Italia e 3,1 per cento nei Paesi Bassi (cfr. il pannello a) del grafico A). Dato il forte calo delle ore, il reddito per ora lavorata è generalmente aumentato. La variazione registrata nel terzo trimestre del 2022 era compresa in un intervallo tra il 2,9 per cento in Grecia e il 29,3 per cento in Estonia (cfr. il pannello b) del grafico A). Confrontando i dati più recenti con quelli precedenti la pandemia, il reddito per ora lavorata ha rappresentato la determinante principale degli aumenti cumulati del reddito per occupato in tutti i paesi. In alcune giurisdizioni questo fenomeno è stato accompagnato da una riduzione delle ore lavorate per occupato. Tale quadro aggregato non implica necessariamente che il reddito per ora lavorata dei singoli occupati sia sempre cresciuto. Tra gli altri fattori, potrebbe riflettere la variazione nella composizione dell'occupazione. Né la variazione cumulata del reddito per occupato né la scomposizione dei salari per retribuzione oraria e per ore lavorate per occupato sono chiaramente collegate alla tipologia di misura di integrazione salariale adottata. Altri fattori, quali le condizioni specifiche delle misure (in termini di criteri di accesso, copertura settoriale, durata, ecc.), sono stati più rilevanti per il grado di adeguamento dell'input di lavoro e dei salari. Ad esempio, l'adeguamento delle ore lavorate per occupato dopo l'inizio della

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 6 *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibili* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

<sup>6</sup> I Paesi Bassi si sono avvalsi di un sistema ibrido per cui l'entità del sussidio era proporzionale alla diminuzione del reddito. Cfr. anche *Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond*, OCSE, 2020.

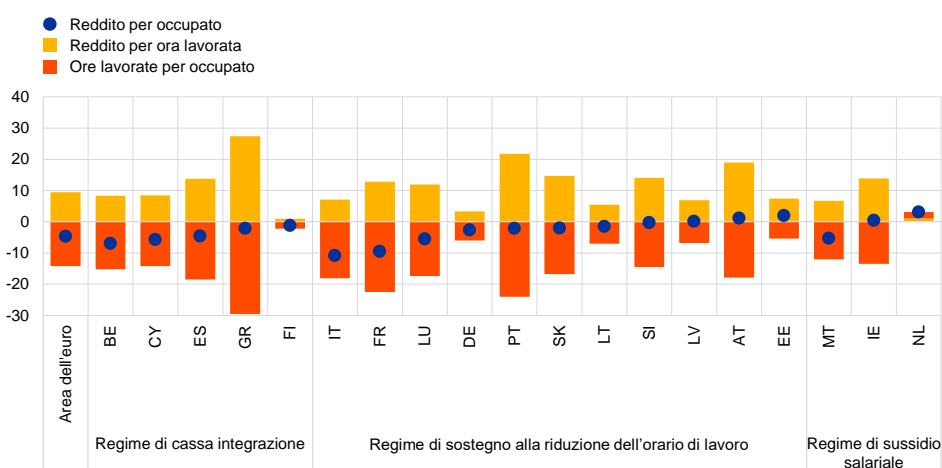
pandemia è stato tendenzialmente maggiore quando la misura includeva l'opzione o l'obbligo di sospensione totale della prestazione lavorativa<sup>7</sup>.

## Grafico A

### Reddito per occupato e sua scomposizione durante la pandemia

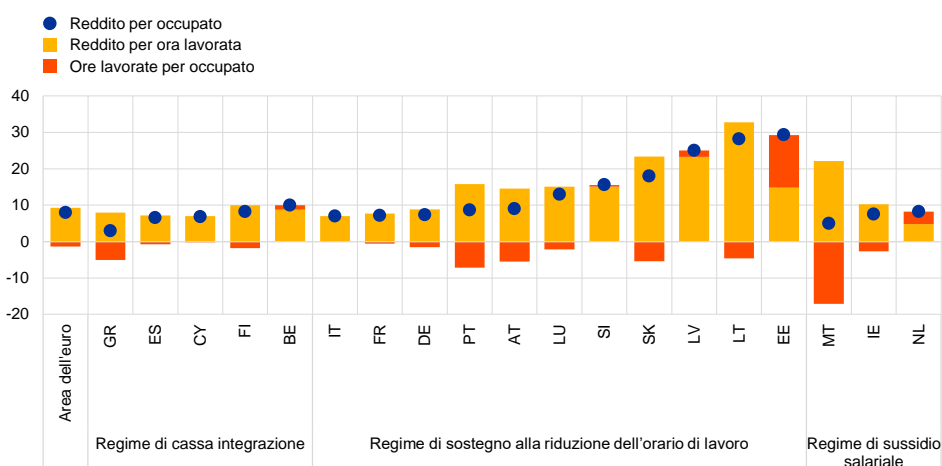
#### a) Variazione nel secondo trimestre del 2020 rispetto al quarto trimestre del 2019

(crescita percentuale e contributi in punti percentuali)



#### b) Variazione nel terzo trimestre del 2022 rispetto al quarto trimestre del 2019

(crescita percentuale e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022 per l'Irlanda, al secondo trimestre per l'Italia e i Paesi Bassi e al terzo trimestre per gli altri paesi.

**Nonostante l'entità dello shock pandemico e il differente impatto che può avere avuto nei diversi settori, le variazioni nella composizione settoriale della crescita salariale sembrano di fatto limitate nei diversi paesi.** Dal momento che lo shock è stato di portata storica, ci si sarebbe potuto attendere che le variazioni nella composizione delle forze di lavoro incidessero sulla crescita salariale aggregata. Tale è il caso, ad esempio, quando uno shock colpisce in misura diversa settori con salari più o meno elevati. Data la mancanza di microdati dettagliati comparabili tra paesi per il periodo della pandemia, tali variazioni possono essere

<sup>7</sup> Anche altri fattori hanno influito sull'adeguamento dell'input di lavoro; ad esempio, l'occupazione è stata relativamente ampia in Spagna, dove la quota di contratti a tempo determinato è elevata.

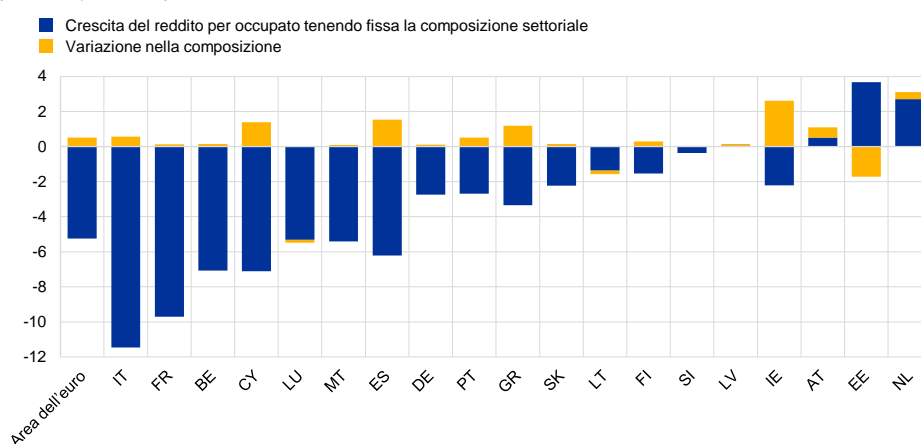
esaminate solo ai livelli settoriali generali disponibili nei conti nazionali. Questi mostrano che, nella maggior parte dei paesi, gli effetti di composizione sulla crescita salariale complessiva sono rimasti contenuti (cfr. il grafico B)<sup>8</sup>. Essi hanno determinato un aumento della crescita salariale, giacché è diminuita la quota di occupazione nei settori con livelli salariali più bassi, soprattutto nei servizi ad alta intensità di contatti, mentre è aumentata quella nei settori con livello salariale più elevato (più spesso settori a bassa intensità di contatti)<sup>9</sup>.

## Grafico B

### Effetti di composizione settoriale sulla crescita del reddito per occupato

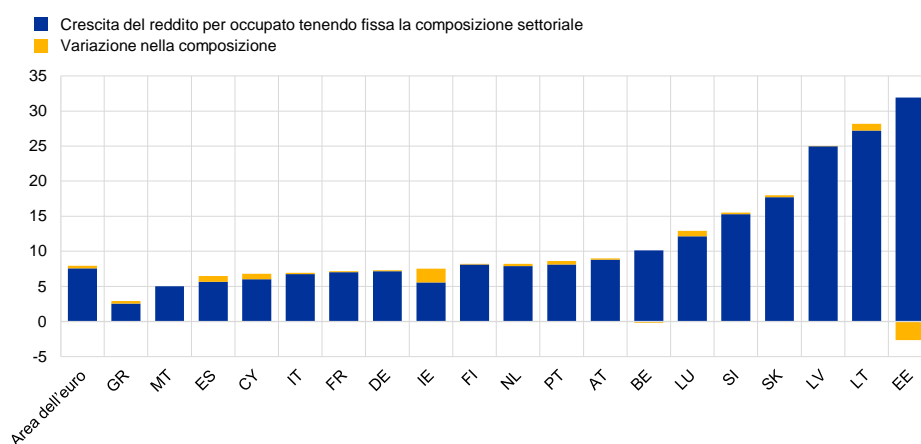
#### a) Secondo trimestre del 2020 rispetto al quarto trimestre del 2019

(variazione percentuale)



#### b) Terzo trimestre del 2022 rispetto al quarto trimestre del 2019

(variazione percentuale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022 per l'Irlanda, al secondo trimestre per l'Italia e i Paesi Bassi e al terzo trimestre per gli altri paesi. La crescita del reddito per occupato tenendo fissa la composizione settoriale è calcolata utilizzando le quote dell'occupazione per settore, invariate al quarto trimestre del 2019. Per tale calcolo sono utilizzati i settori NACE 10.

<sup>8</sup> Ciò è anche in linea con i risultati della crisi finanziaria mondiale. Cfr. *Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari nell'area dell'euro* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

<sup>9</sup> Analogamente, le variazioni nella composizione della crescita del reddito per ora lavorata sono rimaste contenute, sebbene nel complesso superiori a quelle del reddito per occupato.

**L'impatto delle determinanti tipiche dell'inflazione salariale, come la crescita della produttività o il grado di rigidità sul mercato del lavoro, è stato celato da quello delle misure di integrazione salariale.** Tali fattori, tuttavia, continuano a operare nel contesto e potrebbero contribuire a spiegare la diversa entità della crescita salariale<sup>10</sup>. Ad esempio, i forti incrementi di produttività osservati negli Stati baltici potrebbero aver sostenuto forti incrementi salariali una volta attenuati gli effetti immediati della pandemia<sup>11</sup>. Analogamente, le diverse situazioni del mercato del lavoro, dovute ad esempio a specializzazioni settoriali o a fattori demografici, potrebbero aver determinato variazioni salariali diverse. Pertanto, nei paesi con i tassi di disoccupazione più elevati anche la crescita salariale è stata la più moderata durante l'intero periodo successivo alla pandemia. Tuttavia, stabilire una solida relazione tra salari, produttività e capacità produttiva inutilizzata nel mercato del lavoro è difficile date le distorsioni in atto, nonché le diverse istituzioni e condizioni presenti nel mercato del lavoro prima della pandemia.

**Nel contesto della ripresa dalla crisi sanitaria, l'impatto distorsivo delle misure di integrazione salariale sulla crescita salariale ha iniziato a venir meno nei paesi dell'area dell'euro.** Se nel secondo trimestre del 2020 i lavoratori soggetti a misure di integrazione salariale costituivano oltre il 15 per cento delle forze di lavoro dell'area dell'euro, si ritiene che attualmente tale quota sia inferiore all'1 per cento nel terzo trimestre del 2022, contribuendo in tal modo a una minore distorsione nella misurazione dei salari. Tuttavia, con il venir meno della pandemia, l'impennata dell'inflazione ha assunto rilevanza in tutti i paesi come un fattore che influenza la crescita salariale, con una forte eterogeneità nei diversi paesi in termini di entità dell'inflazione e trasmissione ai salari. Tali differenze derivano dalla fissazione dei salari e da altre caratteristiche strutturali, dalle diverse misure adottate dai governi che influiscono sull'inflazione, dai salari e dai diversi cicli economici dei paesi. Questi fattori, in futuro, potrebbero ancora una volta costituire una rinnovata fonte di differenze tra paesi nella dinamica salariale.

---

<sup>10</sup> Cfr. il riquadro 4 *L'impatto della pandemia di COVID-19 sulla crescita della produttività del lavoro* nel numero 7/2021 di questo Bollettino. L'aumento dell'intensità di capitale e gli investimenti, che sono una determinante della produttività del lavoro, sono risultati in qualche misura diversi nei vari paesi durante la pandemia di COVID-19; cfr. ad esempio l'articolo 1 *La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi* nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

<sup>11</sup> Cfr. ad esempio, *Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania*, Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, aprile 2022.

## 5 L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE

a cura di Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund e Timo Reinelt

**Il presente riquadro indaga il modo in cui i fabbisogni finanziari delle imprese nell'area dell'euro e le loro aspettative sulla disponibilità futura di finanziamenti sono connessi agli andamenti macroeconomici attuali e prospettici.**

La progressiva normalizzazione della politica monetaria sta gradualmente inasprando le condizioni di finanziamento e influenzando l'offerta di credito nell'ambito del regolare meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Un argomento di primaria importanza è l'impatto delle variazioni nelle condizioni e nell'accesso al finanziamento sulla crescita a livello di impresa e aggregata. L'indagine sull'accesso delle imprese ai finanziamenti ([Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE](#)) fornisce informazioni dettagliate in merito alle condizioni di finanziamento delle imprese nell'area dell'euro. L'indagine SAFE è condotta due volte l'anno dal 2009 e rileva le segnalazioni di circa diecimila imprese in tutta l'area dell'euro. Il presente riquadro analizza il nesso esistente tra gli andamenti macroeconomici e due indicatori fondamentali dell'indagine SAFE: la variazione del fabbisogno finanziario esterno, definita come la differenza tra la variazione della domanda e quella della disponibilità di finanziamento esterno, e la variazione delle aspettative delle imprese sulla disponibilità di prestiti bancari<sup>1</sup>.

**Nell'attuale congiuntura le imprese dell'area dell'euro segnalano un incremento dei propri fabbisogni finanziari e si aspettano una diminuzione della disponibilità futura di prestiti bancari (cfr. il grafico A).** Dall'avvio dell'indagine SAFE nel 2009 vi è stata in genere una relazione negativa tra le variazioni del fabbisogno finanziario e le aspettative circa la futura disponibilità di prestiti bancari. Inoltre, un'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro (ossia tassi di crescita del PIL in termini reali positivi) ha generalmente coinciso con un calo del fabbisogno finanziario delle imprese, nonché con un maggiore ottimismo da parte di queste ultime circa la futura disponibilità di prestiti bancari. In passato l'andamento di questi indicatori è stato influenzato dal ciclo economico dell'area dell'euro, nonché dalla politica monetaria della BCE. Durante la crisi del debito sovrano tra il 2011 e il 2013, i fabbisogni finanziari delle imprese dell'area dell'euro sono aumentati notevolmente, a indicare le loro difficoltà nel coprire le proprie esigenze di finanziamento esterno. Successivamente, sostenuti dall'allentamento della politica monetaria da parte della BCE, i fabbisogni finanziari si sono gradualmente ridotti e sono migliorate le aspettative circa la disponibilità di prestiti bancari. Dopo la diffusione della pandemia di coronavirus (COVID-19) nel 2020, le condizioni di finanziamento hanno subito un netto peggioramento, ma sono state nuovamente stabilizzate grazie al sostegno offerto dalla politica monetaria e dal settore pubblico. Tale peggioramento è pertanto stato solo transitorio. Più di recente,

<sup>1</sup> I prestiti bancari rappresentano la fonte di finanziamento esterno più ampiamente utilizzata dalle imprese dell'area dell'euro.

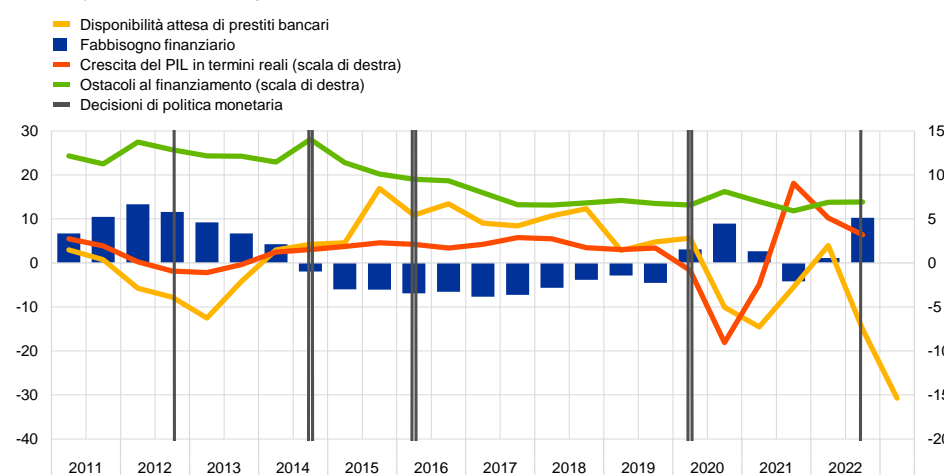


in un contesto caratterizzato da un indebolimento della crescita economica, un aumento dell'inflazione e una normalizzazione della politica monetaria, le imprese hanno iniziato a segnalare un incremento dei propri fabbisogni finanziari e ad attendersi una minore disponibilità di prestiti bancari per il periodo compreso tra ottobre 2022 e marzo 2023.

### Grafico A

Variazioni del fabbisogno finanziario, della disponibilità attesa di prestiti bancari e degli ostacoli al finanziamento in base alle segnalazioni delle imprese dell'area dell'euro e andamento della crescita del PIL in termini reali dell'area

(saldi netti ponderati del fabbisogno di finanziamento esterno, variazioni percentuali nette della disponibilità attesa di finanziamento, variazioni percentuali annualizzate)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea ed Eurostat.

Note: l'indicatore del fabbisogno finanziario combina le esigenze di finanziamento con la disponibilità di prestiti bancari a livello di impresa. Per ciascuno dei cinque strumenti di finanziamento, l'indicatore della variazione percepita nel fabbisogno finanziario assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno finanziario. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. La prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions, OMT); la seconda individua l'avvio della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) e della politica dei tassi di interesse negativi della BCE; la terza indica l'avvio delle OMRLT-II e del programma di acquisto di attività del settore societario; la quarta corrisponde all'avvio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica e delle OMRLT-III; l'ultima linea verticale grigia segnala l'aumento di 50 punti base dei tre tassi di interesse di riferimento della BCE e l'approvazione dello strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (Transmission Protection Instrument, TPI) a luglio 2022.

**Tuttavia, nonostante i recenti aumenti del costo dei prestiti, le imprese dell'area dell'euro non erano ancora particolarmente preoccupate per l'accesso al credito (cfr. il grafico A).** Nell'ultima edizione dell'indagine la percentuale di imprese che segnalava ostacoli all'ottenimento di prestiti bancari è rimasta pressoché invariata rispetto alle precedenti edizioni, principalmente perché le banche hanno continuato a mostrarsi disponibili a concedere crediti<sup>2</sup>.

**Un inasprimento della politica monetaria aumenta i fabbisogni finanziari delle imprese e ne peggiora le aspettative in merito alla futura disponibilità di prestiti bancari (cfr. il grafico B).** Un esercizio econometrico consente una migliore

<sup>2</sup> Un indicatore degli ostacoli al finanziamento si ottiene sommando le percentuali di imprese le cui richieste di prestito sono state rifiutate, soddisfatte solo in parte o hanno dato luogo a offerte non accettate dalle stesse imprese a causa dei costi troppo elevati, nonché la percentuale di imprese che non ha richiesto prestiti per timore di un diniego. Cfr. l'indagine sull'accesso delle imprese ai finanziamenti nell'area dell'euro relativa al periodo compreso tra ottobre 2021 e marzo 2022 (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022), BCE, giugno 2022.

valutazione quantitativa della trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento delle imprese. Esso si basa su proiezioni locali<sup>3</sup>, che stimano la risposta dei fabbisogni finanziari delle imprese e delle loro aspettative circa la futura disponibilità dei prestiti bancari (misurati a livello aggregato da saldi netti tra le imprese) a determinati shock di politica monetaria<sup>4</sup>. In questa sede gli shock di politica monetaria sono misurati dal fattore “obiettivo” di Altavilla et al. (2019), che rileva gli andamenti inattesi dei tassi di interesse nel segmento a breve della curva dei rendimenti in occasione degli annunci di politica monetaria da parte della BCE<sup>5</sup>. Il grafico B mostra l’effetto significativo che gli shock di politica monetaria hanno sui fabbisogni finanziari delle imprese e sulle loro aspettative circa la futura disponibilità di prestiti bancari entro un orizzonte temporale di due anni. In particolare, si stima che uno shock di politica monetaria pari a una deviazione standard, che equivale a uno shock di 4 punti base al tasso OIS a un mese, determini un aumento del fabbisogno finanziario medio delle imprese pari a circa 3 punti percentuali in sei mesi<sup>6</sup>; si consideri, a titolo di confronto, che la deviazione standard della variazione del fabbisogno finanziario è stata pari al 7 per cento dal 2009. Lo stesso shock determina un calo di 5 punti percentuali nella quota netta di imprese che si attendono un aumento della disponibilità di prestiti bancari. Gli effetti persistono fino a due anni dopo lo shock, a indicare come la politica monetaria si ripercuota sulle condizioni di finanziamento delle imprese mediante l’offerta di credito. Tali evidenze confermano quelle di studi precedenti secondo cui le aspettative di finanziamento svolgono un ruolo importante nel canale di trasmissione della politica monetaria legato al credito bancario<sup>7</sup>. Al mutare delle effettive condizioni creditizie si modifica anche l’interazione tra le variazioni della disponibilità e della domanda di prestiti bancari.

<sup>3</sup> Cfr. Jorda, Oscar, “[Estimation and inference of impulse responses by local projections](#)”, *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, marzo 2005, pagg. 161-182.

<sup>4</sup> La proiezione locale si esegue tramite una serie di regressioni specificate da  $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$  per  $h = 0, \dots, 4$ , dove  $y_t$  rappresenta le variazioni del fabbisogno finanziario o delle aspettative di finanziamento, rispettivamente, sulla base dell’indagine SAFE nell’edizione  $t$ . I coefficienti  $\{b^h\}$  rispecchiano la funzione di risposta all’impulso del fabbisogno finanziario o delle aspettative circa la futura disponibilità di prestiti bancari a un determinato shock di politica monetaria  $\varepsilon_t^{MP}$ .

<sup>5</sup> Lo shock si applica bene a questo contesto, in quanto le società non finanziarie di norma ricorrono al finanziamento bancario con tassi di interesse fissati per meno di un anno. Nel campione considerato in questa sede il fattore “obiettivo” varia in un intervallo compreso tra -8,6 e 10,4 punti base. Cfr. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gurkaynak, R. S., Motto, R., e Ragusa, G., “[Measuring euro area monetary policy](#)”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, dicembre 2019, pagg. 162-179.

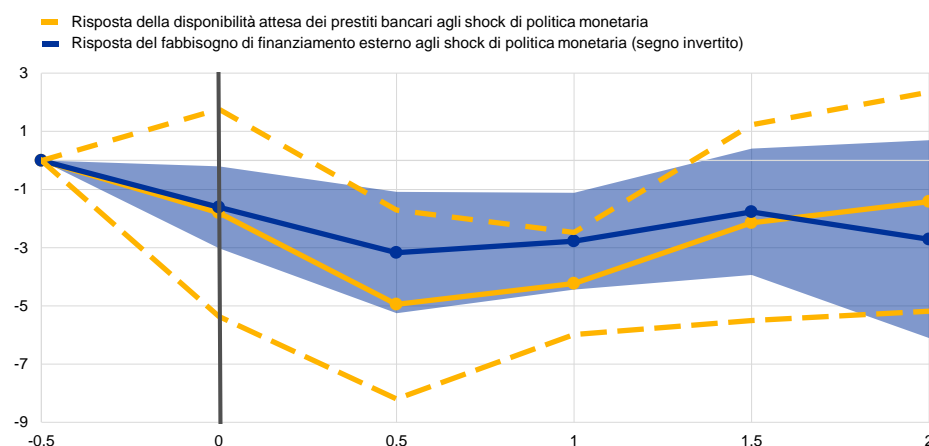
<sup>6</sup> Per interpretare l’entità di tale stima, si consideri che lo shock più ampio di politica monetaria al tasso OIS a un mese è pari a circa 10 punti base per il campione considerato.

<sup>7</sup> Cfr. Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G., “[Unconventional monetary policy, funding expectations, and firm decisions](#)”, *European Economic Review*, vol. 149, ottobre 2022.

## Grafico B

### Risposta a un determinato shock di politica monetaria dei fabbisogni finanziari delle imprese e delle loro aspettative circa la futura disponibilità di prestiti bancari

(asse delle ascisse: anni successivi allo shock; asse delle ordinate: variazioni in punti percentuali rispetto al periodo precedente lo shock)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, Altavilla et al. (2019), elaborazioni della BCE.

Note: risposta dei fabbisogni finanziari delle imprese e della percentuale netta di imprese che segnalano di attendersi un aumento della disponibilità di prestiti bancari nei sei mesi successivi a uno shock di politica monetaria pari a una deviazione standard. Lo shock impiegato corrisponde al fattore obiettivo di Altavilla et al. (2019), che rileva gli andamenti inattesi della politica monetaria nel segmento a brevissimo della curva del tasso OIS dei rendimenti in occasione e nel periodo degli annunci di politica monetaria da parte della BCE. L'effetto degli shock di politica monetaria sulle variabili dell'indagine SAFE è stimato sulla base di proiezioni locali (Jorda, 2005). L'area ombreggiata e quella compresa tra le linee tratteggiate rappresentano intervalli di confidenza pari al 95 per cento, sulla base di Newey-West.

### A fronte di un aumento dei fabbisogni finanziari, le imprese tendono a preoccuparsi maggiormente del futuro accesso al finanziamento, a suggerire che le variazioni nei fabbisogni finanziari incidono sulle prospettive di crescita delle imprese (cfr. il grafico C).

Al fine di valutare se la variazione delle condizioni di finanziamento influisca sull'economia reale, un modo semplice consiste nell'analizzarne l'effetto sul clima di fiducia delle imprese. L'indagine SAFE rileva il clima di fiducia chiedendo alle imprese di indicare in quale misura nutrano timori riguardo all'accesso ai finanziamenti<sup>8</sup>. Nel complesso, negli ultimi anni le imprese non hanno considerato l'accesso al credito come la loro preoccupazione principale, probabilmente per effetto del lungo periodo di accomodamento monetario<sup>9</sup>. Tale circostanza potrebbe tuttavia cambiare con la normalizzazione della politica monetaria. Impiegando dati a livello di impresa si studia la relazione tra i fabbisogni finanziari e le preoccupazioni delle imprese circa l'accesso al finanziamento. Il grafico C mostra la correlazione tra i fabbisogni finanziari e il grado di preoccupazione relativamente all'accesso al finanziamento. Tale correlazione si ottiene raggruppando in intervalli le risposte delle imprese dal 2009, in base a quanto esse si ritengono preoccupate riguardo all'accesso al finanziamento, al netto della variazione comune a livello paese e tempo e calcolando il valore medio di

<sup>8</sup> Le imprese forniscono una risposta su una scala che va da 1 (per nulla importante) a 10 (estremamente importante) in merito al finanziamento, nonché ad alcune altre fonti di preoccupazione. L'indicatore ricavato normalmente viene impiegato per rilevare l'importanza relativa del finanziamento rispetto ad altri problemi delle imprese, quali l'aumento dei costi di produzione o della manodopera o le difficoltà nella ricerca di clienti.

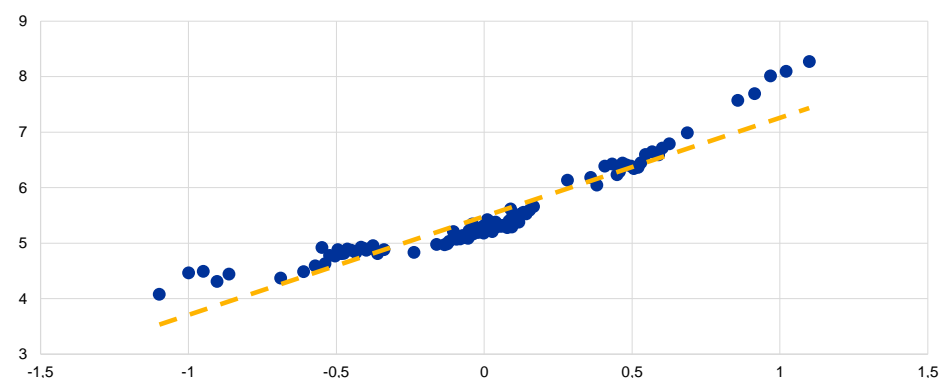
<sup>9</sup> Cfr. l'indagine sull'accesso delle imprese ai finanziamenti nell'area dell'euro relativa al periodo compreso tra ottobre 2021 e marzo 2022 (*Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022*), BCE, giugno 2022.

preoccupazione per il finanziamento specifico all'interno dell'intervallo. La correlazione positiva indica che le imprese con ampi fabbisogni finanziari nutrono preoccupazioni più pressanti riguardo l'accesso al finanziamento. Pertanto i fabbisogni finanziari dimostrano di avere un ruolo nel clima di fiducia complessivo delle imprese ed è plausibile che essi possano incidere sulle loro prospettive di crescita futura.

### Grafico C

#### Relazione esistente tra le preoccupazioni relative all'accesso al finanziamento e i fabbisogni finanziari a livello di impresa

(asse delle ascisse: variazione residualizzata del fabbisogno di finanziamento esterno; asse delle ordinate: grado residualizzato di preoccupazione)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.

Note: grafico di dispersione a intervalli del fabbisogno finanziario di prestiti bancari rapportato al grado di preoccupazione delle imprese circa l'accesso al finanziamento, controllando per gli effetti fissi a livello di interazione tra paese e tempo.

**I fabbisogni finanziari e le aspettative circa la disponibilità di prestiti bancari sono connessi alla crescita corrente e futura del PIL in termini reali.** Sebbene la disponibilità di finanziamento esterno delle imprese ne influenzi il clima di fiducia, è importante studiare il nesso con gli andamenti macroeconomici. Mediante l'utilizzo di proiezioni locali si stima l'andamento medio della crescita del PIL dell'area dell'euro a seguito delle variazioni nette del fabbisogno di finanziamento e delle aspettative desunte dall'indagine SAFE come indicatori delle variazioni delle condizioni di finanziamento<sup>10</sup>. Sebbene le stime non possano essere considerate effetti causali, esse forniscono un'indicazione degli andamenti futuri medi dopo una data variazione degli indicatori dell'indagine SAFE. Il grafico D mostra che nell'anno successivo a un aumento dell'indicatore di fabbisogno finanziario pari a 1 punto percentuale o a un peggioramento nel saldo delle aspettative circa la futura disponibilità di prestiti bancari, il PIL in termini reali dell'area dell'euro diminuisce, in media, dello 0,2 per cento circa in più che in assenza di variazione di questi indicatori di finanziamento, con un ulteriore lieve effetto durante l'anno seguente. Tali effetti sono stimati controllando per la crescita corrente e passata del PIL, utilizzando pertanto il contenuto informativo dell'indagine SAFE molto più che gli andamenti attualmente osservabili del ciclo economico. Gli effetti stimati sono persistenti, soprattutto se si considerano le variazioni delle aspettative delle imprese circa la disponibilità di finanziamenti. Ciò suggerisce che le variabili prospettive, una caratteristica

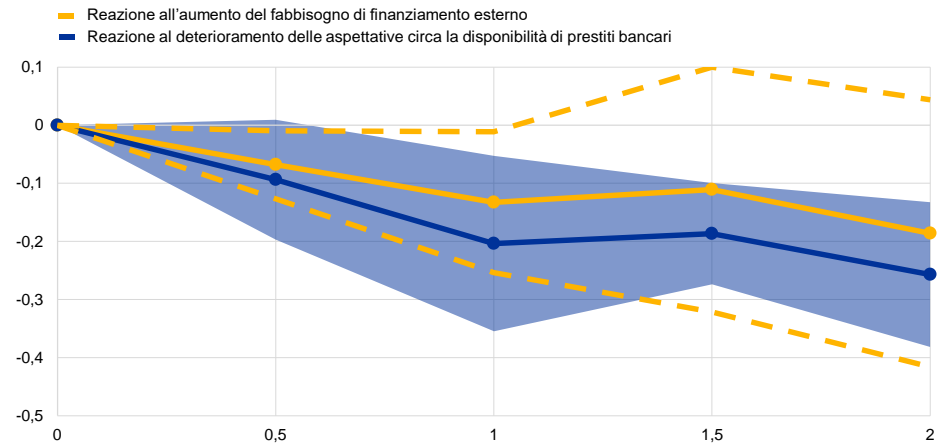
<sup>10</sup> Per un esercizio correlato che valuta la relazione esistente tra le informazioni desunte dall'indagine sul credito bancario e i volumi di prestito futuri, cfr. il riquadro 7 *Le informazioni sull'andamento futuro dei prestiti fornite dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

distintiva dell'indagine SAFE, contengono informazioni utili per comprendere l'evoluzione futura dell'economia dell'area dell'euro.

### Grafico D

Andamento medio del PIL in termini reali dell'area dell'euro a seguito di un deterioramento delle condizioni di finanziamento o della disponibilità attesa di prestiti bancari, rispetto all'assenza di deterioramento

(asse delle ascisse: anni successivi allo shock; asse delle ordinate: crescita cumulata in percentuale rispetto al periodo precedente lo shock)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.

Note: andamento medio cumulato del PIL in termini reali dell'area dell'euro a seguito di variazioni dei fabbisogni finanziari e della percentuale netta di imprese che segnalano di attendersi un aumento della disponibilità di prestiti bancari. Le proiezioni locali (Jorda, 2005) includono la crescita del PIL corrente e passata come variabili di controllo. L'area ombreggiata e quella compresa tra le linee tratteggiate rappresentano intervalli di confidenza pari al 95 per cento, sulla base di Newey-West.

## 6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 27 luglio al 1 novembre 2022

a cura di **Juliane Kinsele e Christian Lizarazo**

**Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2022.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'intervallo di tempo dal 27 luglio al 1° novembre 2022 ("periodo di riferimento"), che ha visto entrare in vigore gli aumenti dei tassi di riferimento della BCE.

**Al termine del periodo dei tassi di riferimento negativi, a luglio 2022, si sono osservate variazioni in diversi fattori autonomi – fra cui, in particolare, i depositi delle amministrazioni pubbliche – che hanno modificato la composizione della liquidità in eccesso.** I fattori autonomi netti sono diminuiti e, quando la BCE ha innalzato i tassi di interesse di riferimento di 50 punti base durante il quinto periodo di mantenimento, ponendo fine al periodo dei tassi negativi, e poi di nuovo di ulteriori 75 punti base durante il sesto periodo di mantenimento, si è verificato un riequilibrio del bilancio dell'Eurosistema.

**La liquidità in eccesso media nel sistema bancario dell'area dell'euro è cresciuta di 46,5 miliardi di euro durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento del 2022, raggiungendo un livello record di 4.569,7 miliardi di euro.** L'aumento generalizzato è stato determinato principalmente da un calo dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità. L'incremento si è verificato perlopiù durante il quinto periodo di mantenimento, in vista del passaggio ampiamente anticipato del tasso sui depositi presso la banca centrale in territorio positivo a partire dal sesto periodo di mantenimento. Nel contempo, la liquidità offerta tramite gli strumenti di politica monetaria è diminuita nel periodo di riferimento.

### Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 96,2 miliardi di euro, scendendo a 2.506,6 miliardi nel periodo di riferimento.**

Tale calo rispetto ai due periodi di mantenimento precedenti è quasi interamente attribuibile a una diminuzione pari a 100 miliardi di euro dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto quota 2.343,7 miliardi di euro, a sua volta riconducibile a un calo dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità (cfr. la voce "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A). Al tempo stesso, si è registrato un incremento solo marginale, di 3,8 miliardi di euro, delle riserve obbligatorie minime, fino a 162,9 miliardi di euro.

**Nel periodo di riferimento, sui fattori autonomi di assorbimento della liquidità ha inciso l'innalzamento dei tassi di riferimento da parte della BCE, che ne ha**

**provocato un calo pari a 105,3 miliardi di euro, fino a 3.280 miliardi, principalmente a fronte di una diminuzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche e delle banconote in circolazione.** I depositi delle amministrazioni pubbliche (cfr. la voce “Passività” della tavola A) sono scesi, in media, di 97,4 miliardi di euro durante il periodo di riferimento, a 545,3 miliardi, soprattutto nel corso del quinto periodo di mantenimento. Quando il periodo dei tassi di riferimento negativi si è concluso, a luglio 2022, e con le aspettative di un innalzamento del tasso sui depositi presso la banca centrale a un livello positivo nella riunione di settembre del Consiglio direttivo della BCE, gli uffici di gestione del debito hanno deciso di ridurre le loro riserve di liquidità presso l'Eurosistema, cercando soluzioni alternative per il collocamento dei fondi. Con l'ulteriore incremento dei tassi di riferimento a settembre e, in particolare, con l'innalzamento del tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,75 per cento, il Consiglio direttivo ha deciso di rimuovere temporaneamente il tetto del tasso di interesse nullo per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche, attribuendovi invece una remunerazione pari al tasso più basso tra quello sui depositi presso la banca centrale e quello in euro a breve termine (€STR). Tale misura dovrebbe rimanere in vigore fino al 30 aprile 2023. La decisione intendeva impedire un ulteriore brusco deflusso dei depositi delle amministrazioni pubbliche verso il mercato, che avrebbe potuto compromettere l'ordinata trasmissione della politica monetaria e il corretto funzionamento del mercato. In conseguenza di questa misura, l'ulteriore calo della media dei depositi delle amministrazioni pubbliche, di 17,2 miliardi di euro, fino a 536,7 miliardi, è stato solo moderato durante il sesto periodo di mantenimento. La media delle banconote in circolazione è diminuita di 22,3 miliardi di euro nel periodo di riferimento, scendendo a 1.574,5 miliardi. La fine del periodo dei tassi di riferimento negativi ha determinato, in particolare, la riduzione della disponibilità di banconote da parte delle banche. In precedenza, le banche avevano aumentato le quantità di cassa contante da esse detenute, nel contesto di tassi di riferimento negativi. Con il tasso sui depositi presso la banca centrale ora in territorio positivo tali disponibilità presentano un costo-opportunità, inducendo le banche a ottimizzare la gestione della loro liquidità, come è prontamente avvenuto tra la fine di giugno e la fine di ottobre con la riduzione di circa 40 miliardi di euro delle consistenze di cassa. L'immissione di liquidità attraverso il calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche e delle banconote in circolazione è stata solo marginalmente compensata da altri fattori autonomi, che sono aumentati di 14,5 miliardi di euro nel periodo di riferimento, raggiungendo 1.160,2 miliardi.

**I fattori autonomi di immissione di liquidità sono lievemente diminuiti, di 5,4 miliardi di euro, collocandosi a 936,6 miliardi.** L'aumento di 14,6 miliardi di euro delle attività nette sull'estero è stato più che compensato dal calo delle attività nette denominate in euro.

La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi<sup>1</sup> sopra illustrati e delle relative variazioni.

---

<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli sui fattori autonomi, cfr. l'articolo [La gestione della liquidità da parte della BCE](#) nel numero di maggio 2022 del Bollettino mensile della BCE.

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 27 luglio - 1° novembre 2022						Periodo di riferimento precedente: 20 aprile- 26 luglio 2022	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 27 luglio- 13 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 14 settembre - 1 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di assorbimento della liquidità</b>	3.280,0	(-105,3)	3.329,7	(-106,7)	3.230,3	(-99,4)	3.385,3	(+63,4)
Banconote in circolazione	1.574,5	(-22,3)	1.585,3	(-18,6)	1.563,7	(-21,6)	1.596,9	(+33,6)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>	1.160,2	(+14,5)	1.190,5	(+25,6)	1.129,9	(-60,6)	1.145,7	(+42,3)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>1.971,2</b>	<b>(-1.871,8)</b>	<b>3.774,7</b>	<b>(-7,8)</b>	<b>167,6</b>	<b>(-3.607,1)</b>	<b>3.843,0</b>	<b>(+84,3)</b>
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>2)</sup></b>	<b>162,9</b>	<b>(+3,8)</b>	<b>161,4</b>	<b>(+0,5)</b>	<b>164,4</b>	<b>(+3,0)</b>	<b>159,1</b>	<b>(+3,7)</b>
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	<b>2.598,5</b>	<b>(+1.918,3)</b>	<b>707,0</b>	<b>(+28,3)</b>	<b>4.490,0</b>	<b>(+3.783,0)</b>	<b>680,2</b>	<b>(-50,2)</b>
<b>Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento della liquidità</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Con la sospensione del sistema a due livelli, le informazioni sulla quota di riserva esente sono state rimosse dalla tavola.

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

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

#### Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 27 luglio - 1° novembre 2022						Periodo di riferimento precedente: 20 aprile- 26 luglio 2022	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 27 luglio- 13 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 14 settembre - 1 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di immissione di liquidità</b>	<b>936,6</b>	<b>(-5,4)</b>	<b>891,7</b>	<b>(-58,0)</b>	<b>981,6</b>	<b>(+89,8)</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>
Attività nette sull'estero	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Attività nette denominate in euro	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>7.076,3</b>	<b>(-49,6)</b>	<b>7.081,4</b>	<b>(-27,7)</b>	<b>7.071,0</b>	<b>(-10,4)</b>	<b>7.125,9</b>	<b>(+59,5)</b>
Operazioni di mercato aperto	7.076,3	(-49,6)	7.081,4	(-27,7)	7.071,0	(-10,4)	7.125,9	(+59,5)
Operazioni di credito	2.124,7	(-53,7)	2.126,6	(-23,7)	2.122,7	(-3,9)	2.178,3	(-22,5)
ORP	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
ORLT a tre mesi	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
OMRLT-III	2.118,7	(-55,9)	2.121,7	(-24,7)	2.115,7	(-6,0)	2.174,6	(-22,6)
ORLTEP	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Portafogli definitivi <sup>1)</sup>	4.951,6	(+4,0)	4.954,8	(-4,0)	4.948,3	(-6,6)	4.947,6	(+82,0)



	Periodo di riferimento attuale: 27 luglio - 1° novembre 2022						Periodo di riferimento precedente: 20 aprile - 26 luglio 2022	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 27 luglio - 13 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 14 settembre - 1 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

1) Con l'interruzione degli acquisti netti di attività, la scomposizione individuale dei portafogli definitivi non è più riportata.

### Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 27 luglio - 1° novembre 2022						Periodo di riferimento precedente: 20 aprile - 26 luglio 2022	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 27 luglio - 13 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 14 settembre - 1 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup>	2.506,6	(-96,2)	2.599,7	(-48,3)	2.413,4	(-186,4)	2.602,8	(+25,3)
Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>	2.343,7	(-100,0)	2.438,3	(-48,8)	2.249,0	(-189,3)	2.443,7	(+21,6)
Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>	4.569,7	(+46,5)	4.481,7	(+20,6)	4.657,6	(+175,9)	4.523,1	(+34,1)

Fonte: BCE.

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

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

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività.

In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

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

### Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 27 luglio - 1° novembre 2022						Periodo di riferimento precedente: 20 aprile - 26 luglio 2022	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 27 luglio - 13 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 14 settembre - 1 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
ORP	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Fonti: BCE.

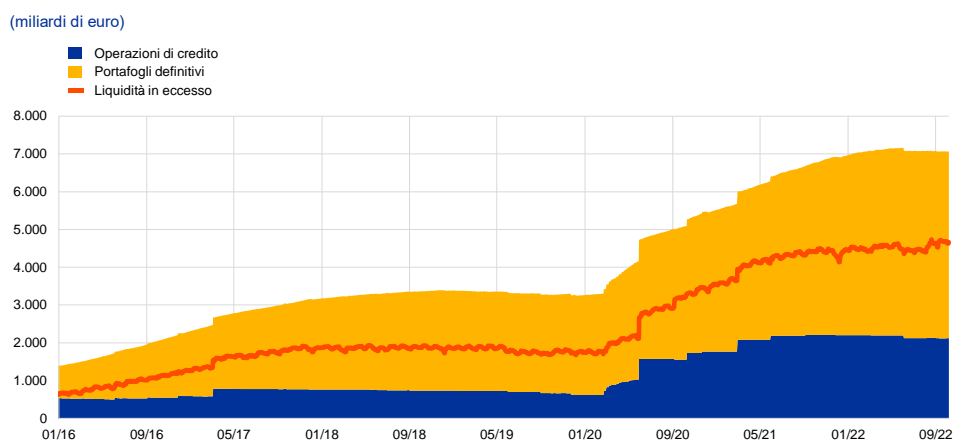
Nota: le cifre tra parentesi indicano la variazione in punti percentuali rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 49,6 miliardi di euro, raggiungendo 7.076,3 miliardi, nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A).** La riduzione della liquidità è stata determinata principalmente dal calo delle operazioni di credito a seguito dei rimborsi volontari degli importi erogati nel contesto delle OMRLT-III. Gli acquisti netti della BCE nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA) sono stati interrotti, rispettivamente, a fine marzo e il 1° luglio 2022, pertanto i portafogli definitivi non forniscono più liquidità aggiuntiva<sup>2</sup>.

### Grafico A

Variazioni della liquidità fornita attraverso le operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso



Fonte: BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 1° novembre 2022.

**L'ammontare medio della liquidità offerta attraverso le operazioni di credito è diminuito di 53,7 miliardi di euro durante il periodo di riferimento.**

Tale diminuzione riflette principalmente i rimborsi volontari nell'ambito delle OMRLT-III di 74,0 e 6,5 miliardi di euro effettuati rispettivamente a fine giugno e settembre, congiuntamente all'importo di 1,9 miliardi di euro derivante dall'asta delle OMRLT-III con scadenza a settembre. Anche se il regolamento del rimborso di 74,0 miliardi di euro nel contesto delle OMRLT-III ha avuto luogo nel quarto periodo di mantenimento, l'effetto complessivo sui valori medi del periodo è divenuto visibile nel quinto periodo di mantenimento. Gli importi in scadenza delle ORLTEP a fine giugno e a fine settembre, pari rispettivamente a 0,5 e 1,3 miliardi di euro, hanno fornito un contributo solo marginale al calo osservato nel periodo di riferimento. Con incrementi medi rispettivamente di 2,1 e 0,9 miliardi di euro, le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e le OMRLT a tre mesi hanno compensato solo una piccola parte

<sup>2</sup> Sebbene gli acquisti netti siano terminati nel precedente periodo di riferimento, l'effetto pieno sulle medie del periodo è ancora visibile nel periodo attualmente in esame. Inoltre, i titoli detenuti nel portafoglio sono contabilizzati al costo ammortizzato e rivalutati alla fine di ciascun trimestre, con un impatto anche sulle medie complessive e sulle variazioni dei portafogli definitivi.

della liquidità drenata attraverso i rimborsi delle OMRLT-III e le scadenze delle ORLTEP.

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è aumentata di 46,5 miliardi di euro, raggiungendo un nuovo massimo storico di 4.569,7 miliardi (cfr. il grafico A).**

La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e del ricorso ai depositi presso la banca centrale al netto dell'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche.

**Quando la BCE ha iniziato ad aumentare i tassi di riferimento, le banche hanno cominciato a modificare l'allocazione della loro liquidità in eccesso distribuendola tra i conti correnti detenuti presso l'Eurosistema e i depositi presso la banca centrale.**

Fino a quando la BCE non ha innalzato i tassi sui depositi presso la banca centrale al di sopra dello zero, la remunerazione della liquidità detenuta nei depositi presso la banca centrale era equivalente a quella della liquidità detenuta sui conti correnti in eccesso rispetto alla quota esente nel sistema di retribuzione a due livelli. Quando la BCE ha elevato il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,75 per cento, a partire dal 14 settembre 2022, le riserve depositate sui conti correnti in eccesso rispetto ai requisiti di riserva obbligatoria hanno continuato a essere remunerate allo 0 per cento<sup>3</sup>. Per beneficiare del tasso positivo sui depositi presso la banca centrale, le banche hanno dovuto trasferire le loro riserve in eccesso dai propri conti correnti ai depositi presso la banca centrale. Di conseguenza, l'ammontare medio dei depositi sui conti correnti è diminuito di 3.607,1 miliardi di euro durante il sesto periodo di mantenimento, mentre l'utilizzo medio dei depositi presso la banca centrale è aumentato di 3.783 miliardi di euro. La differenza tra i due dati è riconducibile all'aumento della media della liquidità in eccesso dovuto al minore apporto dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità. L'ammontare medio delle consistenze depositate sui conti correnti in eccesso rispetto al requisito di riserva obbligatoria è stato pari a 167,6 miliardi di euro nel sesto periodo di mantenimento, ovvero a circa il doppio della liquidità strettamente necessaria a soddisfare il requisito minimo di 164,4 miliardi di euro. Ciò potrebbe derivare da temporanei attriti operativi che dovrebbero essere risolti, nel tempo, in modo da ridurre al minimo le riserve in eccesso remunerate allo 0 per cento.

**La BCE ha sospeso il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve eccedenti.** Tale sistema, in base al quale le riserve medie eccedenti fino a sei volte il requisito di riserva obbligatoria erano esentate dalla corresponsione del tasso negativo sui depositi presso la banca centrale, era di fatto divenuto ridondante quando il periodo di tassi di interesse negativi si è concluso, a luglio. Dopo aver

---

<sup>3</sup> Nel periodo di riferimento la riserva obbligatoria è stata remunerata al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) della BCE. Il 27 ottobre la BCE ha annunciato che la remunerazione della riserva obbligatoria sarebbe stata abbassata al livello del tasso sui depositi presso la banca centrale in vigore a decorrere dal periodo di mantenimento delle riserve che inizia il 21 dicembre 2022.

innalzato il tasso sui depositi presso la banca centrale al di sopra dello zero a settembre, la BCE ha deciso di sospendere il sistema di remunerazione a due livelli fissando il moltiplicatore a zero.

## Andamenti dei tassi di interesse

**L'€STR è aumentato, in media, di 87 punti base durante il periodo di riferimento, portandosi allo 0,29 per cento l'anno.** La trasmissione degli aumenti di luglio e settembre dei tassi di riferimento della BCE al mercato monetario non garantito è stata sostanzialmente completa e immediata. In media, l'€STR è stato scambiato a 8,5 e 9,3 punti base al di sotto del rispettivo tasso sui depositi presso la banca centrale durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento.

**La media per l'area dell'euro del tasso dei pronti contro termine, misurata dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), è aumentata di quasi 79,4 punti base, portandosi allo 0,148 per cento nel periodo di riferimento.** La trasmissione al mercato monetario garantito è stata meno ordinata rispetto al mercato non garantito. Ciò è stato particolarmente vero per l'innalzamento dei tassi di riferimento di settembre. L'elevata incertezza riguardo alle possibili variazioni del comportamento degli operatori di mercato durante la normalizzazione dei tassi di interesse, insieme alle connesse variazioni dei flussi di investimento, ha esercitato pressioni al ribasso sui tassi dei pronti contro termine per le transazioni motivate dalla necessità di collocare contante. Le tensioni nel mercato dei pronti contro termine si sono tuttavia rivelate transitorie e si sono concentrate perlopiù sulle garanzie emesse dai soggetti sovrani tedesco e francese. Il 21 settembre, circa una settimana dopo l'entrata in vigore del rialzo dei tassi di riferimento deciso quello stesso mese, i tassi del mercato monetario si erano in linea di massima normalizzati, adeguandosi al nuovo livello di quelli di riferimento, sebbene con un differenziale lievemente più ampio rispetto all'€STR e al tasso sui depositi presso la banca centrale in confronto al precedente periodo di riferimento.

## Le informazioni sull'andamento futuro dei prestiti fornite dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro

a cura di Franziska Huennekes e Petra Köhler-Ulbrich

**L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (euro area bank lending survey, BLS) fornisce informazioni preziose sui criteri di concessione del credito bancario e sulle condizioni applicate ai prestiti, nonché sulla domanda di finanziamenti all'interno dell'area.** Basata su un campione rappresentativo di circa 150 banche dell'area dell'euro, l'indagine fa luce, mediante le informazioni raccolte, sulla trasmissione della politica monetaria nell'area attraverso il canale del credito bancario. Malgrado la natura qualitativa delle informazioni dell'indagine, le risposte fornite dalle banche sono strettamente correlate alla crescita effettiva dei prestiti e all'andamento dei tassi a essi applicati. L'indagine BLS è particolarmente utile ai fini della politica monetaria, in quanto offre indicazioni tempestive delle variazioni che intervengono nei criteri di concessione del credito, nelle condizioni applicate ai prestiti e nella domanda di finanziamenti, prima che tali modifiche si manifestino con chiarezza nell'andamento effettivo delle erogazioni<sup>1</sup>. Il presente riquadro descrive il modo in cui l'indagine sul credito bancario è in grado di fornire con anticipo informazioni sull'andamento dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro.

**I dati dell'indagine BLS forniscono informazioni tempestive sulle condizioni di prestito applicate dalle banche e sulla domanda di credito.** Le banche dell'area dell'euro rispondono al questionario dell'indagine BLS indicativamente alla fine di ogni trimestre. I dati aggregati sono pubblicati dalla BCE a tre settimane dalla ricezione delle risposte delle banche segnalanti. Il ritardo di segnalazione più breve rispetto ad altri dati statistici comporta che i dati dell'indagine BLS forniscano informazioni tempestive sui principali andamenti del credito nell'area dell'euro e ciò si è dimostrato particolarmente utile per individuare cambiamenti di tendenza nelle condizioni di prestito e valutare la dinamica dei finanziamenti in periodi eccezionali. Ad esempio, all'inizio della pandemia di coronavirus nel 2020, l'indagine BLS ha prontamente segnalato un brusco aumento della domanda di prestiti indotto dall'accresciuto fabbisogno di finanziamento a breve termine delle imprese (cfr. il grafico A) e un significativo calo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie, sostanzialmente dovuto a un peggioramento del clima di fiducia dei consumatori<sup>2</sup>. L'indagine ha inoltre fornito informazioni tempestive sull'impatto della guerra russa in Ucraina e del rincaro dei beni energetici sulle condizioni applicate ai prestiti bancari nel 2022, rivelando un inasprimento netto dei criteri di concessione del credito principalmente determinato da un aumento della percezione del rischio da parte delle banche, in un contesto di elevata incertezza

<sup>1</sup> Cfr. l'articolo 1 *Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario* nel numero 8/2019 di questo Bollettino. Cfr. anche De Bondt, G., Maddaloni, A., Peydró, J.-L. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth", *Working Paper Series*, n. 1160, BCE, febbraio 2010.

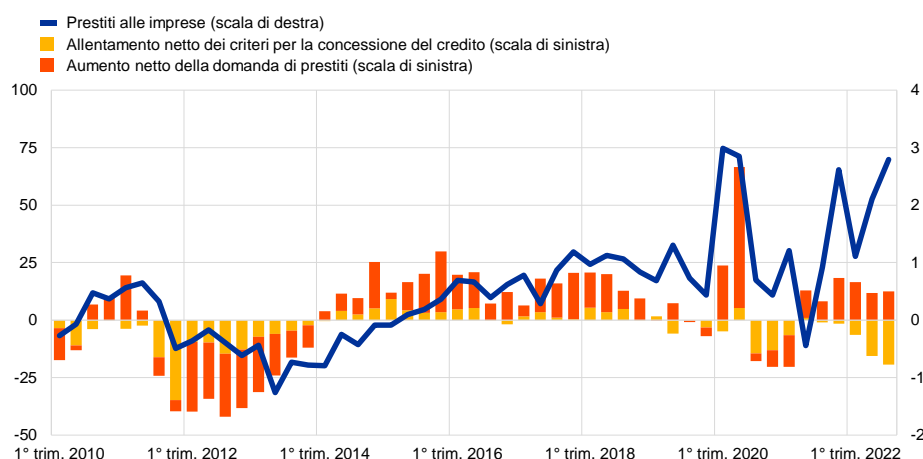
<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 8 *Determinanti della domanda di prestiti da parte delle imprese nell'area dell'euro: cosa è cambiato durante la pandemia di COVID-19?* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

sulle prospettive economiche e di timori concernenti il merito di credito dei debitori. Sebbene la maggior parte delle domande riguardi il passato, l'indagine BLS include anche alcuni quesiti prospettici sulle attese delle banche circa i criteri per la concessione del credito e la domanda di finanziamenti nei tre mesi successivi, consentendo, in qualche misura, una valutazione delle future condizioni di prestito basata direttamente sulle aspettative degli intermediari.

## Grafico A

### Crescita dei prestiti e indicatori dell'indagine BLS per le imprese dell'area dell'euro

(scala di sinistra: percentuali nette di banche nei tre mesi precedenti; scala di destra: tasso di crescita trimestrale in percentuale)



Fonte: BCE (indagine BLS e statistiche ricavate dalle voci di bilancio (Balance Sheet Items, BSI)).

Note: per "Prestiti alle imprese" si intende la crescita netta trimestrale dei prestiti alle società non finanziarie. Per i criteri di concessione del credito, le percentuali nette sono definite come la differenza tra la percentuale di banche che segnalano un allentamento e la percentuale di banche che segnalano un irrigidimento. Per la domanda di prestiti, le percentuali nette sono definite come la differenza tra la percentuale di banche che ne segnalano un aumento e la percentuale di banche che ne segnalano una diminuzione.

### L'indagine BLS aiuta inoltre a distinguere tra offerta e domanda di credito nell'andamento dei prestiti.

L'analisi dell'offerta e della domanda dei finanziamenti e gli eventuali vincoli al credito sono stati particolarmente importanti per comprendere gli andamenti dei prestiti durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano<sup>3</sup>. L'indagine BLS ha inoltre svolto un importante ruolo nella valutazione dell'impatto delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE, come gli acquisti di attività e le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), sull'offerta e sulla domanda di prestiti bancari<sup>4</sup>. Nel complesso, l'indagine si è dimostrata uno strumento molto utile per comprendere e analizzare le condizioni del credito bancario nell'area dell'euro. In questo più ampio spettro di tematiche

<sup>3</sup> Cfr., ad esempio, Altavilla, C., Darracq Pariès, M. e Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking and Finance*, vol. 109, 2019, nel quale gli autori costruiscono un indicatore dell'offerta di prestiti basato sull'indagine BLS e lo utilizzano per individuare l'impatto degli shock all'offerta di prestiti sull'attività economica reale dell'area dell'euro. Altri esempi di studi analitici sull'offerta di prestiti basati sull'indagine BLS sono, ad esempio, Hempell, H. e Kok Sorensen, C., "The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?", *Working Paper Series*, n. 1262, BCE, novembre 2010, e Maddaloni, A. e Peydró, J.-L., "Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards", *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 6, 2011, pagg. 2121-2165.

<sup>4</sup> Cfr., ad esempio, Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. e Ongena, S., "Credit Supply and Demand in Unconventional Times", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, n. 8, 2021, e Andreeva, D.C. e García-Posada, M., "The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition", *Journal of Banking and Finance*, vol. 122, 2021.

il presente riquadro approfondisce una caratteristica specifica dell'indagine BLS, vale a dire la sua proprietà di indicatore anticipatore per le previsioni di crescita dei prestiti.

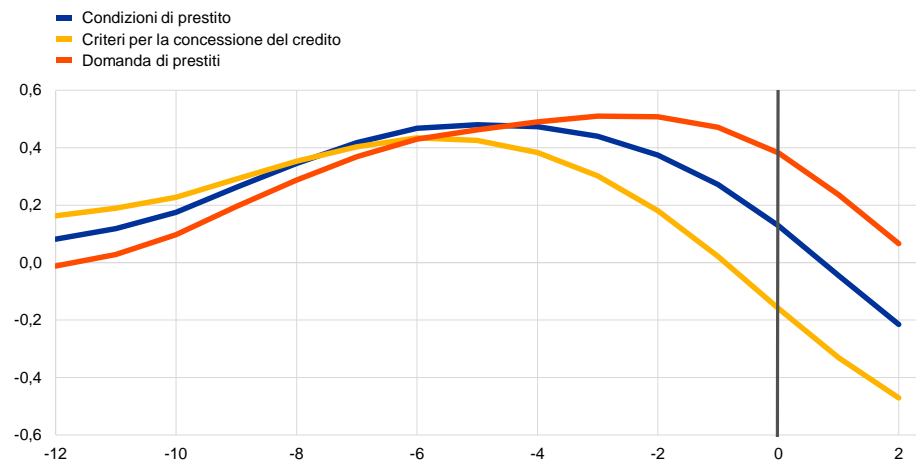
**Le variazioni dei criteri di concessione del credito e della domanda di prestiti segnalati nell'indagine BLS hanno proprietà di indicatore anticipatore della crescita futura dei finanziamenti bancari alle imprese.** Una prima traccia delle informazioni fornite dagli indicatori dell'indagine BLS in merito alla crescita futura dei prestiti si ottiene considerando le correlazioni incrociate tra tali indicatori per diversi anticipi e i dati sulla crescita effettiva dei prestiti. Per i prestiti alle imprese, la correlazione incrociata tra i criteri di concessione del credito e la crescita dei prestiti sul periodo corrispondente è massima quando l'indagine BLS riflette la crescita effettiva dei prestiti con un anticipo tra i cinque e i sei trimestri (cfr. il pannello a) del grafico B). In altri termini, a un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito tende a corrispondere una più debole crescita dei prestiti a distanza di circa cinque-sei trimestri. Per la domanda di prestiti, la correlazione massima è più elevata e si osserva per un anticipo più breve, pari a circa tre trimestri. Il maggiore anticipo dei criteri di concessione del credito rispetto all'andamento effettivo dei prestiti è coerente con il fatto che tali criteri sono fissati in un momento anteriore alla negoziazione dei prestiti da parte delle banche. Per contro, il fabbisogno di finanziamento delle imprese, indicato dalla domanda di prestiti, si riflette più rapidamente nella dinamica effettiva dei finanziamenti.

## Grafico B

Correlazioni incrociate tra la crescita dei prestiti e gli indicatori dell'indagine BLS per le imprese e le famiglie dell'area dell'euro

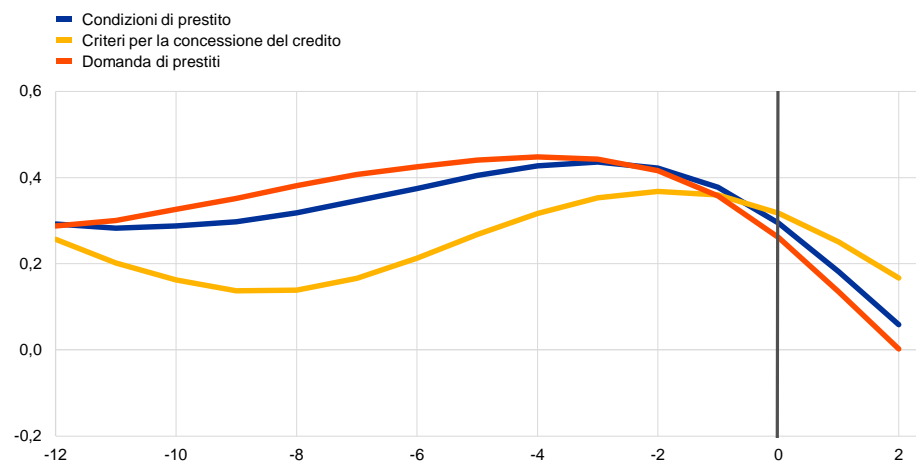
### a) Prestiti alle imprese

(asse delle ordinate: coefficiente di correlazione; asse delle ascisse: ritardo degli indicatori dell'indagine BLS rispetto alla crescita dei prestiti in trimestri)



### b) Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(asse delle ordinate: coefficiente di correlazione; asse delle ascisse: ritardo degli indicatori dell'indagine BLS rispetto alla crescita dei prestiti in trimestri)



Fonte: BCE (indagine BLS e BSI).

Note: il grafico mostra la correlazione tra gli indicatori aggregati dell'indagine BLS, basati sul relativo campione di circa 150 banche, e il tasso di crescita annuale dei prestiti (crescita netta dei prestiti) alle società non finanziarie (pannello a) e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (pannello b). Gli indicatori dell'indagine BLS riflettono la crescita dei prestiti con anticipo (valore negativo sull'asse delle ordinate) o con ritardo (valore positivo). Per "Condizioni di prestito" si intende l'aumento netto della domanda di prestiti meno l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito. I "Criteri per la concessione del credito" sono invertiti, ossia le percentuali nette sono definite come la quota di banche che segnalano un allentamento meno la quota di banche che segnalano un inasprimento. Il tasso di crescita dei prestiti sul periodo corrispondente è calcolato come il rapporto tra la somma dei flussi di prestito nei dodici mesi precedenti e le consistenze dei prestiti dodici mesi prima. Gli indicatori dell'indagine BLS sono medie mobili di quattro trimestri. I prestiti alle imprese sono corretti per cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling.

**Al di là delle semplici correlazioni menzionate in precedenza, le informazioni fornite dagli indicatori dell'indagine BLS sulla crescita futura dei prestiti possono essere valutate analizzando il loro valore predittivo della dinamica effettiva dei prestiti.** Includere gli indicatori dell'indagine BLS nel modello migliora le previsioni della crescita dei prestiti per le imprese dell'area dell'euro rispetto a un modello autoregressivo in cui la crescita dei prestiti è stimata a partire dal proprio valore ritardato (cfr. il pannello a) del grafico C). Sebbene i criteri per la concessione



del credito e la domanda di finanziamenti anche considerati singolarmente migliorino le previsioni relative ai prestiti, utilizzarli entrambi per costruire un indicatore delle condizioni di prestito accresce ulteriormente l'efficacia delle previsioni nel tempo, ossia, in media, l'errore di previsione si riduce in misura maggiore. Evidenze sostanzialmente analoghe sulle informazioni fornite dall'indagine BLS circa il futuro incremento dei prestiti si riscontrano anche per i singoli paesi dell'area dell'euro<sup>5</sup>.

---

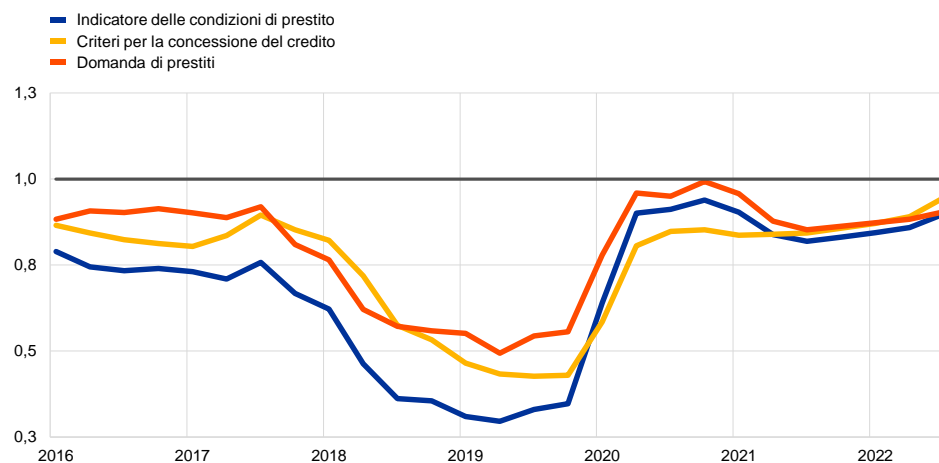
<sup>5</sup> Cfr. "Negative interest rate policy period and pandemic as reflected in the Bank Lending Survey", *Monthly Report, Deutsche Bundesbank*, settembre 2022, e Levieuge, G., "On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators", *Working Paper Series*, Banque de France, n. 567, agosto 2015.

## Grafico C

### Proprietà anticipatrici dell'indagine BLS per la crescita futura dei prestiti alle imprese dell'area dell'euro

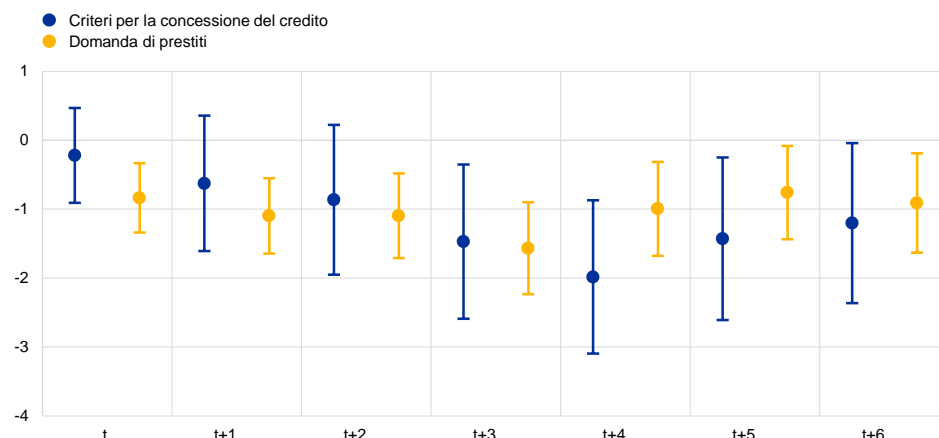
#### a) Efficacia degli indicatori dell'indagine BLS nelle previsioni di crescita aggregata dei prestiti

(rapporto della radice dell'errore quadratico medio della previsione di crescita dei prestiti al di fuori del campione sulla base di modelli che includono ed escludono gli indicatori dell'indagine BLS)



#### b) Impatto delle variazioni dei criteri per la concessione del credito e della domanda di prestiti sulla crescita dei prestiti a livello di singola banca

(impatto sulla crescita annuale dei prestiti in punti percentuali)



Fonti: BCE (indagine BLS e BSI per il pannello a); BLS individuale e BSI individuale per il pannello b)) ed elaborazioni della BCE.  
Note: il pannello a) mostra l'efficacia degli indicatori dell'indagine BLS nelle previsioni di crescita annuale dei prestiti per un orizzonte temporale pari a due trimestri. I valori inferiori a 1 indicano che l'integrazione di un modello autoregressivo puro con l'indagine BLS migliora l'accuratezza delle previsioni. La crescita annuale dei prestiti è definita come il rapporto tra i flussi netti di prestito nei dodici mesi precedenti e le consistenze in essere dei prestiti dodici mesi prima, corretto per cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. I modelli sono stimati su finestre mobili di dieci anni. Le radici degli errori quadratici medi (root mean squared error, RMSE) sono calcolate su finestre mobili di quattro anni. Il pannello b) mostra l'impatto sulla crescita annuale dei prestiti nei periodi t+i, con gli indicatori dell'indagine BLS misurati nel periodo t. Gli effetti sono relativi alle banche che segnalano un allentamento o nessuna variazione dei criteri per la concessione del credito/un aumento o nessuna variazione della domanda di prestiti. I coefficienti sono stimati con una regressione che utilizza la crescita annuale dei prestiti netti alle imprese come variabile dipendente e i rispettivi ritardi dei criteri di concessione del credito e della domanda di prestiti segnalati dalle banche, tre ritardi della variabile dipendente e gli effetti fissi per banca e paese come variabili esplicative. Il campione comprende 149 banche e copre il periodo tra il terzo trimestre del 2009 e il secondo trimestre del 2022.

**L'indagine BLS contiene informazioni sulla crescita futura dei prestiti non solo a livello aggregato, ma anche per le singole banche.** Le stime a livello di singola banca mostrano che per le banche che segnalano un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito, la crescita effettiva dei prestiti alle imprese diminuisce significativamente da tre a sei trimestri dopo l'inasprimento, rispetto agli intermediari che segnalano un allentamento o nessuna variazione di tali criteri (cfr. il pannello b)

del grafico C). Nel contempo, per le banche che segnalano un calo della domanda di prestiti nell'ambito dell'indagine BLS, la crescita effettiva del credito erogato alle imprese è inferiore nello stesso trimestre e nei trimestri successivi, se confrontata con quella delle banche che segnalano una domanda di prestiti invariata o accresciuta<sup>6</sup>. Ciò evidenzia che la relazione più contemporanea tra la domanda di prestiti e la loro crescita effettiva nelle correlazioni incrociate delle serie aggregate è valida anche a livello di singola banca.

**Anche nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, gli indicatori dell'indagine BLS forniscono informazioni preziose sulla crescita futura dei prestiti, sebbene con un anticipo minore e una correlazione in certa misura più debole rispetto a quanto si osserva per i prestiti alle imprese.** In particolare, la correlazione incrociata tra i criteri di concessione del credito e la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni mostra che l'anticipo con cui l'indicatore dell'indagine BLS riflette la crescita effettiva di tali prestiti è solo lieve (e raggiunge il valore massimo intorno ai due trimestri; cfr. il pannello b) del grafico B). Per quanto riguarda la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni, la correlazione incrociata con la crescita di tale tipologia di prestiti è generalmente più elevata che per i criteri di concessione del credito e raggiunge valori massimi lievemente prima, con un anticipo tra i tre e i quattro trimestri. Inoltre, il comovimento degli indicatori dell'indagine BLS e la crescita netta dei prestiti è complessivamente più debole per i mutui per l'acquisto di abitazioni che per i prestiti alle imprese. Tuttavia, tale differenza è probabilmente connessa al fatto che i rimborsi dei mutui per l'acquisto di abitazioni sono stati elevati a partire da circa dieci anni dopo il boom del mercato immobiliare osservato prima della crisi finanziaria mondiale e ciò frenava la crescita netta dei mutui per l'acquisto di abitazioni<sup>7</sup>. Di fatto, la correlazione è maggiore sia per i criteri di concessione del credito sia per la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni quando si considerano le nuove erogazioni (con un valore massimo di circa 0,6 in entrambi i casi e un anticipo di quattro trimestri); ciò è altresì coerente con la richiesta alle banche di segnalare i prestiti lordi nell'indagine BLS.

**Le informazioni rilevate dall'indagine BLS contribuiscono inoltre a migliorare le previsioni di crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni.** A differenza di quanto osservato nel caso delle previsioni relative ai prestiti alle imprese, le previsioni sulla crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni migliorano in misura maggiore con l'inclusione della domanda di prestiti rispetto all'inclusione dei criteri per la concessione del credito (cfr. il pannello a) del grafico D). Ciò è in linea con il fatto che, come illustrato in precedenza, la correlazione incrociata della crescita netta dei mutui per l'acquisto di abitazioni è inferiore con i criteri per la concessione del credito che con la domanda di prestiti. La domanda di prestiti aiuta altresì a prevedere la crescita futura dei mutui per l'acquisto di abitazioni a livello di singola banca: le banche che segnalano un calo della domanda registrano una crescita dei

<sup>6</sup> Questi risultati mostrano che le risposte delle banche sui criteri per la concessione del credito e sulla domanda di prestiti da parte delle imprese non solo contribuiscono a migliorare le previsioni di crescita dei prestiti a livello aggregato, ma contengono anche informazioni preziose sulle variazioni dei volumi dei prestiti relativi ai singoli intermediari. È importante rilevare che ciò avviene anche dopo aver tenuto conto della dinamica passata, dei fattori specifici delle singole banche e degli andamenti macroeconomici nazionali che possono influenzare i mercati del credito in cui le banche operano.

<sup>7</sup> Cfr. il riquadro 5 *Andamenti dell'erogazione di mutui ipotecari nell'area dell'euro* nel numero 5/2018 di questo Bollettino.

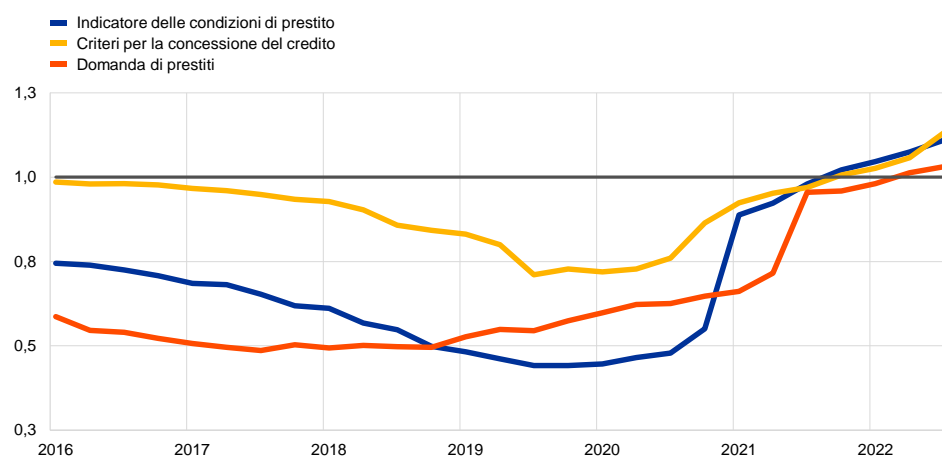
prestiti inferiore nei trimestri successivi rispetto a quelle che segnalano una domanda invariata o superiore (cfr. il pannello b) del grafico D). Per contro, i criteri per la concessione del credito sono meno rilevanti per la previsione della crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni, non solo a livello aggregato, ma anche a livello di singola banca.

## Grafico D

### Proprietà anticipatrici dell'indagine BLS per la crescita futura dei prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni dell'area dell'euro

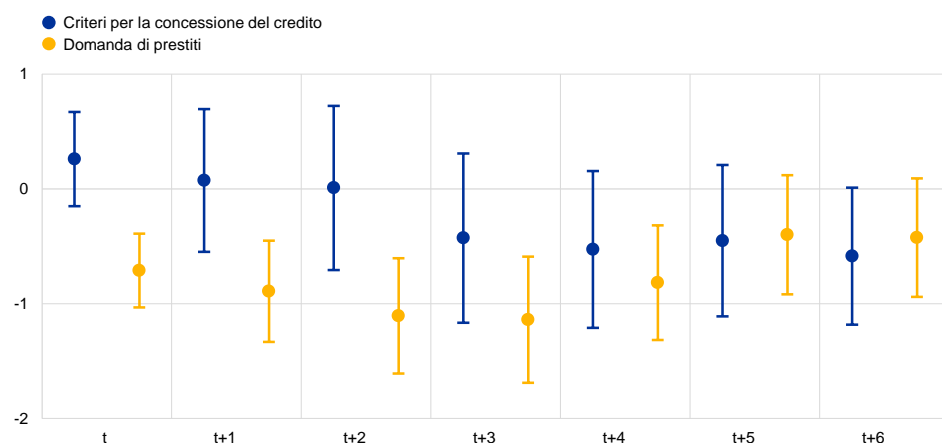
#### a) Efficacia degli indicatori dell'indagine BLS nelle previsioni di crescita aggregata dei prestiti

(rapporto della radice dell'errore quadratico medio della previsione di crescita dei prestiti al di fuori del campione sulla base di modelli che includono ed escludono gli indicatori dell'indagine BLS)



#### b) Impatto delle variazioni dei criteri per la concessione del credito e della domanda di prestiti sulla crescita dei prestiti a livello di singola banca

(impatto sulla crescita annuale dei prestiti in punti percentuali)



Fonti: BCE (indagine BLS e BSI per il pannello a); indagini BLS individuale e BSI individuale per il pannello b) ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra l'efficacia degli indicatori dell'indagine BLS nelle previsioni di crescita annuale dei prestiti per un orizzonte temporale che produce l'RMSE medio più basso (due trimestri per i criteri di concessione del credito, cinque trimestri per la domanda di prestiti e tre trimestri per le condizioni di prestito). I valori inferiori a 1 indicano che l'integrazione di un modello autoregressivo puro con l'indagine BLS migliora l'accuratezza delle previsioni. La crescita annuale dei prestiti è definita come il rapporto tra i flussi netti di prestiti nei dodici mesi precedenti e le consistenze in essere dei prestiti dodici mesi prima. I modelli sono stimati su finestre mobili di dieci anni. Gli RMSE sono calcolati su finestre mobili di quattro anni. Il pannello b) mostra l'impatto sulla crescita annuale dei prestiti nei periodi t+i, con gli indicatori dell'indagine BLS misurati nel periodo t. Gli effetti sono relativi alle banche che segnalano un allentamento o nessuna variazione dei criteri per la concessione del credito/un aumento o nessuna variazione della domanda di prestiti. I coefficienti risultano da una regressione con la crescita annuale dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni come variabile dipendente e i rispettivi ritardi dei criteri di concessione del credito e della domanda di prestiti segnalati dalle banche, tre ritardi della variabile dipendente e gli effetti fissi per banca e paese come variabili esplicative. Il campione comprende 140 banche e copre il periodo tra il terzo trimestre del 2009 e il secondo trimestre del 2022.

**Alla luce di questi risultati, attualmente l'indagine BLS indica un rallentamento, nell'area dell'euro, della crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nei prossimi trimestri.**

Per i primi tre trimestri del 2022 le banche hanno segnalato un irrigidimento netto dei loro criteri di concessione del credito alle imprese<sup>8</sup>. In particolare, l'irrigidimento netto nel secondo e nel terzo trimestre ha superato quello osservato durante la pandemia di coronavirus (che è stato attenuato dall'intervento del settore pubblico sotto forma di sistemi di garanzia dei prestiti e di altri provvedimenti di sostegno di bilancio, nonché da misure introdotte dalle autorità di politica monetaria e di vigilanza), pur rimanendo al di sotto dell'inasprimento netto osservato durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano<sup>9</sup>. Le principali determinanti di tale irrigidimento sono da ricercare nei maggiori rischi percepiti dalle banche e nella minore tolleranza al rischio a causa dei timori per le prospettive economiche generali e il merito di credito dei debitori. Nell'area dell'euro anche i costi della provvista bancaria e la situazione patrimoniale degli intermediari hanno avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Tale impatto è aumentato nei primi tre trimestri del 2022 con la normalizzazione della politica monetaria in atto. Ciò riflette l'utilità dell'indagine nel valutare la trasmissione della politica monetaria della BCE alle imprese e alle famiglie dell'area dell'euro attraverso il canale del credito bancario. Allo stesso tempo, le banche hanno segnalato che, complessivamente, la domanda di prestiti da parte delle imprese ha continuato ad aumentare nei primi tre trimestri del 2022, trainata principalmente dal loro fabbisogno di finanziamento per capitale circolante e scorte. Nell'indagine BLS di ottobre 2022 le banche hanno segnalato di attendersi un ulteriore forte irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito, ma un calo netto della domanda di prestiti da parte delle imprese nel quarto trimestre del 2022. Nell'insieme, questi risultati indicano una crescita più lenta dei prestiti alle imprese nel 2023<sup>10</sup>. Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, le banche hanno segnalato un significativo calo netto della domanda di mutui nel terzo trimestre del 2022, dopo una flessione più moderata nel secondo trimestre dello stesso anno. Insieme al forte irrigidimento netto dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni nel secondo e nel terzo trimestre del 2022, ciò indica una marcata contrazione della crescita effettiva di tali prestiti nei prossimi trimestri. Di fatto, sono già visibili i segnali di un cambiamento di tendenza nella crescita effettiva dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

---

<sup>8</sup> Le evidenze fornite dalle banche nell'indagine BLS sono coerenti con quelle fornite dalle imprese nell'ultima indagine sul loro accesso al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE), in cui le aziende hanno segnalato un incremento dei propri fabbisogni finanziari per il periodo tra aprile e settembre 2022 e si attendono una minore disponibilità di prestiti bancari per il periodo tra ottobre 2022 e marzo 2023. Cfr. il riquadro 5 *L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE* in questo numero del Bollettino.

<sup>9</sup> Cfr. le rilevazioni dell'indagine BLS relative a questi trimestri sul [sito Internet della BCE](#).

<sup>10</sup> Nonostante le informazioni fornite dagli indicatori dell'indagine BLS sulla crescita effettiva dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, occorre ricordare che si tratta di previsioni incondizionate basate esclusivamente sull'indagine e che ulteriori variazioni del contesto e delle prospettive economiche possono modificare le traiettorie di tali andamenti.

## Politiche di bilancio: implicazioni dei documenti programmatici per il 2023 dei paesi dell'area dell'euro

a cura di Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier e Steffen Osterloh

**Il 22 novembre 2022 la Commissione europea ha pubblicato i propri pareri sui documenti programmatici di bilancio presentati dai paesi dell'area dell'euro per il 2023<sup>1</sup>.** Poiché nel 2023 continuerà a essere applicata la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita (PSC), la valutazione della Commissione ha seguito la prassi dei due anni precedenti ed è stata incentrata sulla conformità dei documenti alle raccomandazioni sulle politiche di bilancio di natura più qualitativa che quantitativa<sup>2</sup>. Le raccomandazioni sono state adottate dal Consiglio dell'UE il 12 luglio 2022. In quell'occasione il Consiglio ha anche raccomandato ai paesi dell'area dell'euro di adottare politiche di bilancio differenziate nel 2023 e, in particolare, ha esortato i paesi con elevati livelli di debito pubblico a garantire una politica di bilancio prudente. In termini operativi, ciò significa mantenere la crescita della spesa primaria corrente finanziata a livello nazionale, al netto delle misure discrezionali dal lato delle entrate, al di sotto della crescita del prodotto potenziale nel medio periodo. Ai paesi dell'area dell'euro con livelli di debito pubblico bassi o medi è stato raccomandato di assicurare una crescita della spesa corrente finanziata a livello nazionale in linea con un orientamento di bilancio complessivamente neutrale. In entrambi i casi, si è preso atto del fatto che i piani di spesa pubblica hanno dovuto tener conto del sostegno temporaneo e mirato attualmente erogato a beneficio di famiglie e imprese sotto forma di misure di compensazione legate all'energia e a beneficio di coloro che fuggono dalla guerra di aggressione mossa dalla Russia all'Ucraina. Ai paesi dell'area dell'euro è stato inoltre raccomandato di incrementare gli investimenti pubblici per la transizione ecologica e quella digitale e per la sicurezza energetica<sup>3</sup>.

**Per valutare se i documenti programmatici di bilancio per il 2023 fossero in linea con le raccomandazioni del Consiglio, la Commissione si è concentrata**

- 
- <sup>1</sup> Cfr. la [Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Banca centrale europea sui documenti programmatici di bilancio 2023: valutazione globale](#), Commissione europea, 22 novembre 2022, e la [Raccomandazione di Raccomandazione del Consiglio sulla politica economica della zona euro](#), Commissione europea, 22 novembre 2022. I documenti programmatici di bilancio di Italia e Lettonia sono stati presentati da governi uscenti in base a un'ipotesi di politiche invariate e non sono stati pertanto valutati dalla Commissione nell'ambito del pacchetto d'autunno. In seguito alla presentazione dell'aggiornamento del 21 novembre 2022, la Commissione ha pubblicato il proprio parere sul documento programmatico di bilancio dell'Italia il 14 dicembre 2022.
- <sup>2</sup> La clausola di salvaguardia generale è stata introdotta nell'ambito della riforma del Patto di stabilità e crescita nota come "six pack", entrata in vigore nel 2011. Può essere attivata quando si verifica un evento eccezionale, al di fuori del controllo dello Stato membro interessato, che influisce in modo rilevante sulla posizione di bilancio delle amministrazioni pubbliche, oppure nei periodi di grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'Unione europea nel suo insieme. Quando la clausola viene attivata, gli Stati membri possono discostarsi temporaneamente dal requisito di aggiustamento di bilancio nel quadro sia del braccio preventivo sia di quello correttivo del Patto, purché questo non comprometta la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio termine.
- <sup>3</sup> Oltre alle raccomandazioni del Consiglio, nella sua [dichiarazione dell'11 luglio 2022 sugli orientamenti delle politiche di bilancio per il 2023](#) l'Eurogruppo ha ritenuto che per l'area dell'euro, alla luce delle circostanze economiche prevalenti e in particolare della dinamica inflazionistica, nel 2023 non sia necessario sostenere la domanda complessiva per mezzo di politiche di bilancio.

**sulla conformità dei vari paesi a un indicatore sviluppato nel contesto della crisi del coronavirus (COVID-19), in base al quale viene applicata una correzione al parametro di riferimento per la spesa previsto dal Patto di stabilità e crescita<sup>4</sup>.** Innanzitutto, questo indicatore tiene conto delle spese

finanziate con sovvenzioni dell'UE nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) o con altri fondi dell'UE. Queste fonti di finanziamento forniscono un impulso di bilancio all'economia, ma non emergono nei saldi di bilancio dei paesi dell'area, giacché sono registrate tanto come entrate quanto come spese. Inoltre, l'indicatore esclude le misure temporanee di emergenza adottate in risposta alla crisi legata alla pandemia di COVID-19. È importante notare che l'aggregato della spesa sottostante l'indicatore comprende sia le misure di spesa adottate in risposta alla crisi energetica, sia gli investimenti pubblici finanziati a livello nazionale. La Commissione ha valutato il grado di conformità alle raccomandazioni del Consiglio del 12 luglio 2022 esaminando gli andamenti di tali voci di spesa.

**Secondo la valutazione della Commissione, i documenti programmatici di bilancio per il 2023 dei paesi dell'area dell'euro sono, al netto di alcune eccezioni, sostanzialmente in linea con le raccomandazioni del Consiglio in materia di politica di bilancio.** Tra i paesi con elevati livelli di debito pubblico, la Commissione ha valutato che il documento programmatico del Belgio è solo in parte conforme alla raccomandazione, giacché la crescita della spesa corrente finanziata a livello nazionale supera quella del prodotto potenziale. Nel caso del Portogallo, la Commissione, pur esprimendo una valutazione nel complesso positiva, ha ravvisato rischi di un'ottemperanza parziale laddove le misure di compensazione legate all'energia non dovessero essere attuate come previsto<sup>5</sup>. Con riferimento ai paesi il cui debito pubblico è di entità contenuta o media, si è ritenuto che i documenti programmatici di Germania, Estonia, Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Slovenia e Slovacchia siano parzialmente in linea con la raccomandazione, alla luce del contributo più espansivo che neutro fornito dalla loro spesa corrente netta finanziata a livello nazionale all'orientamento complessivo delle politiche di bilancio per il 2023<sup>6</sup>. Tutti i paesi dell'area dell'euro intendono finanziare investimenti pubblici per la transizione ecologica e digitale e per la sicurezza energetica, anche

---

<sup>4</sup> Per cogliere l'orientamento delle politiche di bilancio, la Commissione calcola questo indicatore misurando l'incremento annuo della spesa netta rispetto al potenziale di crescita per i successivi dieci anni, nonché il tasso di crescita del deflatore del PIL. A seguito delle raccomandazioni del Consiglio sui programmi di stabilità per il 2021, l'aggregato della spesa netta sottostante è stato corretto in modo da includere la spesa finanziata mediante le sovvenzioni dell'RRF e altri fondi dell'UE e da escludere le misure temporanee di emergenza volte a far fronte alla crisi causata dal COVID-19. Oltre al contributo fornito dalla spesa finanziata dall'UE, la valutazione della Commissione include i contributi all'orientamento complessivo delle politiche di bilancio provenienti da diversi aggregati di spesa finanziati a livello nazionale, ossia a) investimenti, b) altre spese in conto capitale e c) spesa primaria corrente (al netto delle misure discrezionali in materia di entrate). Questo indicatore è diverso dalla misura che tradizionalmente veniva utilizzata per valutare l'orientamento della politica di bilancio all'interno del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), basata sul concetto di saldo primario corretto per gli effetti del ciclo (cfr. la sezione 6 di questo numero del Bollettino).

<sup>5</sup> Alla luce della valutazione complessiva espressa dalla Commissione sul documento programmatico di bilancio del Portogallo, la [dichiarazione dell'Eurogruppo sui documenti programmatici di bilancio per il 2023](#), pubblicata il 5 dicembre 2022, ha sottolineato i progressi compiuti dal Portogallo per quanto riguarda la riduzione del disavanzo e del debito.

<sup>6</sup> Secondo l'analisi della Commissione, nel caso dei Paesi Bassi il contributo all'orientamento della politica di bilancio della spesa primaria corrente finanziata a livello nazionale è sostanzialmente neutro, ma l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio è espansivo.

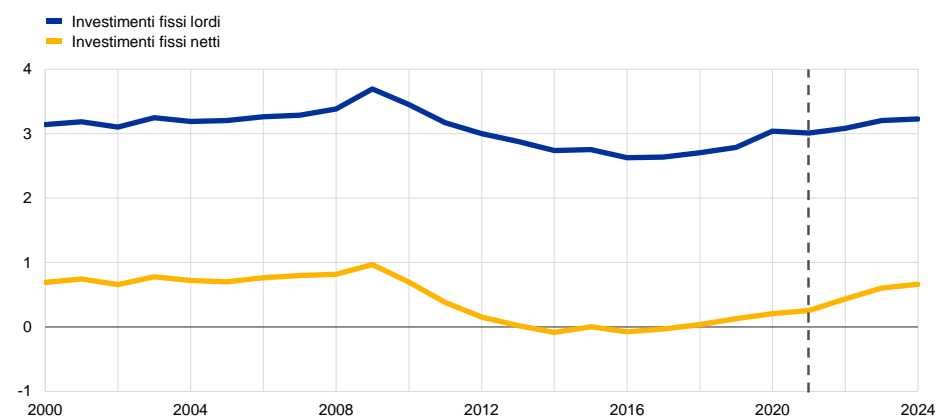
ricorrendo al dispositivo per la ripresa e la resilienza e ad altri fondi dell'UE, così come raccomandato dal Consiglio.

**La valutazione della Commissione ha evidenziato l'aumento degli investimenti pubblici al livello dell'intera area dell'euro che si è registrato a partire dal 2018 ed è proseguito nel 2020-2022 malgrado gli shock causati dal COVID-19 e dalla guerra scatenata dalla Russia in Ucraina.** Pur essendo moderato in termini di percentuale del PIL, l'aumento degli investimenti pubblici a partire dal periodo pandemico contrasta con il profilo osservato all'indomani della crisi finanziaria mondiale, quando gli investimenti pubblici lordi diminuirono di oltre un punto percentuale del PIL e gli investimenti netti, che tengono conto del deprezzamento dello stock di capitale, passarono in territorio negativo tra il 2014 e il 2017 (cfr. il grafico A).

### Grafico A

#### Investimenti pubblici nell'area dell'euro nel periodo 2000-2024

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea (base dati AMECO).

Note: i dati relativi al periodo 2022-2024 sono tratti dalle previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno del 2022. La linea verticale tratteggiata indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione.

**Secondo la Commissione, è possibile che nel 2023 le politiche di bilancio siano espansive, in un contesto di inflazione ancora elevata.** Secondo le previsioni dell'autunno 2022 della Commissione europea, che incorporano i documenti programmatici di bilancio per il 2023, l'espansione fiscale basata sull'indicatore corretto illustrato in precedenza ammonta a circa il 2,2 per cento del PIL nel 2022, mentre per il 2023 si prevedono politiche di bilancio sostanzialmente neutrali<sup>7</sup>. Secondo le proiezioni della Commissione, nel 2023 l'impatto di bilancio netto derivante dalle misure volte ad attenuare l'effetto degli elevati prezzi dell'energia sulle famiglie e sulle imprese dell'area dell'euro sarà pari allo 0,9 per cento del PIL, in calo dall'1,3 per cento del PIL nel 2022. La Commissione ha inoltre stimato che, laddove le misure esistenti fossero prorogate per tutto il 2023, il relativo costo potrebbe aumentare di un ulteriore 1 per cento del PIL, avvicinandosi al 2 per cento del PIL nel 2023 e rendendo quindi le politiche di bilancio più espansive.

<sup>7</sup> Cfr. la [Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Banca centrale europea sui documenti programmatici di bilancio 2023: valutazione globale](#), op. cit.

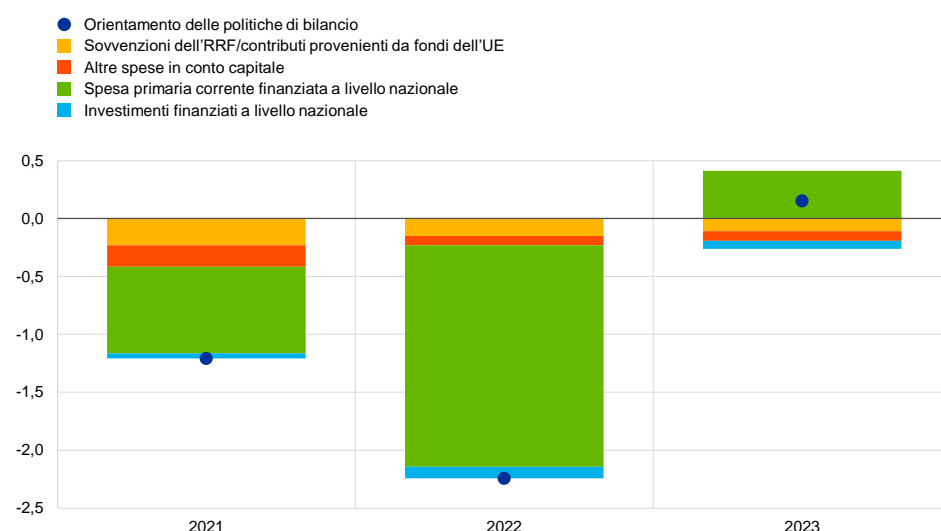


**Secondo le ultime proiezioni dell'Eurosistema, le misure di sostegno legate all'energia dovrebbero essere molto più ingenti rispetto a quanto prospettato nello scenario di base della Commissione, e l'orientamento delle politiche di bilancio per il 2023 espansivo.** Nell'ambito delle prospettive macroeconomiche delineate dalle proiezioni generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise, BMPE) di dicembre 2022, il sostegno per il caro energia in termini aggregati nell'area dell'euro è stimato a circa il 2 per cento del PIL<sup>8</sup>. Questo dato è significativamente più elevato rispetto a quanto ipotizzato dalla Commissione nelle previsioni dell'autunno 2022 e riflette il fatto che, fra l'altro, la data limite di aggiornamento delle informazioni utilizzate per queste proiezioni è più recente, per cui un maggior numero di misure di sostegno risulta definito in maniera sufficientemente dettagliata da soddisfare i criteri previsti affinché tali misure siano considerate nelle ipotesi sui conti pubblici dell'esercizio BMPE di dicembre<sup>9</sup>.

### Grafico B

Valutazione della Commissione sull'orientamento delle politiche di bilancio nel periodo 2021-2023

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea (base dati AMECO).

Note: per valutare l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro la Commissione ha adottato un approccio basato sull'applicazione di una correzione al parametro di riferimento per la spesa, come illustrato in precedenza. Un dato negativo (positivo) indica un orientamento espansivo (restrittivo).

**Per far sì che le politiche di bilancio non acuiscano le pressioni inflazionistiche, salvaguardando al tempo stesso la sostenibilità del debito e sostenendo un approccio di finanza pubblica favorevole alla crescita, è**

<sup>8</sup> Cfr. la sezione 2 sulle prospettive per i conti pubblici all'interno delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*.

<sup>9</sup> Le proiezioni relative alle variabili di bilancio contenute nell'esercizio macroeconomico generale (Broad Macroeconomic Projection Exercise, BMPE) rientrano nelle competenze del gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance). Le proiezioni sui conti pubblici sono pienamente coerenti con le proiezioni macroeconomiche e tengono conto delle informazioni più recenti, ad esempio i dati più aggiornati, le leggi di bilancio, le manovre di bilancio supplementari e i programmi di stabilità e convergenza. In tali proiezioni confluiscono solo le misure approvate dai parlamenti nazionali o che sono state già definite in maniera sufficientemente dettagliata e che verosimilmente supereranno l'iter legislativo. Per maggiori informazioni, cfr. *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, luglio 2016.

**importante che dette politiche siano mirate, modulate e temporanee.**

Dal punto di vista della politica monetaria, le misure di sostegno in tema di energia devono essere ulteriormente calibrate sulla base delle cosiddette “tre T”, quindi dovrebbero essere: a) *mirate (targeted)* ai soggetti più vulnerabili, in modo che l’entità dell’impulso di bilancio sia limitata e vada a beneficio di coloro che ne hanno maggiormente bisogno; b) *modulate (tailored)* così da non indebolire l’incentivo a ridurre la domanda di energia; c) *temporanee (temporary)* in modo tale che l’impulso fiscale non si prolunghi oltre lo stretto necessario. Tenuto conto dell’attesa disattivazione, a partire dal 2024, della clausola di salvaguardia generale prevista dal Patto di stabilità e crescita, un accordo tempestivo sulla riforma del quadro di governance economica dell’UE<sup>10</sup> sarà indispensabile per orientare le politiche di bilancio nei tempi a venire. Nell’insieme, una riduzione del debito pubblico graduale, realistica e durevole, ove necessario, dovrebbe essere accompagnata da una migliore qualità dei bilanci pubblici e da investimenti pubblici in grado di sostenere nel continuo la crescita potenziale nonché la transizione ecologica e digitale.

---

<sup>10</sup> Cfr. la [Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell’UE](#), Commissione europea, 9 novembre 2022.

# Articoli

## 1 Il programma di acquisto per l'emergenza pandemica: una prima analisi dei risultati

a cura di Benjamin Bönninghausen, León Fernández Brennan, Laura McCabe e Julian Schumacher

### 1 Introduzione

**La BCE ha avviato il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) a marzo 2020, in risposta all'eccezionale shock economico e finanziario innescato dalla pandemia di coronavirus (COVID-19)<sup>1</sup>.** La pandemia ha avuto il suo momento di deflagrazione più intenso all'inizio del 2020 e ha costituito un'emergenza collettiva di sanità pubblica senza precedenti nella storia recente, dando luogo a una insostenibile tragedia umana nel mondo. Ha altresì provocato un enorme shock all'economia che ha causato grosse tensioni in termini di produzione, commercio, investimenti, occupazione e consumi. Le ricadute economiche hanno richiesto una vigorosa risposta di politica monetaria a sostegno di persone e imprese, prontamente elaborata dai responsabili delle politiche monetaria e di bilancio in tutto il mondo. Il presente articolo fornisce una prima analisi di uno degli elementi chiave della risposta di politica monetaria della BCE: l'annuncio del PEPP, il 18 marzo 2020, e la sua successiva attuazione, che ha visto la BCE condurre acquisti netti di titoli del settore privato e pubblico dell'area dell'euro per un importo complessivo di circa 1.700 miliardi di euro fino a marzo 2022. Dal termine degli acquisti netti, a marzo 2022, sono state condotte transazioni nell'ambito del PEPP solo al fine di reinvestire i rimborsi in portafoglio. Come annunciato a dicembre 2021, il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno fino alla fine del 2024.

**Il PEPP è stato concepito con una duplice finalità: fornire supporto al buon funzionamento del mercato e al meccanismo di trasmissione della politica monetaria e consentire un considerevole allentamento nell'orientamento di quest'ultima per contrastare i gravi rischi al ribasso, derivanti dalla pandemia, in termini di stabilità dei prezzi.** La pandemia e le relative misure di contenimento adottate in tutto il mondo hanno portato a una netta revisione al ribasso delle prospettive economiche e finanziarie e incrementato in misura sostanziale l'incertezza, gettando sull'area dell'euro l'ombra di prospettive di inflazione a medio termine ancora più modeste di quelle già allora prevalenti. Le conseguenti tensioni

---

<sup>1</sup> Cfr. Lane, P.R., "[Monetary policy during the pandemic: the role of the PEPP](#)", discorso pronunciato presso la International Macroeconomics Chair Banque de France – Paris School of Economics il 31 marzo 2022 (e i riferimenti ivi contenuti); nonché Lane, P.R., "The monetary policy response in the euro area", in English, B., Forbes, K. e Ubide, A. (a cura di), *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*, CEPR Press, Londra, 2021.

nel sistema finanziario globale hanno accresciuto il rischio di vendite forzate e spirali di liquidità negative. In tali condizioni, il PEPP si è dimostrato un fondamentale complemento agli acquisti di attività già in corso nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) della BCE nel fornire liquidità al mercato e contenere il rischio di dinamiche in grado di autoalimentarsi. L'annuncio del PEPP ha efficacemente interrotto il rapido scostamento dei rendimenti obbligazionari dai tassi privi di rischio, nell'area dell'euro, nel contesto di turbolenze dei mercati all'inizio del 2020, come approssimato dal cuneo fra i tassi OIS (overnight index swap) e i rendimenti obbligazionari dei titoli di Stato ponderati per il PIL (cfr. il grafico 1). Tale cambio di rotta è stato essenziale, dal momento che i rendimenti obbligazionari dei titoli di Stato costituiscono i tassi di riferimento per le condizioni applicate al finanziamento nell'intera economia dell'area dell'euro e sono utilizzati per determinare il prezzo delle obbligazioni societarie e bancarie, nonché il costo del credito bancario a imprese e famiglie. Per questo motivo svolgono un ruolo centrale nella trasmissione della politica monetaria<sup>2</sup>. La stabilizzazione dei mercati che ha fatto seguito all'annuncio del PEPP ha garantito la corretta trasmissione dell'orientamento di politica monetaria della BCE a imprese e famiglie, e ha pertanto consentito di contrastare lo shock apportato dalla pandemia alle prospettive di inflazione, grazie anche al considerevole sostegno fornito dalle politiche di bilancio a livello di UE<sup>3</sup>. Un ulteriore accomodamento monetario, sotto forma di condizioni di finanziamento più favorevoli per imprese e famiglie, si è reso necessario per sostenere la ripresa economica e salvaguardare la stabilità dei prezzi. In seguito agli incrementi alla dotazione complessiva successivi all'annuncio iniziale, il PEPP è servito anche a determinare, quindi, un ulteriore allentamento della politica monetaria stessa della BCE, limitando il volume dei titoli del settore pubblico e privato sul mercato e, di conseguenza, riducendo ulteriormente i loro rendimenti. Nel complesso, il PEPP ha esercitato due funzioni di cruciale importanza e reciprocamente rafforzative, nel contrastare uno shock senza precedenti: stabilizzare i mercati e allentare l'orientamento della politica monetaria. Da entrambe le leve era atteso un significativo contributo alla stabilità dei prezzi.

---

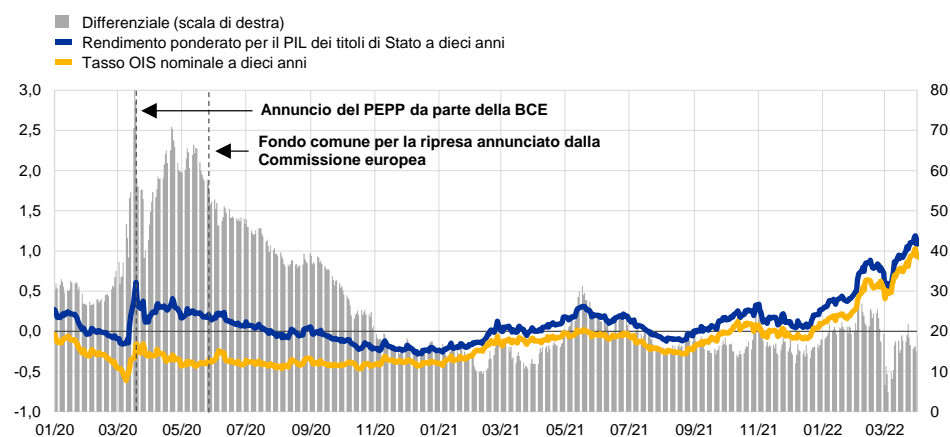
<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Lane, P.R., "The compass of monetary policy: favourable financing conditions", discorso pronunciato presso la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários il 25 febbraio 2021.

<sup>3</sup> Le indicazioni prospettiche fornite dal Consiglio direttivo della BCE in funzione delle circostanze specifiche già prima della comparsa del COVID-19 hanno fatto sì che la curva dei rendimenti privi di rischio si adeguasse allo shock economico avverso dovuto alla pandemia. In risposta a quest'ultima e prima dell'annuncio del PEPP, il Consiglio direttivo aveva approvato un insieme articolato di misure di politica monetaria che comprendeva ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con aste a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi, un allentamento delle condizioni della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (pandemic emergency longer-term refinancing operations, PELTRO) e un aumento temporaneo della dotazione del programma di acquisto di attività (PAA), che già sosteneva la convergenza delle prospettive di inflazione precedenti la pandemia verso livelli prossimi all'obiettivo di inflazione definito dalla BCE.

## Grafico 1

### Rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato a dieci anni e tasso OIS nominale a dieci anni nell'area dell'euro: livelli e differenziale

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2022.

**Il presente articolo effettua una prima analisi del PEPP dal punto di vista della BCE e dell'intero Eurosystem, con particolare attenzione agli obiettivi, all'attuazione e all'efficacia.** A causa dell'incertezza, della rapida evoluzione e dell'eccezionalità delle condizioni create dalla pandemia, il PEPP ha richiesto un

elevato livello di flessibilità, nella progettazione e nell'attuazione, rispetto al PAA. Tale necessità si è riflessa in entrambe le fasi, in particolare per quanto riguarda la flessibilità incorporata. Questi argomenti sono trattati nelle sezioni 3 e 4.

Di conseguenza, come confermano le evidenze empiriche esposte nella sezione 5, il PEPP è divenuto un elemento indispensabile della risposta di politica monetaria della BCE alla pandemia.

## 2 Obiettivi di politica monetaria del PEPP

**Il PEPP è stato concepito per perseguire due obiettivi di politica monetaria: sostegno al corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione attraverso la stabilizzazione dei mercati finanziari e allentamento dell'orientamento per controbilanciare l'impatto diretto della pandemia sulla stabilità dei prezzi.** A causa dell'eccezionale incertezza causata dall'accelerazione della pandemia, agli inizi di marzo 2020 i mercati finanziari hanno risentito di gravi tensioni. Le difficili condizioni dei mercati hanno gravemente ostacolato la trasmissione degli impulsi di politica monetaria della BCE volti ad attenuare le difficoltà economiche causate dalla pandemia. Ciò ha comportato significativi rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi. La prima finalità del PEPP consisteva nel preservare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria da una ingiustificata frammentazione dei mercati finanziari. Nel tempo si è reso evidente che la pandemia aveva colpito l'economia dell'area dell'euro attraverso una

combinazione di shock dal lato della domanda e dell'offerta<sup>4</sup>. Sebbene la pandemia abbia rappresentato uno shock esogeno che ha inciso su tutta l'area dell'euro e sull'economia mondiale nel suo complesso, il suo impatto sui diversi paesi è stato variabile a seconda della situazione iniziale di ogni paese e della relativa esposizione a settori specifici dell'economia tra quelli maggiormente colpiti. Nonostante le variazioni degli effetti economici della pandemia nel tempo e tra i diversi paesi, il suo impatto di primo ordine sull'inflazione dell'area dell'euro e sulle prospettive di crescita ha reso necessario un allentamento dell'orientamento di politica monetaria. Le prime proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema che hanno potuto tenere conto dell'impatto iniziale della pandemia (pubblicate a [giugno 2020](#)) contenevano una significativa revisione al ribasso delle proiezioni di inflazione, dall'1,6 all'1,3 per cento, alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione di riferimento per quel periodo (2019-2022), e si collocavano pertanto notevolmente al di sotto dell'obiettivo del Consiglio direttivo. Le proiezioni sulla crescita del PIL sono state riviste nettamente al ribasso per il 2020 ma al rialzo per il resto dell'orizzonte temporale, in particolare per il 2021. Nel complesso la stima del PIL in termini reali alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione risultava inferiore di circa il 4 per cento rispetto all'esercizio condotto a marzo 2020 dagli esperti. Contemporaneamente, i tassi di riferimento si collocavano già a livelli molto bassi. Fornire un accomodamento monetario abbassando i tassi di interesse a più lungo termine per contribuire a contrastare lo shock negativo causato dalla pandemia sull'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro nel suo complesso ha rappresentato pertanto il secondo obiettivo del PEPP, quello focalizzato sull'orientamento della politica monetaria (cfr. la sezione 5).

**L'incertezza causata dalla pandemia ha reso necessario un elevato grado di flessibilità nell'architettura e nell'attuazione del PEPP.** L'adeguamento del ritmo e della composizione degli acquisti effettuati nell'ambito del programma in modo da risolvere in maniera tempestiva ed efficace intoppi nel meccanismo di trasmissione in specifici segmenti di mercato richiedevano l'abilità di distribuire i volumi di acquisto in modo flessibile nel tempo, tra le diverse classi di attività e giurisdizioni. Il maggiore grado di flessibilità è una delle principali caratteristiche che contraddistinguono il PEPP in confronto al PAA, oltre all'obiettivo specifico di compensare l'impatto della pandemia sulle prospettive di inflazione. Per contro, il PAA è stato concepito per favorire una convergenza durevole dei tassi di inflazione verso l'obiettivo fissato dal Consiglio direttivo durante un periodo prolungato di bassa inflazione, piuttosto che in reazione a una crisi acuta e in rapida evoluzione.

**Con l'evolversi degli effetti della pandemia sull'economia, l'obiettivo principale del PEPP si è spostato, nel tempo, dalla stabilizzazione dei mercati al contrasto all'impatto avverso esercitato dalla pandemia sul profilo di inflazione ipotizzato nelle proiezioni.** Nella prima metà del 2020 l'incertezza sull'impatto economico della pandemia ha prodotto gravi tensioni nei mercati finanziari mondiali. Di conseguenza, l'attuazione del PEPP in tale periodo è stata caratterizzata da

---

<sup>4</sup> Cfr. l'articolo 1 *L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro* nel numero 7/2020 di questo Bollettino e l'articolo 2 *Il ruolo dei fattori di domanda e offerta nell'inflazione misurata sullo IAPC durante la pandemia di COVID-19: una prospettiva disaggregata* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

volumi di acquisto elevati, orientati principalmente alla stabilizzazione dei mercati, al fine di ripristinare la trasmissione della politica monetaria. Questa attenzione iniziale all'obiettivo della trasmissione si è tradotta in oscillazioni nella distribuzione degli acquisti nel tempo, tra le diverse classi di attività e giurisdizioni, in particolare nel secondo trimestre del 2020. Con il progredire della pandemia e il riassetarsi dell'economia, l'incertezza si è attenuata. Ciò ha ampliato il campo di azione del PEPP conferendogli il carattere di un programma di acquisto focalizzato sull'orientamento di politica monetaria. A giugno e a dicembre 2020 il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare il volume aggregato degli acquisti, o dotazione, del programma, in risposta alle revisioni al ribasso delle prospettive di inflazione legate alla pandemia<sup>5</sup>. Consentendo la revisione al rialzo o al ribasso delle consistenze degli acquisti complessivamente attesi in base all'evoluzione delle condizioni di finanziamento e del previsto calo dell'inflazione, la ricalibrazione finale avvenuta a dicembre 2020 ha incorporato l'enfasi posta dal Consiglio direttivo sulla flessibilità da entrambi i lati. In ultima analisi, la dotazione finale non è stata utilizzata appieno, dal momento che è stato possibile mantenere condizioni di finanziamento favorevoli con flussi di acquisto di minore entità. Rispetto alle fasi iniziali del PEPP e della pandemia, l'assenza di importanti incertezze nei mercati finanziari ha consentito un andamento più stabile per i volumi di acquisto mensili netti all'interno della dotazione complessiva, nonché una convergenza degli acquisti di titoli del settore pubblico in base allo schema di sottoscrizione del capitale dell'Eurosistema (cfr. la sezione 4 di seguito per i dettagli sull'evoluzione delle dotazioni complessive del programma, nonché sul suo utilizzo e sulle deviazioni rispetto allo schema di sottoscrizione del capitale). In quest'ultimo periodo, all'inizio del 2021, si sono registrati aumenti dei tassi privi di rischio che, secondo le stime, erano riconducibili in misura non trascurabile agli effetti di propagazione dovuti all'aumento dei rendimenti negli Stati Uniti. Ciò ha rafforzato la necessità di prevenire aumenti dei rendimenti nell'area dell'euro per evitare un prematuro inasprimento delle condizioni di finanziamento, che avrebbe costituito un rischio per l'inflazione a medio termine. Nel corso del 2021, quando le proiezioni si sono avvicinate ai valori prevalenti prima della pandemia, infine superandoli, i volumi di acquisto sono stati ridotti di conseguenza.

### 3 Quadro di riferimento per l'attuazione del PEPP

**Tutte le categorie di attività idonee nell'ambito del PAA sono state considerate idonee anche per il PEPP, tuttavia il piano di attuazione di quest'ultimo ha rappresentato, per molti aspetti, un'integrazione del PAA volta a fornire una risposta più mirata allo shock pandemico.** La tavola 1 fornisce una sintesi delle differenze tra i parametri del PAA e del PEPP. Per consentire l'efficacia del PEPP, il consolidamento delle consistenze ai sensi dell'articolo 5 della Decisione (UE)

---

<sup>5</sup> Cfr. Rostagno, M. et al., "Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies", *Working Paper Series*, n. 2564, BCE, Francoforte, giugno 2021.

2015/774 non si applica alle quote detenute nell'ambito di tale programma<sup>6</sup>. Vanno operate altre tre importanti distinzioni: in primo luogo, mentre in linea generale erano considerate idonee solo le obbligazioni emesse da soggetti con rating creditizio investment grade, è stata concessa una deroga ai requisiti di idoneità per i titoli emessi dalla Repubblica ellenica (che aveva un rating al di sotto di BBB-) per una serie di considerazioni relative al rischio e alla politica monetaria, in modo da garantire una corretta trasmissione della politica monetaria a tutti i paesi dell'area dell'euro; in secondo luogo, l'idoneità dei titoli del settore privato è stata ampliata in modo da incorporare la carta commerciale emessa da società non finanziarie con una scadenza residua di almeno 28 giorni. In terzo luogo, la fascia di vita residua per l'acquisto di titoli del settore pubblico nell'ambito del PEPP è stata ampliata in modo da includere le obbligazioni a più breve scadenza e i buoni del Tesoro.

## Tavola 1

### PAA e PEPP: principali parametri

	PAA	PEPP
<b>Titoli idonei</b>	Settore pubblico: titoli di Stato, agenzie ed enti sovranazionali dell'UE idonei per finalità di politica monetaria  Settore privato: carta commerciale di società non finanziarie e titoli societari, obbligazioni bancarie garantite e attività cartolarizzate	Settore pubblico: si applicano i parametri del PAA, con l'aggiunta dei buoni del Tesoro e dei titoli di Stato greci  Settore privato: si applicano i parametri del PAA
<b>Rating minimo</b>	Qualità creditizia di livello 3 (BBB- o superiore)*	Come per il PAA, eccetto deroga per i titoli di Stato greci
<b>Scadenza</b>	Settore pubblico: 1-30 anni e 364 giorni  Settore privato: carta commerciale di società non finanziarie con vita residua di almeno 28 giorni** 6 mesi – 30 anni per le obbligazioni. Nessun limite per le obbligazioni bancarie garantite e le attività cartolarizzate	Settore pubblico: 70 giorni - 30 anni e 364 giorni  Settore privato: si applicano i parametri del PAA
<b>Limite di emissione</b>	Settore pubblico: 25%/33%***/**** per i titoli di Stato; 50% per gli enti sovranazionali  Settore privato: 70% (in casi specifici, alla quota di emissione si applicano limiti inferiori)*****	Acquisti effettuati nell'ambito del PEPP nella misura ritenuta necessaria e proporzionata a contrastare le minacce poste dalle straordinarie condizioni economiche e del mercato rispetto alla capacità dell'Eurosistema di adempiere al proprio mandato. Per consentire l'efficacia di tale decisione straordinaria, il consolidamento delle consistenze di cui all'articolo 5 della Decisione (UE) 2015/774 non si applica alle quote detenute nell'ambito del PEPP.
<b>Limite per emittente</b>	Settore pubblico: 33%***/50%****  Settore privato - societari: sì; garantiti: sì; cartolarizzati: no	

\*I livelli di qualità creditizia armonizzano le diverse scale e i diversi gradi definiti nei vari sistemi di valutazione del merito di credito in una scala di rating uniforme a livello di Eurosistema. \*\*La scadenza della carta commerciale per il PAA è stata ridotta a marzo 2020. \*\*\*Consistenze detenute dall'Eurosistema provenienti da portafogli di politica monetaria e di investimenti in termini cumulati. \*\*\*\*Previa verifica caso per caso che non insorga una evenienza in cui l'Eurosistema possieda una minoranza di blocco. \*\*\*\*\*Possono valere condizioni specifiche per la carta commerciale di società non finanziarie.

**In primo luogo, l'inclusione dei titoli emessi dalla Repubblica ellenica ha rappresentato un importante elemento a sostegno dell'ordinata trasmissione della politica monetaria a tutti i paesi dell'area dell'euro<sup>7</sup>.** Il Consiglio direttivo ha valutato che l'idoneità dei titoli di debito dello Stato greco ai fini del PEPP fosse giustificabile sulla base di diverse considerazioni. Tali considerazioni includevano: a) la necessità di attenuare le pressioni derivanti dalla pandemia, che avevano pesantemente inciso sui mercati finanziari greci; b) il monitoraggio dell'economia

<sup>6</sup> [Decisione \(UE\) 2015/774](#) della Banca centrale europea, del 4 marzo 2015, su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (BCE/2015/10) (GU L 121 del 14.5.2015, pag. 20).

<sup>7</sup> Cfr. Schnabel, I., "Interview with To Vima", 4 aprile 2020.



greca nel contesto della sorveglianza rafforzata, inclusi i relativi impegni assunti dalla Grecia; c) il fatto che la Grecia avesse riacquisito l'accesso al mercato<sup>8</sup>. La deroga di idoneità ha rafforzato l'efficacia dell'obiettivo di trasmissione del PEPP, contribuendo ad attenuare i rischi di frammentazione in tutti i paesi dell'area dell'euro.

**In secondo luogo, a fronte delle significative tensioni nel mercato della carta commerciale dell'area dell'euro, gli acquisti avviati nell'ambito del PEPP erano finalizzati a ripristinare il normale funzionamento del mercato e preservare la trasmissione della politica monetaria.** A marzo 2020 il mercato della carta

commerciale è stato soggetto a significative tensioni. La domanda degli investitori è venuta meno in un momento in cui la necessità delle imprese di finanziamento a breve termine è stata amplificata dall'estrema incertezza del contesto.

Molti investitori si sono trovati a dover gestire rimborsi di importo ingente e necessitavano, pertanto, di liquidità urgente. Per tale motivo erano riluttanti a rinnovare le scadenze delle consistenze in essere di carta commerciale, tanto che alcuni hanno effettuato vendite sul mercato secondario, circostanza rara in tempi di normalità. Il crollo della domanda degli investitori in un momento in cui gli emittenti necessitavano di liquidità aggiuntiva a breve termine ha impedito la trasmissione della politica monetaria all'economia reale. Questo è stato il contesto che ha portato a un ampliamento delle regole di idoneità in modo che potessero essere effettuati acquisti di carta commerciale di entità considerevole nell'ambito del PEPP. Il grafico 2 illustra la situazione a marzo 2020, momento in cui il mercato ha smesso di funzionare, con l'emissione che ha segnato una battuta d'arresto. Quando ha iniziato a risalire, i tassi di emissione anche dei titoli a breve termine sono saliti vertiginosamente. Gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno facilitato un ritorno a condizioni del mercato più stabili, agevolando il ritorno di altri investitori. I tassi sono gradualmente diminuiti e ritornati su livelli in linea con l'orientamento di politica monetaria, sostenendo la trasmissione di quest'ultima alle condizioni di finanziamento per l'economia reale.

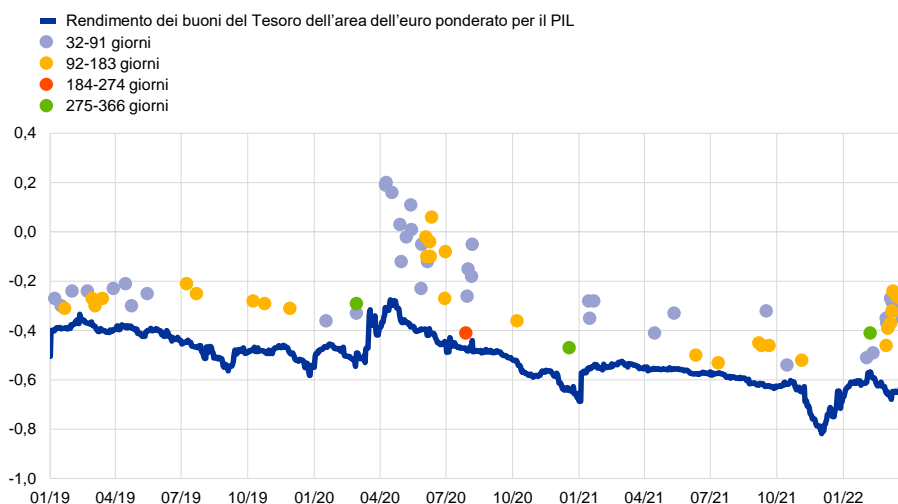
---

<sup>8</sup> Cfr. il considerando 7 della [Decisione \(UE\) 2020/440](#) della Banca centrale europea, del 24 marzo 2020, su un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (BCE/2020/17) (GU L 91 del 25.3.2020, pag. 1).

## Grafico 2

### Tassi di interesse nell'ambito dell'iniziativa STEP (Short-Term European Paper) e rendimento dei buoni del Tesoro dell'area dell'euro ponderato in base al PIL

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Note: il rendimento dei buoni del Tesoro dell'area dell'euro ponderato in base al PIL include i rendimenti del mercato secondario di una serie mobile di buoni del Tesoro in essere con scadenza fino a 12 mesi. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 marzo 2022.

**In terzo luogo, la riduzione della scadenza idonea per i titoli del settore pubblico nell'ambito del PEPP ha evitato turbative nei segmenti più a breve della curva dei rendimenti, che avrebbero potuto ostacolare la trasmissione della politica monetaria.** L'arrivo della pandemia ha suscitato la preoccupazione che l'emergere di vincoli alla liquidità del mercato rischiasse di avere gravi ripercussioni sulle condizioni finanziarie. Come comunemente avviene in tempi di elevate tensioni nei mercati, gli investitori hanno ridotto i loro orizzonti di investimento, dovendo far fronte a un maggiore rischio di ritiro dei depositi da parte dei clienti. L'inclusione di una scadenza minima idonea a più breve termine ha consentito di frenare tale "corsa al ritiro" rendendo possibili gli acquisti da parte dell'Eurosistema su un più ampio intervallo della curva dei rendimenti rispetto a quanto sarebbe stato possibile nell'ambito del PAA. Al tempo stesso, gli emittenti di titoli di debito hanno significativamente incrementato le emissioni di buoni del Tesoro sia per far fronte al fabbisogno urgente di finanziamento, sia per mantenere la flessibilità nel contesto di generale incertezza. Il grafico 2 illustra il considerevole aumento dei rendimenti dei buoni del Tesoro nel mercato secondario nella fase iniziale della pandemia. Gli acquisti nell'ambito del PEPP sono stati regolati in modo flessibile, garantendo un approccio che è rimasto coerente con i relativi volumi delle attività di negoziazione tra obbligazioni e buoni del Tesoro osservati nel mercato secondario.

## 4 L'attuazione in pratica

**La dotazione iniziale di acquisti netti nell'ambito del PEPP annunciata il 18 marzo 2020 ammontava a 750 miliardi di euro**<sup>9</sup>. Successivamente, il Consiglio direttivo ha deciso di incrementare la dotazione di 600 miliardi il 4 giugno 2020<sup>10</sup> e di 500 miliardi il 10 dicembre 2020<sup>11</sup>, in risposta all'impatto al ribasso esercitato dalla pandemia sulle prospettive di inflazione per l'area dell'euro (cfr. la sezione 2), innalzando l'ammontare complessivo del programma a 1.850 miliardi di euro. Durante la fase di acquisti netti del PEPP, gli acquisti in termini cumulati sono ammontati a 1.718 miliardi di euro, con un utilizzo pari al 93 per cento della dotazione complessiva (cfr. il grafico 3). Gli acquisti sono stati condotti in maniera fluida e flessibile, tenendo sempre presente l'impegno ad adottare un approccio coerente con il mercato<sup>12</sup> in modo da attenuare eventuali effetti indesiderati sul funzionamento di quest'ultimo. Il ritmo degli acquisti è stato ricalibrato regolarmente, tenendo in considerazione gli andamenti del mercato e l'impatto del PEPP, utilizzando appieno, nel contempo, la flessibilità sopramenzionata<sup>13</sup>. Grazie all'impiego di un'ampia gamma di indicatori economici, con l'integrazione del giudizio degli esperti, le decisioni sul ritmo complessivo e sulla ripartizione tra giurisdizioni e classi di attività sono state prese con l'intento di assicurare un'ordinata trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi. Si è cercato di evitare un inasprimento delle condizioni di finanziamento, che sarebbe stato incoerente con il contrastare l'impatto al ribasso esercitato dalla pandemia sul profilo di inflazione previsto.

---

<sup>9</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [La BCE annuncia un Programma di acquisto per l'emergenza pandemica da 750 miliardi di euro](#) del 18 marzo 2020.

<sup>10</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [Decisioni di politica monetaria](#) del 4 giugno 2020.

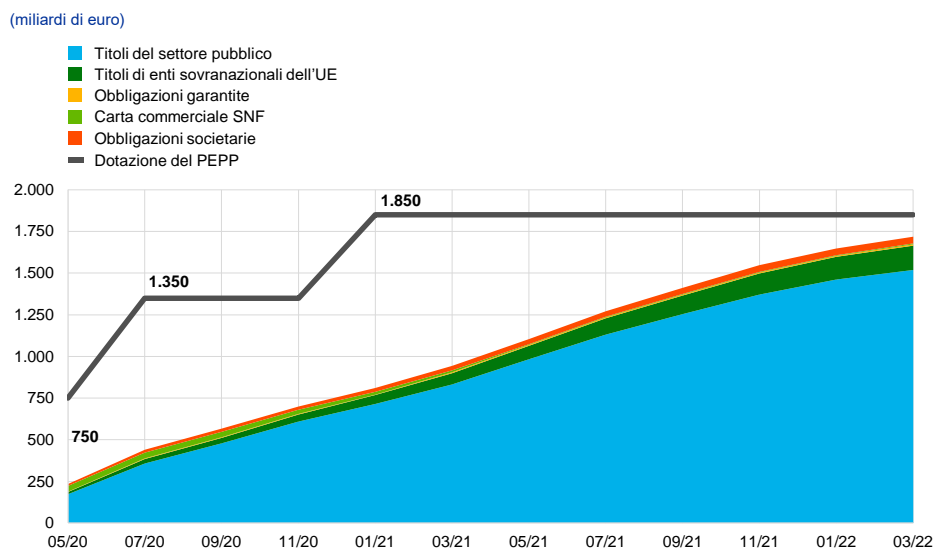
<sup>11</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [Decisioni di politica monetaria](#) del 10 dicembre 2020.

<sup>12</sup> Il comportamento di acquisto si è adeguato in maniera flessibile per assicurare un'ordinata attuazione in base alle condizioni del mercato.

<sup>13</sup> Cfr. Schnabel, I., "[Asset purchases: from crisis to recovery](#)", discorso tenuto in occasione della conferenza annuale della Latvijas Banka *Sustainable Economy in Times of Change*, tenutasi il 20 settembre 2021.

### Grafico 3

#### Acquisti netti cumulati e dimensioni della dotazione del programma nell'ambito del PEPP



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 31 marzo 2022.

**Gli acquisti nel settore pubblico hanno rappresentato il 97 per cento del volume complessivo del PEPP e l'allocazione tra le diverse giurisdizioni ha fatto riferimento alle quote di sottoscrizione del capitale dell'Eurosistema da parte delle banche centrali nazionali.** La flessibilità tra le giurisdizioni ha

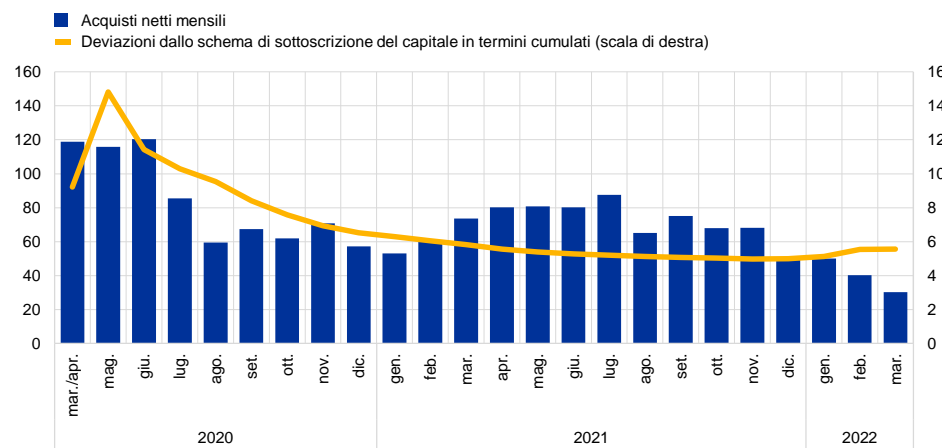
rappresentato una componente fondamentale del PEPP. Ciò ha consentito deviazioni rispetto allo schema di sottoscrizione del capitale dell'Eurosistema nell'allocazione degli acquisti di titoli del settore pubblico, soprattutto al culmine delle turbolenze dei mercati nella fase iniziale della pandemia, quando le deviazioni erano considerevoli. Di conseguenza, il volume degli acquisti netti mensili ha raggiunto il suo valore massimo tra marzo e giugno 2020, così come le deviazioni dallo schema di sottoscrizione del capitale della BCE in termini cumulati (cfr. il grafico 4).

La capacità di rispondere ai rischi di trasmissione è stata maggiormente evidente in questo periodo, dal momento che gli acquisti nell'ambito del settore pubblico erano aumentati nelle giurisdizioni più colpite dai rischi di frammentazione correlati alla pandemia. Le deviazioni dallo schema di sottoscrizione del capitale sono quindi diminuite per il restante periodo della fase degli acquisti netti, con la stabilizzazione delle condizioni dei mercati finanziari, e la duplice natura del PEPP ha consentito di spostare l'obiettivo dalla fase di trasmissione a un'operatività caratterizzata da una maggiore attenzione all'orientamento della politica monetaria, rivolta a tutta l'area dell'euro (cfr. la sezione 2). Per la maggior parte della durata del PEPP, gli acquisti sono stati condotti secondo lo schema di sottoscrizione del capitale. Tuttavia, sebbene nelle fasi successive della crisi sia stata meno avvertita l'esigenza di scostarsi dal parametro di riferimento, la capacità di attuare tale strategia è rimasta rilevante poiché l'opzione intrinseca di condurre acquisti in maniera flessibile ha evitato il riemergere dei rischi di frammentazione indotti dalla pandemia.

## Grafico 4

### Acquisti netti mensili e deviazioni dallo schema di sottoscrizione del capitale in termini cumulati nell'ambito del PEPP

(miliardi di euro; valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: "Deviazioni dallo schema di sottoscrizione del capitale in termini cumulati" indica la somma delle deviazioni dallo schema di sottoscrizione del capitale, utilizzato come riferimento per le consistenze degli acquisti di titoli del settore pubblico nei paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 marzo 2022.

**Oltre a evitare la frammentazione, la flessibilità è stata necessaria a evitare ampie oscillazioni dei prezzi di alcune classi di attività, che sono state osservate con maggiore chiarezza nell'evoluzione dei volumi di acquisto delle obbligazioni sovranazionali.** Durante la fase degli acquisti netti, le obbligazioni

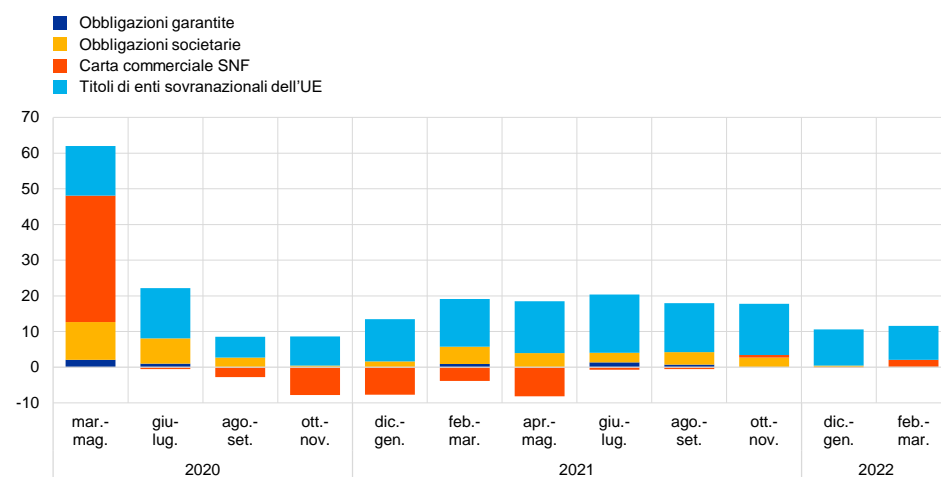
sovranazionali hanno rappresentato fino al 10 per cento degli acquisti del settore pubblico. Il grafico 5 illustra come i volumi di acquisto siano stati calibrati in maniera flessibile per rispondere agli andamenti del mercato sovranazionale. Nei primi mesi di attuazione del PEPP, la liquidità derivante dai titoli sovranazionali in essere ha consentito volumi di acquisto sufficienti. Tuttavia, con il progredire degli acquisti e i bassi livelli di nuove emissioni, la conduzione del 10 per cento degli acquisti in tali condizioni di liquidità avrebbe potuto determinare tensioni indesiderabili e rischi di distorsione di questo segmento di mercato. I volumi di acquisto sono stati pertanto ridotti per evitare tale evenienza. Un fondamentale cambiamento nel mercato sovranazionale dell'area dell'euro è intervenuto con l'annuncio che la Commissione, per conto dell'UE, avrebbe tratto dai mercati dei capitali fondi di entità considerevole per sostenere la ripresa in Europa. Ciò ha condotto a un significativo aumento delle emissioni da parte dell'UE a partire dalla fine del 2020. Sebbene di natura temporanea, la significativa entità dell'emissione, corrispondente al 7 per cento circa del PIL dell'area dell'euro nel 2020, ha segnato uno spartiacque per l'area, dal momento che lo stimolo monetario è stato integrato da politiche di bilancio. Il programma di sostegno all'attenuazione dei rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE) e il Next Generation EU (NGEU), rispettivamente del valore di 100 e 800 miliardi di euro, hanno rappresentato la più ampia emissione di titoli di debito sovranazionali mai annunciata nell'UE. I due programmi, unitamente a un marginale aumento delle emissioni da parte di altri soggetti sovranazionali dell'area dell'euro, hanno

determinato un aumento della liquidità nel mercato<sup>14</sup>. Il grafico 5 mostra come l'aumento degli acquisti netti di obbligazioni sovranazionali sia stato calibrato per tenere conto delle migliori condizioni di liquidità dalla fine del 2020 in poi.

### Grafico 5

#### Acquisti netti di diverse tipologie di attività nell'ambito del PEPP

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**Anche nel segmento del settore privato la flessibilità negli acquisti è stata parte integrante del PEPP e la proporzione relativa dei sottoprogrammi è variata notevolmente nel tempo, in base all'evoluzione delle condizioni nei mercati del settore privato.** Gli acquisti sono stati condotti nei settori societario e delle obbligazioni bancarie garantite nonché, come menzionato in precedenza, in quello della carta commerciale emessa da società non finanziarie<sup>15</sup>. I volumi di acquisto in tutti e tre i settori sono stati determinati dalle dinamiche delle emissioni sul mercato primario e dalle condizioni del mercato secondario, che nel tempo sono variate considerevolmente. In generale, gli acquisti nel settore privato sono stati più consistenti nei primi mesi del programma, a causa della forte preferenza, da parte degli emittenti, a incrementare le loro disponibilità liquide aumentando così il livello delle emissioni sia di obbligazioni societarie che di carta commerciale.

Tale impennata è in netto contrasto con i precedenti episodi di incertezza macroeconomica, come in occasione della crisi finanziaria mondiale, quando l'accresciuta volatilità ha evidenziato una tendenza a ostacolare l'accesso al mercato e a ridurre le emissioni. Con il miglioramento delle condizioni del mercato e la stabilizzazione dei livelli di emissione, la quota degli acquisti nel settore societario è scesa.

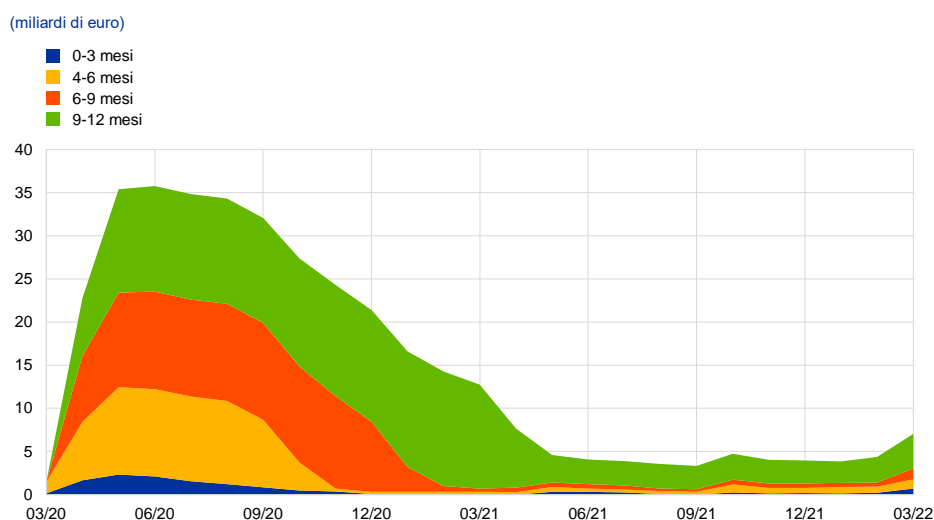
<sup>14</sup> Cfr. Bletzinger, T., Greif, W. e Schwaab, B., "Can EU bonds serve as euro denominated safe assets", *Working Paper Series*, n. 2712, BCE, Francoforte, agosto 2022.

<sup>15</sup> Sebbene gli acquisti di titoli garantiti da attività fossero considerati idonei ai fini del PEPP, in pratica, date le condizioni del mercato delle attività cartolarizzate nell'area dell'euro, gli acquisti condotti nell'ambito dell'ABSPP, come parte del PAA, sono stati ritenuti sufficienti. Di conseguenza, per l'elemento del settore privato del PEPP sono stati condotti solo acquisti di obbligazioni bancarie garantite, obbligazioni societarie e carta commerciale.

**L'utilizzo più diffuso della flessibilità nei volumi di acquisto del settore privato, nel tempo, è stato osservato per gli acquisti di carta commerciale.** All'inizio del programma, quando il segmento era in condizioni di stress estremo, è stata acquistata una quantità significativamente maggiore di carta commerciale (cfr. la sezione 3). Poiché gli investitori non erano disposti ad accollarsi scadenze a più lungo termine durante la fase più acuta della crisi, la possibilità di acquistare titoli con tali scadenze nell'ambito del PEPP ha offerto sostegno agli emittenti. Ciò è riscontrabile nel grafico 6, che individua gli acquisti di carta commerciale in base alla scadenza. Con la ripresa della domanda da parte degli investitori ordinari, gli emittenti hanno avuto minore necessità di ricorrere al PEPP. Ciò ha riflettuto il passaggio dall'obiettivo di trasmissione a quello di orientamento (come discusso nella sezione 2) e questa seconda fase si è accompagnata a un calo degli acquisti di carta commerciale. Le disponibilità di carta commerciale sono quindi diminuite considerevolmente, dal momento che non è stata rinnovata la scadenza per la maggior parte delle consistenze.

### Grafico 6

Consistenze di carta commerciale delle SNF in base alla scadenza originaria



Fonte: BCE.

**Gli andamenti delle emissioni pubbliche degli emittenti di obbligazioni bancarie garantite e obbligazioni societarie durante la fase degli acquisti netti nell'ambito del PEPP sono stati in netto contrasto tra loro, come si evince dai rispettivi volumi di acquisto.** Il grafico 7 mostra come, nella fase più acuta della crisi, l'emissione di obbligazioni societarie abbia registrato un'impennata, con le aziende che si sono affrettate a incrementare il loro accesso al contante in presenza di una più forte incertezza e di un crollo dei flussi di liquidità in entrata. Per contro, l'emissione sul mercato di obbligazioni garantite dal secondo trimestre del 2020 e fino alla fine del 2021 è stata molto modesta rispetto agli standard recenti. La differenza più evidente per gli emittenti di obbligazioni garantite consisteva nel fatto che le banche disponevano di altre fonti di finanziamento, non accessibili alle società. In primo luogo, le OMRLT-III stavano al contempo offrendo alle banche finanziamenti a tassi che nella maggior parte dei casi erano più convenienti rispetto

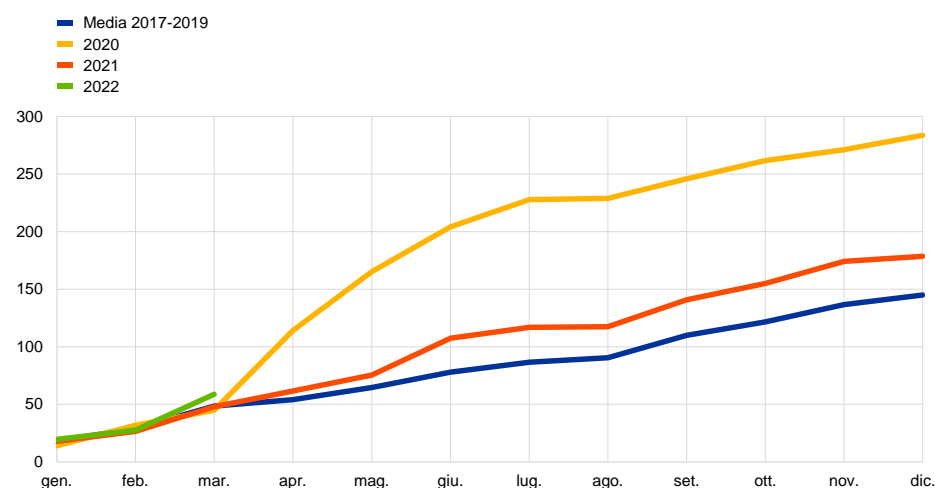
all'emissione sul mercato pubblico. In secondo luogo, i depositi nelle banche dell'area dell'euro sono aumentati bruscamente perché il pubblico ha reagito all'incertezza causata dalla pandemia incrementando il risparmio. Ciò ha fatto sì che gli acquisti di obbligazioni garantite nell'ambito del PEPP fossero relativamente limitati, con gli acquisti nell'ambito del terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (third covered bond purchase programme, CBPP3) che sono proseguiti ai normali livelli per sostenere la trasmissione dell'orientamento di politica monetaria attraverso il canale del credito bancario.

### Grafico 7

Emissioni idonee di a) obbligazioni societarie e b) obbligazioni garantite in termini cumulati

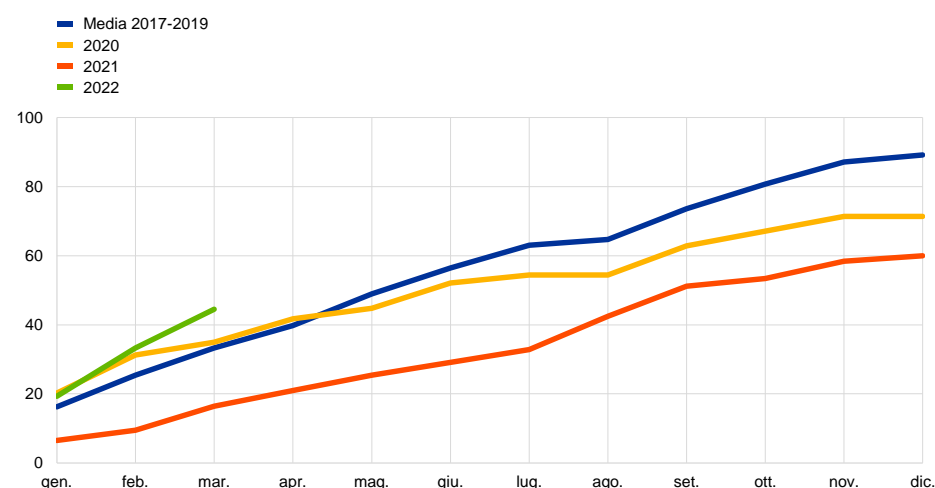
#### a) Emissioni di obbligazioni societarie, per anno

(miliardi di euro)



#### b) Emissioni di obbligazioni garantite, per anno

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

**L'Eurosistema ha acquistato titoli in modo da preservare le condizioni di liquidità del mercato.** I titoli sono stati acquistati da un'ampia gamma di controparti. Inoltre, sono stati compiuti sforzi significativi per evitare l'acquisto di titoli difficilmente



reperibili nei momenti in cui non erano disponibili<sup>16</sup>. Al termine della fase degli acquisti netti, quelli dei titoli del settore pubblico e privato, in termini cumulati, ammontavano, rispettivamente, a 1.665,7 e 52,4 miliardi di euro. Gli acquisti e le consistenze nell'ambito del PEPP sono stati pubblicati su base bimestrale sul sito Internet della BCE<sup>17</sup>. Gli acquisti netti di titoli del settore privato, in percentuale degli acquisti netti complessivi effettuati nell'ambito del PEPP, sono stati inferiori a quelli del PAA. Le ragioni sono molteplici: in primo luogo, fatta eccezione per la carta commerciale e le obbligazioni societarie, le emissioni del settore privato sono state, in generale, contenute. In secondo luogo, molti degli acquisti nel settore privato sono stati effettuati in carta commerciale, titoli che per loro natura hanno scadenze a breve termine e, come descritto in precedenza, erano per lo più giunti a scadenza e non sono stati rinnovati alla fine del periodo degli acquisti netti. Infine, i rimborsi relativi al settore privato nell'ambito del PAA, in particolare per le attività cartolarizzate e le obbligazioni bancarie garantite, sono stati relativamente elevati nel corso dell'intero periodo e hanno assorbito gran parte degli acquisti lordi effettuati, mentre le emissioni nette sono state relativamente basse. In tale periodo, l'Eurosistema ha eseguito circa 82.400 transazioni nell'ambito del PEPP (cfr. la tavola 2). Alla fine della fase degli acquisti netti, la scadenza media ponderata dei titoli detenuti nell'ambito del PEPP era pari 7,57 anni, sostanzialmente in linea con quella della gamma complessiva dei titoli idonei (pari a 7,51 anni).

## Tavola 2

### Attuazione del PEPP durante la fase degli acquisti netti di attività

Classe di attività	Numero di transazioni eseguite	Ammontare medio delle transazioni (milioni di euro)
<b>Attività cartolarizzate</b>	0	0
<b>Obbligazioni garantite</b>		
- mercato primario	17	76
- mercato secondario	1.232	4
<b>Obbligazioni societarie</b>		
- mercato primario	140	109
- mercato secondario	4.812	5
<b>Carta commerciale SNF</b>		
- mercato primario	376	112
- mercato secondario	101	71
<b>Titoli di amministrazioni pubbliche</b>		
- mercato secondario	69.372	25
<b>Titoli di enti sovranazionali</b>		
- mercato secondario	6.404	23

Fonte: BCE.

**Durante l'attuale fase di reinvestimento del PEPP, la flessibilità è rimasta un essenziale strumento di tutela contro i rischi connessi alla pandemia per un'ordinata trasmissione della politica monetaria<sup>18</sup>.** A giugno 2022 il Consiglio

<sup>16</sup> Incluso l'utilizzo di indicatori del valore relativo e della liquidità, nonché una valutazione della disponibilità delle obbligazioni sia nel mercato del contante che in quello dei pronti contro termine.

<sup>17</sup> Cfr. "Pandemic emergency purchase programme (PEPP)" sul sito Internet della BCE.

<sup>18</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE *Decisioni di politica monetaria* del 16 dicembre 2021.

direttivo ha adottato un approccio flessibile nel reinvestimento dei rimborsi derivanti dai titoli in scadenza nel quadro del PEPP (cfr. il riquadro 1). Tale decisione è stata confermata a luglio e a settembre 2022, con l'intento di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione correlati alla pandemia.

## Riquadro 1

### Flessibilità dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica

a cura di Eduard Betz

L'orizzonte dei reinvestimenti del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) si è spostato nel tempo in linea con le condizioni della pandemia e con il duplice obiettivo di politica monetaria del programma. A giugno 2020 il Consiglio direttivo ha inizialmente comunicato l'intenzione di reinvestire i titoli in scadenza nel portafoglio del PEPP almeno fino alla fine del 2022; a dicembre 2020, il termine è stato posticipato alla fine del 2023 e, a dicembre 2021, fino alla fine del 2024. In tutte le sue comunicazioni in merito alla politica di reinvestimento, il Consiglio direttivo ha sottolineato che la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento della politica monetaria.

La pandemia ha generato vulnerabilità durature nell'economia dell'area dell'euro, che comportano rischi per l'omogenea trasmissione della politica monetaria tra i vari paesi. A dicembre 2021 il Consiglio direttivo ha pertanto deciso che, in linea con le caratteristiche iniziali del PEPP, in caso di ritorno a una frammentazione dei mercati legata alla pandemia, in qualunque momento i reinvestimenti avrebbero potuto essere adeguati in maniera flessibile nel tempo, nella classe di attività e nelle giurisdizioni. Tale decisione ha tenuto conto della lezione impartita dalla pandemia secondo cui, in condizioni di tensione, la flessibilità nella definizione e nella conduzione degli acquisti di attività ha contribuito a far fronte alle disfunzioni nella trasmissione della politica monetaria e ha reso più efficaci gli sforzi per conseguire l'obiettivo del Consiglio direttivo. Pertanto, il Consiglio direttivo ha comunicato che, nell'ambito del proprio mandato, in condizioni di tensione la flessibilità sarebbe rimasta uno strumento della politica monetaria nel caso in cui i rischi per la sua corretta trasmissione mettessero a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi.

A metà 2022 l'area dell'euro è stata interessata da una complessa combinazione di shock che ha contribuito a una trasmissione disomogenea della politica monetaria tra i vari paesi. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di adottare un approccio flessibile nel reinvestire i rimborsi dei titoli in scadenza nell'ambito del PEPP, al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione legati alla pandemia<sup>19</sup>. Tale flessibilità include il reinvestimento dei rimborsi, ove ritenuto opportuno, nei mercati obbligazionari dei paesi dell'area dell'euro in cui la trasmissione ordinata è a rischio<sup>20</sup>. Ciò è parso evidente nei pesi relativi dei volumi degli acquisti lordi nell'ambito del PEPP a giugno e luglio 2022. Il grado di applicazione di tale requisito continuerà a dipendere dalle condizioni del mercato e costituisce un ulteriore livello della flessibilità multidimensionale che caratterizza il PEPP.

<sup>19</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE *Dichiarazione a seguito della riunione ad hoc del Consiglio direttivo della BCE* del 15 giugno 2022.

<sup>20</sup> Lagarde, C., "La stabilità dei prezzi e la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro", intervento in occasione dell'ECB Forum on Central Banking 2022 sul tema *Sfide per la politica monetaria in un mondo in rapida evoluzione* a Sintra, Portogallo, 28 giugno 2022.

La flessibilità nei reinvestimenti del PEPP rappresenta una prima linea di difesa contro il rischio di frammentazione.

---

## 5 L'efficacia del PEPP

### La trasmissione della politica monetaria

**L'avvio del PEPP è scaturito dall'esigenza di stabilizzare i mercati finanziari dell'area dell'euro, che mostravano crescenti segnali di tensione e illiquidità, a indicare che le condizioni di finanziamento si stavano indebitamente discostando dall'orientamento di politica monetaria desiderato dalla BCE.**

Per assicurare la trasmissione del proprio orientamento di politica monetaria, le banche centrali devono agire con determinazione contro tale scostamento. Al tempo stesso, qualsiasi intervento finalizzato alla stabilizzazione del mercato richiede che le tensioni, ad esempio tra le principali curve dei rendimenti, siano il risultato di dinamiche nei mercati dei titoli non basate sui fondamentali e che si autoalimentano. Le gravi tensioni nei mercati finanziari nel periodo antecedente l'annuncio del PEPP sono state indicative di tali dinamiche. Il divario tra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi privi di rischio ne è un esempio significativo. Tale parametro è infatti aumentato in misura considerevole e rapida (cfr. il grafico 1). L'aumento si è inoltre verificato in un contesto di notevole deterioramento delle condizioni di liquidità nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro e di significative tensioni sistemiche che hanno colpito diversi segmenti dei mercati finanziari dell'area (cfr. il grafico 8). Tale combinazione, insieme a una valutazione di ampio respiro di una serie di ulteriori evidenze quantitative e qualitative, ha evidenziato una ridefinizione dei prezzi disordinata e potenzialmente autorealizzante nei mercati dei titoli di Stato, nonché una chiara necessità di interventi volti a ripristinare la stabilità del mercato per consentire una trasmissione ordinata della politica monetaria<sup>21</sup>.

**Il successo del PEPP è evidenziato dal fatto che le carenze di liquidità nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro e le tensioni sistemiche nei mercati si sono notevolmente attenuate dopo l'annuncio del programma.**

Dopo l'annuncio, gli acquisti nell'ambito del PEPP sono stati costantemente adeguati entro la dotazione massima complessiva, in termini sia di volume sia di giurisdizioni, in modo da evitare uno scostamento non legato ai fondamentali dei titoli di Stato dall'orientamento monetario desiderato dalla BCE. Tale approccio ha contribuito in modo visibile a ridurre ulteriormente le tensioni dei mercati, riportandole, in ultima istanza, su livelli più normali, come quelli antecedenti la pandemia.

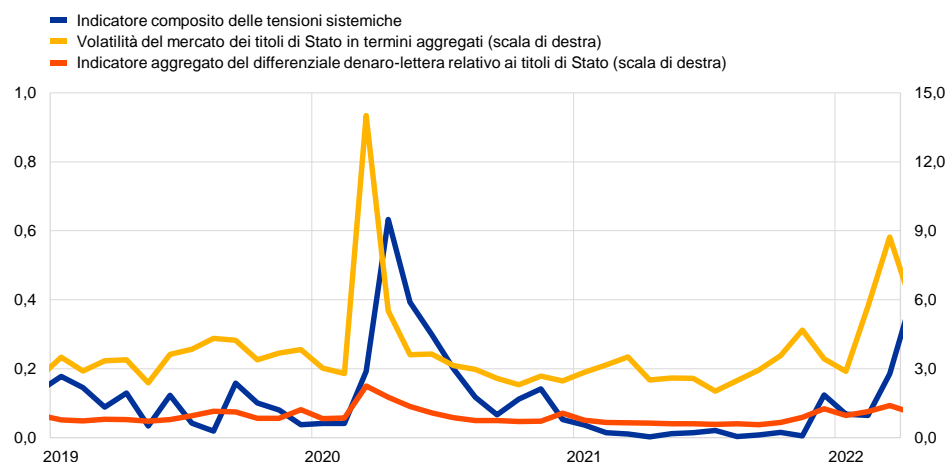
---

<sup>21</sup> Cfr. anche Lane, P.R., "The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme", *The ECB Blog*, 22 giugno 2020.

## Grafico 8

### Indicatori di tensioni sistemiche e condizioni del mercato dei titoli di Stato nell'area dell'euro

(indice standardizzato, punti base)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore composito delle tensioni sistemiche per l'area dell'euro è calcolato sulla base di Holló, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., "CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system", *Working Paper Series*, n. 1426, BCE, Francoforte, marzo 2012. Gli indicatori di volatilità del mercato dei titoli di Stato e del differenziale denaro-lettera sono aggregati a livello dell'area dell'euro utilizzando pesi determinati dal PIL, basati sui rendimenti di riferimento dei titoli di Stato decennali delle singole giurisdizioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2022.

### Il successo del PEPP nel contrastare i rischi legati alla pandemia per la trasmissione della politica monetaria ha rispecchiato sia gli effetti dell'annuncio sia quelli di flusso<sup>22</sup>.

L'effetto dell'annuncio dei programmi di acquisto di attività della banca centrale, come implica il nome, fa riferimento all'impatto che l'annuncio di parametri fondamentali, quali l'entità complessiva del programma o gli aspetti attuativi centralizzati, esercita sulle condizioni di finanziamento e di mercato. L'effetto "puro" dell'annuncio coglie l'impatto che si manifesta ancor prima dell'effettiva attuazione del programma, dal momento che gli operatori di mercato rivedono istantaneamente le proprie aspettative, in particolare per quanto riguarda le consistenze attese di obbligazioni future detenute dalla banca centrale. Per quanto riguarda i programmi di acquisto di attività delle principali banche centrali prima della pandemia, il canale di trasmissione prevalente era gestito mediante l'estrazione del rischio di durata finanziaria<sup>23</sup>, ovvero le consistenze attese di titoli di Stato nel bilancio della banca centrale comprimevano la componente del premio a termine incorporata nella struttura per scadenza dei tassi

<sup>22</sup> Cfr. Bernanke, B.S., "The New Tools of Monetary Policy", intervento del Presidente della American Economic Association, 4 gennaio 2020, per un'analisi generale dell'allentamento quantitativo e di altri strumenti che sono divenuti fondamentali per le maggiori banche centrali dopo la crisi finanziaria mondiale. Cfr. anche D'Amico, S. e King, T., "Flow and Stocks Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n. 2, 2013, pagg. 425-448, per un'analisi delle differenze tra gli effetti di consistenze e di flusso e per un'analisi empirica degli acquisti di attività su larga scala da parte del Federal Reserve System.

<sup>23</sup> Cfr. Bernanke, B.S. (2020). Cfr. anche Vayanos, D. e Vila, J.-L., "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates", *Econometrica*, vol. 89, n. 1, 2021, pagg. 77-112, per gli effetti degli acquisti di attività su larga scala, come quelli condotti dalle principali banche centrali a partire dalla crisi finanziaria mondiale, in un contesto in cui i clienti di numerosi investitori preferiscono operare in segmenti specifici della curva dei rendimenti ("habitat preferito").

di interesse<sup>24</sup>. Per contro, l'insieme dei relativi canali di trasmissione del PEPP è più ampio, a causa della flessibilità nell'allocazione degli acquisti netti nel tempo e tra classi di attività e giurisdizioni. Data questa considerevole flessibilità aggiuntiva, gli effetti di flusso derivanti dall'attuazione degli acquisti di attività, ovvero l'impatto degli acquisti effettivi sui prezzi delle attività finanziarie, possono acquisire ulteriore rilevanza.

**L'effetto più significativo scaturito dall'annuncio si è avuto all'avvio del programma, il 18 marzo 2020, con una riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro superiore alle attese in base alle precedenti esperienze di contesti di mercati finanziari non sottoposti a tensioni.**

Dei tre principali annunci del PEPP — l'avvio del programma il 18 marzo 2020 e i due incrementi della dotazione massima complessiva a giugno e a dicembre dello stesso anno (cfr. il grafico 3 nella sezione 4) — l'annuncio iniziale si distingue non solo perché associato all'aumento più consistente della dotazione e all'avvio del programma in sé, ma anche perché in quel periodo era in larga misura inatteso dagli operatori dei mercati finanziari. Di conseguenza, le variazioni dei prezzi di mercato all'interno di una finestra temporale ristretta possono essere utilizzate per misurare l'entità del relativo effetto dell'annuncio, usando un'analisi appartenente alla tipologia dello studio dell'evento. Il grafico 9 mostra le elasticità implicite nel modello (ovvero le variazioni nei rendimenti dei titoli di Stato con scadenze diverse per un dato volume previsto di ulteriori obbligazioni detenute dall'Eurosistema) associate agli acquisti nell'ambito del PEPP (istogrammi gialli) e nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP, istogrammi blu). Mentre queste ultime si basano sull'esperienza del PSPP nel suo complesso, le prime riflettono solo le reazioni dei rendimenti obbligazionari intorno al momento dell'annuncio del PEPP. Oltre a essere significative in termini assoluti, le elasticità implicite del PEPP sono chiaramente superiori a quelle implicite del PSPP. Le elasticità stimate nell'ambito del PSPP riflettono le condizioni del mercato finanziario durante la fase degli acquisti netti, che ha riguardato prevalentemente periodi di calma. Ciò contrasta, in particolare, con le gravi tensioni nei mercati che hanno caratterizzato e, di fatto, hanno dato origine all'annuncio del PEPP. Pertanto, la differenza tra i due insiemi di elasticità può essere intesa come la conferma del fatto che, in generale, le misure di politica monetaria della banca centrale che assorbono il rischio altrimenti sostenuto dagli investitori tendono a essere più efficaci nel contrastare un eccessivo accumulo di premi per il rischio in condizioni di tensioni nei mercati<sup>25</sup>.

---

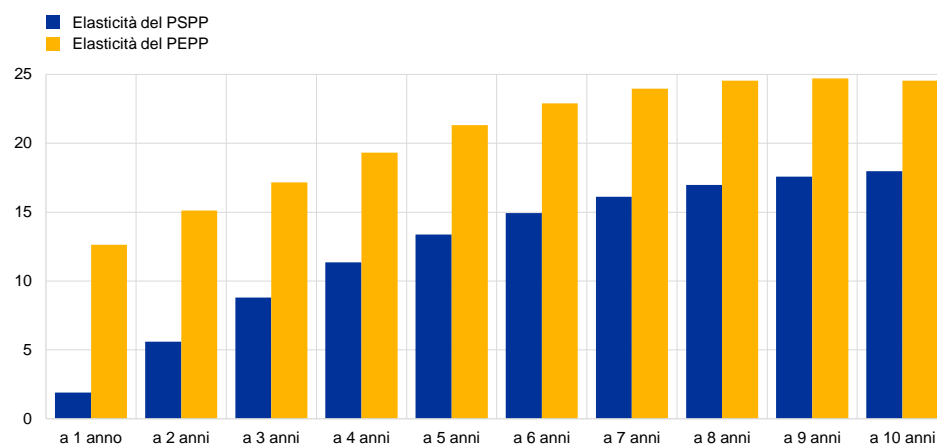
<sup>24</sup> Cfr. anche Lane, P.R., "The yield curve and monetary policy", intervento pubblico tenuto presso il Centre for Finance – Department of Economics dello University College London, 25 novembre 2019, e Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J. e von Landesberger, J., "Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014", *Occasional Paper Series*, n. 278, BCE, Francoforte, settembre 2021.

<sup>25</sup> Cfr. altresì Costain, J., Nuño, G. e Thomas, C., "The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union", *Documentos de Trabajo*, n. 2223, Banco de España, Madrid, giugno 2022, in cui si riscontra che l'estrazione dei premi per il rischio di insolvenza è particolarmente significativa nello spiegare il comportamento dei rendimenti in risposta all'annuncio del PEPP, in special modo per i paesi vulnerabili dell'area dell'euro.

## Grafico 9

### Elasticità dei rendimenti di PSPP e PEPP per gli acquisti di titoli di Stato in base alla scadenza residua

(punti base per 500 miliardi di euro di acquisti di titoli di Stato)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le elasticità del PSPP si basano su Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. e Viadu, A.L., "Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve", *Working Paper Series*, n. 2293, BCE, Francoforte, luglio 2019. Il modello traduce le consistenze correnti e attese delle obbligazioni dell'Eurosistema in variazioni dei rendimenti dei titoli di Stato ed è stimato sulla base delle evidenze di PAA e PSPP. Le elasticità del PEPP sono derivate da una versione alternativa dello stesso modello, ricalibrate in modo tale che le reazioni dei rendimenti implicite nel modello in seguito all'annuncio del PEPP di marzo coincidano con le variazioni dei rendimenti a due giorni osservate dopo il 18 marzo 2020. Le elasticità si riferiscono alla variazione dei rendimenti ponderati per il PIL dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro in risposta a 500 miliardi di euro di acquisti di titoli di Stato nell'area nel corso dei dieci mesi successivi, senza reinvestimenti a seguire.

### Anche gli effetti di flusso derivanti dall'attuazione del PEPP sono stati più marcati durante la fase di tensione dei mercati, che ha caratterizzato la parte iniziale del programma, rispetto alle fasi successive.

Tale conclusione è il risultato delle analisi di vari programmi di acquisto della BCE, che mettono a confronto le variazioni di prezzo dei titoli di Stato che hanno attratto flussi di acquisto positivi in una data giornata durante la fase di attuazione, con le variazioni di prezzo di quelle obbligazioni che hanno attratto flussi di acquisti nulli o inferiori.

L'aggiornamento e l'ampliamento del lavoro precedentemente svolto consentono di confrontare gli effetti di flusso nei mercati dei titoli di Stato in presenza e in assenza di condizioni di tensione, sia nel tempo sia tra paesi<sup>26</sup>. In tale esercizio, il primo anno della fase degli acquisti netti nell'ambito del PSPP costituisce il parametro di riferimento per le condizioni di mercato non sottoposte a tensioni. Come mostra il grafico 10, anche in condizioni non sottoposte a tensioni come quelle osservate durante gran parte della fase degli acquisti netti nell'ambito del PSPP, i flussi di acquisto dei titoli di Stato hanno esercitato effetti statisticamente significativi ed economicamente rilevanti sui rendimenti dei titoli stessi. Questi si sono concentrati nei paesi più soggetti a tensioni. Tuttavia, nelle condizioni di tensione prevalenti da

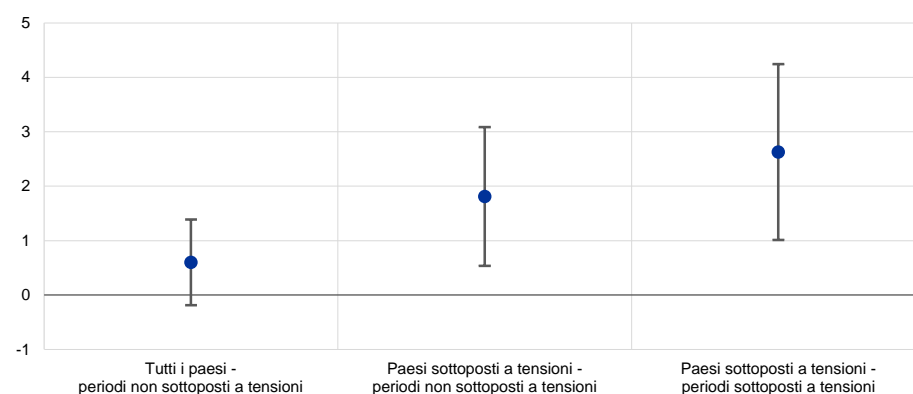
<sup>26</sup> Cfr. De Santis, R. e Holm-Hadulla, F., "Flow Effects of Central Bank Asset Purchases on Sovereign Bond Prices: Evidence from a Natural Experiment", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 52, n. 6, 2020, pagg. 1467-1491. Per le stime degli effetti degli acquisti di attività in condizioni di tensione durante il Programma per il mercato dei titoli finanziari, nel contesto della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, cfr. Eser, F. e Schwaab, B., "Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme", *Journal of Financial Economics*, vol. 119, n. 1, 2016, pagg. 147-167; Ghysels, E., Idier, J., Manganelli, S. e Vergote, O., "A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme", *Journal of the European Economic Association*, 15, pagg. 218-243; De Pooter, M., Martin, R.F. e Pruitt, S., "The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 53, n. 1, 2018, pagg. 243-268.

marzo a giugno 2020, l'entità degli effetti di flusso è aumentata notevolmente. Da un'analisi del CBPP3, condotta parallelamente al PSPP nell'ambito del PAA, emerge che conclusioni analoghe possono essere tratte per i programmi di acquisto di titoli del settore privato<sup>27</sup>. Gli effetti di flusso stimati degli acquisti di obbligazioni garantite durante la fase degli acquisti netti nell'ambito del CBPP3 sono stati considerevolmente più elevati durante i sottoperiodi con maggiori livelli di tensione, come approssimato dall'aumento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato (cfr. il grafico 11). Ciò implica che anche gli acquisti di obbligazioni del settore privato da parte delle banche centrali sono uno strumento particolarmente potente nel caso sia a rischio il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In linea con l'evidenza degli effetti legati all'annuncio, le stime indicano pertanto che gli acquisti effettivi durante l'attuazione sono più efficaci per sostenere i prezzi delle obbligazioni in condizioni di tensione<sup>28</sup>.

### Grafico 10

#### Effetti di flusso sui rendimenti giornalieri dei titoli di Stato

(impatto di un aumento di un punto percentuale sugli acquisti di titoli rispetto alle consistenze in essere, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le stime dell'impatto sono ricavate da regressioni dei rendimenti obbligazionari giornalieri dei singoli titoli delle amministrazioni centrali sugli acquisti di tali titoli da parte della BCE, in rapporto alle rispettive consistenze in essere e a un insieme completo di effetti fissi giornalieri e di titoli. I volumi di acquisto sono cartolarizzati attraverso i periodi di blackout inclusi nella progettazione del PSPP e del PEPP, come specificato in De Santis, R. e Holm-Hadulla, F. (2020). I cerchietti blu rappresentano stime puntuali; i baffi corrispondono a intervalli di confidenza del 95 per cento.

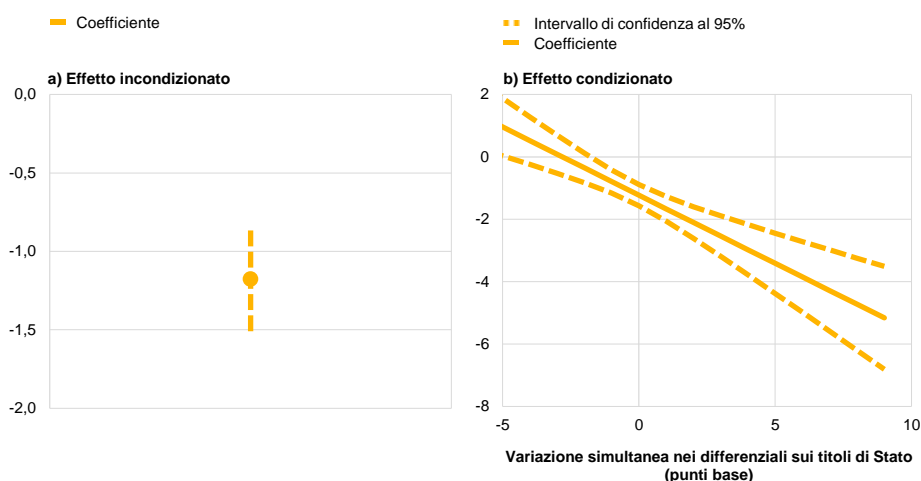
<sup>27</sup> Gli autori ringraziano sentitamente Jasper Knyphausen per i suoi contributi alla presente analisi.

<sup>28</sup> Cfr. Bernardini, M. e De Nicola, A., "The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the COVID-19 crisis", *Temi di discussione*, n. 1310, Banca d'Italia, Roma, dicembre 2020, in cui si dimostra che gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalla Banca d'Italia durante la crisi legata alla pandemia hanno compresso i rendimenti in modo immediato e persistente nelle giornate di negoziazione contribuendo a migliorare la liquidità del mercato, in particolare in presenza di accresciute tensioni finanziarie. Per una trattazione più generale, cfr. Bailey, A., Bridges, J., Harrison, R., Jones, J. e Mankodi, A., "The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future", *Staff Working Paper*, n. 899, Bank of England, Londra, dicembre 2020; nonché Cúrdia, A. e Woodford, M., "The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n. 1, gennaio 2011, pagg. 54-79.

## Grafico 11

### Impatto degli acquisti del settore privato sui rendimenti: il caso delle obbligazioni garantite

(punti base per punto percentuale di consistenze acquistate)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra l'effetto stimato dell'acquisto di un punto percentuale delle consistenze in essere di un'obbligazione garantita nell'ambito del CBPP3. Gli effetti sono identificati utilizzando la prossimità al limite di quote di emissione come variabile strumentale per le decisioni di acquisto. Il pannello di sinistra mostra l'effetto incondizionato, mentre quello di destra mostra l'effetto condizionato di una data variazione del differenziale di rendimento dei titoli di Stato nella stessa data.

## Orientamento di politica monetaria

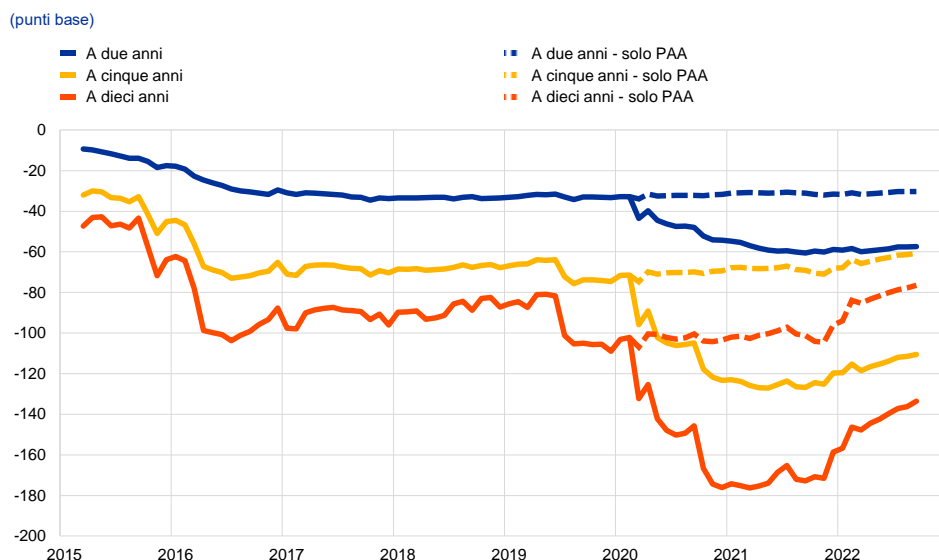
**L'annuncio e l'attuazione del PEPP hanno di fatto stabilizzato i mercati finanziari e contribuito a contrastare l'impatto avverso della pandemia sul profilo di inflazione previsto.** Le consistenze cumulate di obbligazioni detenute nell'ambito del PAA avevano già determinato una compressione stimata di circa 100 punti base dei rendimenti obbligazionari aggregati a dieci anni nelle quattro maggiori giurisdizioni dell'area dell'euro prima dell'annuncio del PEPP (cfr. il grafico 12)<sup>29</sup>. Alla fine della fase degli acquisti netti, l'ulteriore compressione dei rendimenti a dieci anni derivante dal PEPP aveva aggiunto circa 60 punti base stimati. Il PEPP ha pertanto consentito un sostanziale allentamento delle condizioni di finanziamento in un momento in cui la possibilità di un ulteriore accomodamento attraverso i tassi di riferimento della BCE era limitata dalla prossimità al limite inferiore effettivo dei tassi di interesse.

<sup>29</sup> Il "premio a termine" nel grafico 12 può essere inteso come la quota dei rendimenti dei titoli di Stato considerati (la media ponderata di Germania, Spagna, Francia e Italia) che non è collegata alle aspettative sui tassi di interesse a breve termine correnti o attesi. Per una scomposizione esplicita dell'effetto degli acquisti di obbligazioni sulle aspettative circa tassi di interesse, premi a termine (nel senso stretto di rilevare il semplice rischio di durata finanziaria), compenso atteso per l'insolvenza e premi per il rischio di credito, cfr. Costain, J. et al. (2022).



## Grafico 12

Stime relative alle serie temporali dell'impatto del PAA e del PEPP sui premi a termine per i titoli di Stato



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: gli effetti del PAA sono stimati sulla base di un modello affine di struttura per scadenza senza arbitraggio con un fattore quantitativo (cfr. Eser, F. et al., 2019). Gli effetti del PEPP sono calcolati come medie dell'impatto stimato utilizzando lo stesso modello e una versione alternativa dello stesso ricalibrato in modo tale che le reazioni dei rendimenti implicite nel modello all'annuncio del PEPP di marzo 2020 corrispondano alle variazioni dei rendimenti a due giorni osservate dopo il 18 marzo. Le stime si riferiscono alle medie ponderate per il PIL dei rendimenti dei titoli a cedola zero nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia e Italia). Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2022.

**In concomitanza con le altre misure della BCE legate alla pandemia, il PEPP ha efficacemente contribuito a contenere le ricadute economiche della pandemia.**

Alla fine dei rispettivi orizzonti temporali delle proiezioni macroeconomiche degli esperti, i tassi di inflazione hanno segnato un brusco peggioramento nel corso della pandemia, per poi recuperare (e in ultima istanza superare) l'obiettivo di medio termine del 2 per cento fissato dal Consiglio direttivo (cfr. il grafico 13).

Tuttavia, considerare l'evoluzione delle prospettive di inflazione in assenza di uno scenario controfattuale rende impossibile stabilire l'effetto accomodante stimato del PEPP. Rispetto a uno scenario controfattuale basato su un modello senza alcun allentamento da parte della BCE dell'orientamento di politica monetaria, il PEPP e altre misure legate alla pandemia hanno sostenuto la crescita dell'area dell'euro per un totale cumulato di 1,8 punti percentuali nel periodo tra il 2020 e il 2023 (cfr. il grafico 1). L'inflazione, che si prevedeva sarebbe rimasta al di sotto dell'obiettivo di medio termine della BCE al momento dell'assunzione delle decisioni, nel quadro dello scenario controfattuale sarebbe diminuita, nello stesso periodo, di 1,2 punti percentuali in termini cumulati<sup>30</sup>. Tali dati sono probabilmente stime prudenti dell'effettivo impatto del PEPP e di altre misure di politica monetaria durante la pandemia, giacché i modelli sottostanti prevedono calibrazioni quantitative che si basano in larga misura su osservazioni effettuate in periodi di calma. Come illustrato nella sezione 5.1, vi sono sostanziali evidenze del fatto che gli effetti della politica monetaria sono più marcati in condizioni di tensione, come nella fase iniziale

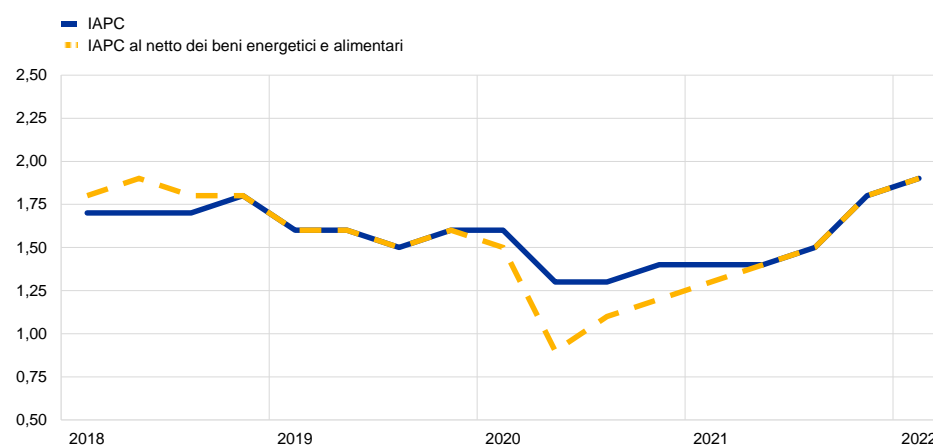
<sup>30</sup> Tali stime si riferiscono solo alle misure di politica monetaria adottate in risposta alla pandemia e non tengono conto dell'impatto della più recente normalizzazione della politica monetaria.

della pandemia. Inoltre, l'annuncio del PEPP ha agito da interruttore, arrestando le dinamiche destabilizzanti nella primavera del 2020 e contribuendo a ridurre il rischio di eventi estremi particolarmente avversi. Secondo un approccio basato sulla regressione quantilica, un inasprimento delle condizioni finanziarie può avere un impatto notevolmente più negativo sulla crescita del prodotto durante una fase di rallentamento economico, a indicazione del fatto che le misure di allentamento adottate dalla BCE sono state particolarmente importanti per stabilizzare l'economia durante la grave recessione del primo anno della pandemia (cfr. il grafico 15)<sup>31</sup>.

### Grafico 13

Proiezioni di fine periodo per l'inflazione misurata sullo IAPC e l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE/dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2022.

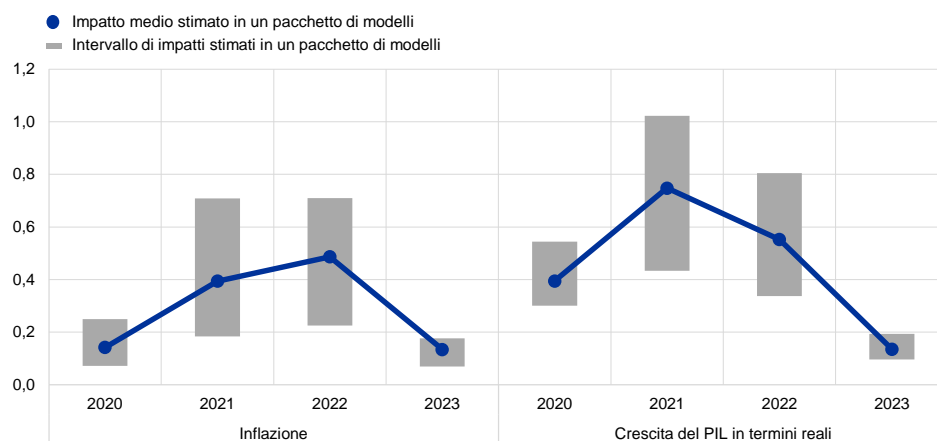
<sup>31</sup> Cfr. Lane, P.R. (2022).

## Grafico 14

Impatto stimato delle decisioni di politica monetaria della BCE tra marzo e dicembre 2020 su inflazione e attività economica

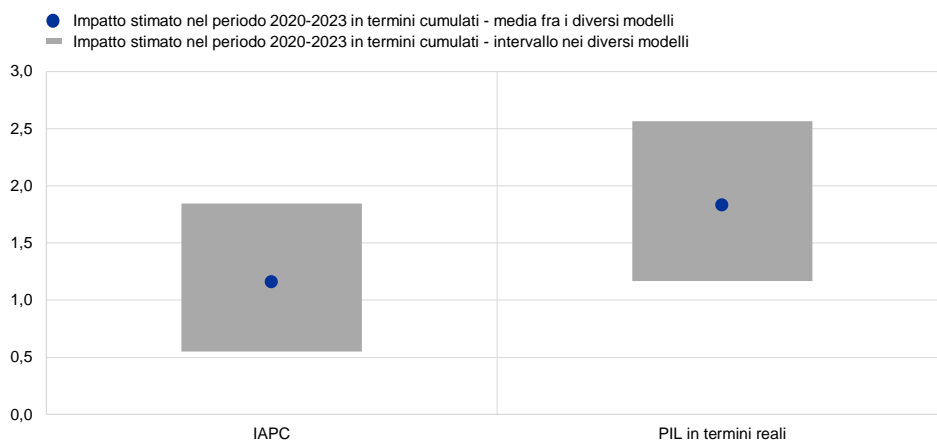
### a) Impatto stimato in ragione d'anno

(punti percentuali)



### b) Impatto stimato per il periodo 2020-2023 in termini cumulati

(punti percentuali)



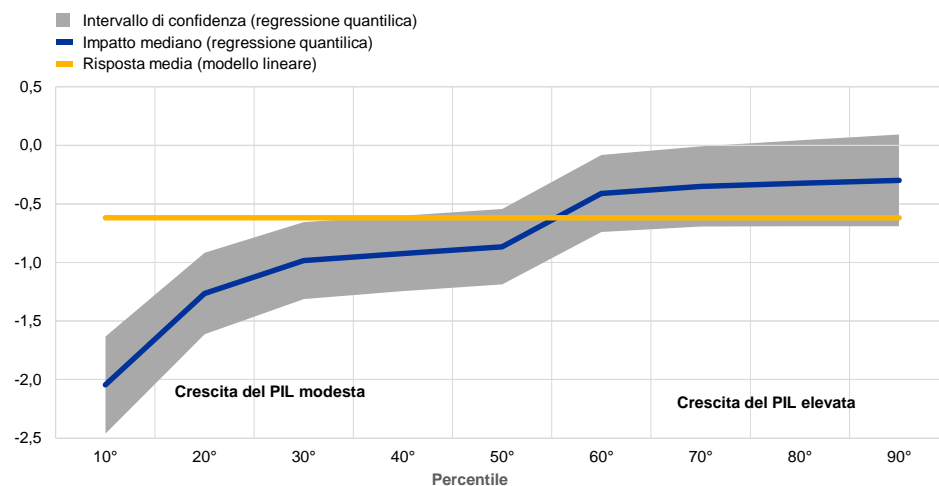
Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: l'impatto stimato attraverso un pacchetto di modelli si riferisce alla media di una serie di modelli utilizzati dall'Eurosistema per le simulazioni di politica monetaria, in particolare un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (cfr. Rostagno, M. et al., citato nella nota 5), il modello NAWM-II (cfr. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, n. 2200, BCE, Francoforte, novembre 2018, rivisto a dicembre 2019) e il modello ECB-BASE (cfr. Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, Francoforte, settembre 2019).

## Grafico 15

### Impatto dell'inasprimento finanziario sulla crescita del PIL in termini reali secondo diversi quantili distributivi

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra l'impatto di un aumento di una deviazione standard dell'indicatore composito delle tensioni sistemiche (CISS) dell'area dell'euro sul tasso di crescita annuale del PIL dell'area dell'euro un anno in avanti, per decile del PIL. Le stime si basano su regressioni quantili del tasso di crescita del PIL un anno in avanti rispetto all'indice CISS. La stima è effettuata per il periodo da gennaio 1999 a dicembre 2021, sulla base di osservazioni mensili. L'area ombreggiata individua l'intervallo di confidenza del 64 per cento per le stime dei coefficienti, mentre il modello lineare si riferisce alla stima dei minimi quadrati ordinari.

### È probabile che i potenziali effetti collaterali del contributo offerto dal PEPP alla stabilizzazione macroeconomica nell'area dell'euro nel corso della pandemia siano limitati.

Poiché la politica monetaria può influenzare i prezzi solo indirettamente, attraverso il suo impatto sull'attività economica, tutte le misure di politica monetaria esercitano una gamma di effetti diversi, diretti e indiretti, sulle condizioni economiche. Nelle sue deliberazioni, il Consiglio direttivo valuta pertanto se i benefici delle misure di politica monetaria superino i costi<sup>32</sup>. Riguardo al PEPP, tale valutazione include un attento monitoraggio dei potenziali effetti collaterali, sui diversi settori economici, degli acquisti di attività su larga scala. In primo luogo, il settore delle famiglie risente degli acquisti di attività in diversi modi, in parte contrastanti. Gli acquisti di attività tendono a ridurre i tassi di interesse a più lungo termine per i prenditori e i risparmiatori privati, a sostenere i redditi delle famiglie e, in ultima istanza, la situazione macroeconomica attraverso l'aumento dell'occupazione, la crescita dei salari ed effetti ricchezza positivi, ma i programmi di acquisto di attività possono anche avere potenziali implicazioni distributive. Sebbene, nel complesso, tendano a ridurre le disuguaglianze di reddito attraverso effetti positivi su occupazione e salari, le loro implicazioni per le disparità patrimoniali possono essere contrastanti. In secondo luogo, le condizioni di finanziamento favorevoli per le società non finanziarie, unitamente ai sussidi fiscali, potrebbero aver contribuito alla sopravvivenza di alcune imprese che altrimenti sarebbero state costrette a chiudere. Tuttavia, il ritorno del PIL ai livelli antecedenti la crisi alla fine del 2021 sembra indicare che l'approccio globale adottato a sostegno della

<sup>32</sup> Cfr., fra l'altro, Schnabel, I., "Necessary, suitable and proportionate", *The ECB Blog*, 28 giugno 2020, e Lane, P.R. (2022) per un'analisi della valutazione del Consiglio direttivo sulla proporzionalità del PEPP nel conseguimento dell'obiettivo desiderato.

sopravvivenza delle imprese sia stato sostanzialmente adeguato. In terzo luogo, gli acquisti di attività hanno effetti diretti sulla redditività delle banche. Tuttavia, una valutazione approfondita dell'impatto sulle banche deve anche considerare che le politiche monetarie di sostegno attuate durante la pandemia hanno migliorato le prospettive macroeconomiche. In quarto luogo, mentre il PEPP ha sostenuto il funzionamento del mercato, soprattutto nella fase di rapida diffusione della pandemia agli inizi del 2020, gli acquisti potrebbero aver talvolta ridotto la liquidità in alcuni segmenti di mercato più piccoli (attenuati, in parte, da misure precauzionali come il prestito di titoli). Anche l'impatto degli acquisti di attività sui mercati immobiliari e finanziari è oggetto di un attento monitoraggio. Il Consiglio direttivo ha sottolineato come una serie di vulnerabilità a medio termine si siano intensificate quando, a dicembre 2021, è stato annunciato che gli acquisti netti nell'ambito del PEPP sarebbero terminati. Nella sua più recente valutazione dell'interrelazione fra politica monetaria e stabilità finanziaria, condotta a giugno 2022, il Consiglio direttivo ha rilevato che il contesto della stabilità finanziaria era peggiorato. La politica macroprudenziale, tuttavia, resta la prima linea di difesa per salvaguardare la stabilità finanziaria e affrontare le vulnerabilità nel medio periodo. Infine, quanto all'impatto del PEPP sulla conduzione della politica di bilancio, l'esperienza della pandemia ha dimostrato che, in risposta a un grave shock, interventi di policy simultanei e ambiziosi da parte di governi e banche centrali che agiscono nella stessa direzione, nell'ambito delle responsabilità e dei mandati loro conferiti, possono integrarsi in maniera efficace. Al tempo stesso, resta inequivocabile il mandato prioritario della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi. Nel complesso, si è riscontrato che il PEPP ha limitati effetti collaterali indesiderati su famiglie, società non finanziarie e sistema finanziario ed è probabile che abbia rafforzato l'efficacia della risposta delle politiche di bilancio alla crisi pandemica<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Per maggiori dettagli, cfr. [Lane, P.R. \(2022\)](#).

## 2 Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia

a cura di Katalin Bodnár, Eduardo Gonçalves, Lucyna Górnicka e Gerrit Koester

### 1 Introduzione

**La pandemia di coronavirus (COVID-19) ha fortemente inciso sui mercati del lavoro e sugli indicatori di crescita salariale nell'area dell'euro.** L'inizio della pandemia ha determinato la più marcata diminuzione mai registrata del numero complessivo di ore lavorate. Il diffuso ricorso a misure di integrazione salariale volto a contenere gli effetti della pandemia ha contribuito a mantenere la perdita di posti di lavoro su livelli moderati, soprattutto se confrontata con il calo del PIL, e ha influito sugli andamenti dei redditi da lavoro. Anche le misure di contenimento e le variazioni della domanda e dell'offerta di beni e servizi indotte dalla pandemia hanno dato luogo a dinamiche dell'occupazione e dei salari più eterogenee nei vari settori. Più di recente la crescita dei salari è stata trainata dall'eccezionale vigore della ripresa seguita alla riapertura delle attività economiche e all'invasione russa dell'Ucraina, fattori che hanno contribuito entrambi a un'impennata senza precedenti dell'inflazione al consumo. Al tempo stesso la fiducia dei consumatori nell'area dell'euro è bruscamente diminuita dopo l'invasione e l'incertezza sulle prospettive economiche è aumentata. La combinazione di questi fattori ha reso estremamente difficile valutare le pressioni salariali di fondo e le prospettive di crescita delle retribuzioni. Le questioni connesse al trattamento statistico del sostegno pubblico nel contesto delle misure di integrazione salariale accrescono tali difficoltà.

**Gli indicatori della crescita dei salari sono stati estremamente volatili dall'inizio della pandemia, in parte a causa dell'impatto delle misure di integrazione salariale, complicando la valutazione della dinamica retributiva.**

Le ampie oscillazioni connesse alla pandemia delle ore lavorate e, in misura molto inferiore, dell'occupazione, si sono tradotte in più volatili tassi di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato e per ora lavorata, che sono in genere i principali indicatori utilizzati per valutare la crescita salariale nell'area dell'euro<sup>1</sup>. Le misure di integrazione salariale introdotte dai governi per evitare perdite di posti di lavoro su vasta scala hanno avuto un impatto diverso sull'occupazione e sulle ore lavorate, dando origine a un divario tra la crescita del reddito per occupato e quella del reddito per ora lavorata. Anche il diverso trattamento statistico di queste misure di sostegno ha reso difficile il confronto tra gli andamenti salariali nei vari paesi dell'area dell'euro.

---

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli, cfr. Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. e Porqueddu, M. (a cura di), "Understanding low wage growth in the euro area and European countries", *Occasional Paper Series*, n. 232, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2019, rivisto a dicembre 2020.

**In questo inconsueto contesto economico, i modelli empirici standard forniscono un contributo limitato all'analisi della dinamica salariale nell'area dell'euro.** Di norma, la dinamica salariale può essere valutata sulla base dei riscontri empirici consolidati osservando la curva di Phillips, che collega la crescita delle retribuzioni con l'eccesso di offerta nell'economia o nel mercato del lavoro, l'inflazione passata e/o attesa e la produttività. Durante la pandemia, tuttavia, gli indicatori della crescita salariale, nonché quelli dell'attività economica e dell'eccesso di offerta nel mercato del lavoro, hanno seguito andamenti che si discostano fortemente dalle regolarità storiche, rendendo più arduo interpretare i risultati ricavati dai modelli empirici abituali<sup>2</sup>. Di conseguenza, la valutazione delle pressioni salariali di fondo è diventata molto più complessa e richiede un'analisi approfondita dell'impatto della pandemia sui diversi indicatori della crescita delle retribuzioni.

**Il presente articolo esamina la dinamica dei salari e i principali fattori che ne hanno influenzato l'evoluzione dall'inizio della pandemia.** In primo luogo, passa in rassegna gli andamenti di un ampio insieme di indicatori dei salari nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia e ne illustra l'utilità come indicatori delle pressioni sulle retribuzioni. Propone inoltre approcci per tenere conto dell'impatto delle misure di integrazione salariale sulla crescita del reddito per occupato e del reddito per ora lavorata. In secondo luogo, l'articolo analizza le differenze tra gli andamenti salariali registrati nei vari settori, di riflesso all'impatto eterogeneo dello shock pandemico. Infine, illustra l'impatto dell'inflazione sulla crescita delle retribuzioni nell'area dell'euro esaminando l'andamento dei salari dalla prospettiva dei consumatori e dei produttori per l'economia nel suo complesso e nei suoi principali settori.

## 2 Crescita delle retribuzioni nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia: valutazione delle pressioni salariali di fondo

**La pandemia ha determinato un'insolita divergenza tra le misure della crescita salariale nell'area dell'euro (cfr. il grafico 1).** Nella valutazione della dinamica salariale nell'area dell'euro un indicatore fondamentale è costituito dalla crescita sul periodo corrispondente del reddito per occupato. Tale parametro riflette il costo del lavoro sostenuto dai datori di lavoro (che include salari, stipendi e contributi previdenziali a loro carico) espresso come media per dipendente. La crescita del reddito per occupato è diminuita notevolmente all'inizio della pandemia e per gran parte del 2020, mentre gli indicatori della crescita salariale per ora lavorata, come la retribuzione oraria e l'indice del costo del lavoro dell'Eurostat, hanno segnato un incremento<sup>3</sup>. Questi indicatori si sono confermati volatili anche nel 2021 a causa di effetti base. Tali andamenti sono fortemente influenzati da fattori statistici legati alla pandemia e al ricorso alle misure di integrazione salariale, che nel corso di questo

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Bobeica, E. e Hartwig, B., "The COVID-19 shock and challenges for time series models", *Working Paper Series*, n. 2558, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2021, o Lenza, M. e Primiceri, G.E., "How to estimate a VAR after March 2020", *Working Paper Series*, n. 2461, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2020.

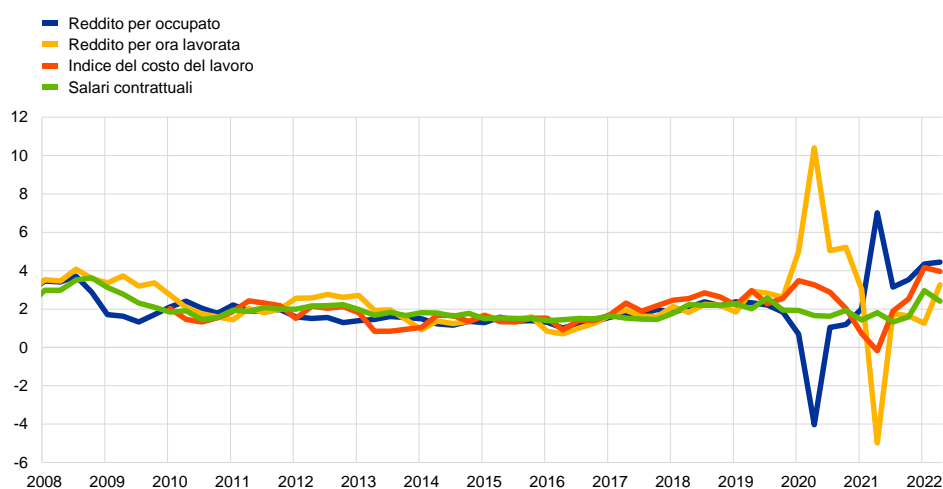
<sup>3</sup> L'indice del costo del lavoro misura l'andamento del reddito per ora lavorata, compresi i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro e le imposte versate al netto di eventuali sussidi da questi ricevuti.

periodo hanno distorto il contenuto informativo della crescita dei redditi per occupato e per ora lavorata. Per contro, nel biennio 2020-2021 l'indicatore della BCE relativo alle retribuzioni contrattuali, che rileva l'esito dei processi di contrattazione collettiva, è rimasto relativamente stabile. Le differenze nei tassi di crescita dei diversi indicatori dei salari si sono attenuate nel tempo, pur confermandosi sostanziali. Ad esempio, nel secondo trimestre del 2022 gli indicatori della crescita salariale sul periodo corrispondente si collocavano tra il 2,4 per cento (salari contrattuali) e il 4,5 per cento (reddito per occupato).

## Grafico 1

### Misure della crescita salariale nell'area dell'euro

(crescita percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

### **Durante la pandemia il reddito per occupato ha segnato un netto calo, fortemente influenzato dalle misure di integrazione salariale (cfr. il grafico 2).**

All'inizio della pandemia l'input totale di lavoro è significativamente diminuito, di circa il 16 per cento, soprattutto per effetto del calo delle ore lavorate per occupato<sup>4</sup>.

Di conseguenza, le misure del reddito per ora lavorata sono sensibilmente aumentate, dato il denominatore più basso. Per contro, nel secondo trimestre del 2020 i redditi totali da lavoro dipendente sono diminuiti del 7,0 per cento sul periodo corrispondente, dal momento che le misure di integrazione salariale hanno attenuato la perdita di posti di lavoro e i governi hanno compensato parte del calo delle retribuzioni mediante trasferimenti. Inoltre, sebbene le misure di integrazione salariale abbiano evitato forti perdite di posti di lavoro, il numero di dipendenti è comunque diminuito, contrastando in qualche misura la riduzione del reddito per occupato<sup>5</sup>. Quest'ultimo, di conseguenza, nel secondo trimestre del 2020 è diminuito

<sup>4</sup> Nel secondo trimestre del 2020 il totale delle ore lavorate dai dipendenti salariati è sceso del 15,8 per cento sul periodo corrispondente. Nello stesso periodo il totale delle ore lavorate da tutti gli occupati (ovvero dipendenti salariati e lavoratori autonomi) è diminuito del 17,3 per cento. Cfr. anche l'articolo 2 [L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Un contributo positivo del calo del numero di dipendenti alla crescita del reddito per occupato è tipico delle recessioni ed è stato osservato anche durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano in alcuni paesi dell'area dell'euro. Ciò, in parte, riflette effetti di composizione, in quanto durante una fase recessiva i lavoratori con salari bassi sono generalmente i primi a essere licenziati.

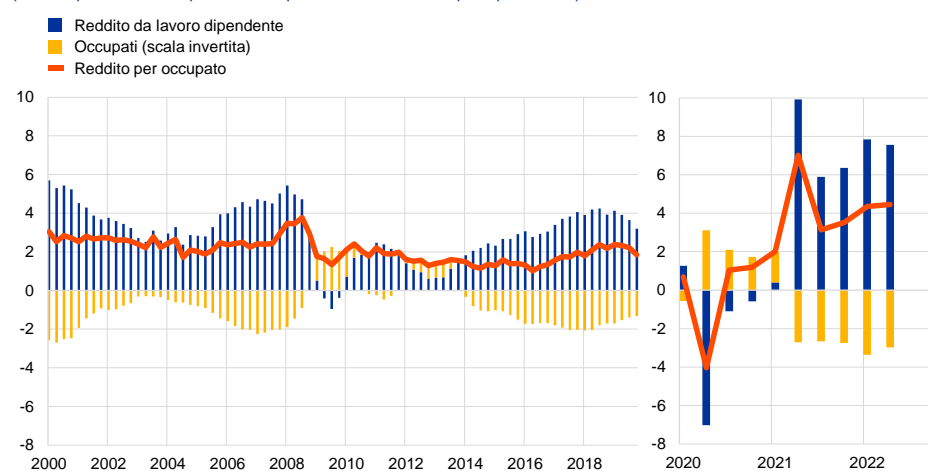


del 4,0 per cento sul periodo corrispondente, traducendosi nel più basso tasso di crescita mai registrato in tutti i trimestri a partire dal 1999. Sia il reddito da lavoro dipendente sia il numero di occupati hanno registrato una ripresa nel 2021, alla riapertura delle attività economiche, e il loro contributo alla crescita del reddito per occupato ha cambiato segno. Tuttavia, gli effetti base hanno comportato un'impennata della crescita del reddito per occupato e continuano a determinarne una distorsione.

## Grafico 2

### Scomposizione della crescita del reddito per occupato in reddito da lavoro dipendente e numero di occupati

(crescita percentuale sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

**Le misure di sostegno connesse alla pandemia hanno determinato un ampio divario tra il reddito per occupato e il reddito per ora lavorata.** Nel secondo trimestre del 2020 il reddito per occupato è diminuito in misura considerevole, mentre il reddito per ora lavorata ha registrato un incremento eccezionalmente vigoroso, pari al 10,4 per cento. La differenza fra i tassi di crescita dei due indicatori si è attenuata nel trimestre successivo, per tornare ad aumentare nel 2021 (cfr. il grafico 1), riflettendo in parte effetti base relativi al 2020<sup>6</sup>. La volatilità delle ore lavorate per occupato indotta dalle misure di integrazione salariale ha offerto un contributo decisivo a questo divario. Tali regimi hanno aiutato i lavoratori a preservare la propria condizione occupazionale, ma a retribuzioni ridotte, determinando così una flessione del reddito per occupato. Tuttavia, dato che le ore lavorate sono diminuite in misura significativamente superiore alle retribuzioni, il reddito per ora lavorata è aumentato (cfr. il grafico 3)<sup>7</sup>. È altresì probabile che la rilevazione statistica del sostegno pubblico erogato nel quadro delle misure di integrazione salariale abbia inciso sul divario tra reddito per occupato e reddito per ora lavorata. In alcuni paesi il sostegno pubblico non è stato contabilizzato come

<sup>6</sup> Al di là della volatilità causata dagli effetti base, a partire dalla seconda metà del 2021 i tassi di crescita sul trimestre precedente delle diverse misure salariali sono stati allineati e moderati.

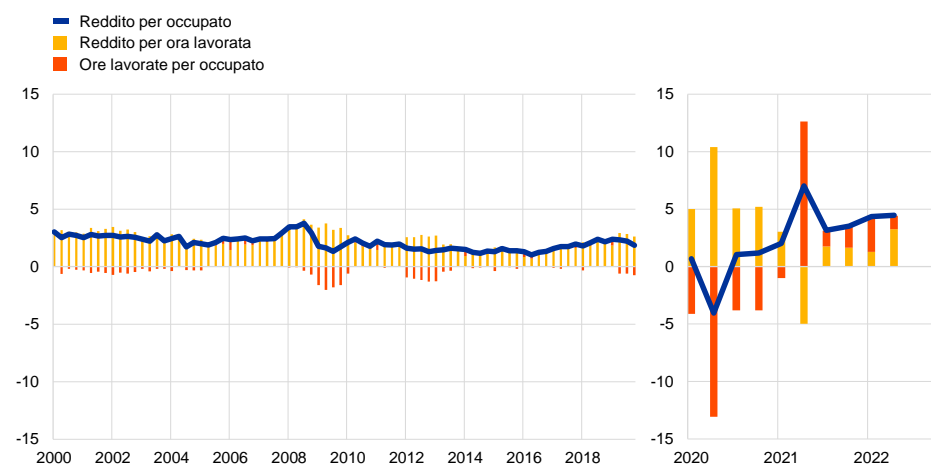
<sup>7</sup> Cfr. il riquadro 3 "Andamento delle retribuzioni orarie e dei redditi per occupato dall'inizio della pandemia di COVID-19" all'interno dell'articolo 2 *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

reddito da lavoro dipendente perché corrisposto sotto forma di trasferimento diretto alle famiglie, mentre in altri le erogazioni pubbliche sono state registrate come parte del reddito da lavoro dipendente in quanto considerate un rimborso ai datori di lavoro<sup>8</sup>.

### Grafico 3

#### Scomposizione della crescita del reddito per occupato in crescita del reddito per ora lavorata e media delle ore lavorate per occupato

(crescita percentuale sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

#### **Negli ultimi trimestri le distorsioni connesse alla pandemia si sono notevolmente ridotte, ma l'andamento delle ore lavorate per addetto continua a essere una determinante significativa della crescita del reddito per occupato.**

La crescita del reddito per occupato può essere scomposta in salari contrattuali, contributi previdenziali, ore lavorate per addetto e slittamento salariale residuo. Questa scomposizione suggerisce che l'impatto delle distorsioni connesse alla pandemia diminuisce con la graduale cessazione delle misure di integrazione salariale. Lo slittamento salariale, che dall'inizio della pandemia ha in larga parte riflesso i sussidi corrisposti dai governi ai datori di lavoro, è stato un importante fattore alla base degli andamenti del reddito per occupato nel 2020 e nella prima metà del 2021<sup>9</sup>. Da allora, tuttavia, il suo ruolo si è ridotto, e la ripresa delle ore lavorate per addetto e, più di recente, l'aumento dei salari contrattuali sono stati all'origine di gran parte dell'incremento della crescita del reddito per occupato (cfr. il grafico 4).

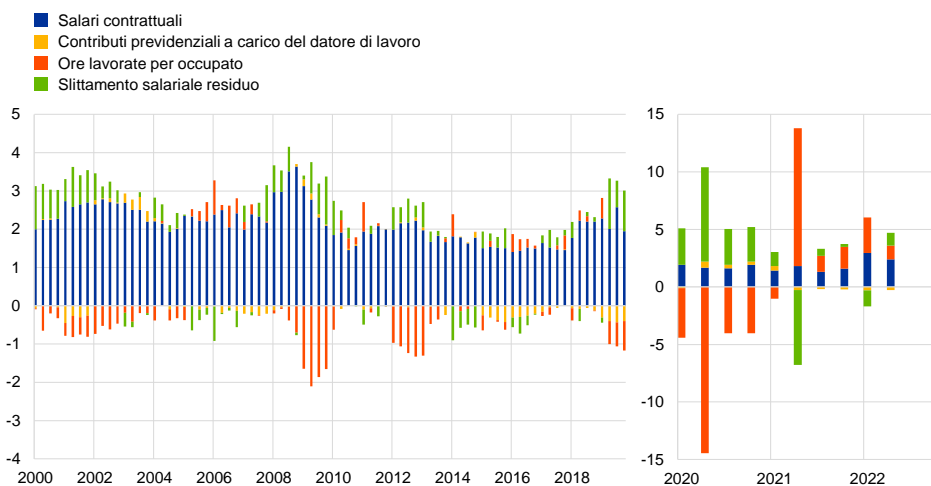
<sup>8</sup> Cfr. anche il riquadro 4 *Andamenti salariali nei paesi dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia* in questo numero del Bollettino e il riquadro 6 *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino. La forte correlazione negativa tra media delle ore lavorate e reddito per ora lavorata è stata altresì tipica della recessione successiva alla crisi finanziaria mondiale, altra fase in cui in alcuni paesi dell'area dell'euro furono introdotte misure di integrazione salariale, sebbene in misura molto inferiore rispetto al periodo della pandemia.

<sup>9</sup> Per una trattazione dello slittamento salariale, cfr. il riquadro *Andamenti recenti dello slittamento salariale nell'area dell'euro* nel numero 8/2018 di questo Bollettino.

## Grafico 4

### Scomposizione della crescita del reddito per occupato e ruolo della crescita dei salari contrattuali

(contributi in punti percentuali alla crescita percentuale sul periodo corrispondente)



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

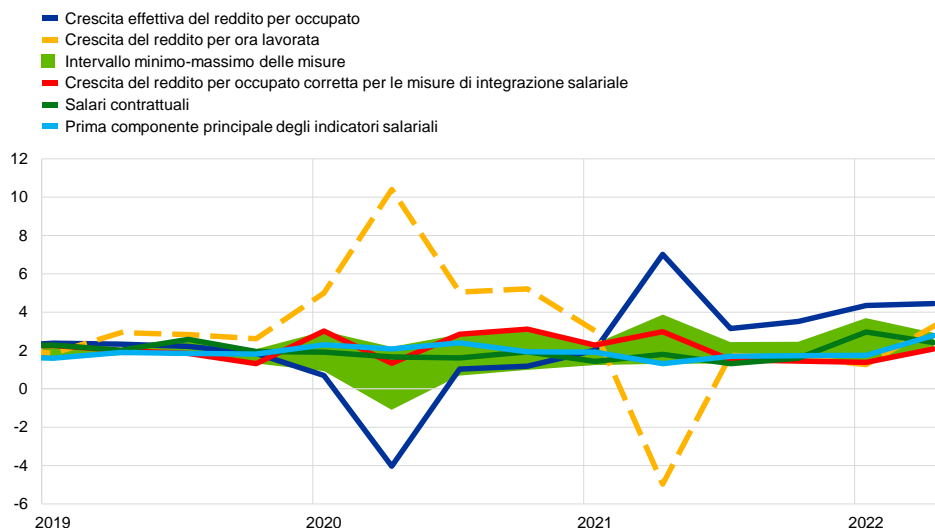
**Un modo per guardare oltre le distorsioni connesse alla pandemia degli indicatori dei salari è stimare il reddito per occupato corretto per l'impatto dei regimi di integrazione salariale.** Tuttavia non si tratta di un'operazione semplice.

In assenza di misure di integrazione salariale, il calo del PIL e quello dell'input totale di lavoro sarebbero stati probabilmente simili, ma gli aggiustamenti dell'occupazione e delle ore medie lavorate avrebbero potuto essere diversi, con implicazioni per le misure retributive. È possibile stimare il profilo degli indicatori dei salari corretti formulando alcune ipotesi sull'andamento controfattuale delle varie componenti. Un'analisi delle componenti principali degli indicatori della crescita salariale e di quella delle retribuzioni contrattuali può essere utilizzata anche per valutare le misure salariali di fondo. Il grafico 5 mostra l'intervallo di queste diverse stime utilizzando una varietà di metodi. Nel complesso, tali approcci danno luogo a serie più regolari e suggeriscono una crescita salariale più moderata rispetto agli indicatori principali. Al tempo stesso, le differenze tra questi indicatori corretti illustrano l'incertezza in merito alla crescita di fondo dei salari durante la pandemia.

## Grafico 5

### Crescita del reddito per occupato e stime della crescita di fondo dei salari

(crescita percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'intervallo comprende sei serie: a) crescita dei salari contrattuali; b) filtro di Christiano-Fitzgerald (con un limite di 2 e 32 trimestri); c) un filtro di Hodrick-Prescott con una lambda di 1.600; d) la serie del reddito per occupato corretta per l'impatto delle misure di integrazione salariale, che utilizza i dati sui sussidi pubblici ricevuti dalle imprese e le informazioni (comprese le stime) sul numero e sul totale delle ore lavorate dai dipendenti interessati dai regimi di integrazione salariale; e) la serie del reddito per occupato corretta per lo slittamento salariale, che si basa sulla relazione, precedente la pandemia, tra lo slittamento salariale (la parte più ciclica della crescita salariale) e gli indicatori del ciclo economico (crescita del PIL, crescita dell'input totale di lavoro, produzione industriale e tasso di disoccupazione); l'intervallo comprende la media delle stime con 12 specificazioni; f) la componente principale delle diverse misure salariali. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

### L'indicatore della BCE relativo alla crescita delle retribuzioni contrattuali, che ha subito meno distorsioni per effetto della pandemia rispetto ad altri indicatori, è rimasto relativamente stabile.

La crescita dei salari contrattuali coglie l'esito dei processi di contrattazione collettiva con riferimento al livello delle retribuzioni per un determinato numero di ore di lavoro, pertanto dovrebbe risentire in misura minore dell'effettivo andamento delle ore medie lavorate o dei sussidi pubblici. La crescita delle retribuzioni contrattuali ha subito un lieve rallentamento nel 2020 e nel 2021, riflettendo probabilmente il peggioramento delle condizioni economiche e l'accresciuta incertezza del periodo. Inoltre, l'elevato numero di persone che lavoravano a distanza e le modalità alternative di gratifica dei dipendenti durante la pandemia (che hanno incluso sostegni una tantum al telelavoro o erogazioni connesse all'emergenza sanitaria) potrebbero aver mantenuto basse le richieste salariali. Le retribuzioni contrattuali hanno iniziato ad aumentare, seppur moderatamente, negli ultimi trimestri, con un ruolo importante svolto dalla compensazione per la più elevata inflazione e dalla carenza di manodopera in alcuni settori. Di conseguenza, gli accordi sottoscritti nel 2022 sono stati caratterizzati da maggiori incrementi dei salari contrattuali rispetto agli anni precedenti (cfr. il grafico 1). In alcuni paesi, come la Germania, gli incrementi retributivi sono stati trasmessi ai lavoratori soprattutto nella forma di erogazioni una tantum maggiori del solito piuttosto che di aumenti permanenti dei tassi salariali di base. Sebbene dall'inizio della pandemia la crescita delle retribuzioni contrattuali sia divenuta un mezzo più importante per valutare le pressioni salariali di fondo, data la significativa volatilità degli altri indicatori retributivi, il suo utilizzo presenta dei limiti. In primo luogo, questa misura non è disponibile per tutti i paesi dell'area dell'euro e

la sua metodologia di calcolo non è del tutto armonizzata tra i paesi per i quali si dispone delle serie relative ai salari contrattuali. Ad esempio, la copertura settoriale e l'inclusione dell'indicizzazione dei salari e dei pagamenti una tantum, recentemente divenuti più significativi, variano tra le diverse economie. In secondo luogo, la crescita delle retribuzioni contrattuali tende a reagire alle variazioni delle condizioni del mercato del lavoro con un ritardo di alcuni trimestri e, in una fase di crisi, di solito più lentamente rispetto alla crescita del reddito per occupato, ad esempio perché gli accordi sono sottoscritti per periodi pari o superiori a un anno<sup>10</sup>.

**Anche la stima delle determinanti comuni di un insieme di indicatori retributivi suggerisce che le pressioni salariali sono rimaste moderate.** Un altro modo per attenuare l'impatto delle distorsioni connesse alla pandemia nella valutazione delle pressioni salariali è stimare le pressioni di fondo sulla crescita delle retribuzioni nei diversi indicatori salariali. I risultati di tale analisi delle componenti principali, condotta utilizzando un'ampia varietà di indicatori salariali, sono illustrati nel grafico 5. La prima componente principale dei diversi indicatori salariali non ha evidenziato alcuna variazione significativa dall'esordio della pandemia fino all'inizio del 2022, quando ha iniziato ad aumentare<sup>11</sup>. Ciò è coerente con la tesi secondo cui la crescita complessiva dei salari si sia mantenuta modesta durante la pandemia, con le pressioni salariali che hanno mostrato un moderato incremento più di recente a fronte dell'elevata inflazione, in linea con l'indicatore della crescita delle retribuzioni contrattuali elaborato dalla BCE.

**Guardando oltre la volatilità degli ultimi anni, i principali indicatori salariali si collocano lievemente al di sopra dei livelli impliciti nelle loro tendenze di lungo periodo nel decennio 1999-2019 (cfr. il grafico 6).** Nel secondo trimestre del 2022 il reddito per occupato è stato lievemente superiore al livello implicito nella sua tendenza di lungo periodo precedente la pandemia (sulla base di un tasso di crescita medio di lungo termine sul periodo corrispondente del 2,1 per cento). Questa lieve deviazione al rialzo riflette principalmente gli andamenti del reddito per ora lavorata, collocatosi anch'esso leggermente al di sopra del livello implicito nella sua tendenza di lungo periodo antecedente la pandemia (sulla base di un tasso di crescita medio di lungo termine sul periodo corrispondente del 2,3 per cento), mentre la media delle ore lavorate è prossima alla tendenza discendente che si sarebbe osservata se fossero proseguiti gli andamenti precedenti la pandemia.

---

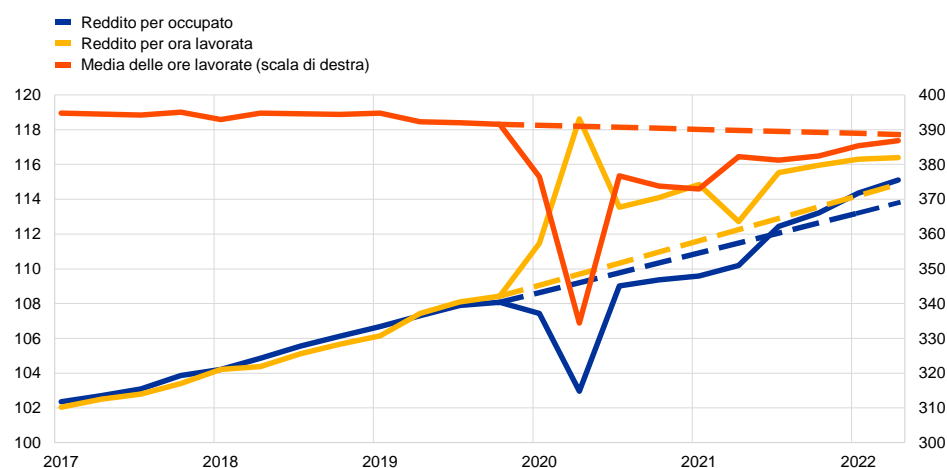
<sup>10</sup> Cfr. anche il riquadro *Una valutazione delle dinamiche salariali durante la pandemia di COVID-19: il possibile contributo dei dati sulle retribuzioni contrattuali* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

<sup>11</sup> Tale componente coglie il 34 per cento della variabilità di tutti i diversi indicatori dei salari.

## Grafico 6

Reddito per occupato, reddito per ora lavorata e media delle ore lavorate in rapporto alle rispettive tendenze lineari di lungo periodo

(scala di sinistra: indice: 2015 = 100; scala di destra: media trimestrale delle ore lavorate per dipendente salariato)



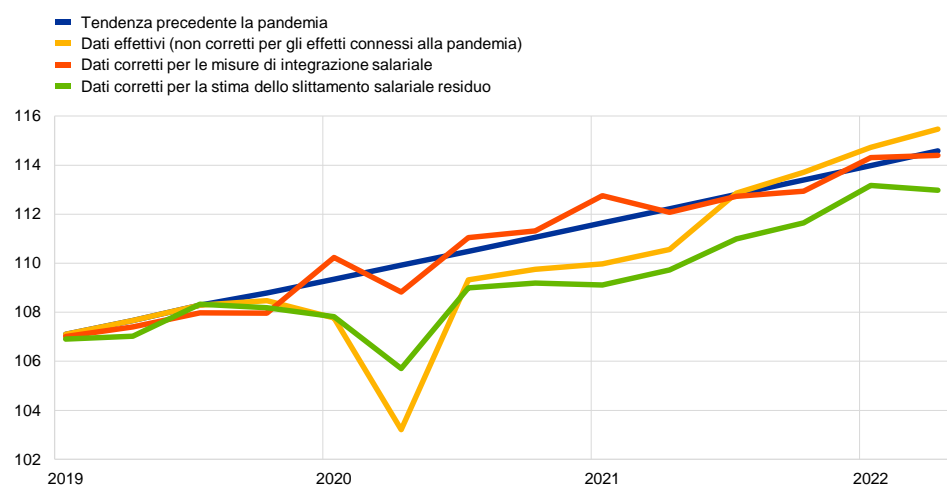
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le tendenze lineari sono calcolate applicando i tassi di crescita medi di lungo periodo relativi al decennio 1999-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

## Grafico 7

Reddito per occupato e livelli corretti del reddito per occupato rispetto alla tendenza di lungo periodo

(indice: 2015 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le tendenze lineari sono calcolate applicando i tassi di crescita medi di lungo periodo (1999-2019) del reddito per occupato a partire dal 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

**Nel complesso, la crescita salariale di fondo è stata relativamente moderata dall'inizio della pandemia e ora è prossima alla sua tendenza di lungo periodo.**

La volatilità causata dalla pandemia e le misure adottate dai governi per attenuarne l'impatto si sono osservate principalmente all'inizio dell'emergenza sanitaria.

La crescita salariale si è in qualche misura normalizzata in seguito alla riapertura delle attività economiche, all'allentamento delle restrizioni connesse alla pandemia e alla graduale riduzione del ruolo dei forti effetti base dopo il secondo trimestre

del 2021. Tuttavia, l'impatto delle misure di integrazione salariale sulla crescita dei redditi per occupato e per ora lavorata è ancora piuttosto consistente. La correzione del dato per gli effetti di tali regimi rende l'attuale crescita del reddito per occupato abbastanza prossima alla sua media storica; anche il reddito per occupato relativo alla serie corretta sta tornando alla propria tendenza antecedente la pandemia. In definitiva, ciò suffraga la tesi secondo cui la crescita del reddito per occupato continui a muoversi lungo le tendenze precedenti la pandemia. La dinamica salariale è moderata anche rispetto agli Stati Uniti (cfr. il riquadro 1).

## Riquadro 1

### Un confronto tra l'andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e il relativo impatto sulle retribuzioni

a cura di Katalin Bodnár, Jenny Franke, Ramon Gomez-Salvador e Matthias Mohr

Lo scopo del presente riquadro è valutare l'andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, in particolare come le condizioni tese di tale mercato impattino sulle retribuzioni<sup>12</sup>.

L'input di lavoro, misurato in termini di ore lavorate totali, ha segnato una forte ripresa sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti sulla scia dei diversi percorsi di aggiustamento e del sostegno pubblico fornito durante la crisi. I paesi dell'area dell'euro hanno attuato politiche volte a preservare i contratti di lavoro dipendente, mentre l'economia statunitense ha beneficiato di ingenti misure di sostegno nella fase di ripresa attraverso un apposito pacchetto di bilancio. Ciò ha fatto sì che, nonostante il forte calo dell'input di lavoro complessivo in entrambe le aree economiche, l'entità e, in particolare, la composizione di questa variazione abbiano presentato delle differenze e che la ripresa sia stata in certa misura più rapida negli Stati Uniti. Per quanto concerne la composizione della variazione dell'input di lavoro, il numero di persone occupate è stato più stabile nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Il calo dell'input di lavoro totale nell'area dell'euro è stato determinato principalmente dalla media delle ore lavorate, mentre la disoccupazione è stata il canale di aggiustamento primario negli Stati Uniti. Per via degli effetti di composizione, in tale paese le ore lavorate per occupato sono di fatto aumentate, poiché i lavoratori nel settore dei servizi e quelli a tempo parziale sono stati particolarmente colpiti dalla crisi<sup>13</sup>. Per contro, nell'area dell'euro le ore lavorate per occupato si collocano ancora al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, sebbene i dati più recenti siano sostanzialmente in linea con la tendenza al ribasso di più lungo periodo osservata prima della crisi. Il calo della partecipazione al mercato del lavoro è stato più prolungato negli Stati Uniti. Tale dato è riconducibile in larga misura alla scelta dei lavoratori uomini di età più avanzata che hanno deciso di andare in pensione durante la crisi, ma è riscontrabile anche nella maggior parte delle fasce di età e di genere. Un impatto analogo sulle forze di lavoro è stato meno marcato nell'area dell'euro<sup>14</sup>. Infine, qui l'immigrazione ha risentito negativamente della pandemia<sup>15</sup>, frenando la crescita della popolazione in età lavorativa, mentre tale popolazione ha registrato una moderata crescita negli Stati Uniti. Conseguentemente, la partecipazione al mercato del lavoro statunitense continua ad

<sup>12</sup> Il riquadro confronta l'andamento dell'indice del costo del lavoro negli Stati Uniti con le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, che sono le misure meno colpite dalle distorsioni statistiche derivanti dai programmi di sostegno pubblico legati alla pandemia.

<sup>13</sup> Cfr. anche Gomez-Salvador, R. e Soudan, M., "The US labour market after the COVID-19 recession", *Occasional Paper Series*, n. 298, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2022.

<sup>14</sup> Cfr. il riquadro 2 *COVID-19 e decisioni di pensionamento dei lavoratori in età più avanzata nell'area dell'euro* nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

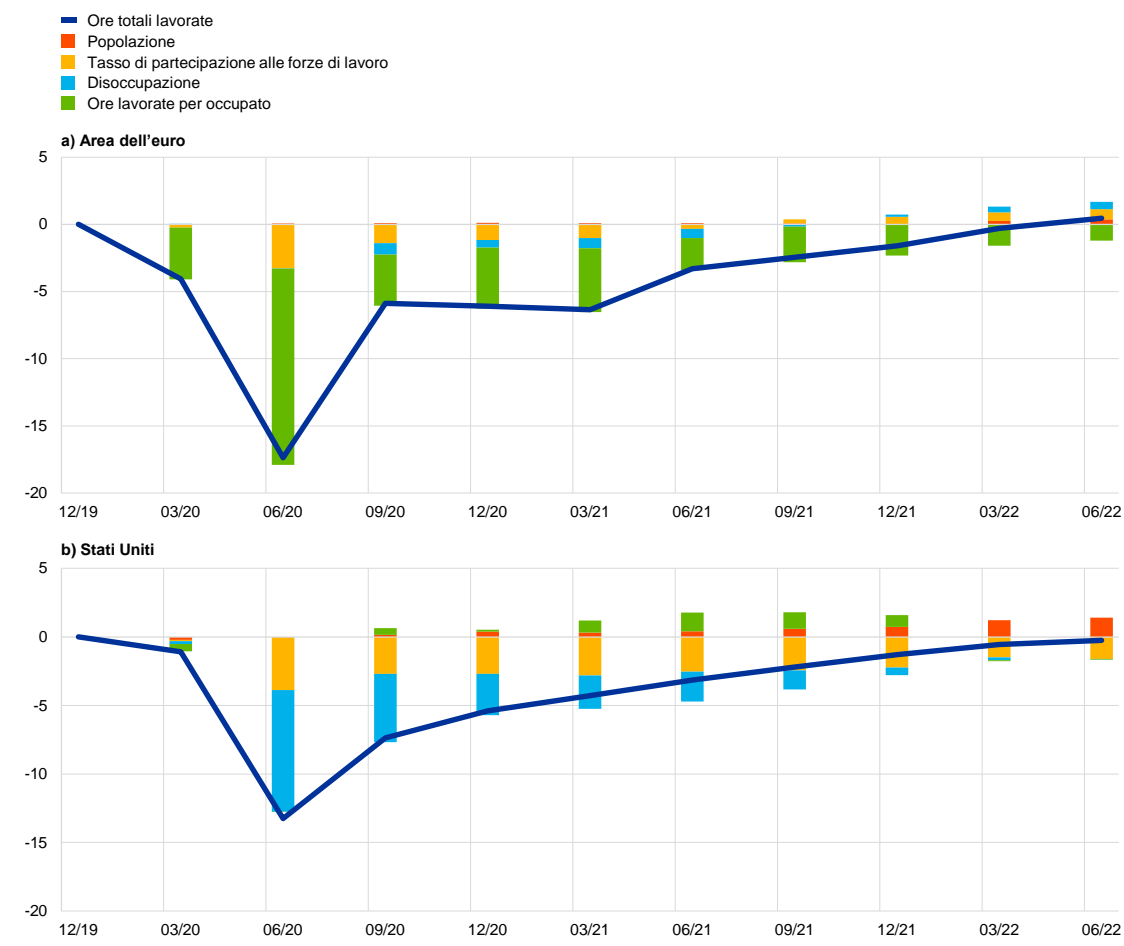
<sup>15</sup> Cfr. il riquadro 5 *Il ruolo dell'immigrazione nella debole dinamica delle forze di lavoro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

attestarsi al di sotto dei livelli precedenti la crisi, a differenza di quanto avviene nell'area dell'euro, dove il tasso di partecipazione supera il livello osservato prima della pandemia (cfr. il grafico A).

## Grafico A

### Variazione dell'input di lavoro totale e relativa scomposizione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali e contributi in punti percentuali; variazione cumulata rispetto al livello del 4° trim. 2019)



Fonti: Eurostat e Haver Analytics.

Note: per "popolazione" si intendono persone di età compresa tra i 15 e i 74 anni nell'area dell'euro e di età pari o superiore ai 16 anni negli Stati Uniti. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

Le condizioni del mercato del lavoro sono diventate molto più tese negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, in parte in ragione della fase più avanzata del ciclo economico statunitense. Il grado di tensione è calcolato come il rapporto fra posti di lavoro vacanti e disoccupazione. Nel breve periodo, l'indicatore varia nelle diverse fasi del ciclo economico; nel più lungo periodo, esso tende a essere inferiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e ciò riflette il maggior dinamismo del mercato del lavoro di questi ultimi, ma anche differenze nelle modalità di registrazione delle posizioni disponibili. Il grafico B mostra che, in linea con il calo dell'attività economica, le tensioni sul mercato del lavoro sono scese a un livello molto contenuto nel secondo trimestre del 2020, soprattutto negli Stati Uniti, ma da allora hanno segnato una rapida ripresa fino a raggiungere livelli record nella prima metà del 2022 in entrambe le aree economiche. Dati recenti suggeriscono che da questo punto di vista il divario tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti si è accentuato rispetto al periodo precedente la pandemia. Nell'area dell'euro la recente intensificazione di queste tensioni è attenuata da una maggiore offerta di lavoro rispetto a prima della pandemia. Nonostante tale offerta

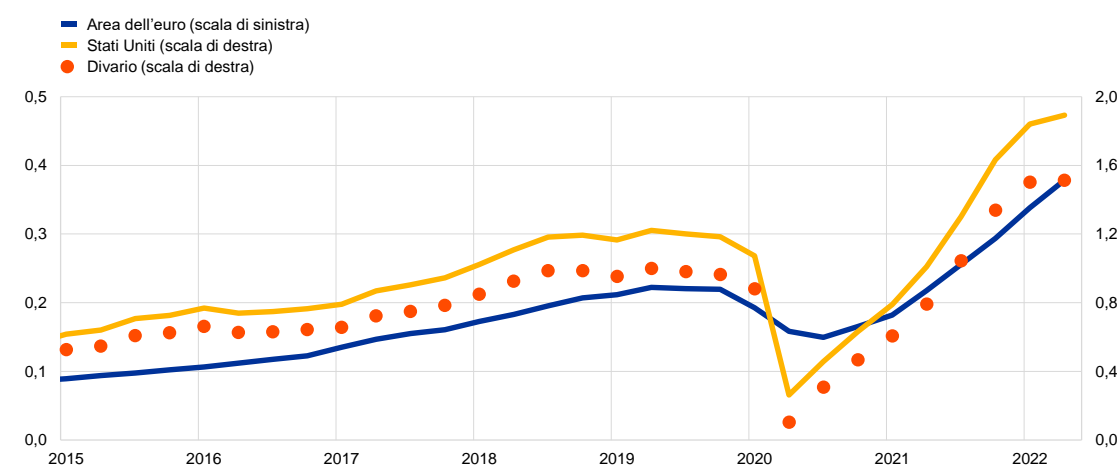


sia sempre più limitata da fattori demografici, complessivamente la forza lavoro ha superato in maniera significativa i livelli precedenti la pandemia, riuscendo in parte a soddisfare la crescente domanda di lavoro<sup>16</sup>. Relativamente agli Stati Uniti, gli andamenti più recenti indicano una certa stabilizzazione, confermata anche dal calo del tasso di dimissioni (percentuale di dipendenti che hanno lasciato volontariamente il lavoro rispetto al numero totale di occupati), anch'esso una valida misura delle tensioni che interessano il mercato del lavoro. Negli Stati Uniti queste tensioni sono presenti in tutti i settori, ma possono essere in gran parte attribuite al ritardo con cui i lavoratori sono stati reintegrati in alcuni di essi, in particolare in quelli delle attività ricettive e ricreative.

## Grafico B

### Tensioni sul mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(rapporto tra posti di lavoro vacanti e disoccupazione)



Fonti: Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni degli autori.

Note: per "divario" si intende la differenza tra il dato relativo agli Stati Uniti e quello relativo all'area dell'euro. In Francia i posti di lavoro vacanti vengono riportati solo in relazione a imprese con almeno dieci dipendenti. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

Dall'inizio della ripresa, la crescita salariale statunitense è stata più vigorosa di quella dell'area dell'euro, in parte per via delle maggiori tensioni sul mercato del lavoro<sup>17</sup>. Ciò è riconducibile alla diversa fase del ciclo economico negli Stati Uniti e al rafforzamento della domanda aggregata del paese, parzialmente dovuto alle politiche di bilancio più espansive volte a sostenere il reddito delle famiglie attraverso assegni di stimolo e sussidi di disoccupazione più corposi, ma anche a differenze nella domanda e nell'offerta di lavoro. Dal minimo toccato durante la crisi pandemica nel secondo trimestre del 2020, la crescita delle retribuzioni nominali negli Stati Uniti è aumentata notevolmente fino a raggiungere il 5,0 per cento nel secondo trimestre del 2022, mentre l'aumento della crescita salariale nell'area dell'euro è stato più graduale e contenuto, con una crescita delle retribuzioni contrattuali pari al 2,4 per cento nel secondo trimestre del 2022 (cfr. il pannello a) del grafico C). Negli Stati Uniti le pressioni salariali avevano inizialmente interessato solo i settori più esposti alla pandemia, in particolare quelli delle attività ricreative e ricettive, per poi propagarsi ad altri a partire dalla metà del 2021 e risultare ora generalizzate. Differenze nella traiettoria della

<sup>16</sup> Cfr. il riquadro 3 *Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

<sup>17</sup> Per quanto concerne gli Stati Uniti, il principale parametro utilizzato per misurare i costi salariali è l'indice del costo del lavoro, che considera tutte le componenti della retribuzione, compresi i benefit aziendali, e che, diversamente da altri parametri come le retribuzioni orarie, non risente di variazioni nella composizione dell'occupazione. Al contrario, le retribuzioni orarie medie hanno risentito fortemente di tali effetti di composizione poiché durante la pandemia l'occupazione è diminuita in maniera più marcata nei settori caratterizzati da basse retribuzioni.

crescita salariale emergono altresì dall'andamento dell'inflazione di fondo negli Stati Uniti, superiore a quella dell'area dell'euro dall'inizio della ripresa<sup>18</sup>. Ciononostante, dal secondo trimestre del 2021 le retribuzioni reali sono in calo sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nella prima metà del 2022 la maggiore gradualità della crescita delle retribuzioni nominali nell'area dell'euro ha determinato una più marcata diminuzione delle retribuzioni reali rispetto agli Stati Uniti. Nel secondo trimestre del 2022 il tasso di crescita reale sui dodici mesi dell'indice del costo del lavoro statunitense è stato pari al -3,3 per cento, mentre per le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro si è collocato al -5,2 per cento (cfr. il pannello b) del grafico C). In prospettiva, alla luce delle differenze nel grado di tensione sul mercato del lavoro, la crescita salariale potrebbe continuare a mostrarsi più solida negli Stati Uniti che non nell'area dell'euro.

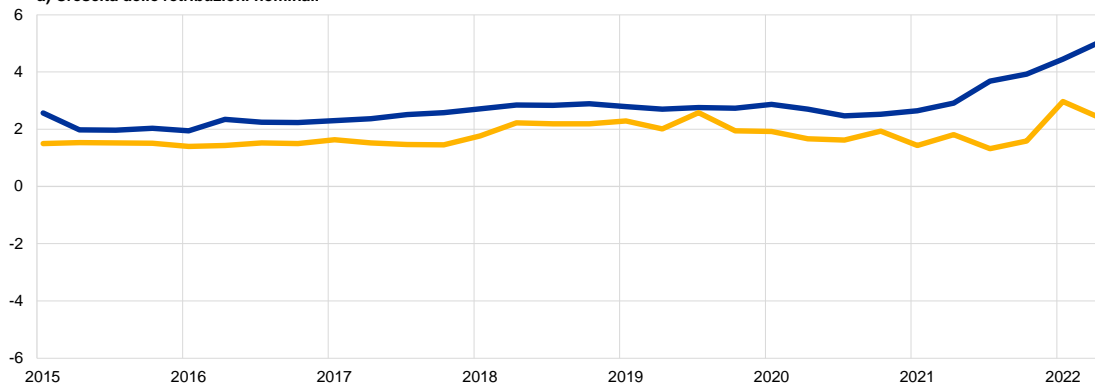
## Grafico C

### Misure della crescita salariale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

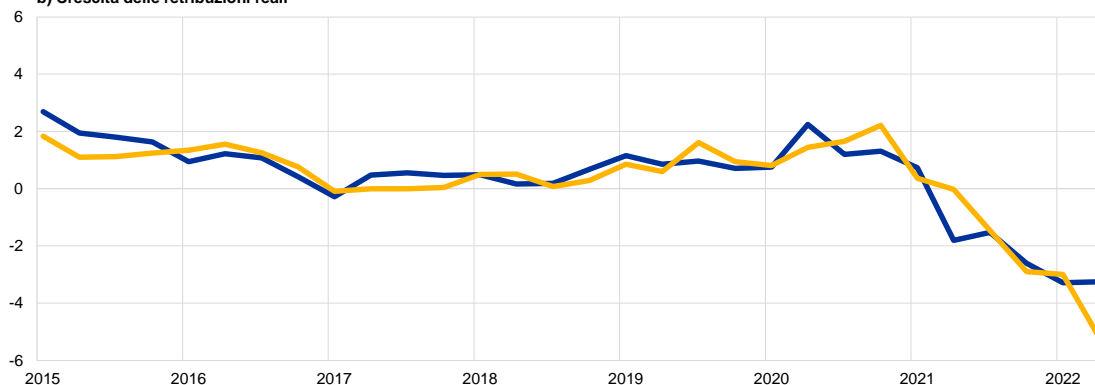
■ Indice del costo del lavoro negli Stati Uniti  
■ Retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro

#### a) Crescita delle retribuzioni nominali



■ Indice del costo del lavoro negli Stati Uniti deflazionato con l'IPC  
■ Retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro deflazionate con lo IAPC

#### b) Crescita delle retribuzioni reali



Fonti: Eurostat, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

<sup>18</sup> Cfr. il riquadro 1 *Andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – un aggiornamento* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

### 3 Andamenti della crescita dei salari nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia in una prospettiva settoriale

#### **Dall'inizio della pandemia la crescita salariale ha mostrato una notevole eterogeneità tra i principali settori economici**<sup>19</sup>.

La pandemia e le misure adottate dai governi per arginarne l'impatto hanno contribuito alle notevoli differenze osservate nei vari settori in quanto a valore aggiunto, ore lavorate medie, produttività e, in particolare, crescita salariale. Ciò riflette la diversa incidenza dei provvedimenti di contenimento, delle interruzioni dell'offerta e della partecipazione alle misure di integrazione salariale sui diversi settori durante la pandemia, comportando difficoltà di interpretazione dei dati settoriali ancora maggiori rispetto ai dati aggregati. Ad esempio, attività e input di lavoro sono stati colpiti in misura più significativa e persistente nei servizi ad alta intensità di contatti, quali attività ricettive e di ristorazione, trasporti, servizi alla persona e ricreativi, inclusi sport e intrattenimento. Tali settori hanno anche registrato una forte ripresa durante la fase di riapertura delle attività, sebbene sia arduo scindere l'impatto della ripresa sulla crescita salariale dagli effetti base. Per affrontare tale criticità, ci si concentra sulla variazione del livello delle retribuzioni osservata tra l'ultimo trimestre precedente la pandemia (cioè il quarto del 2019) e il trimestre più recente (cioè il secondo del 2022). Si osservano i cinque settori economici principali: industria (al netto delle costruzioni), costruzioni, servizi ad alta intensità di contatti (inclusi commercio, trasporti, attività ricettive e altri servizi), servizi non ad alta intensità di contatti (inclusi servizi di informazione e comunicazione, attività immobiliari, servizi finanziari e assicurativi e servizi professionali e amministrativi) e servizi del settore pubblico<sup>20</sup>.

#### **La volatilità della crescita del reddito per occupato nell'area dell'euro è stata determinata principalmente dai servizi ad alta intensità di contatti.**

A seguito dell'imposizione di misure di chiusura (lockdown) legate alla pandemia, il reddito per occupato ha subito una marcata contrazione, pari quasi al 13 per cento, nei servizi ad alta intensità di contatti; poiché tali settori hanno registrato la quota maggiore di lavoratori interessati da misure di integrazione salariale, il calo è alla base di gran parte della riduzione del reddito per occupato osservata nell'intera economia. Di conseguenza, la crescita dei salari, recentemente robusta, è particolarmente influenzata dagli effetti base in questo comparto. All'inizio della pandemia anche nei settori dell'industria e delle costruzioni si è osservata una riduzione della crescita del reddito per occupato, seppur di minore entità, mentre le retribuzioni sono rimaste relativamente stabili nei servizi non ad alta intensità di contatti e in quelli del settore pubblico. Negli ultimi 18 mesi i tassi di crescita del reddito per occupato si sono collocati al di sopra delle rispettive medie storiche per quasi tutti i principali settori.

#### **Il reddito per occupato si colloca al di sopra della tendenza precedente la pandemia, principalmente a causa degli andamenti nei settori dei servizi (cfr. il grafico 8).**

Il confronto tra i dati più recenti e le ultime osservazioni precedenti la pandemia consente di guardare oltre la volatilità causata dalle misure di

<sup>19</sup> Cfr. anche la trattazione nel riquadro 6 *Il ruolo degli andamenti settoriali per la crescita dei salari dell'area dell'euro dall'inizio della pandemia* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

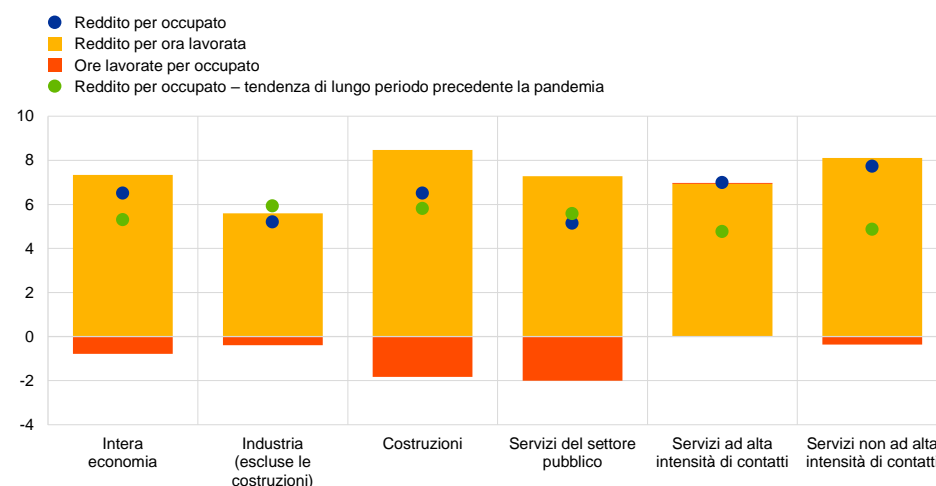
<sup>20</sup> Cfr. anche Bandera, N., Bodnár, K., Le Roux, J. e Szörfi, B., "The impact of the COVID-19 shock on euro area potential output: a sectoral approach", *Working Paper Series*, n. 2717, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2022.

integrazione salariale. Il reddito per occupato si colloca al di sopra della tendenza antecedente la pandemia in tutti i servizi privati, sia ad alta sia a bassa intensità di contatti. In questi settori la media delle ore lavorate è già tornata sui livelli pre-pandemici, mentre negli altri principali comparti non si è ancora registrata una piena ripresa. Anche il reddito per occupato relativo all'intera economia ha superato la tendenza di lungo periodo, di nuovo principalmente a causa dell'aumento delle retribuzioni nel settore dei servizi. Per quanto riguarda i servizi non ad alta intensità di contatti, la ripresa è attribuibile soprattutto alle attività immobiliari, probabilmente per effetto della marcata dinamica dei mercati dell'edilizia residenziale e, in misura minore, ai servizi professionali e amministrativi (cioè quei sotto-settori in cui la domanda di prodotto non è aumentata a causa della digitalizzazione). Nei servizi ad alta intensità di contatti la carenza di manodopera in alcuni sotto-settori potrebbe spiegare il rafforzamento della crescita salariale nel periodo più recente.

### Grafico 8

#### Reddito per occupato nei principali settori e relativa scomposizione rispetto ai livelli e alle tendenze precedenti la pandemia

(variazione percentuale, 2° trim 2019-2° trim. 2022)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

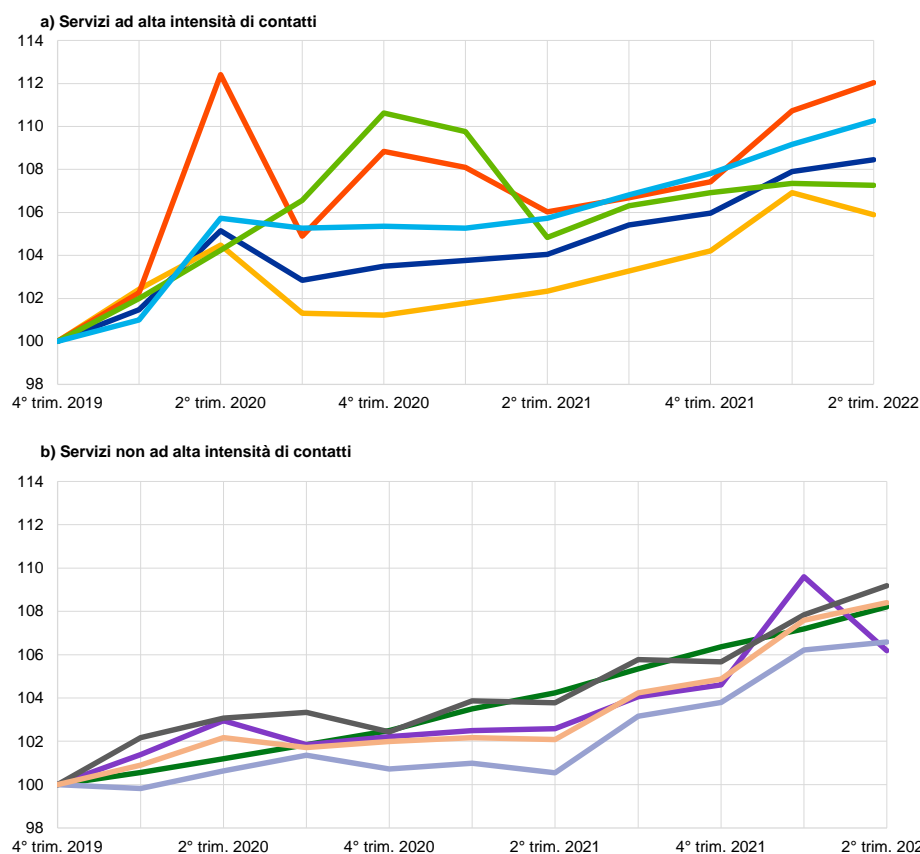
**Inizialmente la pandemia ha avuto un forte impatto negativo sulle retribuzioni nei servizi ad alta intensità di contatti, ma con la riapertura delle attività economiche il tasso di crescita salariale è aumentato.** Dall'inizio della pandemia gli andamenti del reddito per occupato relativo all'intera economia sono stati caratterizzati da un ruolo prevalente dei settori dei servizi, che dovrebbero quindi essere oggetto di un'analisi più approfondita. Ci si concentra sulla componente dell'indice del costo del lavoro relativa a retribuzioni e salari, in quanto i dati di contabilità nazionale forniscono una scomposizione per settori più dettagliata di tale componente rispetto al reddito per occupato. Nei servizi ad alta intensità di contatti, le retribuzioni orarie sono state fortemente influenzate dagli andamenti delle misure di contenimento e di distanziamento sociale, che hanno determinato una marcata volatilità sia attraverso le ore lavorate per occupato, sia attraverso distorsioni statistiche. Per contro, nei settori dei servizi non ad alta intensità di contatti, quali quelli di informazione e comunicazione, la crescita delle retribuzioni orarie è stata

meno volatile (cfr. il grafico 9). Confrontando l'ultima osservazione dei dati per questi indicatori con il loro livello antecedente la pandemia, l'eterogeneità nell'ambito dei servizi ad alta intensità di contatti è molto maggiore rispetto a quella dei servizi non ad alta intensità di contatti. Ciò riflette la recente forte ripresa delle retribuzioni orarie nei settori dei servizi in cui il turismo svolge un ruolo più importante, quali i servizi di alloggio e di ristorazione, i trasporti e il commercio. La causa è probabilmente da ricercarsi nella carenza di manodopera osservata in alcuni di questi sotto-settori in seguito alla riapertura delle attività economiche.

### Grafico 9

#### Indice del costo del lavoro nei settori dei servizi ad alta e non alta intensità di contatti

(differenza percentuale rispetto al livello del 4° trim. 2019)



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

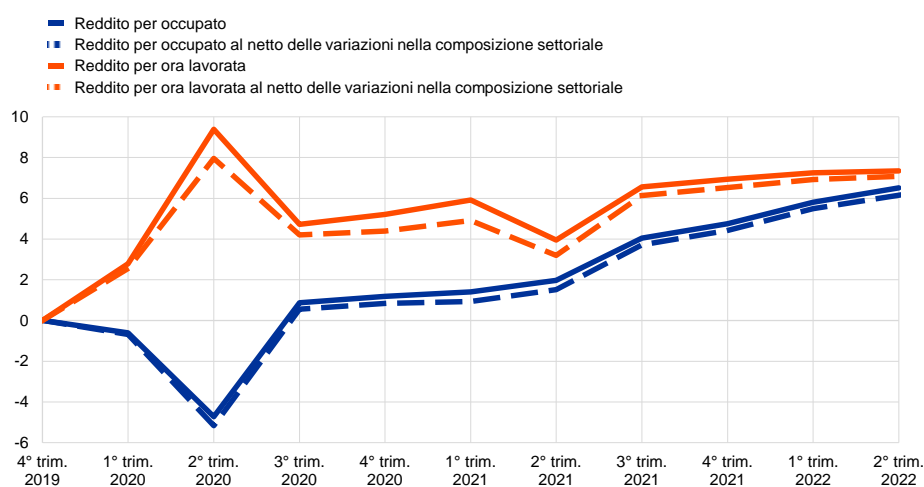
**Nonostante tale eterogeneità di impatto tra i diversi settori, le variazioni della crescita salariale complessiva dovute alla composizione settoriale sono rimaste contenute, perché le misure di integrazione salariale hanno avuto un effetto di contenimento sulle variazioni dell'occupazione.** Durante la ripresa le variazioni dell'occupazione nei diversi settori hanno avuto solo un lieve impatto positivo sui redditi per occupato e per ora lavorata relativi all'intera economia

(cfr. il grafico 10). La composizione dell'occupazione, tuttavia, è probabilmente variata all'interno dei settori, in particolare in quelli dove si è osservato un calo dell'occupazione. Tali variazioni, che si riflettono per esempio nel grado di istruzione, nell'età o nel genere dei lavoratori, potrebbero avere un impatto sulla crescita dei salari nei diversi settori. Sfortunatamente, la limitata disponibilità di dati non consente una stima di queste modifiche a livello intrasettoriale, che restano pertanto un aspetto da esplorare in futuro<sup>21</sup>.

### Grafico 10

#### Redditi per occupato e per ora lavorata e ruolo delle variazioni nella composizione settoriale

(variazione percentuale rispetto al livello del 4° trim. 2019)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

## 4 Impatto dell'inflazione sulla crescita dei salari nell'area dell'euro

**L'esame degli andamenti dei salari reali, in cui sono considerate la crescita dei salari nominali e l'inflazione, consente di analizzare le variazioni del potere di acquisto degli occupati e di valutare le pressioni reali originate dalle retribuzioni che le aziende subiscono dal lato dei costi.** Il potere di acquisto dei dipendenti può essere monitorato esaminando l'andamento dei salari reali dalla prospettiva dei consumatori, ottenuto dalla differenza tra la crescita dei salari nominali e l'inflazione misurata sullo IAPC. Il salario reale dal punto di vista di un datore di lavoro è diverso: si tratta di un fattore di costo, piuttosto che una voce di reddito, quindi il calcolo si basa su un deflatore differente. I salari reali dalla prospettiva dei produttori possono essere ottenuti aggiustando i salari nominali mediante deflatori del valore aggiunto, che misurano i prezzi di produzione dei beni e dei servizi nell'economia. I salari reali dalla prospettiva dei consumatori indicano

<sup>21</sup> Per una valutazione approfondita di tali effetti di composizione nell'area dell'euro nel periodo precedente la pandemia, cfr. l'articolo 2 *Gli effetti delle variazioni nella composizione dell'occupazione sulla crescita dei salari nell'area dell'euro* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

l'entità della perdita di potere di acquisto che grava sugli occupati. La misura in cui i lavoratori dipendenti cercano di compensare tale perdita del potere di acquisto potrebbe influenzare la domanda dei salari nominali. I salari reali dalla prospettiva dei produttori riflettono le pressioni dal lato dei costi implicite nella crescita salariale nominale in rapporto alla crescita complessiva del prezzo del prodotto.

**Nel 2020 i salari nominali e reali per i consumatori hanno registrato andamenti molto simili, per poi divergere in modo marcato a partire dal primo trimestre del 2021, con l'inizio dell'aumento dell'inflazione al consumo (cfr. il grafico 11)<sup>22</sup>.** Durante la fase iniziale della pandemia l'inflazione complessiva era molto bassa, a causa delle scarse pressioni complessive sui prezzi, di un notevole contributo negativo da parte della componente energetica e di altri fattori, quali i tagli temporanei alle imposte indirette volti a stimolare l'economia. Di conseguenza, il divario tra salari nominali e reali per i consumatori era piuttosto ridotto e gli andamenti di tali salari riflessi nella crescita dei redditi per occupato e per ora lavorata erano prevalentemente influenzati dagli effetti delle misure di integrazione salariale (come illustrato nella precedente sezione 2). Un notevole divario si è materializzato tra la crescita dei salari nominali e reali per i consumatori nel 2021, con l'inizio dell'aumento dell'inflazione, dapprima a causa della componente energetica, poi anche delle strozzature dal lato dell'offerta, soprattutto di beni, ma in seguito anche di servizi nel contesto della riapertura delle attività economiche.

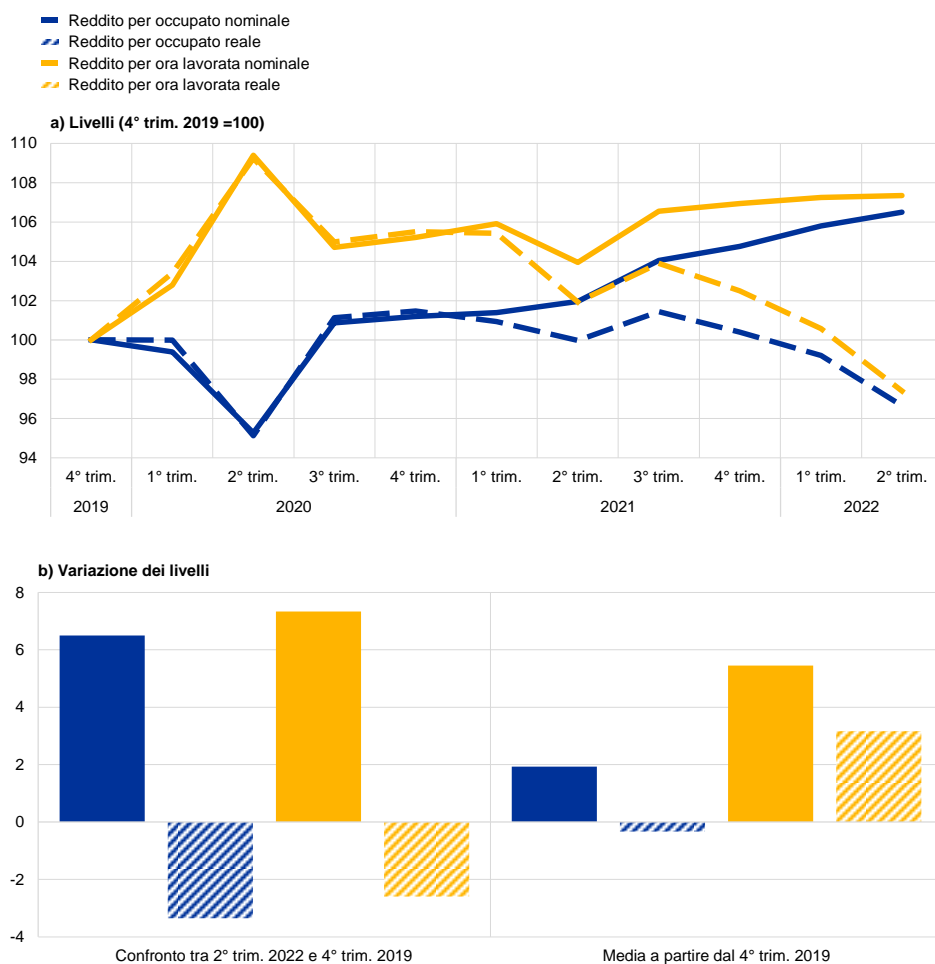
---

<sup>22</sup> Cfr. l'articolo 2 *Il ruolo dei fattori di domanda e offerta nell'inflazione misurata sullo IAPC durante la pandemia di COVID-19: una prospettiva disaggregata* nel numero 1/2021 di questo Bollettino, oppure Nickel, C., Koester, G. e Lis, E., "Inflation Developments in the Euro Area Since the Onset of the Pandemic", *Intereconomics*, vol. 57, n. 2, pagg. 69-75.

## Grafico 11

### Crescita dei salari nominali e reali (dalla prospettiva dei consumatori) rispetto ai livelli precedenti la pandemia

(pannello a): indice: 4° trim. 2019 = 100; pannello b): variazione percentuale rispetto al livello del 4° trim. 2019)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i redditi per occupato e per ora lavorata in termini reali sono calcolati sulla base dello IAPC (salari reali per i consumatori). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

**Nell'attuale congiuntura i salari reali dalla prospettiva dei consumatori sono inferiori, in misura sostanziale, rispetto a prima della pandemia e dovrebbero registrare un ulteriore calo nei prossimi mesi (cfr. il grafico 12).** I salari nominali sono cresciuti a un ritmo inferiore rispetto allo IAPC, con una conseguente diminuzione del potere di acquisto delle retribuzioni, che nel secondo trimestre del 2022 era più basso di circa il 3,6 per cento rispetto al livello del quarto trimestre del 2019. Nel periodo compreso tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2022, gli occupati hanno registrato una riduzione trimestrale media del livello dei loro salari reali precedente la pandemia pari allo 0,5 per cento circa<sup>23</sup>. Le ulteriori riduzioni dei salari reali attese per i prossimi mesi verranno percepite in misura crescente dai consumatori come perdita di potere di acquisto rispetto a prima della

<sup>23</sup> La maggior parte dei pagamenti erogati nell'ambito delle misure di integrazione salariale è già inclusa negli indicatori delle retribuzioni quali il reddito per occupato. L'aggiunta del sostegno economico offerto ai dipendenti sotto forma di trasferimenti o di altre prestazioni sociali (che non sono inclusi nel reddito per occupato) non modifica il quadro in modo rilevante.



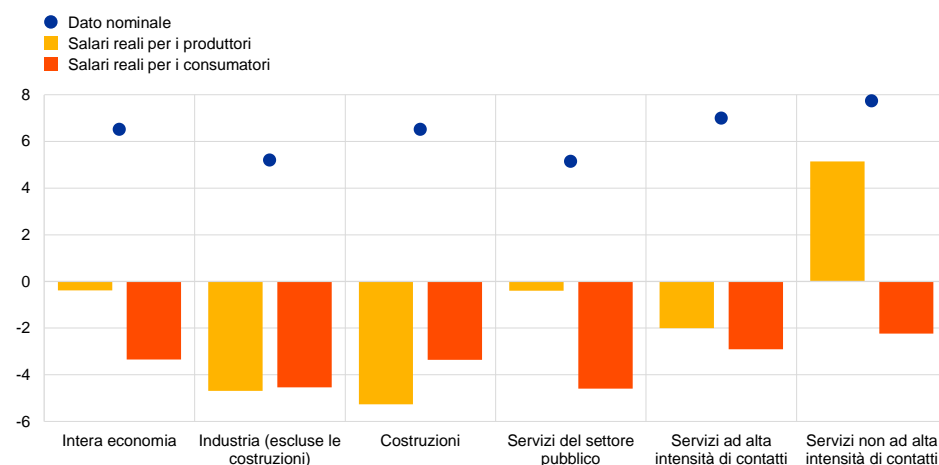
pandemia. I sindacati potrebbero quindi subire maggiori pressioni per richiedere aumenti retributivi superiori nei prossimi cicli negoziali, in particolare nei settori con stipendi più bassi. La perdita di potere di acquisto, tuttavia, rappresenta solo uno dei fattori che influenzano le richieste salariali dei sindacati: anche le condizioni tese del mercato del lavoro e l'attuale congiuntura economica rivestiranno probabilmente un ruolo fondamentale.

**Con riferimento all'economia nel suo complesso, rispetto ai livelli precedenti la pandemia, i salari reali dalla prospettiva dei produttori sono diminuiti in misura molto meno marcata rispetto ai salari reali dalla prospettiva dei consumatori (cfr. il grafico 12).** Nel secondo trimestre del 2022 i salari reali per i produttori si sono collocati solo dello 0,5 per cento al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, perché gli andamenti della crescita salariale come fattore di costo sono stati sostanzialmente analoghi a quelli dei prezzi del prodotto.

### Grafico 12

#### Crescita nominale e reale dei salari dalla prospettiva dei produttori e dei consumatori nei principali settori

(variazione percentuale rispetto al livello del 4° trim. 2019)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i salari reali per i consumatori riflettono il reddito per occupato con l'applicazione dello IAPC come deflatore, mentre i salari reali per i produttori sono calcolati sulla base del reddito per occupato con l'applicazione dei deflatori del valore aggiunto. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

**Gli andamenti dei prezzi alla produzione in termini reali hanno evidenziato marcate divergenze tra i vari settori dell'economia, con implicazioni per i salari attesi e le pressioni sui prezzi<sup>24</sup>.** Gli andamenti dei salari reali dalla prospettiva dei produttori suggeriscono che è possibile attendersi ulteriori pressioni sui prezzi, soprattutto nei servizi non ad alta intensità di contatti. Ciò è in linea con il calo degli

<sup>24</sup> L'analisi dei salari reali per i produttori può avvalersi anche di deflatori basati sugli indici dei prezzi alla produzione (IPP). Tali indicatori sono disponibili per industria e costruzioni, ma c'è scarsa disponibilità di dati per il settore dei servizi. Gli IPP misurano i prezzi del prodotto lordo, mentre il deflatore del valore aggiunto si limita a rilevare il prezzo del valore aggiunto (ovvero la differenza fra il prodotto lordo e gli input intermedi). I salari reali per i produttori nel settore delle costruzioni, e in misura perfino maggiore nell'industria, diminuiscono molto più marcatamente se si applicano i deflatori degli IPP. Ciò riflette, probabilmente, i sensibili aumenti dei costi intermedi, di entità ben maggiore dei costi legati ai salari, che determinano un innalzamento, in particolare, dei prezzi del prodotto lordo (riflesso negli IPP).

utili unitari in questo settore, rispetto ai livelli precedenti la pandemia<sup>25</sup>. I deflatori del valore aggiunto, il cui aumento è stato sostanzialmente in linea con i salari nominali nei servizi del settore pubblico, sono cresciuti in misura lievemente maggiore delle retribuzioni nominali nei servizi ad alta intensità di contatti, e in particolare nelle costruzioni e nell'industria, in sintonia con i robusti incrementi degli utili settoriali di questi comparti<sup>26</sup>. Nei servizi non ad alta intensità di contatti, tuttavia, i deflatori sono aumentati in misura molto meno marcata rispetto alle retribuzioni. Ciò suggerisce che, sulla base degli andamenti dei salari reali per i produttori con i deflatori del valore aggiunto, le imprese subiscono una pressione a innalzare i prezzi in futuro o a opporsi a ulteriori rivendicazioni salariali. In prospettiva, la posizione ciclica positiva riscontrata fino al secondo trimestre del 2022 nei settori di servizi non ad alta intensità di contatti, associata in particolare alle tensioni sui mercati del lavoro, potrebbe segnalare, qualora persista, ulteriori pressioni salariali e, di conseguenza, aumenti dei prezzi, soprattutto per questi settori. Poiché tali servizi vengono erogati in larga misura a imprese piuttosto che a consumatori, probabilmente gli aumenti citati avranno ripercussioni sullo IAPC solo parziali e differite<sup>27</sup>.

## 5 Osservazioni conclusive

**La pandemia di COVID-19 e le misure adottate dai governi per attuarne l'impatto hanno provocato livelli eccezionalmente elevati di volatilità negli indicatori di crescita salariale, complicando l'analisi degli andamenti delle retribuzioni.** A tale riguardo, gli effetti delle misure di integrazione salariale, introdotte dai governi al fine di prevenire perdite su vasta scala di posti di lavoro, hanno rivestito un ruolo fondamentale. In questo contesto economico insolito, i modelli empirici consolidati, quali le regressioni della curva di Phillips dei salari, offrono un supporto solo limitato all'analisi degli andamenti retribuitivi nell'area dell'euro. Ciò dipende dal fatto che gli indicatori dei salari e le relative determinanti principali hanno mostrato profili ben lontani dalle regolarità storiche. La loro volatilità può essere compresa considerando le distorsioni statistiche originate dalle misure di integrazione salariale.

---

<sup>25</sup> Per un quadro più completo sarebbe interessante valutare il ruolo delle differenze dei costi degli input (inclusi quelli energetici) in questa analisi per settori, ad esempio stimando anche gli andamenti dei salari reali per i produttori basati sugli IPP, che riflettono i prezzi del prodotto e comprendono i costi degli input intermedi. Per il settore dei servizi, tuttavia, questo approccio è ostacolato dalla scarsa disponibilità di dati (cfr. la precedente nota a piè di pagina).

<sup>26</sup> In confronto ai livelli registrati prima della pandemia, gli utili unitari settoriali sono aumentati in misura marcata per il comparto manifatturiero e quello delle costruzioni, nonché per i servizi ad alta intensità di contatti, quali commercio, trasporti e servizi di alloggio e di ristorazione. Per le attività non ad alta intensità di contatti, quali servizi professionali, alle imprese e di supporto, si è osservata una diminuzione degli utili unitari settoriali rispetto ai livelli precedenti la crisi. Per ulteriori dettagli, cfr. pagina 6 della presentazione di Schnabel, I., "[Monetary policy in a cost-of-living crisis](#)", intervento pronunciato nella sessione *Fight against inflation* della quarta edizione di Foro La Toja, 30 settembre 2022.

<sup>27</sup> L'inflazione può avere effetti sulla crescita salariale anche attraverso meccanismi di indicizzazione o aumenti dei salari minimi, spesso motivati da spiccate variazioni dell'inflazione. Per un'analisi di tali meccanismi, cfr. il riquadro 7 [Prevalenza dell'indicizzazione salariale nel settore privato dell'area dell'euro e il suo potenziale ruolo nell'impatto dell'inflazione sui salari](#) nel numero 7/2021 di questo Bollettino e il riquadro 4 [I salari minimi e il loro ruolo per la crescita salariale nell'area dell'euro](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

**Le stime della crescita di fondo dei salari sono rimaste, in media, su livelli relativamente contenuti dall'inizio della pandemia, ma più recentemente hanno iniziato ad aumentare.** Se, mediante vari metodi, si apportano correzioni che tengono conto delle misure di integrazione salariale, nel periodo compreso tra l'inizio della pandemia e il secondo trimestre del 2022 la crescita del reddito per occupato si colloca su livelli piuttosto prossimi alla propria media storica.

**Fino ad ora non vi è evidenza di variazioni nella tendenza della crescita salariale in termini di reddito per occupato dall'inizio della pandemia.**

Guardando oltre la volatilità degli ultimi due anni, i livelli dei principali indicatori salariali, quali i redditi per occupato e per ora lavorata, si collocano al momento leggermente al di sopra di quelli impliciti nelle tendenze di lungo periodo precedenti la pandemia. Al netto delle correzioni per gli effetti connessi a quest'ultima, il livello di crescita del reddito per occupato è essenzialmente tornato alla tendenza di lungo periodo osservata prima dell'emergenza sanitaria.

**Guardando oltre le distorsioni legate alla pandemia relative agli indicatori salariali, che hanno mostrato una notevole eterogeneità nei vari settori, si evidenzia una crescita delle retribuzioni maggiore nei comparti dei servizi.**

Le retribuzioni si collocano al di sopra dei livelli pre-pandemici soprattutto in quei settori dei servizi recentemente interessati da gravi carenze di manodopera.

**Tenendo conto dell'impatto dell'inflazione, i salari reali per i consumatori sono ora significativamente inferiori rispetto a prima della pandemia.** Ciò potrebbe indurre i sindacati a richiedere aumenti retributivi maggiori nei prossimi cicli negoziali, in particolare nei settori con stipendi più bassi. Considerando l'economia nel suo complesso, in confronto ai livelli precedenti la pandemia segnati nel quarto trimestre del 2019, i salari reali sono diminuiti in misura di gran lunga inferiore dalla prospettiva dei produttori rispetto a quella dei consumatori. Tale circostanza è stata in gran parte determinata dai servizi non ad alta intensità di contatti.

**In prospettiva, nei prossimi trimestri si dovrebbe assistere a una crescita dei salari molto marcata rispetto ai profili storici.** Ciò riflette mercati del lavoro solidi che finora non sono stati colpiti in misura dirimente dal rallentamento dell'economia, aumenti dei salari minimi nazionali e un certo adeguamento delle retribuzioni agli elevati tassi di inflazione. Oltre il breve periodo l'atteso rallentamento dell'economia nell'area dell'euro e l'incertezza in merito alle prospettive economiche eserciteranno probabilmente delle pressioni al ribasso sulla crescita salariale.

# 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	-4,3	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	2,1	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 4° trim.	1,7	1,7	1,6	1,2	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	-0,5	1,4	0,6	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2° trim.	-0,4	-0,1	0,2	1,1	-2,6	0,8	9,7	6,4	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
3° trim.	.	0,7	-0,2	-0,2	.	0,3	10,3	7,2	8,3	10,0	2,9	.	9,3
2022 giu.	-	-	-	-	-	-	10,3	6,5	9,1	9,4	2,4	2,5	8,6
lug.	-	-	-	-	-	-	10,2	6,8	8,5	10,1	2,6	2,7	8,9
ago.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,2	8,3	9,9	3,0	2,5	9,1
set.	-	-	-	-	-	-	10,5	7,6	8,2	10,1	3,0	.	9,9
ott.	-	-	-	-	-	-	10,7	7,6	7,7	11,1	3,7	.	10,6
nov. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	7,1	10,7	.	.	10,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 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	11.986,3	11.579,0	6.381,8	2.456,1	2.657,1	1.252,0	770,7	627,6	83,9	407,3	5.772,1	5.364,9
2020	11.456,5	11.046,3	5.924,4	2.565,7	2.515,9	1.221,6	685,3	602,2	40,3	410,2	5.187,8	4.777,7
2021	12.313,5	11.834,4	6.289,0	2.717,8	2.701,7	1.369,4	761,1	563,8	126,0	479,1	6.070,2	5.591,1
2021 4° trim.	3.176,2	3.093,5	1.642,2	692,6	707,0	355,7	193,4	156,0	51,7	82,7	1.634,7	1.552,1
2022 1° trim.	3.231,7	3.147,2	1.677,8	700,4	718,7	372,8	199,5	144,5	50,2	84,5	1.713,5	1.629,0
2° trim.	3.292,0	3.226,7	1.725,1	707,8	741,6	383,9	207,1	148,6	52,1	65,4	1.826,7	1.761,3
3° trim.	3.339,0	3.327,0	1.769,0	715,7	777,8	388,0	213,9	174,0	64,4	12,0	1.890,4	1.878,4
<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 4° trim.	0,5	1,4	-0,1	0,4	3,4	0,2	1,6	13,5	-	-	2,6	4,7
2022 1° trim.	0,6	-0,4	0,0	0,0	-0,7	2,1	1,5	-9,4	-	-	1,4	-0,7
2° trim.	0,8	1,0	1,0	-0,1	0,9	-0,4	2,2	2,4	-	-	1,7	2,2
3° trim.	0,3	1,5	0,9	0,1	3,6	-0,9	2,0	16,8	-	-	1,7	4,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,3	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	9,1	-7,5	-	-	10,5	8,3
2021 4° trim.	4,8	5,0	5,9	2,6	2,0	1,7	1,5	3,0	-	-	8,3	9,2
2022 1° trim.	5,5	5,6	7,9	3,0	3,6	4,3	1,9	4,5	-	-	8,7	9,3
2° trim.	4,2	4,4	5,4	0,7	2,7	1,3	2,9	5,9	-	-	7,9	8,4
3° trim.	2,3	3,5	1,7	0,4	7,4	1,0	7,5	23,0	-	-	7,7	10,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 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	-0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,3	1,1	-	-
2° trim.	0,8	0,9	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-	-
3° trim.	0,3	1,4	0,4	0,0	0,8	-0,1	0,1	0,8	0,2	-1,1	-	-
<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 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	5,4	3,9	0,7	0,8	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	-	-
2° trim.	4,2	4,2	2,7	0,2	0,6	0,2	0,2	0,3	0,7	0,1	-	-
3° trim.	2,3	3,3	0,9	0,1	1,6	0,1	0,4	1,0	0,8	-1,1	-	-

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	10.743,8	176,7	2.103,8	555,5	2.041,8	531,6	481,7	1.203,9	1.251,7	2.027,1	369,9	1.242,4
2020	10.326,3	175,3	1.994,3	543,8	1.794,2	544,5	483,1	1.207,7	1.200,5	2.060,3	322,7	1.130,2
2021	11.042,0	188,1	2.166,2	594,8	1.996,5	586,1	497,1	1.242,7	1.285,8	2.151,6	333,1	1.271,5
2021 4° trim.	2.836,8	50,0	555,3	152,0	536,6	149,6	124,8	312,9	330,8	540,3	84,4	339,4
2022 1° trim.	2.891,2	51,6	576,4	158,0	545,4	150,5	124,9	315,6	335,5	546,8	86,3	340,5
2° trim.	2.951,4	54,3	591,8	161,4	570,5	153,9	126,8	317,8	341,0	544,2	89,8	340,6
3° trim.	3.006,8	55,8	597,5	162,3	588,9	154,3	128,9	323,7	346,0	557,0	92,5	332,3
<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 4° trim.	0,2	0,0	0,5	0,3	0,6	2,2	-0,2	0,5	0,9	-0,8	-2,5	3,1
2022 1° trim.	0,9	-0,9	0,5	2,4	0,9	0,7	0,0	0,9	1,0	0,9	2,0	-1,7
2° trim.	0,7	-0,7	0,6	-0,7	1,7	2,1	0,2	0,2	1,0	-0,6	4,3	1,9
3° trim.	0,7	0,3	0,7	-1,7	1,3	0,0	-0,3	-0,1	0,3	1,4	3,0	-2,7
<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 4° trim.	4,7	-0,9	1,9	0,8	11,8	8,7	2,2	1,8	5,7	2,0	14,2	5,8
2022 1° trim.	5,3	-0,5	1,8	4,6	14,1	6,5	0,4	3,2	6,3	1,9	17,2	6,7
2° trim.	4,3	-1,7	2,1	1,6	11,0	6,9	0,4	2,4	5,1	0,8	16,2	3,8
3° trim.	2,5	-1,3	2,3	0,2	4,5	5,1	-0,4	1,6	3,3	0,8	6,8	0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 4° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 1° trim.	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,7	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	-
3° trim.	0,7	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	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 4° trim.	4,7	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 1° trim.	5,3	0,0	0,4	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	0,6	0,2	0,5	-
3° trim.	2,5	0,0	0,5	0,0	0,8	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,2	-

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									
		Occupati dipendenti	Occupati 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	-1,2	-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 4° trim.	2,4	2,7	0,3	-1,0	1,2	3,1	3,3	6,5	0,8	0,5	3,6	1,7	1,7
2022 1° trim.	3,0	3,3	1,1	-1,3	1,5	3,5	5,0	6,1	-0,2	2,4	4,3	1,7	3,0
2° trim.	2,6	2,9	0,6	-0,7	1,3	3,2	4,5	6,0	0,1	2,5	3,3	1,4	2,2
3° trim.	1,7	1,9	0,8	-1,7	1,4	3,0	1,6	6,0	-0,4	4,2	2,4	1,4	1,2
<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	6,6	0,6	4,5	8,9	6,7	7,5	2,9	6,4	7,3	3,7	5,2
2021 4° trim.	4,8	4,7	5,3	-1,6	2,1	3,6	11,0	6,8	0,6	2,8	5,6	0,8	8,1
2022 1° trim.	6,6	6,6	6,4	-2,0	2,5	4,7	16,1	6,2	-0,6	6,9	6,6	1,1	13,6
2° trim.	3,7	4,0	2,6	-2,0	1,0	2,5	9,9	5,1	-1,5	4,5	4,0	-0,3	7,3
3° trim.	2,5	2,8	1,0	-1,5	2,4	2,7	3,2	6,8	-0,3	6,2	3,5	1,2	3,1
<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 4° trim.	2,3	1,9	5,0	-0,5	0,9	0,5	7,4	0,2	-0,2	2,3	1,9	-0,9	6,3
2022 1° trim.	3,4	3,2	5,2	-0,7	1,0	1,2	10,6	0,2	-0,4	4,4	2,2	-0,5	10,3
2° trim.	1,1	1,0	1,9	-1,3	-0,4	-0,7	5,2	-0,9	-1,7	2,0	0,7	-1,6	5,1
3° trim.	0,8	1,0	0,2	0,2	0,9	-0,3	1,6	0,8	0,1	1,9	1,1	-0,3	1,9

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 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
3° trim.	.	.	11,033	6,6	.	8,727	5,8	2,306	15,0	5,518	6,2	5,515	7,1	3,2
2022 mag.	-	-	11,130	6,7	-	8,959	5,9	2,172	14,1	5,589	6,3	5,541	7,1	-
giu.	-	-	11,113	6,7	-	8,846	5,9	2,267	14,7	5,584	6,3	5,529	7,1	-
lug.	-	-	11,036	6,6	-	8,781	5,8	2,255	14,7	5,542	6,3	5,493	7,1	-
ago.	-	-	11,050	6,7	-	8,737	5,8	2,312	15,0	5,516	6,2	5,534	7,1	-
set.	-	-	11,014	6,6	-	8,662	5,7	2,351	15,2	5,496	6,2	5,518	7,1	-
ott.	-	-	10,872	6,5	-	8,546	5,7	2,326	15,0	5,394	6,1	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	-4,2	-4,4	-5,7	-0,8	3,8	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,8	9,6	9,1	7,8	1,6	4,7	5,1	0,8	7,9	9,4	13,3	-3,1
2021 4° trim.	0,2	0,1	2,2	-3,9	4,0	2,1	0,3	4,3	-0,7	6,8	14,2	16,9	-25,0
2022 1° trim.	-0,3	-0,1	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,9	5,9	-1,6	11,3	12,6	.	-13,0
2° trim.	0,4	0,7	-0,1	-0,2	2,4	-0,5	2,3	1,0	-2,8	2,8	7,9	.	-16,3
3° trim.	1,7	2,1	-1,5	5,5	2,1	-1,4	1,9	-0,7	-1,6	-0,9	3,6	.	2,2
2022 mag.	1,6	2,0	0,2	1,0	6,2	-1,9	2,9	1,1	-3,3	3,3	6,6	-	-17,4
giu.	2,2	2,4	-0,3	8,0	-2,2	0,4	1,3	-2,9	-2,1	-4,0	1,9	-	-13,5
lug.	-2,5	-2,6	-2,0	-5,0	-0,9	0,3	2,3	-0,8	-1,7	-0,9	2,2	-	-6,4
ago.	2,6	3,2	-0,5	7,9	2,0	-0,6	2,0	-1,4	-1,3	-2,3	4,8	-	4,4
set.	5,1	6,1	-1,9	14,2	5,3	-4,0	1,0	0,0	-2,0	0,6	3,7	-	10,3
ott.	3,4	4,7	-2,9	9,2	9,2	-8,7	.	-2,7	-3,9	-2,6	2,5	-	14,9

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

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

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.	116,0	13,8	82,5	-7,6	9,9	3,0	16,8	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 1° trim.	111,1	11,8	82,5	-13,7	9,5	1,8	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2° trim.	104,0	6,9	82,4	-22,4	5,5	-4,5	13,1	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
3° trim.	96,6	1,4	81,9	-26,9	2,8	-7,2	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
2022 giu.	103,2	6,9	-	-23,7	3,6	-5,2	13,4	-	52,1	49,3	53,0	52,0
lug.	98,6	3,3	82,3	-27,0	3,0	-7,1	9,7	91,0	49,8	46,3	51,2	49,9
ago.	97,4	1,2	-	-24,9	3,5	-6,3	7,9	-	49,6	46,5	49,8	49,0
set.	93,7	-0,3	-	-28,7	1,8	-8,2	4,6	-	48,4	46,3	48,8	48,1
ott.	92,7	-1,2	81,4	-27,5	2,6	-6,7	2,1	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
nov.	93,7	-2,0	-	-23,9	2,3	-6,7	2,3	-	47,1	46,0	48,5	47,8

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	2,5	3,9	6,0	3,6	47,8	24,2	75,2	2,1	7,8	2,0
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,7	4,7	3,8	46,1	24,7	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,4	3,4	16,9	7,4	7,9	48,9	26,3	79,5	4,9	7,9	3,0
2021 3° trim.	18,9	96,1	0,7	3,9	14,6	7,7	7,2	48,9	26,8	79,4	4,2	12,9	2,3
4° trim.	17,7	95,8	0,7	3,4	15,8	7,4	7,9	48,9	26,3	79,5	4,9	14,3	3,0
2021 1° trim.	16,1	95,5	0,2	3,0	16,8	5,6	8,3	48,6	25,8	78,8	4,8	16,2	3,0
2° trim.	14,8	95,3	-0,4	2,7	16,1	2,9	8,1	48,3	24,2	77,3	4,7	-3,5	3,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3) 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 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	1.317,5	-39,6	717,8	746,9	305,2	267,3	214,4	219,5	40,6	83,9	110,3	11,8
3° trim.	1.320,5	1.376,3	-55,8	755,3	806,7	308,9	284,1	217,2	204,6	39,3	80,8	17,6	10,3
2022 apr.	417,8	431,3	-13,5	233,0	242,8	100,5	88,3	70,5	72,8	13,8	27,5	6,7	4,5
mag.	427,4	443,5	-16,1	240,6	248,5	101,9	89,1	71,3	78,2	13,6	27,7	95,4	3,5
giu.	432,8	442,8	-10,0	244,3	255,6	102,8	89,9	72,6	68,6	13,1	28,7	8,1	3,7
lug.	432,9	453,7	-20,8	245,2	264,1	103,7	92,3	71,7	70,4	12,4	26,9	5,7	3,4
ago.	442,3	469,2	-26,9	253,8	275,9	102,7	95,6	72,8	70,1	12,8	27,6	4,9	3,1
set.	445,4	453,4	-8,1	256,2	266,8	102,5	96,3	72,7	64,1	14,0	26,3	7,0	3,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2022 set.	5.008,9	5.058,8	-49,9	2.808,0	2.848,9	1.187,7	1.053,7	857,5	838,0	155,7	318,1	216,0	89,6
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2022 set.	38,4	38,8	-0,4	21,5	21,8	9,1	8,1	6,6	6,4	1,2	2,4	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	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2021 4° trim.	12,1	32,9	637,0	323,3	116,1	186,6	524,3	656,2	403,5	97,8	148,3	450,8	72,0
2022 1° trim.	17,1	40,7	676,5	343,3	124,3	196,7	554,2	718,8	454,3	104,3	151,6	478,7	85,6
2° trim.	20,2	45,7	714,9	361,0	126,2	216,5	574,7	810,8	524,7	111,6	163,7	516,6	107,9
3° trim.	20,1	47,2	733,6	.	.	.	590,6	859,3	.	.	.	533,1	.
2022 apr.	12,7	40,3	231,4	116,6	41,4	70,4	187,3	264,7	170,9	36,0	53,4	167,6	33,5
mag.	28,3	53,2	241,8	122,4	41,7	73,4	193,6	271,3	175,2	37,4	55,4	174,5	34,3
giu.	19,8	43,9	241,7	122,1	43,1	72,6	193,8	274,9	178,6	38,2	54,9	174,5	40,1
lug.	13,2	43,8	237,7	119,7	42,8	70,8	189,8	278,2	183,7	36,7	54,2	172,7	36,8
ago.	23,9	53,5	245,9	123,8	44,7	73,2	198,4	293,5	191,5	40,1	57,5	182,7	32,9
set.	23,6	44,6	250,0	.	.	.	202,4	287,7	.	.	.	177,7	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2021 4° trim.	0,6	7,3	105,1	112,2	96,3	102,1	104,1	113,2	116,0	110,2	110,6	115,1	93,8
2022 1° trim.	2,4	10,0	106,2	111,4	101,8	103,7	105,7	114,9	117,6	115,1	110,6	118,0	93,0
2° trim.	2,6	11,0	106,9	110,5	100,3	109,0	105,7	121,0	123,9	120,7	115,7	123,0	95,1
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 mar.	-0,7	5,8	105,5	110,7	99,4	102,5	103,8	115,6	118,2	115,4	111,8	118,1	88,6
apr.	-2,6	6,7	105,4	108,8	99,8	108,1	104,3	119,5	122,1	117,4	114,9	121,3	93,7
mag.	9,5	17,5	108,3	112,5	99,0	110,7	106,8	122,3	125,2	122,7	117,5	124,9	94,3
giu.	1,3	9,1	107,0	110,4	102,0	108,2	106,1	121,2	124,6	121,9	114,5	122,7	97,4
lug.	-3,6	8,9	104,2	107,5	100,4	104,1	103,3	118,8	123,0	115,1	111,7	120,0	.
ago.	5,9	18,7	107,0	109,9	104,6	107,4	107,1	126,3	129,8	128,2	116,2	126,6	.

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	1,6	1,0	0,7	0,2	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 1° trim.	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,8	1,8	3,4	1,6	14,4	0,8	6,0	6,9	
2° trim.	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	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	2,9	1,9	4,4	1,0	9,5	7,8	
2022 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	0,7	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	1,0	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	1,4	0,3	2,9	0,9	9,9	10,4	
ott.	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,6	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1	
nov. <sup>3)</sup>	120,9	10,0	5,0	.	4,2	0,2	1,4	-0,3	0,3	-1,9	0,4	.	.	

	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	20				
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 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
ott.	13,1	12,4	15,5	16,3	6,1	41,5	2,9	2,0	5,9	-0,7	7,3	2,7
nov. <sup>3)</sup>	13,6	13,6	13,8	.	6,1	34,9	.	.	.	.	.	.

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) Stima preliminare.

## 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	2,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,7	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	5,6	8,1	0,8
2021 4° trim.	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,7	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	10,1	9,8	3,3
2° trim.	149,3	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,5	95,4	12,1	9,3	0,0
3° trim.	163,2	41,1	17,7	14,7	20,1	7,8	14,0	.	8,6	107,9	.	.	.
2022 mag.	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,6	93,9	-	-	-
giu.	150,9	36,1	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,4	-	-	-
lug.	157,0	38,1	18,7	15,1	21,5	7,9	13,3	.	8,4	98,0	-	-	-
ago.	164,9	43,4	17,5	14,6	20,0	7,8	14,0	.	8,6	117,3	-	-	-
set.	167,6	41,9	16,9	14,5	18,9	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
ott.	162,8	30,8	16,1	14,0	17,4	7,5	15,3	.	9,3	65,8	-	-	-

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
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.	110,9	3,0	4,5	3,9	2,4	6,1	10,2	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	4,8	2,5	7,4	11,8	17,0	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
2° trim.	113,4	4,2	6,7	6,3	3,5	8,4	14,6	20,7	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
3° trim.	114,6	4,3	7,1	7,3	4,2	7,4	13,3	19,4	98,3	14,8	30,9	1,5	15,5	28,7	2,3
2022 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,2	37,6	1,6	18,4	34,7	2,8
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	106,9	11,8	30,8	-3,1	14,7	31,5	-1,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,1	30,2	4,2	15,9	26,3	5,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,6	31,7	3,7	16,0	28,3	3,2
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,7	25,3	-1,7	12,7	27,3	-1,9
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,2	12,3	0,5	5,9	11,0	0,0

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	-0,4	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.	46,3	41,9	19,6	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 1° trim.	50,8	49,1	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
2° trim.	55,1	56,2	28,5	48,9	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
3° trim.	45,9	54,2	27,4	40,7	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
2022 giu.	50,3	56,4	27,8	45,5	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
lug.	45,3	54,9	27,1	41,6	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
ago.	43,7	53,1	26,5	38,5	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
set.	48,6	54,6	28,5	41,9	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
ott.	44,8	56,4	30,4	44,8	77,2	72,0	76,9	66,1	62,7
nov.	40,4	51,9	30,1	43,0	78,3	64,5	74,3	63,6	62,3

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 4° trim.	119,3	2,5	2,2	3,5	2,6	2,2	1,6
2022 1° trim.	108,7	4,2	3,7	5,6	4,6	3,2	3,0
2° trim.	119,2	4,0	4,1	3,8	3,9	4,3	2,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	2,9

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	-0,5	2,1	4,0	0,6	0,9	1,5	3,5	2,4	2,7	2,4
2020	110,3	4,6	-1,3	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	3,9	6,2	16,1
2021	110,4	0,0	3,4	-2,9	2,4	-1,4	2,2	0,7	4,4	1,2	0,6	1,4
2021 4° trim.	111,4	1,2	2,8	2,1	4,5	-1,0	1,6	2,8	3,7	1,8	1,2	-6,9
2022 1° trim.	112,6	2,0	2,4	4,0	3,0	-0,8	2,7	3,2	4,8	2,6	2,4	-4,7
2° trim.	112,9	3,0	4,6	3,4	5,6	1,6	1,9	4,3	5,8	3,8	3,5	-6,1
3° trim.	114,1	3,3	2,9	1,7	6,0	1,8	4,0	4,4	7,9	3,9	4,0	-0,5
<b>Redditi per occupato</b>												
2019	107,5	2,2	2,8	1,3	1,9	1,5	3,3	2,5	2,8	3,0	2,4	3,6
2020	107,2	-0,3	1,4	-2,0	-0,9	-3,9	0,4	0,3	0,6	0,3	2,3	-1,4
2021	111,4	3,9	3,6	4,2	4,5	5,8	4,3	2,9	5,1	4,3	1,9	4,0
2021 4° trim.	113,2	3,5	3,0	2,9	2,2	7,1	3,6	4,2	5,0	3,8	1,6	4,5
2022 1° trim.	114,5	4,5	3,3	4,3	4,2	7,8	3,2	3,8	5,6	4,6	2,7	8,5
2° trim.	115,4	4,6	3,6	4,2	3,9	8,0	2,8	4,6	5,7	5,6	2,8	6,8
3° trim.	116,7	3,9	3,3	2,7	3,2	4,7	3,2	4,5	5,2	4,8	3,4	5,0
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2019	101,9	0,2	3,3	-0,8	-2,0	0,8	2,3	0,9	-0,6	0,6	-0,2	1,1
2020	97,2	-4,6	2,7	-4,5	-6,2	-10,6	0,1	0,5	-0,8	-3,5	-3,7	-15,1
2021	100,9	3,8	0,2	7,3	2,0	7,3	2,0	2,2	0,7	3,1	1,3	2,6
2021 4° trim.	101,7	2,3	0,1	0,7	-2,2	8,2	2,0	1,4	1,3	2,0	0,4	12,3
2022 1° trim.	101,7	2,4	0,9	0,3	1,1	8,7	0,4	0,6	0,8	1,9	0,3	13,8
2° trim.	102,2	1,6	-1,0	0,7	-1,6	6,2	0,9	0,3	-0,1	1,8	-0,6	13,8
3° trim.	102,2	0,5	0,4	0,9	-2,7	2,9	-0,9	0,0	-2,5	0,9	-0,6	5,6
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2019	107,7	2,6	3,0	1,9	2,0	2,1	3,5	1,4	2,6	3,3	2,7	4,8
2020	114,1	5,9	3,7	3,4	5,4	7,2	3,2	2,1	5,5	6,3	5,2	6,4
2021	114,4	0,3	1,1	-0,3	-0,3	0,2	1,9	1,0	0,9	0,5	0,6	0,2
2021 4° trim.	116,0	1,6	1,0	2,3	2,2	0,3	3,7	4,9	2,6	2,2	2,6	0,0
2022 1° trim.	116,5	1,2	3,2	3,5	3,3	-2,5	3,1	4,2	3,1	2,0	3,3	0,1
2° trim.	116,8	3,6	4,9	4,5	5,3	2,1	4,0	6,2	4,7	4,7	4,6	2,7
3° trim.	118,5	2,9	3,2	1,6	2,9	2,5	2,7	4,1	4,0	3,3	3,6	3,6
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2019	102,6	0,7	4,3	-0,1	-1,9	1,3	2,6	0,1	-0,7	0,9	0,0	1,9
2020	104,8	2,1	3,5	1,2	0,8	0,8	3,7	2,9	5,5	2,9	-0,6	-6,5
2021	104,5	-0,2	-0,6	2,4	-3,3	1,1	-0,5	0,1	-4,5	-1,2	-0,2	-2,0
2021 4° trim.	104,9	0,0	0,7	-0,2	-2,7	0,7	1,8	1,6	-1,0	0,1	1,3	5,7
2022 1° trim.	104,2	-1,0	1,6	-0,7	0,0	-1,7	0,3	1,0	-3,5	-0,3	0,8	3,2
2° trim.	104,4	0,5	0,3	1,1	-0,9	1,0	1,7	2,0	-2,1	1,1	1,1	8,3
3° trim.	104,8	-0,2	0,2	0,0	-2,4	1,3	-1,6	-0,1	-4,4	-0,2	-0,3	3,6

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 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
2019	-0,48	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022 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
ott.	0,66	0,92	1,43	2,00	2,63	4,14	-0,03
nov.	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	4,65	-0,04

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.

### 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 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
ott.	1,08	1,93	1,92	1,98	2,24	0,31	-0,63	0,51	2,16	1,77	2,32	2,54
nov.	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01

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											
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 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
ott.	378,5	3.464,6	875,2	233,5	158,0	108,5	149,5	666,2	656,6	315,8	258,3	738,9	3.726,1	26.983,2
nov.	414,2	3.840,0	958,6	253,4	165,1	119,8	165,4	733,5	745,1	346,5	274,1	781,3	3.917,5	27.903,3

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	TAE <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 nov.	0,01	0,34	0,20	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	0,33	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	0,33	0,20	0,56	4,76	15,82	5,57	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
feb.	0,01	0,45	0,18	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	0,46	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	0,46	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,39	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
mag.	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,06	1,78
giu.	0,00	0,45	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	4,84	15,86	6,18	5,74	6,36	2,81	1,84	2,27	2,54	1,99	2,36	2,15
ago.	0,01	0,70	0,40	1,02	4,97	15,89	6,67	5,91	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
set.	0,02	0,71	0,60	1,27	5,27	15,83	6,57	5,96	6,58	3,09	2,27	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
ott. <sup>(p)</sup>	0,03	0,73	0,90	1,60	5,59	15,80	6,88	6,21	6,87	3,56	2,67	2,81	3,05	2,40	2,89	2,66

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE<sup>3)</sup>).

### 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 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.	-0,05	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,35
2022 gen.	-0,05	-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.	-0,05	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,07	1,46	1,42
mar.	-0,06	-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.	-0,05	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,45	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
mag.	-0,06	-0,27	0,52	1,67	1,81	2,02	2,40	1,52	1,49	1,79	1,15	1,22	1,95	1,55
giu.	-0,05	-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.	0,00	0,04	1,20	1,78	1,90	2,44	2,78	1,69	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,79
ago.	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,31	1,55	1,88	2,22	1,87
set.	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
ott. <sup>(p)</sup>	0,09	0,92	1,91	2,54	2,98	3,52	3,62	2,75	3,02	2,74	2,45	2,75	2,81	2,72

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
<b>A breve termine</b>														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1.500,3	429,8	141,1	53,0	96,3	833,1	719,4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.431,7	428,7	153,9	62,2	87,7	761,5	671,7	387,7	138,9	79,8	26,1	31,8	137,3	104,6
2022														
giu.	1.381,3	413,8	158,4	57,8	104,8	704,4	620,8	448,5	150,7	119,0	52,6	48,6	130,2	86,3
lug.	1.349,3	422,8	161,5	61,6	104,2	660,8	600,3	510,2	199,6	121,6	56,8	55,4	133,7	87,5
ago.	1.344,2	420,9	158,7	60,2	105,7	658,9	597,7	470,6	188,1	113,6	49,5	45,3	123,6	92,0
set.	1.360,8	448,6	140,9	48,4	102,3	668,9	602,4	557,0	218,3	133,1	56,7	65,5	140,0	104,1
ott.	1.360,9	463,6	139,9	50,3	100,3	657,0	596,8	566,7	250,5	134,0	57,9	57,5	124,7	98,0
nov.	1.376,2	482,6	130,6	44,6	93,3	669,7	621,7	585,4	263,9	137,0	59,8	45,5	139,0	119,8
<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	20.067,5	4.190,2	3.562,6	1.329,7	1.590,5	10.724,3	9.903,3	317,0	66,2	82,9	32,0	24,1	143,8	130,4
2022														
giu.	18.697,8	4.058,0	3.461,9	1.332,1	1.397,7	9.780,1	9.023,1	298,7	80,5	65,3	22,7	12,2	140,8	132,4
lug.	19.235,2	4.146,5	3.545,9	1.342,8	1.453,7	10.089,1	9.309,0	236,5	51,7	61,0	31,8	8,7	115,1	110,3
ago.	18.652,4	4.044,0	3.492,0	1.335,4	1.411,5	9.704,9	8.952,2	190,1	53,4	43,3	10,5	8,5	85,0	79,0
set.	18.113,4	3.975,3	3.431,4	1.307,0	1.362,4	9.344,4	8.613,7	319,6	94,5	74,8	28,3	19,3	131,0	120,9
ott.	18.243,1	4.011,9	3.472,7	1.300,7	1.362,7	9.395,7	8.669,8	333,8	78,4	73,5	24,3	12,6	169,4	161,3
nov.	18.612,8	4.077,2	3.521,5	1.311,5	1.409,9	9.604,2	8.866,1	322,4	78,5	75,9	34,2	32,3	135,7	122,1

Fonte: BCE.

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

### 4.7 Tassi di crescita annuale e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro e variazioni percentuali; valori di mercato)

	Titoli di debito							Azioni quotate							
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie				
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale									
							1					2	3	4	5
<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	8.500,9	468,9	1.347,1	6.683,9
2021	21.499,3	4.618,9	3.716,4	1.391,9	1.678,1	11.485,8	10.575,0	10.348,0	609,3	1.579,8	8.158,0	10.348,0	609,3	1.579,8	8.158,0
2022															
giu.	20.079,2	4.471,8	3.620,3	1.389,9	1.502,5	10.484,5	9.643,8	8.287,0	474,0	1.272,8	6.539,2	8.287,0	474,0	1.272,8	6.539,2
lug.	20.584,5	4.569,3	3.707,4	1.404,4	1.557,9	10.749,9	9.909,2	8.902,1	482,1	1.355,5	7.063,6	8.902,1	482,1	1.355,5	7.063,6
ago.	19.996,6	4.464,9	3.650,7	1.395,6	1.517,2	10.363,8	9.549,8	8.483,2	475,5	1.311,1	6.695,6	8.483,2	475,5	1.311,1	6.695,6
set.	19.474,2	4.423,9	3.572,3	1.355,4	1.464,7	10.013,3	9.216,1	7.916,4	460,6	1.231,3	6.223,9	7.916,4	460,6	1.231,3	6.223,9
ott.	19.604,0	4.475,5	3.612,7	1.351,0	1.463,0	10.052,8	9.266,6	8.469,5	506,9	1.292,0	6.669,9	8.469,5	506,9	1.292,0	6.669,9
nov.	19.989,1	4.559,8	3.652,1	1.356,2	1.503,2	10.273,9	9.487,8	9.054,0	540,0	1.401,5	7.111,8	9.054,0	540,0	1.401,5	7.111,8
<b>Tasso di crescita<sup>1)</sup></b>															
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022															
giu.	4,0	2,6	7,7	4,7	4,0	3,4	3,7	1,0	-0,2	3,3	0,7	1,0	-0,2	3,3	0,7
lug.	3,4	2,4	6,9	5,3	3,0	2,8	3,3	0,9	-0,4	3,3	0,5	0,9	-0,4	3,3	0,5
ago.	3,5	2,4	7,0	4,4	3,4	2,8	3,2	0,8	-0,7	2,6	0,5	0,8	-0,7	2,6	0,5
set.	3,2	3,4	5,6	2,4	2,5	2,4	2,9	0,9	-0,9	2,3	0,7	0,9	-0,9	2,3	0,7
ott.	3,3	4,5	3,7	0,8	1,6	2,9	3,4	0,9	-1,1	2,3	0,7	0,9	-1,1	2,3	0,7
nov.	3,7	5,3	4,4	0,9	1,2	3,1	3,7	0,7	-1,3	1,8	0,6	0,7	-1,3	1,8	0,6

Fonte: BCE.

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	TCE-19						TCE-42		
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8	
2019	98,1	93,1	92,3	88,8	76,9	87,1	115,4	92,3	
2020	99,6	93,5	93,4	89,4	75,9	87,8	119,4	93,8	
2021	99,6	93,4	93,3	88,7	71,2	86,0	120,8	94,2	
2021 4° trim.	97,7	91,7	91,8	86,6	69,7	84,0	119,1	92,7	
2022 1° trim.	96,4	91,4	92,6	84,8	69,0	82,5	118,6	92,5	
2° trim.	95,6	90,3	93,2	83,4	67,1	80,9	116,4	90,1	
3° trim.	94,0	89,2	92,1	.	.	.	114,4	88,9	
2022 giu.	95,9	90,5	93,6	-	-	-	116,5	90,1	
lug.	94,1	89,1	92,0	-	-	-	114,6	88,8	
ago.	93,6	88,7	91,7	-	-	-	114,1	88,6	
set.	94,2	89,7	92,6	-	-	-	114,5	89,2	
ott.	94,8	91,0	93,3	-	-	-	115,4	90,5	
nov.	95,9	92,4	94,4	-	-	-	117,1	92,2	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 nov.	1,2	1,6	1,1	-	-	-	1,5	1,9	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 nov.	-1,7	0,8	3,0	-	-	-	-1,4	-0,4	

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 4° trim.	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 1° trim.	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2° trim.	7,043	7,539	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
3° trim.	6,898	7,518	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
2022 giu.	7,073	7,525	24,719	7,439	396,664	141,569	4,647	0,858	4,9444	10,601	1,024	1,057
lug.	6,854	7,519	24,594	7,443	404,098	139,174	4,768	0,850	4,9396	10,575	0,988	1,018
ago.	6,888	7,514	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
set.	6,951	7,522	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
ott.	7,069	7,530	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
nov.	7,317	7,543	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 nov.	3,5	0,2	-0,6	0,0	-2,8	0,3	-2,2	-0,2	-0,2	-0,6	0,5	3,8
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 nov.	0,3	0,3	-4,0	0,0	11,6	11,5	1,1	2,5	-0,7	8,3	-6,5	-10,6

Fonte: BCE.

## 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.	31.263,5	31.402,4	-138,9	11.750,6	9.540,7	12.244,2	14.342,7	-95,7	6.362,0	7.519,0	1.002,4	15.727,6
4° trim.	32.242,9	32.211,0	31,9	11.943,4	9.754,8	12.864,4	14.684,3	-98,5	6.476,6	7.771,9	1.057,0	15.928,9
2022 1° trim.	32.216,0	32.024,2	191,8	11.986,7	9.892,1	12.340,0	13.991,7	-55,4	6.841,9	8.140,4	1.102,8	16.353,9
2° trim.	31.940,2	31.588,2	352,1	12.315,2	10.161,0	11.505,1	13.056,4	-16,6	7.014,5	8.370,8	1.122,1	16.462,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2022 2° trim.	248,6	245,9	2,7	95,8	79,1	89,5	101,6	-0,1	54,6	65,1	8,7	128,1
<i>Transazioni</i>												
2021 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	305,1	-0,9	-
2° trim.	-29,3	-48,3	18,9	59,0	-42,2	-114,7	-96,8	23,9	0,1	90,8	2,3	-
3° trim.	-53,2	-65,1	11,9	98,9	16,1	-191,8	-32,9	32,2	0,1	-48,3	7,4	-
2022 apr.	-17,6	32,4	-50,0	11,4	16,8	-31,4	-58,3	32,9	-29,9	74,0	-0,6	-
mag.	67,0	20,7	46,3	86,3	-15,2	-55,0	-76,4	1,1	33,4	112,2	1,2	-
giu.	-78,7	-101,3	22,6	-38,7	-43,9	-28,3	37,9	-10,0	-3,4	-95,4	1,7	-
lug.	49,9	27,8	22,1	13,0	19,6	-22,5	-62,4	-1,1	59,0	70,6	1,6	-
ago.	118,6	106,5	12,2	60,2	43,5	-33,4	51,0	10,7	78,9	11,9	2,2	-
set.	-221,7	-199,3	-22,4	25,7	-47,0	-135,8	-21,5	22,6	-137,8	-130,8	3,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2022 set.	507,3	452,1	55,2	205,7	-59,9	-166,6	-21,5	94,2	362,2	533,5	11,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 set.	3,9	3,5	0,4	1,6	-0,5	-1,3	-0,2	0,7	2,8	4,1	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	5		6	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		
1	2		4									
Consistenze												
2019	1.224,4	7.718,3	8.942,7	1.067,9	2.363,9	3.431,8	12.374,4	79,5	521,9	2,6	604,0	12.978,4
2020	1.363,7	8.876,5	10.240,2	1.033,2	2.449,4	3.482,6	13.722,8	101,8	627,0	4,4	733,2	14.455,9
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	925,7	2.506,4	3.432,1	14.685,9	118,0	647,5	21,7	787,2	15.473,1
2021 4° trim.	1.469,7	9.784,0	11.253,8	925,7	2.506,4	3.432,1	14.685,9	118,0	647,5	21,7	787,2	15.473,1
2022 1° trim.	1.520,4	9.925,8	11.446,3	936,6	2.519,3	3.456,0	14.902,2	123,2	591,2	44,7	759,1	15.661,3
2° trim.	1.528,0	10.054,8	11.582,8	973,9	2.529,6	3.503,6	15.086,4	115,9	609,1	64,6	789,7	15.876,0
3° trim.	1.538,1	10.177,5	11.715,5	1.180,8	2.551,8	3.732,6	15.448,2	120,4	598,0	49,5	767,9	16.216,1
2022 mag.	1.525,1	10.013,0	11.538,1	940,2	2.525,5	3.465,7	15.003,8	124,1	599,0	56,8	779,8	15.783,6
giu.	1.528,0	10.054,8	11.582,8	973,9	2.529,6	3.503,6	15.086,4	115,9	609,1	64,6	789,7	15.876,0
lug.	1.531,7	10.105,3	11.637,0	1.006,1	2.537,7	3.543,8	15.180,9	125,2	593,7	30,7	749,6	15.930,4
ago.	1.536,4	10.186,1	11.722,5	1.032,7	2.546,8	3.579,5	15.302,0	123,7	595,5	38,4	757,7	16.059,7
set.	1.538,1	10.177,5	11.715,5	1.180,8	2.551,8	3.732,6	15.448,2	120,4	598,0	49,5	767,9	16.216,1
ott. <sup>(a)</sup>	1.541,2	10.023,6	11.564,7	1.254,9	2.555,4	3.810,3	15.375,1	124,9	619,7	21,1	765,8	16.140,9
Transazioni												
2019	58,2	604,4	662,6	-61,8	62,2	0,4	663,0	4,3	-5,1	-58,0	-58,9	604,1
2020	139,2	1.244,1	1.383,4	-28,7	86,3	57,6	1.440,9	19,6	111,0	1,3	131,9	1.572,9
2021	107,4	898,5	1.005,9	-118,4	66,7	-51,8	954,1	12,1	21,2	14,5	47,8	1.001,8
2021 4° trim.	25,4	171,8	197,2	10,1	13,6	23,7	220,9	-4,5	41,5	-8,2	28,8	249,7
2022 1° trim.	50,7	134,1	184,8	14,1	10,5	24,6	209,4	4,9	-56,2	23,0	-28,3	181,1
2° trim.	7,6	109,8	117,4	31,6	10,6	42,2	159,5	-8,6	18,0	17,0	26,4	185,9
3° trim.	10,1	111,7	121,8	164,5	21,9	186,4	308,2	2,6	-11,0	39,3	30,9	339,1
2022 mag.	4,8	48,3	53,1	-10,9	5,0	-5,9	47,2	7,2	0,8	-2,5	5,5	52,6
giu.	2,9	33,3	36,2	31,1	4,1	35,1	71,3	-8,8	10,2	6,3	7,7	79,0
lug.	3,7	39,5	43,3	28,6	8,0	36,6	79,9	8,3	-15,4	14,4	7,3	87,1
ago.	4,7	87,4	92,1	24,9	9,0	33,9	126,0	-1,8	1,9	10,9	11,0	137,0
set.	1,7	-15,2	-13,5	110,9	4,9	115,9	102,4	-3,8	2,5	13,9	12,7	115,0
ott. <sup>(a)</sup>	3,2	-148,6	-145,5	76,4	3,3	79,7	-65,8	4,9	21,7	-27,5	-0,9	-66,7
Variazioni percentuali												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,5	2,7	0,0	5,7	5,6	-1,0	-	-8,9	4,9
2020	11,4	16,2	15,5	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	6,9	12,0	3,4	367,6	6,5	6,9
2021 4° trim.	7,9	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	6,9	12,0	3,4	367,6	6,5	6,9
2022 1° trim.	9,4	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	71,0	0,6	6,3
2° trim.	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8
3° trim.	6,5	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,5	-1,3	367,1	7,8	6,3
2022 mag.	8,4	7,9	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,1	10,5	-2,3	28,7	1,5	5,8
giu.	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8
lug.	7,4	6,7	6,8	6,3	2,1	3,3	5,9	3,8	-5,1	101,1	1,6	5,7
ago.	7,1	6,8	6,8	10,8	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,7	3,4	6,1
set.	6,5	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,5	-1,3	367,1	7,8	6,3
ott. <sup>(a)</sup>	6,0	3,4	3,8	30,0	2,3	9,9	5,2	-8,0	-0,7	77,5	3,2	5,1

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	2.480,7	2.068,0	255,5	150,5	6,6	7.044,9	4.399,9	491,7	2.152,4	0,9	1.023,4	216,1	464,4
2020	2.968,8	2.517,0	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.094,3	235,3	497,3
2021	3.234,7	2.810,2	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.235,0	227,8	546,3
2021 4° trim.	3.234,7	2.810,2	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.235,0	227,8	546,3
2022 1° trim.	3.268,6	2.839,5	289,1	129,7	10,3	8.187,2	5.478,3	358,0	2.349,8	1,0	1.263,9	231,7	553,5
2° trim.	3.303,4	2.857,6	304,4	130,6	10,8	8.252,4	5.538,1	354,0	2.359,6	0,7	1.316,9	231,3	570,3
3° trim.	3.382,7	2.852,2	388,4	133,3	8,8	8.371,0	5.620,1	369,9	2.380,0	1,0	1.481,0	243,9	551,9
2022 mag.	3.280,4	2.852,9	287,0	130,2	10,3	8.235,1	5.523,6	354,6	2.356,2	0,8	1.288,2	231,7	567,4
giu.	3.303,4	2.857,6	304,4	130,6	10,8	8.252,4	5.538,1	354,0	2.359,6	0,7	1.316,9	231,3	570,3
lug.	3.331,4	2.869,3	321,8	130,4	9,8	8.294,2	5.571,1	354,1	2.368,3	0,8	1.339,8	241,0	567,9
ago.	3.387,3	2.899,2	347,4	132,5	8,2	8.330,3	5.596,6	357,0	2.375,8	0,8	1.367,6	237,5	566,5
set.	3.382,7	2.852,2	388,4	133,3	8,8	8.371,0	5.620,1	369,9	2.380,0	1,0	1.481,0	243,9	551,9
ott. <sup>(6)</sup>	3.408,2	2.821,2	446,1	131,6	9,3	8.385,0	5.613,7	385,4	2.384,8	1,1	1.354,4	254,1	557,2
<b>Transazioni</b>													
2019	148,4	166,0	-19,0	1,8	-0,4	396,2	361,4	-26,3	61,6	-0,5	26,5	9,2	28,7
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	143,1	20,6	33,1
2021	252,0	277,0	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	145,2	-9,5	46,6
2021 4° trim.	69,0	68,7	5,0	-2,0	-2,7	68,0	67,6	-16,2	16,4	0,1	25,7	1,2	27,2
2022 1° trim.	28,3	24,4	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	28,4	4,1	7,5
2° trim.	22,4	8,9	12,5	0,8	0,2	62,9	57,9	-4,8	10,1	-0,3	42,1	-0,6	16,5
3° trim.	69,0	-11,8	80,5	2,7	-2,3	113,1	77,4	15,1	20,4	0,3	125,7	11,4	-18,5
2022 mag.	1,4	11,2	-11,3	0,7	0,7	29,3	26,1	-2,2	5,5	-0,2	9,4	4,6	5,1
giu.	17,6	0,9	15,9	0,3	0,4	15,8	13,4	-0,9	3,4	-0,1	23,5	-0,1	2,8
lug.	23,5	8,9	15,9	-0,2	-1,1	38,3	29,8	-0,2	8,6	0,1	16,1	8,8	-2,4
ago.	54,1	29,0	24,8	2,1	-1,7	35,3	24,9	2,8	7,5	0,1	34,9	-3,5	-1,4
set.	-8,6	-49,7	39,8	0,8	0,5	39,4	22,6	12,5	4,2	0,1	74,7	6,1	-14,7
ott. <sup>(6)</sup>	28,8	-29,1	58,9	-1,6	0,6	14,9	-5,3	15,8	4,4	0,1	-123,5	10,4	5,4
<b>Variazioni percentuali</b>													
2019	6,4	8,7	-6,9	1,2	-5,9	6,0	9,0	-5,1	2,9	-35,6	2,7	4,5	6,6
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	14,4	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,2	-4,0	9,4
2021 4° trim.	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,2	-4,0	9,4
2022 1° trim.	6,9	8,7	-5,0	-4,2	39,8	4,6	7,1	-14,3	2,6	26,1	13,5	5,7	12,6
2° trim.	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	11,9	2,7	15,8
3° trim.	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,4
2022 mag.	6,5	8,1	-4,4	-2,6	40,4	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,1	11,1	0,1	15,1
giu.	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	11,9	2,7	15,8
lug.	6,1	6,1	9,5	-0,9	16,4	4,2	6,1	-10,8	2,5	-4,5	11,9	5,7	13,3
ago.	7,2	6,3	19,4	1,3	-18,5	4,2	5,8	-8,9	2,7	6,7	14,8	3,9	12,3
set.	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,4
ott. <sup>(6)</sup>	6,0	1,4	50,8	1,8	2,6	4,1	5,0	1,3	2,5	7,6	7,0	8,0	7,4

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) Includere 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	4.649,0	988,6	3.648,7	13.851,6	11.442,4	11.830,2	4.473,1	5.930,8	888,6	149,8	1.560,1	849,2
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.324,9	11.912,9	12.291,7	4.706,6	6.132,9	906,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,5	12.332,2	12.716,4	4.861,4	6.373,6	937,4	159,7	1.582,3	888,1
2021 4° trim.	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,5	12.332,2	12.716,4	4.861,4	6.373,6	937,4	159,7	1.582,3	888,1
2022 1° trim.	6.550,9	1.001,6	5.546,6	15.018,2	12.561,3	12.699,2	4.915,7	6.472,2	1.020,1	153,3	1.587,9	869,0
2° trim.	6.502,9	1.000,6	5.478,2	15.180,6	12.788,4	12.926,3	5.020,4	6.552,7	1.051,7	163,6	1.561,3	830,9
3° trim.	6.359,9	1.002,3	5.333,3	15.417,5	13.047,0	13.181,9	5.165,8	6.612,6	1.107,5	161,2	1.545,9	824,6
2022 mag.	6.502,3	999,1	5.478,3	15.114,0	12.707,7	12.843,9	4.983,3	6.521,5	1.040,4	162,5	1.555,3	851,0
giu.	6.502,9	1.000,6	5.478,2	15.180,6	12.788,4	12.926,3	5.020,4	6.552,7	1.051,7	163,6	1.561,3	830,9
lug.	6.537,0	998,0	5.514,8	15.253,6	12.857,7	12.992,0	5.068,8	6.576,3	1.052,6	160,0	1.564,5	831,4
ago.	6.426,8	998,3	5.404,3	15.320,4	12.941,5	13.073,2	5.132,8	6.595,7	1.060,0	153,0	1.548,9	830,0
set.	6.359,9	1.002,3	5.333,3	15.417,5	13.047,0	13.181,9	5.165,8	6.612,6	1.107,5	161,2	1.545,9	824,6
ott. <sup>(p)</sup>	6.378,5	996,2	5.358,0	15.405,7	13.035,0	13.168,3	5.187,4	6.622,3	1.065,6	159,6	1.537,2	833,5
<b>Transazioni</b>												
2019	-88,6	-23,3	-65,6	446,9	373,8	420,6	114,5	200,2	39,4	19,7	29,9	43,2
2020	1.039,9	13,5	1.026,3	734,0	535,3	556,1	287,6	209,3	21,2	17,1	170,6	28,2
2021	665,7	-0,4	675,7	559,9	472,0	505,4	176,0	261,8	44,3	-10,2	78,8	9,2
2021 4° trim.	185,3	-0,3	185,4	206,9	157,2	207,5	93,5	61,5	-11,9	14,1	57,7	-7,9
2022 1° trim.	100,4	4,3	96,1	197,4	192,6	186,5	46,3	71,8	80,3	-5,9	18,6	-13,9
2° trim.	68,7	-0,9	69,6	210,2	229,1	237,8	100,9	84,7	33,3	10,3	-14,0	-4,9
3° trim.	-36,4	1,9	-38,5	220,8	230,5	234,3	139,3	58,5	36,1	-3,2	-9,3	-0,5
2022 mag.	21,6	-3,0	24,6	59,8	88,1	76,8	36,3	30,9	18,2	2,8	-38,9	10,6
giu.	32,4	1,5	31,5	81,2	78,1	87,3	36,5	33,1	7,6	0,9	14,0	-10,9
lug.	-15,4	-2,7	-12,7	54,0	60,7	60,3	45,2	21,3	-1,5	-4,3	-5,0	-1,8
ago.	-26,9	0,8	-27,7	85,0	92,3	92,0	63,8	19,4	16,1	-7,0	-8,4	1,1
set.	6,0	3,9	1,9	81,8	77,5	82,0	30,2	17,8	21,4	8,1	4,2	0,1
ott. <sup>(p)</sup>	11,0	-6,0	17,0	-2,6	-5,1	-3,3	25,0	11,1	-39,7	-1,5	-5,4	7,9
<b>Variazioni percentuali</b>												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,3	3,4	3,7	2,6	3,5	4,6	15,9	2,0	5,5
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,4	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	4,9	-4,6	5,2	1,0
2021 4° trim.	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	4,9	-4,6	5,2	1,0
2022 1° trim.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,6	-1,2	6,6	-1,7
2° trim.	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	6,0	4,6	13,6	7,8	5,0	-2,8
3° trim.	5,0	0,5	5,8	5,7	6,6	7,0	8,0	4,4	14,5	10,0	3,5	-3,0
2022 mag.	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,3	5,7	5,1	4,5	11,9	2,3	4,8	-1,2
giu.	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	6,0	4,6	13,6	7,8	5,0	-2,8
lug.	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,3	4,9	4,3	-2,7
ago.	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,8	-0,7	3,7	-3,0
set.	5,0	0,5	5,8	5,7	6,6	7,0	8,0	4,4	14,5	10,0	3,5	-3,0
ott. <sup>(p)</sup>	4,6	0,8	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,2	10,7	3,2	1,2	-1,8

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	4.473,1	4.575,8	962,7	877,1	2.633,4	5.930,8	6.223,0	720,0	4.523,9	686,9
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,4	4.993,3	885,1	1.005,8	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	704,0
2021 4° trim.	4.861,4	4.993,3	885,1	1.005,8	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	704,0
2022 1° trim.	4.915,7	4.890,2	909,5	1.003,0	3.003,2	6.472,2	6.672,1	701,5	5.063,2	707,4
2° trim.	5.020,4	4.995,6	949,9	1.028,3	3.042,2	6.552,7	6.742,3	709,0	5.138,6	705,1
3° trim.	5.165,8	5.136,6	1.008,0	1.067,9	3.089,8	6.612,6	6.801,3	713,1	5.194,4	705,2
2022 mag.	4.983,3	4.952,0	936,3	1.017,2	3.029,8	6.521,5	6.723,0	706,0	5.108,5	707,0
giu.	5.020,4	4.995,6	949,9	1.028,3	3.042,2	6.552,7	6.742,3	709,0	5.138,6	705,1
lug.	5.068,8	5.041,3	962,2	1.042,0	3.064,6	6.576,3	6.763,4	711,3	5.159,5	705,4
ago.	5.132,8	5.098,4	987,7	1.063,0	3.082,0	6.595,7	6.784,7	711,5	5.178,7	705,5
set.	5.165,8	5.136,6	1.008,0	1.067,9	3.089,8	6.612,6	6.801,3	713,1	5.194,4	705,2
ott. <sup>5)</sup>	5.187,4	5.153,5	1.006,5	1.077,4	3.103,6	6.622,3	6.812,9	715,3	5.201,7	705,3
<b>Transazioni</b>										
2019	114,5	142,2	-11,7	44,7	81,6	200,2	216,8	40,9	168,5	-9,1
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	176,0	208,2	-1,5	2,7	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,8
2021 4° trim.	93,5	124,4	48,1	36,7	8,7	61,5	73,5	6,4	56,2	-1,2
2022 1° trim.	46,3	53,5	20,6	-3,2	28,9	71,8	80,5	5,1	65,0	1,7
2° trim.	100,9	106,6	40,5	22,6	37,7	84,7	74,6	7,5	75,7	1,5
3° trim.	139,3	139,7	55,4	39,6	44,3	58,5	58,5	4,0	55,3	-0,8
2022 mag.	36,3	30,4	14,5	5,3	16,5	30,9	26,7	3,1	27,1	0,6
giu.	36,5	48,1	13,3	10,1	13,1	33,1	22,2	2,1	30,1	0,8
lug.	45,2	44,3	11,1	13,2	20,9	21,3	19,6	2,3	20,7	-1,7
ago.	63,8	58,8	26,6	21,6	15,5	19,4	21,4	-0,2	19,4	0,3
set.	30,2	36,6	17,7	4,7	7,8	17,8	17,6	1,9	15,2	0,6
ott. <sup>5)</sup>	25,0	24,0	-0,5	10,5	15,0	11,1	12,9	2,4	8,0	0,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2019	2,6	3,2	-1,2	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 4° trim.	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
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.	6,0	6,9	14,1	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
3° trim.	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
2022 mag.	5,1	6,0	7,4	4,6	4,6	4,5	4,7	3,3	5,3	-0,1
giu.	6,0	6,9	14,1	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
lug.	6,6	7,6	15,5	7,5	3,8	4,5	4,5	3,5	5,3	-0,3
ago.	7,8	8,7	18,8	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,3	0,0
set.	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
ott. <sup>5)</sup>	8,1	8,9	16,9	11,0	4,7	4,2	4,2	3,3	4,8	0,3

Fonte: BCE.

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

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

3) 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	358,5	7.050,7	1.943,5	50,2	2.154,1	2.902,8	1.477,9	409,1	178,9	187,2
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	461,8	130,1	139,2
2021	762,6	6.883,4	1.837,3	37,1	1.997,3	3.011,6	1.372,5	401,3	118,8	136,8
2021 4° trim.	762,6	6.883,4	1.837,3	37,1	1.997,3	3.011,6	1.372,5	401,3	118,8	136,8
2022 1° trim.	740,2	6.882,4	1.848,2	35,9	1.988,7	3.009,7	1.361,1	353,8	153,0	164,4
2° trim.	757,5	6.801,3	1.843,8	31,6	2.008,5	2.917,3	1.313,5	437,7	159,3	157,3
3° trim.	642,5	6.782,4	1.801,9	31,3	2.096,4	2.852,9	1.319,1	544,4	142,9	145,8
2022 mag.	735,3	6.806,6	1.845,2	32,1	1.990,4	2.938,9	1.242,8	466,4	178,3	170,8
giu.	757,5	6.801,3	1.843,8	31,6	2.008,5	2.917,3	1.313,5	437,7	159,3	157,3
lug.	741,2	6.902,2	1.833,1	31,2	2.059,3	2.978,6	1.345,4	437,9	169,5	159,1
ago.	649,5	6.827,0	1.813,2	31,9	2.080,4	2.901,6	1.362,0	427,0	154,6	145,7
set.	642,5	6.782,4	1.801,9	31,3	2.096,4	2.852,9	1.319,1	544,4	142,9	145,8
ott. <sup>3)</sup>	678,2	6.745,5	1.789,6	31,6	2.100,7	2.823,5	1.283,0	497,2	140,4	156,6
<b>Transazioni</b>										
2019	-28,9	105,5	-5,8	-2,9	27,8	86,4	312,2	10,2	-2,7	-2,5
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	122,3	-48,8	-48,0
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-105,1	-11,3	-2,3
2021 4° trim.	65,7	4,9	-15,4	-1,5	3,4	18,5	-56,8	-15,1	-20,2	-9,2
2022 1° trim.	-19,0	-28,0	-19,5	-1,3	-25,0	17,8	-32,7	-131,0	34,0	34,7
2° trim.	17,2	19,8	-8,1	-4,2	-16,1	48,3	-61,0	4,9	7,6	-7,1
3° trim.	-115,0	-4,4	-47,0	-0,2	-2,4	45,2	-25,7	61,0	-16,4	-11,5
2022 mag.	-26,0	-12,8	-0,2	-3,4	-18,6	9,4	-57,0	-10,7	-1,1	-0,9
giu.	22,2	10,5	-3,2	-0,5	0,6	13,6	42,9	-44,8	-19,0	-13,5
lug.	-16,2	-2,7	-12,6	-0,4	-5,3	15,6	-4,2	33,9	10,2	1,8
ago.	-91,7	-8,3	-20,6	0,7	4,6	7,0	30,6	-51,7	-14,9	-13,4
set.	-7,1	6,6	-13,8	-0,4	-1,7	22,5	-52,1	78,8	-11,7	0,1
ott. <sup>3)</sup>	35,7	-7,0	-11,6	0,1	16,7	-12,2	7,0	-53,5	-2,5	9,8
<b>Variazioni percentuali</b>										
2019	-7,4	1,5	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 4° trim.	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 1° trim.	5,8	-0,7	-4,0	-13,1	-2,0	2,3	-	-	20,1	31,9
2° trim.	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
3° trim.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,7	-2,0	4,5	-	-	3,4	4,3
2022 mag.	4,9	0,1	-3,1	-21,0	-1,7	3,6	-	-	34,5	36,4
giu.	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
lug.	7,8	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	27,9	24,8
ago.	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	24,1	18,6
set.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,7	-2,0	4,5	-	-	3,4	4,3
ott. <sup>3)</sup>	-8,0	-0,4	-5,0	-17,3	-2,1	3,9	-	-	1,0	10,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-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	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	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 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	12,8	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
2° trim.	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
2022 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.	14,5	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.	14,1	12,8	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
ott.	14,4	13,1	3,8	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,1	1,9	1,9	0,7	0,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 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, 2023

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 14 dicembre 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-22-008-IT-N (online)