BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 1 / 2023

Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari **2**

Sintesi 2

1 Contesto esterno 9

2 Attività economica 15

3 Prezzi e costi 22

4 Andamenti del mercato finanziario 28

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi 31

Riquadri **39**

1 Rischi a livello mondiale per il mercato del gas naturale nell'UE 39

2 Gli effetti dei rincari energetici sulla produzione industriale e sulle importazioni 45

3 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie 52

4 Come le persone vogliono lavorare: preferenze per il lavoro da remoto dopo la pandemia 56

5 Le politiche climatiche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e l'impatto macroeconomico delle misure di bilancio verdi 62

6 Una valutazione aggiornata delle proiezioni di inflazione a breve termine formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE 69

7 Sostituzione tra emissione di titoli di debito e prestiti bancari: evidenze dall'indagine SAFE 76

Statistiche **S1**

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Il Consiglio direttivo continuerà ad aumentare i tassi di interesse in misura significativa a un ritmo costante e a mantenerli su livelli sufficientemente restrittivi da assicurare un ritorno tempestivo dell'inflazione al suo obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Pertanto, nella riunione del 2 febbraio 2023 il Consiglio ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE e prevede ulteriori incrementi. Alla luce delle spinte inflazionistiche di fondo, il Consiglio direttivo intende innalzare i tassi di interesse di altri 50 punti base nella prossima riunione di politica monetaria, a marzo, per poi valutare la successiva evoluzione della sua politica monetaria. Il mantenimento dei tassi di interesse su livelli restrittivi ponendo un freno alla domanda farà diminuire nel corso del tempo l'inflazione e metterà inoltre al riparo dal rischio di un duraturo spostamento verso l'alto delle aspettative di inflazione. In ogni caso, anche in futuro le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di riferimento saranno dipendenti dai dati e rifletteranno un approccio in base al quale tali decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione.

Nella riunione del 2 febbraio il Consiglio direttivo ha inoltre deciso le modalità di riduzione delle consistenze dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del programma di acquisto di attività (PAA). Come comunicato a dicembre, il ritmo di tale riduzione sarà pari in media a 15 miliardi di euro al mese dall'inizio di marzo sino alla fine di giugno 2023 e verrà poi determinato nel corso del tempo. I reinvestimenti parziali saranno condotti sostanzialmente in linea con la prassi attuale. In particolare, i restanti reinvestimenti verranno distribuiti in proporzione alla quota di rimborsi nelle singole componenti del PAA e, nel quadro del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), in proporzione alla quota di rimborsi per ogni paese e per i vari emittenti nazionali e sovranazionali. Nell'ambito degli acquisti di obbligazioni societarie da parte dell'Eurosistema, i restanti reinvestimenti saranno orientati maggiormente verso emittenti con prestazioni migliori sotto il profilo climatico. Fatto salvo l'obiettivo della BCE della stabilità dei prezzi, tale approccio sosterrà la graduale decarbonizzazione delle obbligazioni societarie detenute dall'Eurosistema, in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

Attività economica

I dati delle indagini segnalano un indebolimento dell'attività economica a livello mondiale al volgere dell'anno, dopo una crescita robusta nel terzo trimestre del 2022. In Cina è probabile che l'improvvisa revoca della strategia zero-COVID gravi sull'attività economica nel breve periodo. A livello mondiale, le pressioni inflazionistiche persistenti stanno erodendo il reddito disponibile.

È proseguito il ritorno verso la normalità delle strozzature lungo le catene globali di approvvigionamento, anche se le turbative dell'attività economica in Cina potrebbero generarne di nuove, con ripercussioni a livello mondiale. La dinamica del commercio mondiale ha continuato a moderarsi a novembre, mentre gli indicatori anticipatori e le previsioni a brevissimo termine segnalano una contrazione nel quarto trimestre del 2022. Le pressioni sui prezzi restano elevate a livello mondiale, ma potrebbero aver già raggiunto il loro punto di massimo, giacché l'inflazione complessiva per l'OCSE nel suo insieme si è ulteriormente moderata in novembre.

Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,1 per cento nel quarto trimestre del 2022. Sebbene sia superiore rispetto alle proiezioni di dicembre degli esperti dell'Eurosistema, tale dato segnala un marcato rallentamento dell'attività economica a partire dalla metà del 2022, che secondo le attese del Consiglio direttivo nel breve periodo dovrebbe restare debole. La flebile attività economica mondiale e l'elevata incertezza geopolitica, soprattutto a causa dell'aggressione ingiustificata della Russia all'Ucraina e alla sua popolazione, continuano a creare condizioni sfavorevoli alla crescita dell'area dell'euro. Tali circostanze sfavorevoli, unitamente all'elevata inflazione e alle condizioni di finanziamento più restrittive, frenano la spesa e la produzione, in particolare nel settore manifatturiero.

Nondimeno, le strozzature dal lato dell'offerta si stanno gradualmente attenuando, le forniture di gas sono divenute più stabili, le imprese stanno ancora smaltendo i numerosi ordini inevasi e il clima di fiducia migliora. Il prodotto nel settore dei servizi mostra inoltre una buona tenuta, sostenuto dal perdurare dell'effetto delle riaperture e dal rafforzamento della domanda di attività ricreative. Anche l'aumento dei salari e la recente moderazione dei rincari dell'energia dovrebbero riuscire ad attenuare la perdita del potere di acquisto che in molti hanno avvertito per effetto dell'elevata inflazione. Tale dinamica sosterrà a sua volta i consumi. Nel complesso, l'economia ha dimostrato maggiore capacità di tenuta rispetto alle attese e dovrebbe registrare una ripresa nei prossimi trimestri.

Il tasso di disoccupazione si è mantenuto al minimo storico del 6,6 per cento a dicembre 2022. Tuttavia, il ritmo della creazione di posti di lavoro potrebbe rallentare e la disoccupazione potrebbe aumentare nei prossimi trimestri.

Gli interventi pubblici volti 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. In particolare, con l'attenuarsi della crisi energetica è importante iniziare ora a revocare tali interventi tempestivamente in linea con il calo dei prezzi dell'energia e in maniera concordata. Qualsiasi misura che disattenda questi criteri verosimilmente sospingerà al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più risoluta. Inoltre, in linea con il quadro di governance economica dell'UE, le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere l'economia più produttiva e a ridurre 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 per gli

investimenti e per le riforme strutturali nell'ambito del programma Next Generation EU. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe essere portata a termine in tempi brevi.

Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, calcolata utilizzando le stime dell'Eurostat per la Germania, a gennaio l'inflazione si è portata all'8,5 per cento. Questo livello sarebbe inferiore di 0,7 punti percentuali rispetto a dicembre, una riduzione dovuta principalmente al nuovo brusco calo dei prezzi dell'energia. Gli indicatori ricavati dal mercato suggeriscono che nei prossimi anni le quotazioni dei beni energetici saranno significativamente inferiori rispetto a quanto atteso nella riunione di dicembre 2022. La componente alimentare dell'inflazione ha registrato un ulteriore incremento, raggiungendo il 14,1 per cento, poiché il precedente rialzo del costo dell'energia e di altri input per la produzione dei beni alimentari si sta ancora trasmettendo ai prezzi al consumo.

Le pressioni sui prezzi restano intense, in parte perché gli elevati costi dell'energia si stanno propagando all'intera economia. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari si è mantenuta al 5,2 per cento a gennaio; per i beni industriali non energetici è salita al 6,9 per cento, mentre per i servizi si è ridotta al 4,2 per cento. Anche altri indicatori dell'inflazione di fondo continuano a essere elevati. Le misure dei governi intese a compensare le famiglie per gli alti prezzi dell'energia freneranno l'inflazione nel 2023, ma una volta giunte a scadenza dovrebbero farla aumentare. Allo stesso tempo, la portata di alcune di queste misure dipende dall'evoluzione delle quotazioni energetiche e il loro contributo all'inflazione atteso è particolarmente incerto.

Nonostante la graduale attenuazione delle strozzature dal lato dell'offerta, gli effetti ritardati di queste ultime stanno ancora alimentando l'incremento dei prezzi dei beni. Lo stesso vale per la revoca delle restrizioni connesse alla pandemia: la domanda repressa, seppur in fase di moderazione, continua a determinare rincari, soprattutto nel settore dei servizi.

I salari crescono a un ritmo più rapido, sostenuti dal vigore dei mercati del lavoro, in un contesto di trattative salariali sempre più incentrate sull'adeguamento almeno parziale all'elevato livello dell'inflazione. Allo stesso tempo, i dati recenti sulla dinamica salariale sono in linea con le proiezioni macroeconomiche di dicembre degli esperti dell'Eurosistema. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, sebbene sia necessario un loro monitoraggio continuo.

Valutazione dei rischi

I rischi per le prospettive in termini di crescita economica sono divenuti più equilibrati. La guerra ingiustificata mossa dalla Russia all'Ucraina e alla sua

popolazione continua a rappresentare un significativo rischio al ribasso per l'economia e potrebbe nuovamente sospingere al rialzo i costi dei beni energetici e alimentari. Un ulteriore freno alla crescita nell'area dell'euro potrebbe inoltre derivare da un eventuale indebolimento dell'economia mondiale più brusco rispetto alle attese. In aggiunta, se la pandemia dovesse tornare a intensificarsi e causare nuovamente turbative dal lato dell'offerta, la ripresa ne risulterebbe ostacolata. Tuttavia, lo shock energetico potrebbe esaurirsi più rapidamente di quanto anticipato e le imprese dell'area dell'euro potrebbero adeguarsi più velocemente al difficile contesto internazionale. Questi fattori sosterrebbero una crescita maggiore rispetto alle attese correnti.

Anche i rischi per le prospettive di inflazione sono divenuti più equilibrati, soprattutto a breve termine. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, le attuali pressioni inflazionistiche potrebbero ancora far aumentare i prezzi al dettaglio nel breve periodo. Inoltre, un recupero dell'economia cinese più marcato del previsto potrebbe imprimere un nuovo impulso alle quotazioni delle materie prime e alla domanda estera. Fattori interni quali il protratto incremento delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo o aumenti salariali maggiori di quanto prospettato potrebbero sospingere al rialzo l'inflazione, anche nel medio termine. Per quanto concerne i rischi al ribasso, se il recente calo delle quotazioni energetiche dovesse persistere, la diminuzione dell'inflazione potrebbe risultare più rapida delle attese. Queste pressioni al ribasso della componente energetica potrebbero poi tradursi anche in una dinamica più contenuta dell'inflazione di fondo. Un ulteriore indebolimento della domanda contribuirebbe inoltre a spinte sui prezzi meno intense di quanto anticipato al momento, soprattutto nel medio periodo.

Condizioni finanziarie e monetarie

Con l'inasprimento della politica monetaria impresso dal Consiglio direttivo i tassi di interesse di mercato mostrano ulteriori incrementi e il costo del credito al settore privato aumenta. Negli ultimi mesi il credito bancario alle imprese ha segnato una brusca decelerazione. Questo andamento è dovuto in parte al minore fabbisogno di finanziamento per scorte, ma riflette anche l'indebolimento della domanda di prestiti per investimenti, nel contesto di un marcato rialzo dei tassi bancari e un considerevole inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti, come emerge anche dall'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro. Anche l'indebitamento delle famiglie ha continuato a diminuire, di riflesso all'aumento dei tassi sui prestiti, ai più rigidi criteri di erogazione del credito e al brusco calo della domanda di mutui. A fronte del rallentamento dell'erogazione dei prestiti, diminuisce rapidamente anche la crescita della moneta, con un marcato calo delle componenti più liquide, fra cui i depositi a vista, compensato solo in parte da una riallocazione verso i depositi a termine.

Conclusioni

In sintesi, il Consiglio direttivo continuerà ad aumentare i tassi di interesse in misura significativa a un ritmo costante e a mantenerli su livelli sufficientemente restrittivi da assicurare un ritorno tempestivo dell'inflazione al suo obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Pertanto, nella riunione del 2 febbraio il Consiglio ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE e prevede ulteriori incrementi. Alla luce delle spinte inflazionistiche di fondo, esso intende innalzare i tassi di interesse di altri 50 punti base nella prossima riunione di politica monetaria, a marzo, per poi valutare la successiva evoluzione della sua politica monetaria. Il mantenimento dei tassi di interesse su livelli restrittivi ponendo un freno alla domanda farà diminuire nel corso del tempo l'inflazione e metterà inoltre al riparo dal rischio di un duraturo spostamento verso l'alto delle aspettative di inflazione. In aggiunta, a partire dagli inizi di marzo 2023, 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.

Anche in futuro le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di riferimento saranno dipendenti dai dati e rifletteranno un approccio in base al quale tali decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione si riporti sull'obiettivo di medio termine.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 2 febbraio 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE di 50 punti base. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale saranno innalzati rispettivamente al 3,00 per cento, al 3,25 per cento e al 2,50 per cento, con effetto dall'8 febbraio 2023. Alla luce delle spinte inflazionistiche di fondo, Il Consiglio direttivo intende innalzare i tassi di interesse di altri 50 punti base nella prossima riunione di politica monetaria, a marzo, per poi valutare la successiva evoluzione della sua politica monetaria.

Come comunicato a dicembre, a partire dagli inizi di marzo 2023 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 di giugno 2023 e verrà poi determinato nel corso del tempo. 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.

Sulla base della decisione di dicembre, nella riunione di febbraio il Consiglio direttivo ha definito nel dettaglio le modalità di riduzione delle consistenze dei titoli detenuti

dall'Eurosistema nel quadro del programma di acquisto di attività (PAA), tramite il reinvestimento parziale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Nella fase del reinvestimento parziale, l'Eurosistema manterrà l'attuale approccio ordinato al reinvestimento. Tra marzo e giugno 2023 i rimborsi mensili nell'ambito del PAA supereranno il ritmo di deflusso medio stabilito, pari a 15 miliardi di euro al mese. Reinvestimenti parziali oltre i 15 miliardi di euro al mese assicureranno che l'Eurosistema mantenga una presenza costante sul mercato nell'ambito del PAA in tale periodo.

I restanti reinvestimenti verranno distribuiti in proporzione alla quota di rimborsi nelle singole componenti del PAA, ossia il programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), il programma di acquisto di titoli garantiti da attività (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP), il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) e il programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP).

Nell'ambito del PSPP, l'allocazione dei reinvestimenti fra i vari paesi e nel corso del tempo continuerà a essere realizzata secondo la prassi corrente. In particolare, i restanti reinvestimenti verranno distribuiti in proporzione alla quota di rimborsi per ogni paese e per i vari emittenti nazionali e sovranazionali. I reinvestmenti verranno distribuiti nel corso del tempo in modo da consentire una presenza sul mercato regolare ed equilibrata.

Per quanto riguarda i programmi del settore privato (ABSPP, CBPP3 e CSPP), gli acquisti nel mercato primario verranno gradualmente meno entro il momento in cui avranno avvio i reinvestimenti parziali, al fine di indirizzare meglio l'ammontare degli acquisti effettuati nell'ambito di ciascun programma. La presenza dell'Eurosistema sul mercato durante il periodo dei reinvestimenti parziali sarà pertanto incentrata sugli acquisti nel mercato secondario. Tuttavia, i titoli degli emittenti societari non bancari con risultati migliori dal punto di vista climatico e le obbligazioni societarie verdi continueranno a essere acquistati sul mercato primario.

Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di orientare in maniera più netta i propri acquisti di obbligazioni societarie verso emittenti che vantano prestazioni migliori sotto il profilo climatico durante il periodo dei reinvestimenti parziali. Fatto salvo l'obiettivo della BCE della stabilità dei prezzi, e in coerenza con il piano d'azione del Consiglio direttivo in materia di clima, tale approccio sosterrà la graduale decarbonizzazione delle consistenze di obbligazioni societarie dell'Eurosistema, in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

Per quanto riguarda il 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 proprio mandato di stabilità dei prezzi.

1 Contesto esterno

I dati delle indagini segnalano un indebolimento dell'attività economica mondiale al volgere dell'anno, dopo una crescita robusta nel terzo trimestre del 2022. In Cina è probabile che l'improvvisa revoca della strategia zero-COVID gravi sull'attività economica nel breve periodo. A livello mondiale, pressioni inflazionistiche persistenti erodono il reddito disponibile. È proseguita la normalizzazione delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento mondiali, anche se le turbative dell'attività economica in Cina potrebbero innescare nuove pressioni, con ripercussioni a livello globale. La dinamica del commercio mondiale ha continuato a moderarsi a novembre, mentre gli indicatori anticipatori e le previsioni a brevissimo termine segnalano una contrazione nel quarto trimestre del 2022. Le pressioni sui prezzi restano elevate a livello mondiale, ma potrebbero aver già raggiunto il loro punto di massimo, giacché l'inflazione complessiva per l'OCSE nel suo insieme a novembre si è ulteriormente moderata.

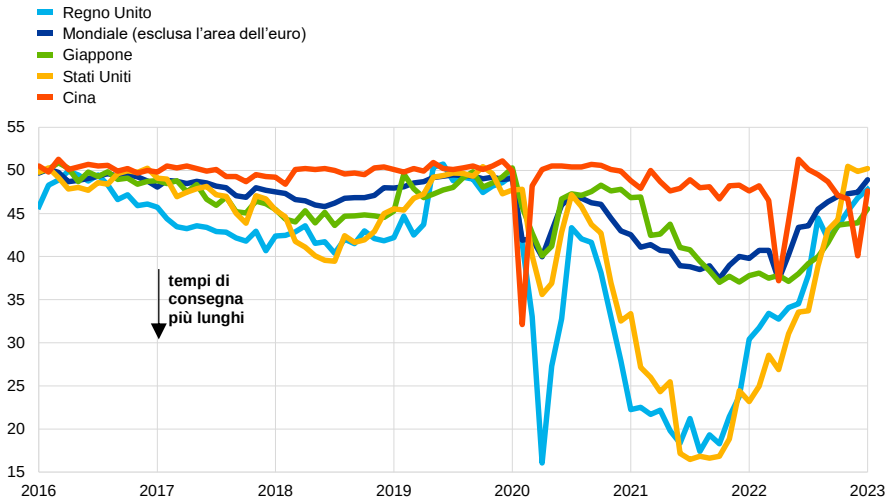
A livello mondiale le prospettive sono frenate dal rallentamento della domanda. A dicembre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è rimasto, con un valore di 48,7, al di sotto della soglia di espansione, a conferma del rallentamento della dinamica dell'economia internazionale intorno alla fine dell'anno. Anche l'indice della BCE sull'attività mondiale, basato su indicatori ad alta frequenza, segnala un ulteriore rallentamento dell'attività economica nel trimestre finale dell'anno. L'indebolimento della crescita mondiale nel quarto trimestre ha fatto seguito alla forte espansione osservata nel trimestre precedente, in cui il PIL mondiale era aumentato dell'1,7 per cento sul periodo precedente, trainato dalla ripresa negli Stati Uniti e in Cina. In dicembre, tuttavia, l'indice ha in certa misura segnalato un miglioramento, grazie ai dati più positivi provenienti dal mercato del lavoro e dai mercati finanziari. Ciò indica una possibile, graduale ripresa all'inizio del 2023, che potrebbe essere ulteriormente sospinta nel corso dell'anno dalla riapertura dell'economia cinese.

Le catene di approvvigionamento mondiali continuano a mostrare una discreta tenuta, nonostante le turbative legate al COVID-19 in Cina. In Cina, in presenza di un'impennata di contagi da COVID-19, sono emersi segnali di rinnovate strozzature dal lato dell'offerta, che si sono riflesse in tempi di consegna più lunghi osservati nel paese in base allo specifico indice PMI a novembre e dicembre. Vi sono tuttavia scarse indicazioni del fatto che i tempi di consegna più lunghi registrati in Cina si stiano trasmettendo al resto del mondo. Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento mondiali hanno infatti continuato a normalizzarsi, sulla scia del rallentamento della domanda a livello globale. A gennaio l'indice PMI mondiale relativo ai tempi di consegna dei fornitori ha continuato a migliorare, avvicinandosi alla soglia neutra (cfr. il grafico 1). Le pressioni dal lato dell'offerta a livello mondiale si sono attenuate per tutte le voci, inclusi i tessili e i beni elettronici. Nondimeno, il peggioramento delle strozzature nella catena di approvvigionamento mondiale continua a rappresentare un rischio al ribasso per l'economia internazionale, in relazione alla revoca delle restrizioni connesse al COVID-19 in Cina.

Grafico 1

PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori

(indici di diffusione)



Fonti: S&P Global, CNBS ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

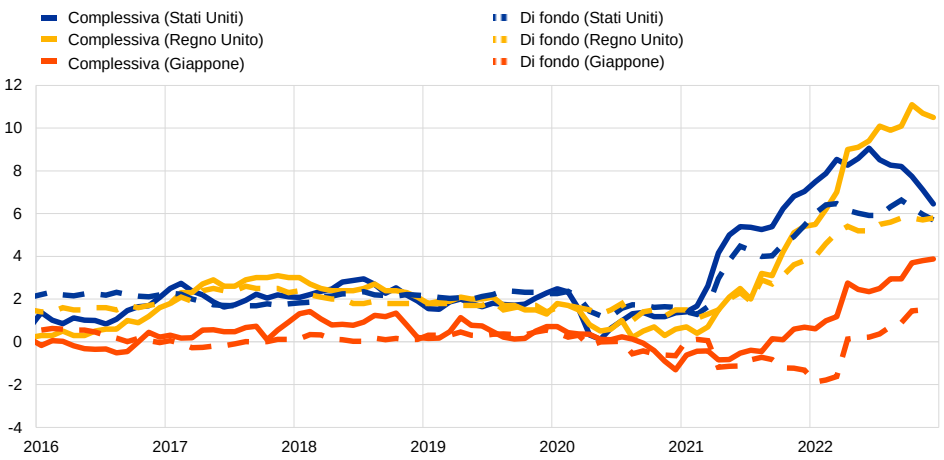
Alla fine del 2022 il commercio mondiale ha perso vigore in linea con l'attività mondiale. Le importazioni a livello globale hanno mostrato una certa tenuta nel terzo trimestre dell'anno, registrando una crescita dello 0,9 per cento sul periodo precedente. Nel quarto trimestre, però, le prospettive per il commercio si sono fatte più offuscate. La dinamica dell'interscambio mondiale di beni è diventata negativa a novembre per effetto del calo delle importazioni nelle economie avanzate e in quelle emergenti (EME). Anche gli indicatori anticipatori segnalano una contrazione del commercio mondiale nel quarto trimestre del 2022. In particolare, nelle economie avanzate e in quelle emergenti, a dicembre gli indici aggregati dei responsabili degli acquisti relativi ai nuovi ordinativi dall'estero sono rimasti al di sotto della mediana di lungo termine e della soglia neutra. Ciò è in linea con le previsioni a brevissimo termine sul commercio elaborate internamente dalla BCE, secondo cui le importazioni mondiali subiranno una contrazione nel quarto trimestre sulla base di contributi negativi provenienti dai dati quantitativi e dai dati sui trasporti.

Le spinte inflazionistiche rimangono elevate su scala mondiale, ma potrebbero aver già raggiunto il loro punto di massimo. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE a novembre è scesa al 10,3 per cento (7,0 per cento se si esclude la Turchia), di riflesso al calo dell'inflazione dei beni energetici, mentre quella relativa ai beni alimentari è rimasta invariata. L'inflazione di fondo è scesa lievemente, al 7,5 per cento. La dinamica dell'inflazione complessiva in termini trimestrali annualizzati sui tre mesi precedenti è diminuita per il sesto mese consecutivo, prolungando la tendenza verso l'attenuazione delle pressioni sui prezzi. Anche la dinamica dei servizi e dell'inflazione di fondo ha iniziato a rallentare in diverse economie avanzate, a indicare che le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono elevate, ma potrebbero già aver raggiunto il loro punto di massimo (cfr. il grafico 2).

Grafico 2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



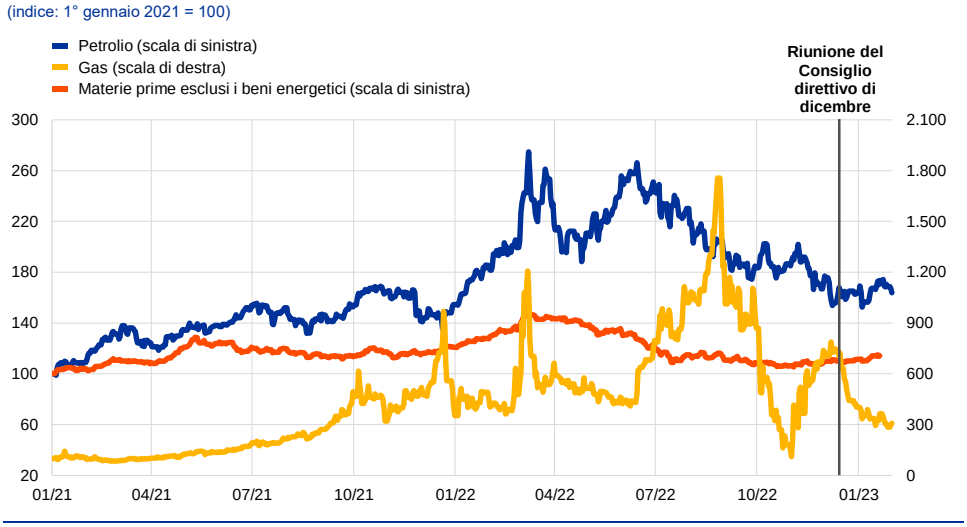
Fonti: OCSE, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'inflazione di fondo si riferisce all'inflazione di tutte le voci al netto delle componenti alimentare ed energetica. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2022.

Dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, i prezzi del gas naturale sono diminuiti significativamente per effetto del rallentamento della domanda a livello mondiale, dell'inverno relativamente mite e dell'efficacia delle misure adottate per il risparmio del gas (cfr. il grafico 3). I corsi petroliferi hanno registrato un lieve calo, pari al 2 per cento, dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre, giacché l'atteso aumento della domanda a seguito delle riaperture in Cina è stato più che compensato dal rallentamento dell'economia mondiale, che continua a incidere sui corsi petroliferi. L'influsso sui corsi petroliferi delle riaperture in Cina è stato finora relativamente contenuto, a indicare un calo dell'attività economica dovuto all'impennata dei casi di COVID-19. I corsi petroliferi mondiali hanno risentito solo moderatamente dell'embargo e del massimale di prezzo stabiliti dall'UE per il greggio russo, mentre le sanzioni hanno spinto al ribasso il prezzo di vendita del petrolio russo. Vi sono, tuttavia, rischi all'orizzonte. In particolare, a febbraio l'embargo e il massimale stabiliti dall'UE sono stati estesi ai prezzi del petrolio raffinato. Inoltre, la Russia ha annunciato che smetterà di vendere petrolio ai paesi che hanno adottato il massimale da febbraio in avanti. In Europa i prezzi a pronti e i prezzi dei contratti future per il gas sono diminuiti di circa il 50 per cento, anche a causa della domanda molto bassa di gas in Europa dovuta a un inverno insolitamente mite e all'efficacia delle misure adottate per il risparmio del gas. Di conseguenza, i livelli di stoccaggio del gas in Europa rimangono elevati e ciò dovrebbe aiutare a ricostituire gli approvvigionamenti in vista del prossimo inverno. Nondimeno, il mercato europeo del gas resta esposto a rischi connessi con l'offerta a livello mondiale, come una ripresa della domanda di gas da parte della Cina in concomitanza con la riapertura dell'economia. L'aumento dei prezzi dei metalli registrato dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre (+9 per cento) è sospinto dall'ottimismo circa la domanda futura a seguito delle riaperture in Cina. Dopo la debolezza della domanda osservata nel 2022, un recupero della domanda cinese rappresenterebbe un rischio al rialzo considerevole per i prezzi dei metalli.

L’aumento dei prezzi dei beni alimentari (+1 per cento) è stato determinato da revisioni al ribasso dell’offerta mondiale di granoturco.

Grafico 3

Andamento dei prezzi delle materie prime



Fonti: Refinitiv, HWWI ed elaborazioni della BCE.
Note: la voce “Gas” fa riferimento al prezzo del gas TTF olandese. La linea verticale indica la data della riunione del Consiglio direttivo di dicembre 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 gennaio 2023 per il petrolio e il gas, e al 20 gennaio 2023 per le materie prime esclusi i beni energetici.

Negli Stati Uniti l’attività economica ha mostrato una tenuta superiore alle aspettative. Nell’ultimo trimestre del 2022 il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato pari al 2,9 per cento. La lieve decelerazione dell’attività economica rispetto al trimestre precedente ha rispecchiato l’indebolimento della domanda interna e una netta riduzione dell’interscambio netto, riconducibile a un calo delle esportazioni in termini reali più marcato rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, la crescita più vigorosa osservata nella seconda metà del 2022 in confronto alla prima metà dell’anno cela una tendenza di fondo al ribasso per quanto riguarda i consumi privati e gli investimenti nel corso dell’anno nel suo complesso. Nonostante le condizioni tese nel mercato del lavoro, l’inflazione complessiva sta diminuendo in concomitanza con l’attenuarsi delle pressioni sui prezzi dell’energia. L’inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull’IPC è scesa al 6,5 per cento a dicembre, mentre l’inflazione sui dodici mesi al netto della componente alimentare ed energetica è scesa al 5,7 per cento, riflettendo il rallentamento dei prezzi dei beni considerati nel calcolo dell’inflazione di fondo, in parte compensato dal livello persistentemente elevato dei prezzi dei servizi considerati. Guardando al futuro, le prospettive di crescita per la prima metà del 2023 restano offuscate dall’atteso ulteriore deterioramento degli investimenti privati nell’edilizia residenziale, a dispetto dell’attenuarsi dell’inflazione e della solidità dei mercati del lavoro.

In Cina l’improvvisa cessazione della politica zero-COVID destabilizza l’attività economica nel breve periodo. La repentina revoca il 7 dicembre delle restrizioni connesse al COVID-19, decisa in seguito alle proteste contro le misure di contenimento, ha rappresentato un elemento di sorpresa. A dicembre il PMI elaborato dall’istituto nazionale di statistica cinese, che ha esaminato l’ultima parte

del mese (quando i contagi erano in aumento), ha fatto registrare un brusco calo, in particolare per quanto riguarda l'attività nel settore dei servizi. Tale crollo della domanda si riscontra anche nell'indice ad alta frequenza QuantCube relativo ai consumi in Cina. Anche gli indicatori della mobilità giornaliera nelle città cinesi hanno segnalato un brusco calo a dicembre, sebbene a tale andamento abbia fatto seguito un accenno di parziale recupero a gennaio. In coerenza con questi andamenti, nel quarto trimestre del 2022 il PIL è sceso al 2,9 per cento sul periodo corrispondente. Le spinte inflazionistiche sono state contenute, in linea con la debolezza dell'attività economica. A dicembre l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi alla produzione è rimasta negativa per il terzo mese consecutivo, mentre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC si mantiene al di sotto del 2 per cento da ottobre.

In Giappone prosegue la ripresa dell'economia in un quadro caratterizzato da un'inflazione in aumento. Il PIL in termini reali dovrebbe essere tornato a segnare una crescita positiva nel quarto trimestre, sebbene permangano difficoltà considerevoli. La ripresa dei consumi privati in termini reali finora è stata modesta, con la spesa privata in termini reali per l'acquisto di beni ancora al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. Nel contempo, l'attività manifatturiera si è indebolita nel quarto trimestre del 2022, risentendo della moderazione della domanda mondiale e di un allentamento non rapido dei vincoli dal lato dell'offerta. A dicembre l'inflazione complessiva è aumentata ulteriormente, al 4 per cento, in ampia misura per effetto del rincaro dei beni energetici e, in misura minore, di quello dei beni alimentari. L'inflazione di fondo è aumentata lievemente, passando dall'1,5 per cento a novembre all'1,6 per cento a dicembre. In prospettiva, l'inflazione complessiva dovrebbe moderarsi in certa misura nel 2023, sulla scia delle minori pressioni sui costi delle importazioni, del rafforzamento dello yen e dei sussidi legati all'energia.

Nel Regno Unito lo slancio espansivo dovrebbe ulteriormente indebolirsi. Sebbene il PIL mensile abbia evidenziato un inaspettato rialzo in novembre, con un modesto incremento dovuto al vigore dell'attività nei servizi, la maggior parte degli indicatori di breve periodo segnala una protratta debolezza della dinamica della crescita in un contesto caratterizzato da famiglie che continuano a far fronte al calo dei salari in termini reali, da condizioni finanziarie tese e da correzioni nel mercato degli immobili residenziali. Anche i numerosi scioperi dei dipendenti pubblici britannici, che hanno avuto luogo a dicembre e gennaio, graveranno sull'attività. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC a dicembre è scesa al 10,5 per cento. Tale calo è stato ancora una volta determinato principalmente dal contributo negativo dato dai prezzi dei carburanti per automezzi, compensato solo in parte dai prezzi più elevati per beni alimentari, ristoranti e alberghi. L'inflazione di fondo si è mantenuta costante al 6,3 per cento a dicembre, sospinta in ampia misura dall'aumento dei prezzi dei servizi.

Le prospettive per le economie emergenti rimangono modeste. I dati delle indagini relativi a dicembre segnalano un ulteriore calo del prodotto nel settore manifatturiero nelle grandi economie emergenti, fatta eccezione per India e Russia. Inoltre, le prospettive per le economie emergenti, approssimate dai nuovi ordinativi dall'estero, si sono indebolite in tutti i paesi considerati. In particolare, l'Asia, centro

di rilievo mondiale per le apparecchiature tecnologiche, sembra aver risentito notevolmente dell'indebolimento della domanda mondiale, come dimostra il calo delle esportazioni di semiconduttori. Al tempo stesso, in alcune economie emergenti l'inflazione misurata sull'IPC è diminuita, ma rimane elevata ed è probabile che persista. I dati di dicembre suggeriscono che l'inflazione di fondo sia rimasta sostanzialmente stabile e in diversi paesi stia già superando l'inflazione complessiva.

2 Attività economica

Nella seconda metà dello scorso anno, la crescita economica nell'area dell'euro ha subito un rallentamento. Dopo lo 0,3 per cento registrato nel terzo trimestre del 2022, nel quarto trimestre l'aumento si è limitato allo 0,1 per cento. La modesta attività mondiale e l'elevata incertezza geopolitica, soprattutto a causa dell'aggressione ingiustificata della Russia all'Ucraina, continuano a incidere negativamente sulla crescita dell'area dell'euro. Tale andamento sfavorevole, unitamente all'elevata inflazione e alle condizioni di finanziamento più restrittive, sta frenando la spesa e la produzione, in particolare nel settore manifatturiero. Tuttavia, le strozzature dal lato dell'offerta si stanno gradualmente attenuando, le forniture di gas sono divenute più sicure, le imprese stanno ancora smaltendo i numerosi ordini inevasi e il clima di fiducia migliora. Il prodotto nel settore dei servizi mostra inoltre una buona tenuta, sostenuto dai protratti effetti delle riaperture e dal rafforzamento della domanda di attività ricreative. Anche l'aumento dei salari e la recente moderazione dei rincari dell'energia dovrebbero contenere la perdita del potere di acquisto che molti hanno avvertito per effetto dell'elevata inflazione. Tale dinamica sosterrà a sua volta i consumi. Nel complesso, l'economia ha dimostrato maggiore capacità di tenuta rispetto alle attese e dovrebbe registrare una ripresa nei prossimi trimestri. I rischi per le prospettive di crescita economica sono divenuti più equilibrati.

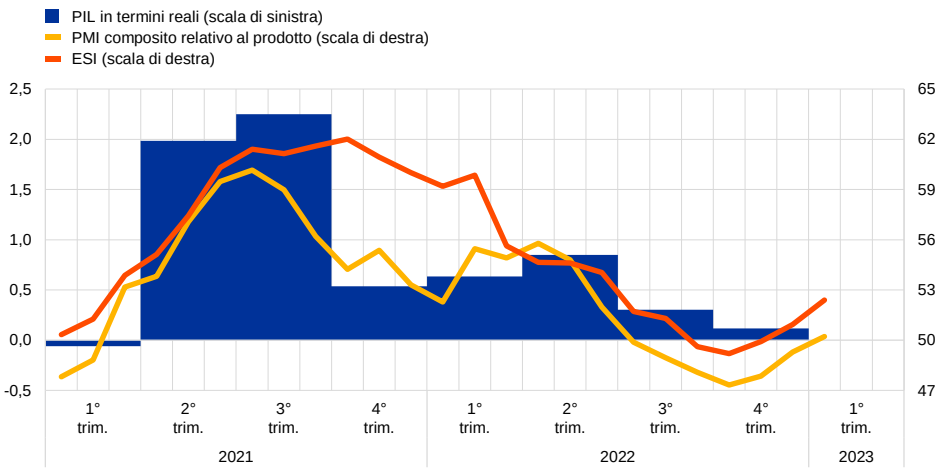
La crescita economica nell'area dell'euro è rallentata nella seconda metà del 2022. Dopo i vigorosi andamenti nella prima metà del 2022, la crescita economica si è notevolmente attenuata, collocandosi allo 0,3 per cento nel terzo trimestre, per poi scendere allo 0,1 nell'ultimo trimestre dello scorso anno (cfr. il grafico 4). Mentre la precedente forte crescita è stata determinata da un recupero della domanda di servizi ad alta intensità di contatto, in seguito alla riapertura dell'economia dopo la revoca delle restrizioni collegate alla pandemia nella prima metà dell'anno, nel secondo semestre l'impennata dei prezzi dell'energia ha iniziato a frenare la spesa e la produzione. L'area dell'euro ha risentito anche dell'impatto dell'indebolimento della domanda mondiale e dell'inasprimento della politica monetaria in molte delle principali economie. Benché non sia ancora disponibile una scomposizione della crescita, gli indicatori di breve periodo e le statistiche nazionali pubblicate suggeriscono che la domanda interna e le variazioni delle scorte abbiano fornito un contributo negativo alla crescita nel quarto trimestre, a fronte di un apporto positivo dell'interscambio netto. Secondo una prima stima della crescita sui dodici mesi per il 2022, basata su dati trimestrali destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario, il PIL è aumentato del 3,5 per cento. Si stima che l'effetto di trascinamento sulla crescita nel 2023 sia dello 0,5 per cento, un valore lievemente inferiore rispetto alla media storica[1].

[1] Ciò implica che nel 2023 il PIL crescerebbe dello 0,5 per cento se tutti i tassi di crescita trimestrali nell'anno in corso fossero uguali a zero (ossia se i livelli trimestrali del PIL si mantenessero allo stesso livello del quarto trimestre del 2022).

Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea, S&P Global ed elaborazioni della BCE.
Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è stato standardizzato e ridefinito in modo da avere la stessa media e deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto.
Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022 per il PIL in termini reali e a gennaio 2023 per l'ESI e il PMI.

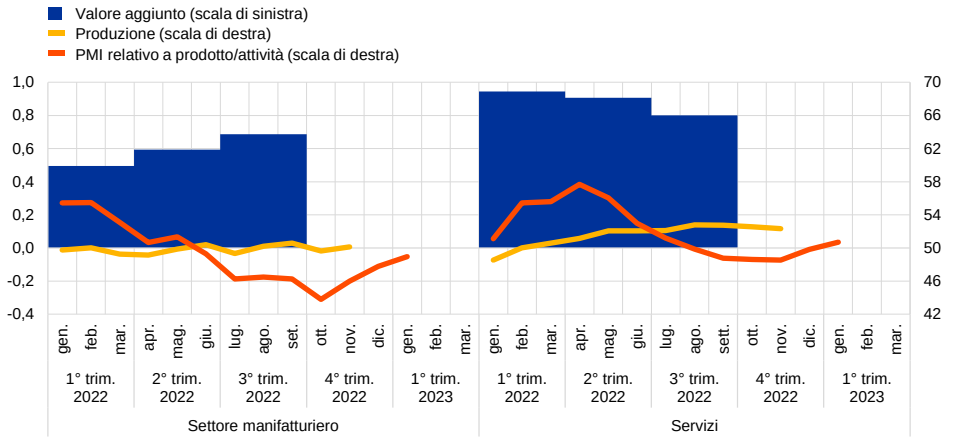
Nonostante la perdurante debolezza, i recenti indicatori economici forniscono segnali contrastanti riguardo alla crescita del PIL all'inizio dell'anno. A gennaio il PMI composito relativo al prodotto dell'area dell'euro si è collocato a 50,2, al di sopra della media del quarto trimestre e in linea con un livello sostanzialmente stagnante del prodotto. Mentre il PMI relativo al settore manifatturiero continua a evidenziare una contrazione nel primo trimestre del 2023, quello relativo ai servizi si colloca ora a un livello lievemente superiore a 50, a indicare una crescita lenta ma positiva (cfr. il grafico 5). Sebbene le prospettive per entrambi i settori siano leggermente migliorate a gennaio, gli andamenti risentono ancora delle turbative alle catene di approvvigionamento, in miglioramento ma ancora presenti, nonché dei prezzi elevati delle materie prime e dei conseguenti alti livelli di incertezza complessiva. Nell'ultima indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE agli inizi di gennaio, gli intervistati hanno previsto una crescita negativa nel primo trimestre, con un ritorno in territorio positivo nel trimestre successivo[2]. Con l'attenuarsi degli effetti dell'invasione russa in Ucraina, tra cui i protratti alti tassi di inflazione, l'incertezza ancora elevata e la debolezza della domanda estera, è atteso un graduale recupero grazie alla tenuta del mercato del lavoro e alle misure di sostegno di bilancio.

[2] Cfr. "The ECB Survey of Professional Forecasters – First Quarter of 2023", BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2023.

Grafico 5

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

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



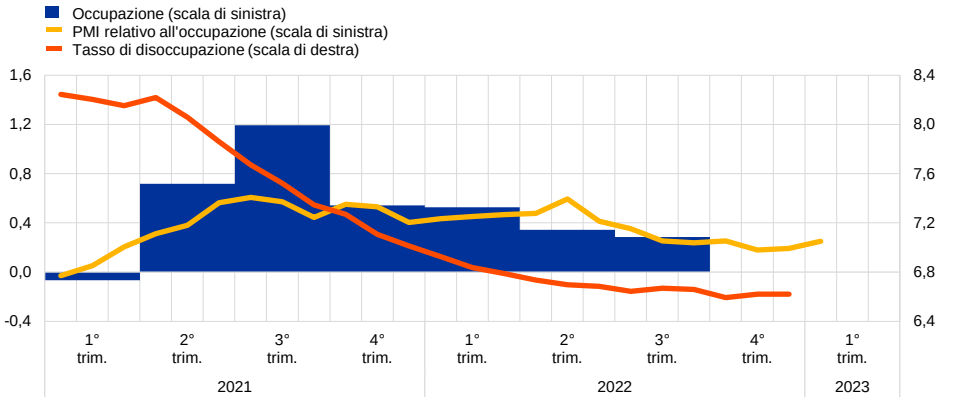
Fonti: S&P Global, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022 per il valore aggiunto e a gennaio 2023 per il PMI relativo a prodotto/attività. Nel pannello relativo al settore manifatturiero l'ultima osservazione per la produzione si riferisce a novembre 2022; nel pannello relativo al settore dei servizi a ottobre 2022 (con una stima per novembre 2022 basata sui dati nazionali pubblicati).

Nell'area dell'euro il mercato del lavoro si conferma solido, ma registra una lieve perdita di slancio. A dicembre 2022 il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,6 per cento, invariato dal mese precedente e circa 0,8 punti percentuali al di sotto del livello precedente la pandemia osservato a febbraio 2020 (cfr. il grafico 6). Nel terzo trimestre del 2022 l'occupazione totale è aumentata dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo essere cresciuta dello 0,4 per cento nel secondo trimestre, sostanzialmente in linea con l'attività economica. Conseguentemente alla ripresa economica seguita alla revoca delle restrizioni connesse alla pandemia, le misure di integrazione salariale sono state in gran parte revocate, riportandosi al livello precedente la crisi, pari a circa lo 0,3 per cento delle forze di lavoro, alla fine del 2022. Nel terzo trimestre del 2022 il totale delle ore lavorate ha superato dello 0,2 per cento i livelli precedenti la pandemia. Con riferimento ai principali settori economici, nel terzo trimestre del 2022 il numero di ore lavorate nel settore industriale è stato inferiore rispetto al periodo precedente la crisi pandemica, mentre nei settori dei servizi pubblici e delle costruzioni il totale delle ore lavorate, nello stesso trimestre dell'anno, ha superato i livelli precedenti la pandemia.

Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, S&P Global ed elaborazioni della BCE.
Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice dei responsabili degli acquisti è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022 per l'occupazione, a gennaio 2023 per il PMI relativo all'occupazione e a dicembre 2022 per il tasso di disoccupazione.

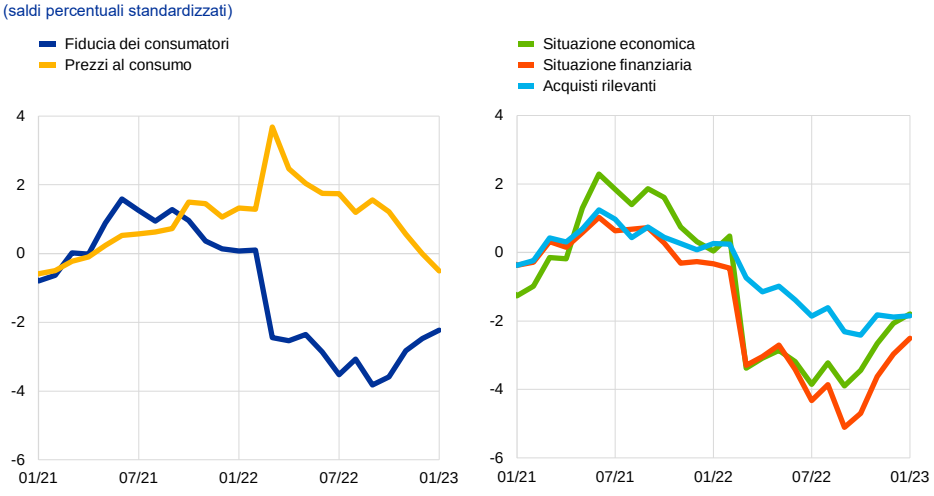
Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro continuano a segnalare la complessiva tenuta di quest'ultimo nell'area dell'euro, con alcuni segnali di stabilizzazione. L'indicatore PMI composito relativo all'occupazione a gennaio si è collocato a 52,5. Il dato superiore a 50 suggerisce un'ulteriore crescita dell'occupazione, sebbene meno vigorosa di quanto segnalato nella seconda metà del 2022. Guardando alle dinamiche nei diversi settori, il PMI relativo all'occupazione continua a indicare una robusta crescita di quest'ultima nei servizi e nel settore manifatturiero, mentre seguita a evidenziare segnali di rallentamento nel comparto delle costruzioni.

È probabile che i consumi privati abbiano registrato un andamento debole nell'ultimo trimestre del 2022. La dinamica positiva dei consumi delle famiglie fino al terzo trimestre del 2022 è stata sospinta principalmente dai consumi nel settore dei servizi, cresciuti con la riapertura delle attività economiche, mentre quelli dei beni sono rimasti deboli. Il perdurare di un'inflazione elevata e l'inasprimento delle condizioni finanziarie hanno frenato la spesa dell'area dell'euro nel quarto trimestre, nonostante alcune notizie positive contenute nei nuovi dati quantitativi, sostenute anche dall'allentamento dei vincoli all'offerta nel settore automobilistico. Analogamente, le immatricolazioni di nuove autovetture sono ulteriormente aumentate a dicembre, collocandosi nel quarto trimestre a un livello superiore del 12,6 per cento rispetto a quello segnato nel trimestre precedente. L'indagine telefonica presso le imprese (Corporate Telephone Survey, CTS) condotta dalla BCE ha rilevato un forte numero di immatricolazioni, che in parte riflette una riduzione nelle scorte di veicoli semilavorati, ma indica anche che i tempi di consegna rimangono lunghi nonostante un miglioramento e che i vincoli dal lato dell'offerta sono destinati a permanere per tutto il 2023. Le vendite al dettaglio complessive dei mesi di ottobre e novembre si sono mantenute dello 0,6 per cento al di sotto del livello registrato nel terzo trimestre, segnalando una probabile contrazione della spesa per beni nell'ultimo trimestre. In prospettiva, i dati economici qualitativi più

recenti suggeriscono una certa capacità di tenuta della spesa per consumi all'inizio dell'anno, nonostante il persistere di fattori sfavorevoli. L'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea ha proseguito il suo recupero nell'ultimo trimestre del 2022 (cfr. il pannello di sinistra del grafico 7), collocandosi al di sopra del livello raggiunto nel terzo trimestre; tale andamento, determinato dalle più favorevoli prospettive economiche e finanziarie delle famiglie (cfr. il pannello di destra del grafico 7), ha evidenziato un ulteriore miglioramento a gennaio. Anche le ultime indagini della Commissione presso i consumatori e le imprese indicano che la domanda attesa di servizi di alloggio, ristorazione e viaggio ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta all'inizio dell'anno, accompagnandosi a una lieve ripresa delle aspettative sugli acquisti rilevanti da parte delle famiglie nell'ultimo trimestre. Ciò è confermato anche dall'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), che segnala aspettative più favorevoli per la domanda di pacchetti vacanze e per gli acquisti di beni durevoli nei successivi 12 mesi. Pur avendo mostrato una certa tenuta grazie alla solidità del mercato del lavoro e al sostegno di bilancio, il reddito disponibile reale delle famiglie si è lievemente contratto nel terzo trimestre e potrebbe diminuire ulteriormente, frenando la spesa per consumi. Ciononostante, il ricorso ai risparmi dovrebbe contribuire, in qualche misura, a distribuire uniformemente i consumi a fronte della debolezza del reddito disponibile reale. Il tasso di risparmio è sceso dal 14,9 al 13,2 per cento tra il primo e il terzo trimestre del 2022, portandosi allo stesso livello della fine del 2019. Al tempo stesso, l'ultima indagine CES rivela che i consumatori prevedono una riduzione della spesa a causa dell'inasprimento delle condizioni di prestito.

Grafico 7

Aspettative delle famiglie



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG ECFIN) ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

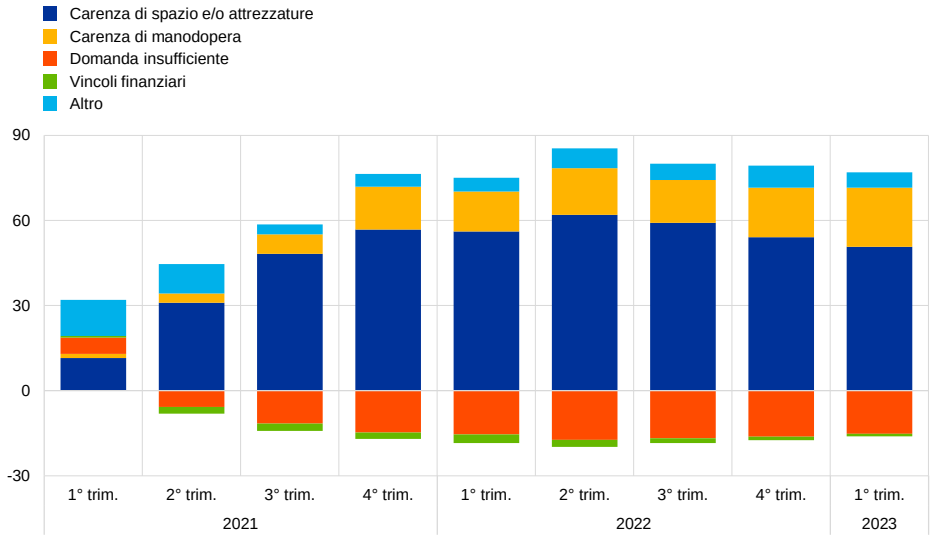
Nel quarto trimestre del 2022 è attesa una modesta accumulazione di capitale da parte delle imprese. Dopo un tasso di crescita trimestrale del 7,7 per cento nel terzo trimestre (dell'1,2 per cento esclusi i beni immateriali irlandesi), il PMI relativo ai nuovi ordinativi e quello relativo al prodotto per il settore dei beni di investimento

segnalano un risultato debole dei beni di investimento nel quarto trimestre. Nel contempo la produzione di questa tipologia di beni è aumentata del 3,0 per cento nei primi due mesi del quarto trimestre, in confronto al terzo trimestre del 2022. Secondo l'indagine CTS di gennaio, le prospettive per gli investimenti nel 2023 sarebbero relativamente favorevoli per le imprese di dimensioni maggiori, nonostante i più elevati costi collegati ai prezzi dell'energia, ai salari e alle condizioni di finanziamento[3]. I dati delle indagini della Commissione mostrano che, in una prospettiva storica, la disponibilità di spazio e/o attrezzature e la disponibilità di manodopera si confermano i fattori che limitano in misura preponderante la produzione nel settore dei beni di investimento nel primo trimestre del 2023 (cfr. il grafico 8).

Grafico 8

Vincoli alla produzione nel settore dei beni di investimento

(variazioni dei saldi percentuali depurati dalla media)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG ECFIN) ed elaborazioni della BCE.
Note: i saldi percentuali netti sono corretti per la media del periodo 2000-2019. Le ultime osservazioni, relative al primo trimestre del 2023, si riferiscono ai dati di gennaio 2023.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono rimasti deboli nell'ultimo trimestre del 2022. Dopo due cali trimestrali consecutivi nel secondo e nel terzo trimestre del 2022, diversi indicatori di breve periodo segnalano un sostanziale ristagno degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nel quarto trimestre. Il prodotto nelle costruzioni a ottobre e a novembre si è collocato, in media, su un livello dello 0,5 per cento superiore al dato del terzo trimestre. Tuttavia, nel terzo trimestre il numero di concessioni edilizie, che rappresenta un indicatore anticipatore dell'attività nel settore delle costruzioni, ha registrato un'ulteriore contrazione, segnalando un minor numero di nuovi progetti programmati e quindi deboli prospettive a breve termine per il settore. L'indice PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale, inoltre, si è ulteriormente contratto, collocandosi in media a 40,8 nel quarto trimestre, in calo da 44,4 nel trimestre precedente. Secondo l'indagine della Commissione europea nel settore delle

[3] Cfr. il riquadro 3 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

costruzioni, anche l'indice relativo alle tendenze dell'attività in tale settore è rimasto modesto fino a gennaio. Ciò è principalmente ascrivibile alla flessione della domanda e all'inasprimento delle condizioni finanziarie, mentre si sono ridotte le carenze di materiali e manodopera. Le indagini della BCE confermano l'indebolimento della domanda di investimenti in edilizia residenziale. L'indagine CES di dicembre ha rilevato un peggioramento delle percezioni delle famiglie rispetto al mercato degli immobili residenziali, nel contesto di inasprimento delle condizioni di finanziamento dall'inizio del 2022. Nell'edizione di gennaio 2023 dell'indagine CTS, anche gli intervistati che lavorano nelle imprese di costruzioni hanno segnalato un indebolimento generalizzato della domanda nel loro settore, nonostante permangano sacche di resistenza in alcuni paesi. Nel complesso, l'indebolimento della domanda dovrebbe continuare a gravare sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nel breve periodo.

La dinamica delle esportazioni dell'area dell'euro si è stabilizzata a novembre, mentre il valore delle importazioni scende e migliorano lievemente le prospettive per l'interscambio. A novembre 2022 le esportazioni nominali di beni verso l'esterno dell'area dell'euro sono moderatamente aumentate dopo il calo segnato a ottobre, mentre le importazioni dall'esterno dell'area hanno continuato a diminuire in misura sostanziale. Il saldo dell'interscambio di beni si è trasformato in avanzo a novembre, principalmente a causa del calo dei prezzi dell'energia importata. Si sono ridotti anche i volumi delle importazioni, con i livelli di stoccaggio del gas che si sono avvicinati alla piena capacità[4]. I dati ad alta frequenza sull'interscambio indicano un ulteriore allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta nel quarto trimestre del 2022, che sostiene i volumi delle esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro. Gli indicatori delle indagini sui nuovi ordinativi segnalano una dinamica modesta delle esportazioni sia per i beni sia per i servizi nei mesi a venire; tale debolezza, tuttavia, potrebbe essere meno marcata rispetto a quanto normalmente anticipato da questi indicatori, dal momento che l'allentamento dei colli di bottiglia nell'offerta consente alle imprese di ridurre ulteriormente i ritardi nell'evasione degli ordini. La stima rapida dei PMI per i nuovi ordinativi dall'estero di beni e servizi si è mantenuta in territorio negativo a gennaio 2023, sebbene dia segnali di stabilizzazione. Dopo una vigorosa stagione estiva, a novembre e a dicembre gli indicatori relativi al turismo hanno evidenziato una moderazione in termini destagionalizzati.

4 Per i dettagli relativi all'impatto degli elevati prezzi dell'energia sulla produzione industriale nell'area dell'euro e sui profili dell'interscambio, cfr. il riquadro 2 *Gli effetti dei rincari energetici sulla produzione industriale e sulle importazioni* in questo numero del Bollettino.

3 Prezzi e costi

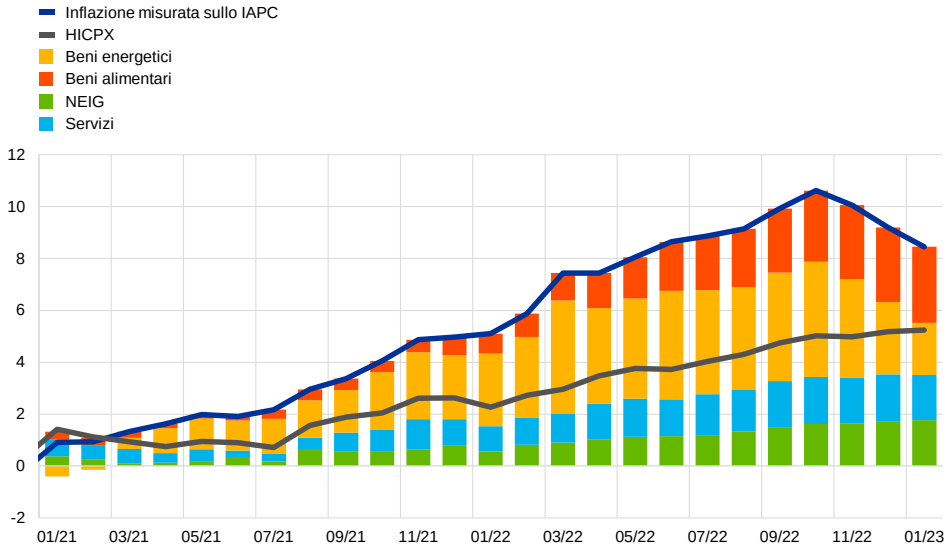
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro è scesa ulteriormente all'8,5 per cento a gennaio. La stima preliminare è stata calcolata utilizzando le stime dell'Eurostat per la Germania. Ciò è principalmente attribuibile a un nuovo brusco calo dell'inflazione dei beni energetici. Nel contempo, le pressioni sui prezzi sono rimaste vigorose in tutti i settori, in parte a causa degli elevati costi dei beni energetici che si stanno ancora trasmettendo all'economia nel suo complesso. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari si è mantenuta al 5,2 per cento a gennaio e gli ultimi dati disponibili mostrano valori ancora elevati anche per gli altri indicatori dell'inflazione di fondo. I salari sono cresciuti a un ritmo più rapido, sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, sostenuti dal vigore dei mercati del lavoro e a fronte di trattative salariali incentrate principalmente su un adeguamento all'elevato livello dell'inflazione. La maggior parte degli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, sebbene esse richiedano un continuo monitoraggio.

L'inflazione complessiva misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro è diminuita a gennaio 2023 per il terzo mese consecutivo, a causa della minore inflazione dei beni energetici.
L'ulteriore calo dal 9,2 per cento di dicembre 2022 all'8,5 per cento di gennaio 2023 ha rispecchiato una considerevole diminuzione dell'inflazione dei beni energetici, passata dal 25,5 al 17,2 per cento. Nel contempo, l'inflazione dei beni alimentari è salita ulteriormente dal 13,8 al 14,1 per cento tra dicembre e gennaio, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è rimasta invariata al 5,2 per cento da dicembre. Ciò suggerisce che gli effetti ritardati dell'impennata dei costi dell'energia e degli altri input, delle strozzature dal lato dell'offerta e della domanda repressa hanno continuato a sostenere le spinte inflazionistiche. Mentre l'inflazione dei beni industriali non energetici è cresciuta ulteriormente a un nuovo livello massimo del 6,9 per cento, quella dei servizi è scesa dal 4,4 per cento di dicembre al 4,2 di gennaio (cfr. il grafico 9).

Grafico 9

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
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 a gennaio 2023.

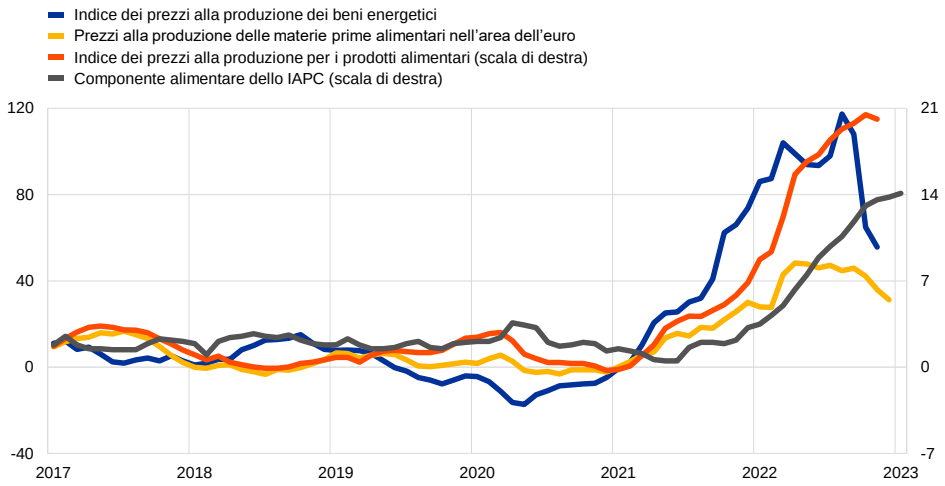
Il calo dell'inflazione dei beni energetici nell'area dell'euro a gennaio 2023 ha rispecchiato sia una riduzione del livello dei prezzi sul mese precedente sia un forte effetto base al ribasso dovuto al fatto che sia venuto meno, dal calcolo del tasso sui dodici mesi, un cospicuo aumento dei prezzi dell'anno precedente. Le differenze tra paesi nei tassi di inflazione dei beni energetici sono rimaste notevoli, dovute, tra le altre cose, alle diverse combinazioni della produzione di energia, agli approcci normativi e alle implicazioni delle varie misure di bilancio attuate per compensare i prezzi elevati, nonché alla varietà delle tipologie di contratto comprese nello IAPC. La crescita dei prezzi alla produzione per il settore dei beni energetici ha registrato un calo a partire da settembre 2022, passando dal massimo del 117,3 per cento segnato ad agosto al 55,7 per cento a novembre (cfr. il grafico 10).

L'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro ha continuato a crescere per effetto di un ulteriore rincaro di quelli trasformati. Ciò è coerente con l'idea di una trasmissione delle pressioni sui costi che si mantiene forte e ha determinato un tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati pari al 14,9 per cento a gennaio, dal 14,3 per cento di dicembre. Nel contempo, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari non trasformati ha continuato a diminuire, raggiungendo l'11,6 per cento a gennaio (dal 12,0 a dicembre), probabilmente per effetto di correzioni rispetto ai precedenti rincari, connessi fra l'altro alla siccità dell'estate scorsa (cfr. il grafico 10).

Grafico 10

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.
Note: l'acronimo IAPC sta per indice armonizzato dei prezzi al consumo. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023 per la componente alimentare dello IAPC, a dicembre 2022 per i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e a novembre 2022 per le altre voci.

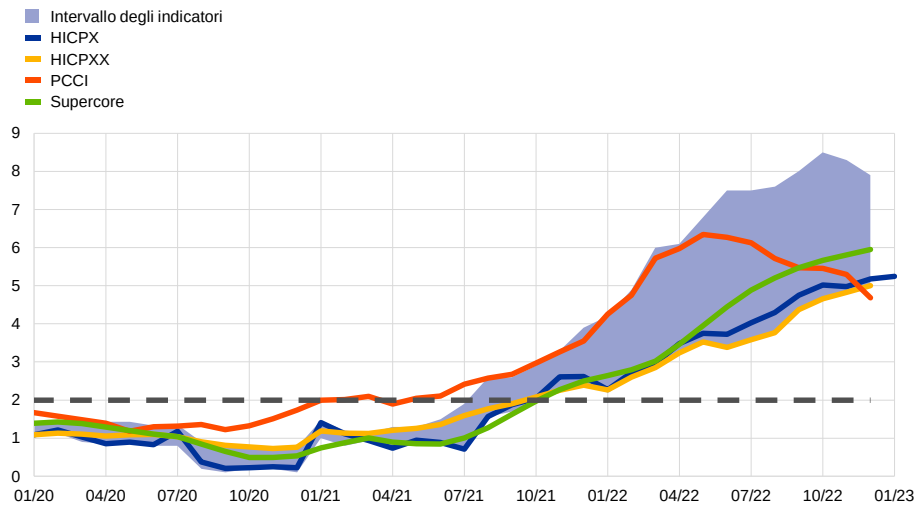
La maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro si è confermata su livelli elevati nel periodo in esame, sebbene i dati più recenti abbiano fornito segnali contrastanti (cfr. il grafico 11). Ciò ha rispecchiato fattori quali gli effetti indiretti dei prezzi dei beni energetici e alimentari e gli effetti della riapertura delle attività economiche, nonostante il recente riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta. L'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle componenti più volatili legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è salita dal 4,8 per cento di novembre al 5,0 di dicembre. Anche l'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, ha registrato un rialzo, passando dal 5,8 per cento di novembre al 5,9 per cento di dicembre. Molte di queste misure dell'inflazione di fondo basate sull'esclusione di alcune componenti svolgono la funzione di indicatori ritardati, giacché sono riportati in termini di tassi di variazione sui dodici mesi. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata su modelli, che viene costruita filtrando le fluttuazioni di più breve periodo e gli andamenti idiosincratici delle voci dello IAPC, ha continuato a diminuire negli ultimi mesi, passando dal 5,3 per cento di novembre al 4,7 per cento di dicembre[5]. La PCCI comprende i beni energetici e il suo calo riflette pertanto il minore tasso di variazione mensile dell'inflazione di questi ultimi. Anche la PCCI al netto dell'energia è in lieve calo da settembre, collocandosi al 4,1 per cento a dicembre. Più in generale, i tassi di variazione a breve termine di diversi indicatori dell'inflazione di fondo, misurato in termini di andamenti sul mese precedente o sul trimestre precedente, ha iniziato a segnalare pressioni sui prezzi più moderate.

5 Cfr. "PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area", *Statistics Paper Series*, n. 38, Banca centrale europea, Francoforte sul Meno, ottobre 2020.

Grafico 11

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, HICPX, HICPXX, medie troncate del 10 e del 30 per cento e mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia indica l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. 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 gennaio 2023 per l'HICPX e a dicembre 2022 per le voci restanti.

Nel periodo in esame, un fattore chiave nel grado di persistenza dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro è stato l'andamento dei salari e del costo del lavoro. Gli ultimi dati disponibili suggeriscono che le pressioni salariali si stanno rafforzando, pur rimanendo su livelli moderati. La crescita delle retribuzioni contrattuali era salita al 2,9 per cento nel terzo trimestre del 2022, dal 2,5 per cento del secondo. La crescita effettiva delle retribuzioni, misurata in termini di reddito per occupato o reddito per ora lavorata, ha continuato a risentire di distorsioni durante il periodo della pandemia. I tassi di crescita sui dodici mesi di queste due misure salariali si sono attestati rispettivamente al 3,9 e al 2,9 per cento nel terzo trimestre del 2022, in calo rispetto al trimestre precedente, ma principalmente di riflesso a effetti base. Segnali più chiari di rafforzamento delle pressioni salariali, in prospettiva, provengono dalle contrattazioni concluse alla fine del 2022.

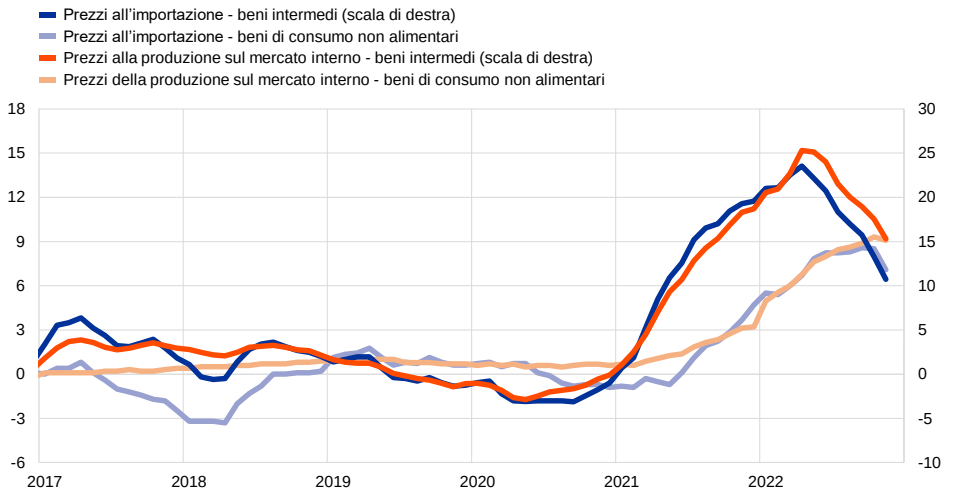
Nonostante alcuni segnali di allentamento delle pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro nel periodo in esame, l'inflazione dei beni industriali non energetici è aumentata ulteriormente al 6,9 per cento a gennaio 2023. I dati di novembre hanno mostrato che le pressioni inflazionistiche hanno iniziato ad attenuarsi nei primi stadi della catena di formazione dei prezzi, come evidenziato nei tassi di crescita negativi sul mese precedente dei prezzi all'importazione e dei prezzi alla produzione interni dei beni intermedi. Tali pressioni hanno inoltre iniziato ad attenuarsi negli stadi successivi della catena, con un tasso di crescita sul mese precedente dei prezzi alla produzione interni dei beni non alimentari che è sceso allo 0,2 per cento a novembre, livello prossimo alla sua media storica dello 0,1 per cento. Nel contempo, i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione e alla produzione, pur registrando una moderazione, sono rimasti elevati, a indicazione

dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche che potrebbero mantenere elevata l'inflazione dei beni di consumo per il prossimo futuro (cfr. il grafico 12).

Grafico 12

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro desunti dalle indagini sono marginalmente diminuiti a circa il 2 per cento e sono sostanzialmente in linea con le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (cfr. il grafico 13). In base all'indagine della BCE effettuata presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il primo trimestre del 2023, la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2027) è scesa al 2,1 per cento. L'indagine di gennaio 2023 di Consensus Economics ha segnalato aspettative a più lungo termine sostanzialmente invariate, al 2,1 per cento. Nell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) a febbraio 2023, la mediana delle aspettative a più lungo termine è rimasta invariata al 2,0 per cento. Tali dati suggeriscono che gli intervistati si aspettano un rapido calo dell'inflazione nel breve termine e segnalano l'ancoraggio delle aspettative a più lungo termine. Anche l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey) condotta dalla BCE a novembre 2022 ha indicato che le aspettative di inflazione a tre anni sono rimaste relativamente stabili attorno al 3,0 per cento[6]. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) in generale hanno subito una flessione complessiva nel periodo in esame; la variazione più pronunciata ha riguardato le scadenze a brevissimo termine, con dati sull'inflazione inferiori alle attese e un indebolimento dei prezzi dei beni energetici. Gli indicatori ricavati dalle indagini suggeriscono che gli operatori di mercato si attendono che l'inflazione torni su livelli prossimi al 2 per cento nel corso del 2023, più rapidamente di quanto anticipato in occasione della riunione del

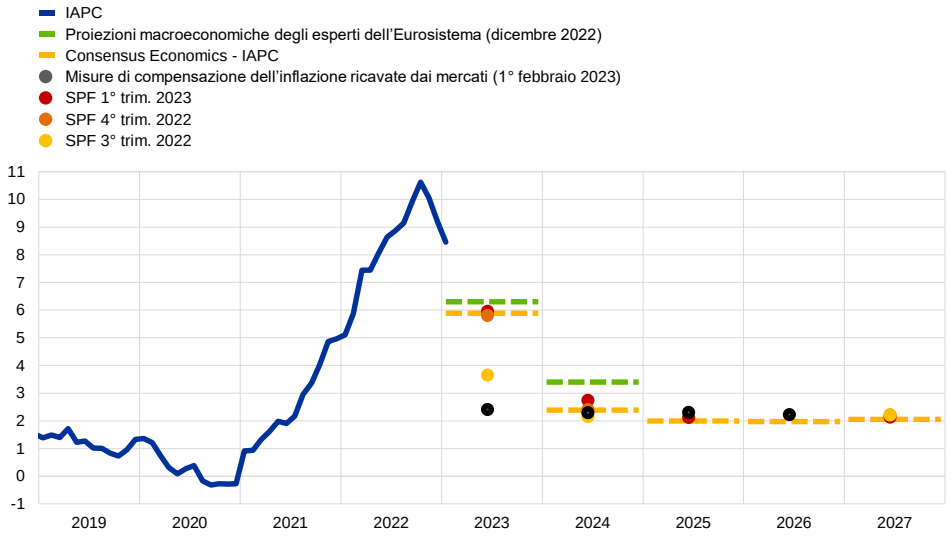
[6] Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB Consumer Expectations Survey results – November 2022* del 12 gennaio 2023.

Consiglio direttivo di dicembre. Mentre le misure a breve termine di compensazione dell'inflazione sono diminuite fortemente, quelle a termine a più lunga scadenza sono risultate più stabili. Il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è rimasto pressoché invariato, attestandosi al 2,3 per cento circa. Tuttavia, è importante notare che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto tali misure includono premi volti a compensare i rischi di inflazione.

Grafico 13

Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dalle indagini e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine presso i previsori professionali, *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). La serie relativa alle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno, sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 1° febbraio 2023. L'indagine della BCE presso i previsori professionali relativa al primo trimestre del 2023 è stata svolta tra il 6 e il 12 gennaio 2023. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a gennaio 2023. I dati inclusi nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 30 novembre 2022. Le ultime osservazioni per lo IAPC si riferiscono a gennaio 2023.

I rischi per le prospettive di inflazione nell'area dell'euro sono divenuti più equilibrati nel periodo in esame, soprattutto a breve termine. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, le attuali pressioni inflazionistiche potrebbero ancora far aumentare i prezzi al dettaglio nel breve periodo. Inoltre, un recupero dell'economia cinese più marcato delle attese potrebbe imprimere un nuovo impulso alle quotazioni delle materie prime e alla domanda esterna. Nel medio termine, i rischi al rialzo provengono principalmente da fattori interni, quali un innalzamento prolungato delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo della BCE o aumenti salariali maggiori di quanto prospettato. Per contro, un calo dei costi dell'energia e un ulteriore indebolimento della domanda attenuerebbero le pressioni sui prezzi.

4 Andamenti del mercato finanziario

Nel periodo in esame (dal 15 dicembre al 1º febbraio 2023) le aspettative degli operatori di mercato sui tassi di riferimento dell'area dell'euro inizialmente hanno segnato un considerevole rialzo, in linea con la comunicazione di dicembre del Consiglio direttivo secondo cui è necessario un ulteriore inasprimento della politica monetaria per assicurare un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo di medio termine del 2 per cento. Successivamente, le aspettative sui tassi di riferimento che vanno oltre le prossime riunioni sono state contenute, in un contesto caratterizzato dalla percezione da parte del mercato di un possibile allentamento delle pressioni inflazionistiche. Di conseguenza, i tassi privi di rischio a breve termine hanno concluso il periodo in esame su livelli più elevati; i tassi privi di rischio a lungo termine hanno in parte invertito l'aumento iniziale, terminando il periodo in esame su livelli lievemente più elevati. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mossi sostanzialmente in linea con i tassi privi di rischio, con differenziali pressoché invariati. La percezione del mercato di un possibile allentamento delle pressioni inflazionistiche ha creato un contesto favorevole per le attività rischiose, compensando in definitiva l'effetto frenante esercitato da tassi privi di rischio a breve termine più elevati. Di conseguenza, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ridotti e i corsi azionari hanno registrato un forte incremento. Sui mercati dei cambi l'euro si è sostanzialmente rafforzato su base ponderata per l'interscambio.

Dopo la riunione di dicembre del Consiglio direttivo, i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati, in concomitanza con una revisione al rialzo delle aspettative da parte degli operatori di mercato circa i tassi di riferimento. Nel periodo in esame, il tasso a breve termine in euro (€STR) si è collocato mediamente a 185 punti base, passando da una media di 140 punti base tra il 15 e il 20 dicembre a una media di 190 punti base dopo il 20 dicembre, ovvero durante il periodo di mantenimento delle riserve successivo all'innalzamento di dicembre dei tassi di interesse da parte della BCE. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 358 miliardi di euro, portandosi a 4.128 miliardi, principalmente per effetto del rimborso di dicembre delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. La curva a termine degli overnight index swap (OIS), basata sul tasso di riferimento €STR, è inizialmente aumentata per tutte le scadenze, riflettendo la comunicazione del Consiglio direttivo di dicembre secondo cui i tassi di interesse dovranno ancora aumentare in misura significativa. Nella restante parte del periodo di riferimento i tassi a termine su orizzonti che vanno oltre la metà del 2023 hanno subito una moderazione, in un contesto caratterizzato dalla percezione da parte del mercato che le pressioni inflazionistiche si stiano attenuando nel tempo. Alla fine del periodo di riferimento, la curva dei tassi a termine OIS ha quasi interamente incorporato aumenti di 50 punti base dei tassi sia per la riunione del Consiglio direttivo di febbraio sia per quella di marzo, seguiti da ulteriori aumenti pari a 30 punti base totali, che implicano un conseguente tasso massimo di circa il 3,4 per cento da raggiungere entro la metà del 2023.

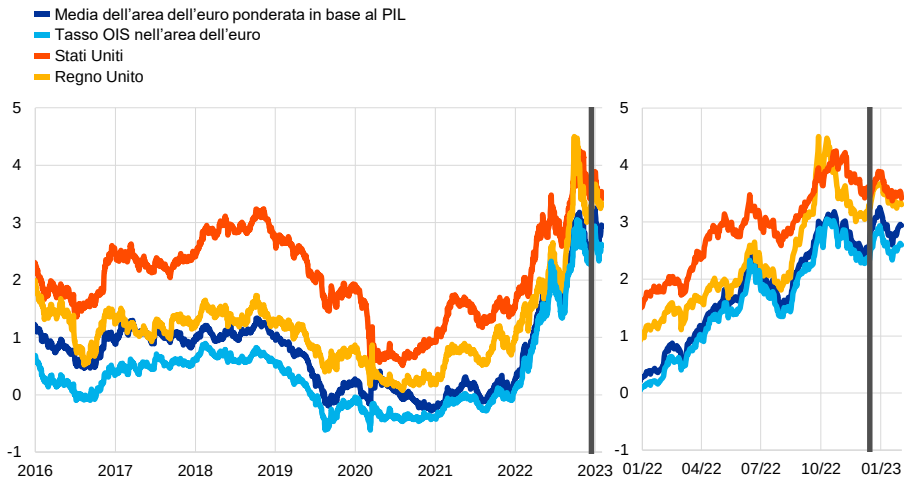
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono lievemente aumentati, giacché la salita iniziale sulla scia delle più elevate aspettative sui tassi di

riferimento a breve termine è stata in parte compensata dalle aspettative di mercato circa un possibile allentamento delle pressioni inflazionistiche (cfr. il grafico 14). La variazione complessiva cela significativi movimenti nel corso del periodo, in quanto i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono inizialmente aumentati in misura considerevole, sulla base delle aspettative di un ulteriore inasprimento dei tassi di riferimento dopo la comunicazione di dicembre del Consiglio direttivo. Dall'inizio dell'anno, tuttavia, l'aumento iniziale dei rendimenti obbligazionari a lungo termine ha subito una parziale inversione, a seguito di dati sull'inflazione inferiori alle attese e di un indebolimento dei prezzi dell'energia.
Nel complesso, il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si colloca intorno al 2,9 per cento, con un incremento di 19 punti base rispetto al momento in cui si è tenuta la riunione di dicembre del Consiglio direttivo. Analogamente, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni di Stati Uniti, Regno Unito e Germania si collocano rispettivamente al 3,4, 3,3 e 2,3 per cento circa. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro in linea generale si sono mossi in sintonia con i tassi privi di rischio. Pertanto, il differenziale medio tra i rendimenti aggregati ponderati per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e il tasso OIS è rimasto relativamente stabile a circa 0,3 punti percentuali.

Grafico 14

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (15 dicembre 2022). L'ultima osservazione si riferisce al 1° febbraio 2023.

I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti nel periodo in esame, con la flessione più pronunciata nel segmento ad alto rendimento. Nel periodo in esame, la percezione del mercato di un miglioramento delle prospettive economiche e di pressioni inflazionistiche potenzialmente in calo ha creato un contesto favorevole per la propensione al rischio, che in ultima istanza si è tradotto in una riduzione dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie.
I differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento sono diminuiti di circa 46 punti base, mentre quelli sui titoli societari di qualità più elevata (investment grade) sono scesi di circa 14 punti base.

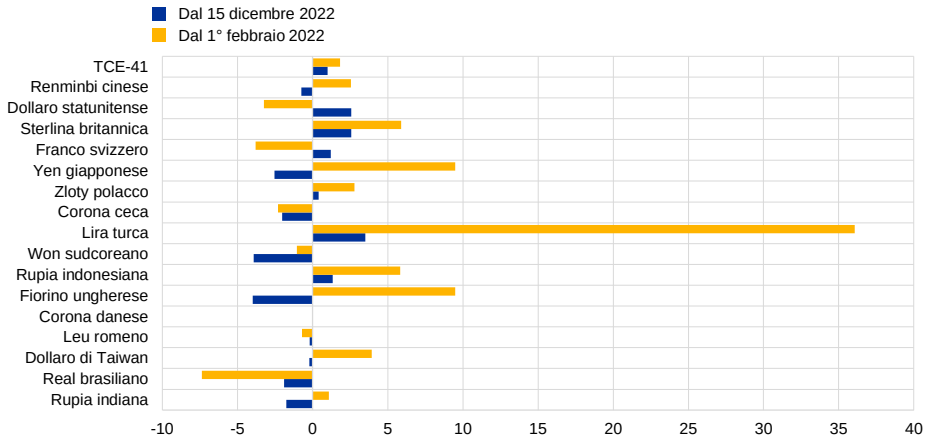
I mercati azionari europei hanno registrato un forte aumento nel periodo in esame. Nell'area dell'euro i corsi azionari sono aumentati notevolmente, superando le quotazioni omologhe a livello mondiale, giacché il generale miglioramento della propensione al rischio ha compensato l'effetto frenante esercitato dall'aumento dei tassi privi di rischio a breve termine e dal lieve calo delle aspettative sugli utili. Gli aumenti dei corsi azionari si sono distribuiti in modo disomogeneo: le banche hanno registrato risultati migliori rispetto alle società non finanziarie (SNF) in un contesto di tassi di interesse più elevati, che potrebbero sostenere il settore bancario attraverso aumenti dei margini netti sui tassi di interesse. Le quotazioni azionarie delle SNF sono aumentate di circa il 7 per cento, mentre quelle bancarie di circa il 22 per cento. La differenza tra le SNF e le banche è stata meno pronunciata negli Stati Uniti, dove le quotazioni azionarie delle prime sono aumentate di circa il 6 per cento e quelle delle seconde del 12 per cento circa.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 15). Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dell'1,0 per cento. In termini di andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle principali valute, l'euro si è apprezzato nei confronti di dollaro statunitense, sterlina britannica e franco svizzero (rispettivamente del 2,6, 2,6 e 1,2 per cento), mentre si è deprezzato nei confronti dello yen giapponese (del 2,6 per cento). L'euro si è indebolito anche nei confronti del renminbi cinese (dello 0,7 per cento) e delle valute di alcune delle altre principali economie emergenti, oltre che nei confronti delle valute di gran parte dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Grafico 15

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.
Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 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 1° febbraio 2023.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

I tassi sui prestiti bancari hanno continuato ad aumentare, riflettendo gli innalzamenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE. In un contesto caratterizzato da tassi di interesse più elevati, domanda più debole e condizioni per la concessione del credito più restrittive, a dicembre i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno registrato un'ulteriore flessione. Nel periodo compreso tra il 15 dicembre 2022 e il 1° febbraio 2023, il costo del capitale di rischio è diminuito, mentre è rimasto stabile quello del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato. Dall'ultima indagine sul credito bancario emerge che i criteri per la concessione di prestiti a imprese e famiglie sono divenuti considerevolmente più restrittivi nel quarto trimestre del 2023, in ragione del continuo aumento dei tassi di interesse. La moderazione della dinamica monetaria è proseguita a dicembre, sulla scorta degli aumenti dei tassi di interesse e del rallentamento della crescita del credito.

A novembre i costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, a fronte dell'ulteriore incremento dei tassi sui depositi e della diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni bancarie.
Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito delle banche dell'area dell'euro ha registrato il livello più alto mai segnato dal 2014 (cfr. il pannello a) del grafico 16). Dopo i marcati aumenti osservati a partire dall'inizio del 2022, i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono diminuiti a novembre, per poi registrare un nuovo incremento a seguito della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo, tenutasi a dicembre (cfr. il pannello b) del grafico 16). A novembre il tasso composito sui depositi si collocava allo 0,44 per cento, superiore di 37 punti base rispetto ai valori di inizio 2022. Tale incremento era tuttavia considerevolmente inferiore a quello pari a 250 punti base registrato dai tassi di interesse di riferimento della BCE nello stesso periodo. Tale andamento è riconducibile principalmente a due fattori. In primo luogo, i depositi overnight costituiscono un'ampia quota della base di depositi delle banche e la loro remunerazione tende a rispondere in misura minore agli aumenti dei tassi di riferimento rispetto a quella dei depositi a termine, in quanto i depositi overnight offrono servizi di liquidità e di pagamento che spesso non sono esplicitamente prezzati. L'ampliamento del differenziale fra i tassi sui depositi e i tassi di riferimento è pertanto tipico dei cicli di rialzo dei tassi di interesse.
In secondo luogo, all'inizio del ciclo attuale di rialzo i tassi sui depositi si collocavano su livelli relativamente elevati rispetto ai tassi di interesse della BCE, perché le banche hanno evitato di applicare tassi negativi sui depositi al dettaglio. Anche la ricalibrazione della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), con effetto dal 23 novembre 2022, ha contribuito alla normalizzazione dei costi della provvista bancaria[7]. Tra novembre 2022 e gennaio 2023 le banche hanno effettuato ingenti rimborsi volontari dei fondi presi in prestito nell'ambito delle OMRLT-III (858 miliardi di euro), riducendo gli importi in essere di circa il 40 per cento a seguito della ricalibrazione.

In termini di solidità dei bilanci, le banche dell'area dell'euro sono complessivamente ben capitalizzate, oltre i requisiti regolamentari e gli obiettivi patrimoniali. Tuttavia,

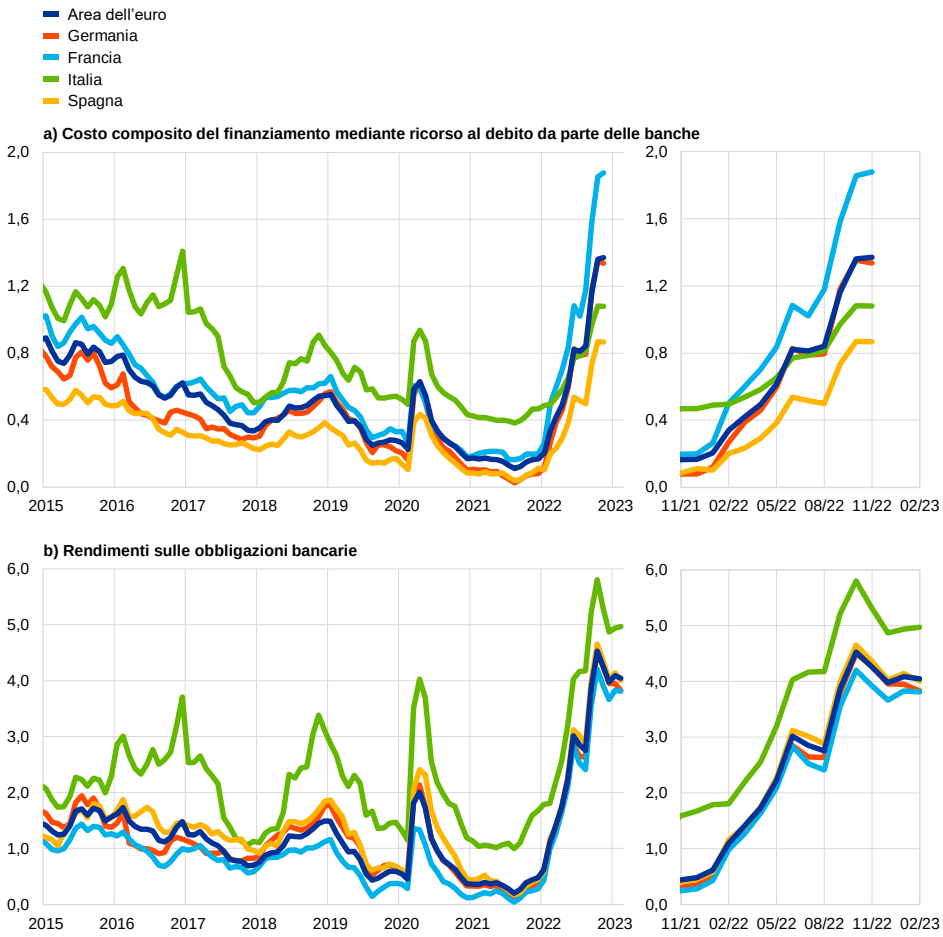
[7] Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term* del 27 ottobre 2022.

l'indebolimento del contesto economico potrebbe ridurre la qualità degli attivi e accrescere il rischio di credito.

Grafico 16

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, indici IHS Markit Iboxx ed elaborazioni della BCE.
Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni sui depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per 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 novembre 2022 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 1° febbraio 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

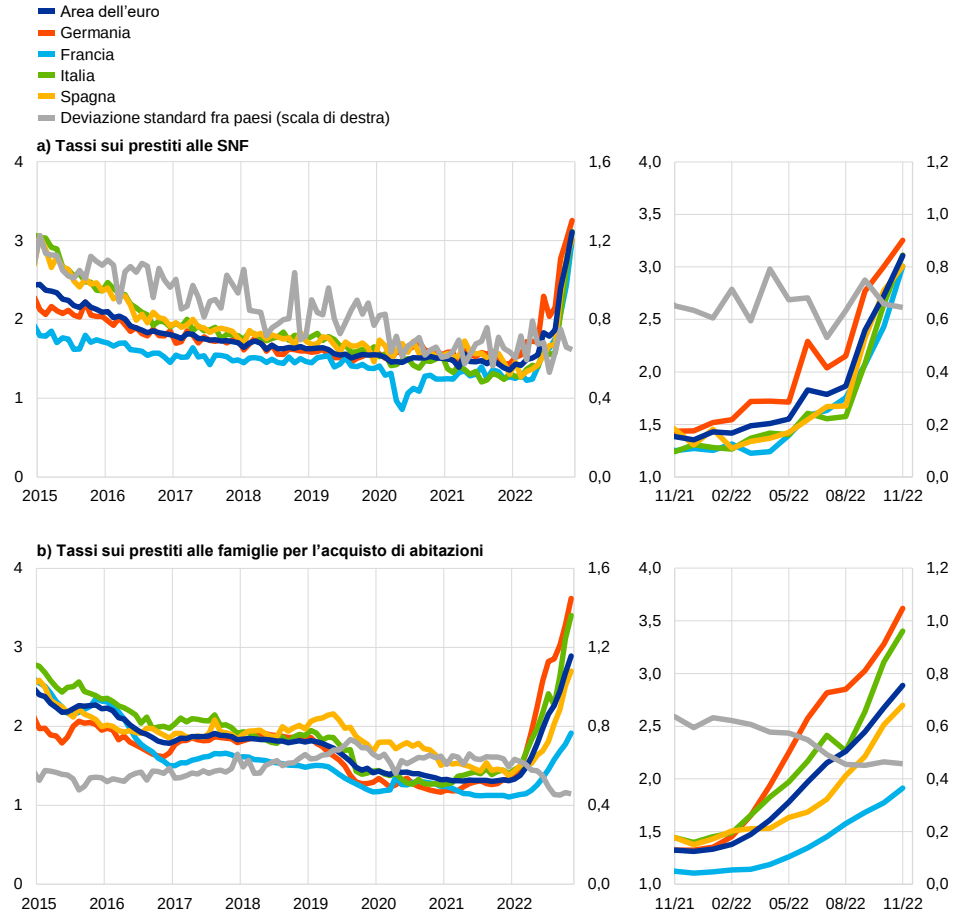
I tassi sul credito bancario a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati a novembre 2022, a causa del perdurare delle restrizioni dell'offerta di prestiti da parte delle banche. Dall'inizio del 2022 l'aumento dei costi di provvista per le banche ha spinto bruscamente al rialzo i tassi sui prestiti in tutti i paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico 17), mentre i criteri per la concessione del credito sono divenuti più rigidi. A novembre i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono aumentati al 3,09 per cento, un livello registrato per l'ultima volta nell'estate del 2012. Anche i tassi sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati ulteriormente a novembre, fino al 2,88 per cento, segnando il livello più elevato dall'estate del 2014. Pertanto, gli incrementi cumulati dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie in confronto all'inizio del 2022 sono

stati pari, rispettivamente, a 123 e 157 punti base. Tali aumenti sono stati più rapidi rispetto ai precedenti cicli di rialzo, di riflesso principalmente al ritmo più sostenuto di innalzamento dei tassi di riferimento. I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori di novembre 2022 indicano che essi si attendono un ulteriore aumento dei tassi sui mutui ipotecari nei prossimi 12 mesi e una maggiore difficoltà nell'accesso a prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il differenziale di tasso di interesse tra i prestiti bancari di piccola e grande entità si è ridotto a novembre, sulla scorta degli andamenti dei tassi relativi ai prestiti di importo rilevante. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie è rimasta stabile, 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 17).

Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



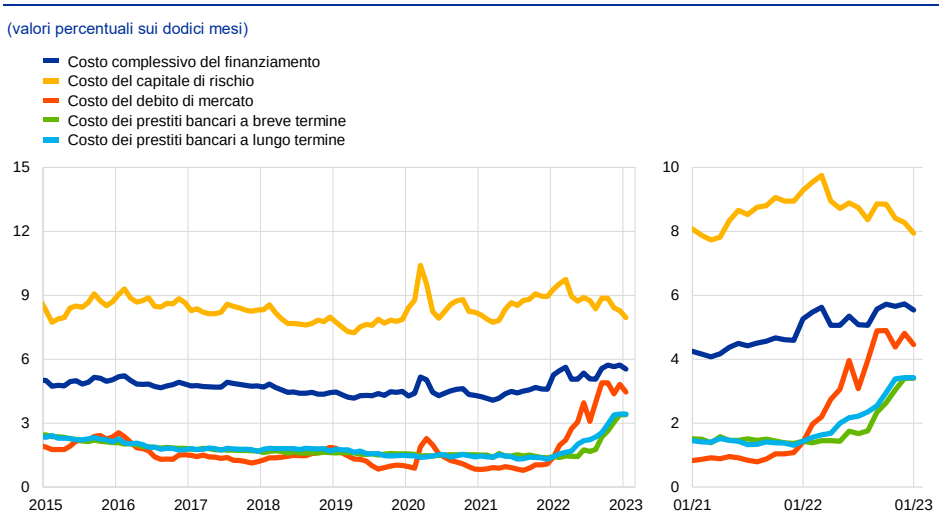
Fonte: BCE.
Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime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

Nel periodo compreso tra il 15 dicembre e il 1° febbraio 2023 il costo del capitale di rischio per le SNF è diminuito, mentre è rimasto invariato 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 novembre 2022, quando si è collocato al 5,6 per cento, inferiore di circa 10 punti base rispetto al livello del mese precedente (cfr. il grafico 18). Ciò è riconducibile a una diminuzione del costo sia del debito sul mercato sia del finanziamento azionario, che ha più che compensato il considerevole aumento del costo del debito bancario sia a breve sia a lungo termine. Sebbene sia lievemente diminuito rispetto al picco raggiunto a ottobre, il costo complessivo del finanziamento a novembre 2022 si è confermato prossimo agli elevati livelli osservati l'ultima volta alla fine del 2011. Nel periodo di riferimento, il costo del debito emesso sul mercato è rimasto stabile, con l'aumento dei tassi privi di rischio, concentrato principalmente nel segmento a breve della curva, compensato dal calo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, sia per emittenti di qualità più elevata (investment grade) sia, in misura più marcata, per emittenti a elevato rendimento (high-yield grade). Il costo del capitale di rischio ha comunque segnato una flessione, in conseguenza del consistente calo del premio per il rischio azionario, che ha più che compensato l'impatto dei tassi privi di rischio più elevati.

Grafico 18

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



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 1° febbraio 2023 per il costo del debito di mercato (media mensile di dati giornalieri), al 27 gennaio 2023 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a dicembre 2022 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro **di gennaio 2023, i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono divenuti notevolmente più restrittivi nel quarto trimestre del 2022 (cfr. il grafico 19).** In una prospettiva storica, l'irrigidimento dei criteri di concessione del credito è stato il più elevato dall'inizio della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro nel 2011. In un contesto caratterizzato da forte incertezza, i principali fattori all'origine dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito a imprese e famiglie sono stati la percezione di maggiori rischi relativi alle prospettive economiche, la minore tolleranza al rischio da parte delle banche e

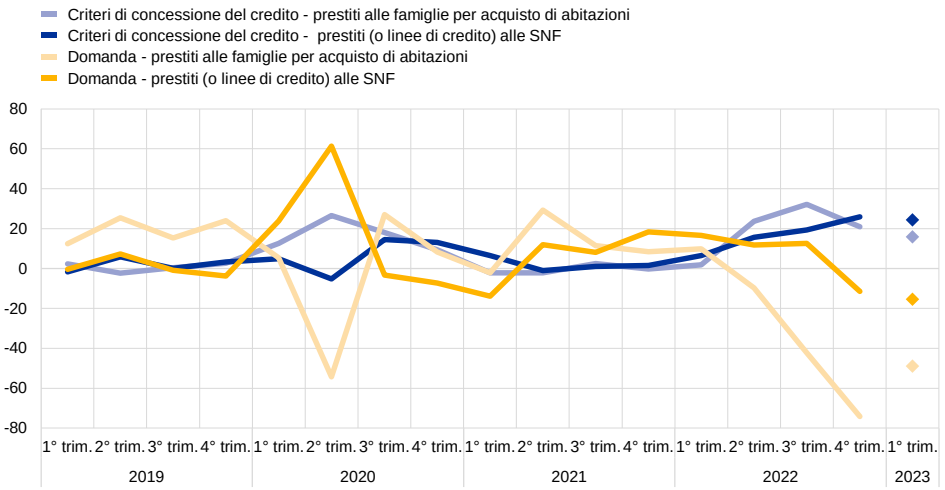
l'aumento dei costi di finanziamento. Per il primo trimestre del 2023 le banche si attendono un ulteriore irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie.

Le banche hanno segnalato un calo della domanda di prestiti da parte delle imprese e, in misura più evidente, delle famiglie nel quarto trimestre del 2022 (cfr. il grafico 19). Le banche hanno indicato che l'aumento del livello generale dei tassi di interesse aveva fornito un contributo significativamente negativo alla domanda di prestiti. Il minore fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi ha esercitato un ulteriore effetto negativo sulla domanda di prestiti da parte delle imprese, in linea con l'atteso rallentamento degli investimenti e nonostante un certo miglioramento del clima di fiducia riscontrato di recente. Il fabbisogno di finanziamento per scorte e capitale circolante ha fornito un contributo positivo alla domanda di prestiti inferiore rispetto ai due trimestri precedenti, probabilmente per effetto del graduale allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta.
La contrazione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni rilevata dall'indagine è stata la più marcata mai registrata ed è stata determinata principalmente dall'aumento dei tassi di interesse, dal peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e dal deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Per il primo trimestre del 2023 le banche si attendono un'ulteriore diminuzione della domanda di prestiti da parte delle imprese e un ulteriore forte calo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.

Grafico 19

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

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



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

L'indagine suggerisce inoltre che le banche si attendono che considerazioni relative alla qualità degli attivi influiranno sulle loro politiche di erogazione del

credito nella prima metà del 2023. Le banche hanno segnalato che il rispetto delle misure di vigilanza e di regolamentazione ha contribuito a un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e dei margini creditizi nella seconda metà del 2022. Sebbene l'incidenza dei loro crediti deteriorati abbia avuto un impatto sostanzialmente neutro sui criteri di concessione del credito alle imprese e alle famiglie nel secondo semestre del 2022, gli intervistati si attendono che nella prima metà del 2023 tali quote contribuiranno a un irrigidimento sia dei criteri sia dei termini e delle condizioni di concessione del credito. Le banche hanno inoltre segnalato un moderato deterioramento del loro accesso al finanziamento al dettaglio, in linea con l'aumento dei tassi di interesse sui depositi a termine.

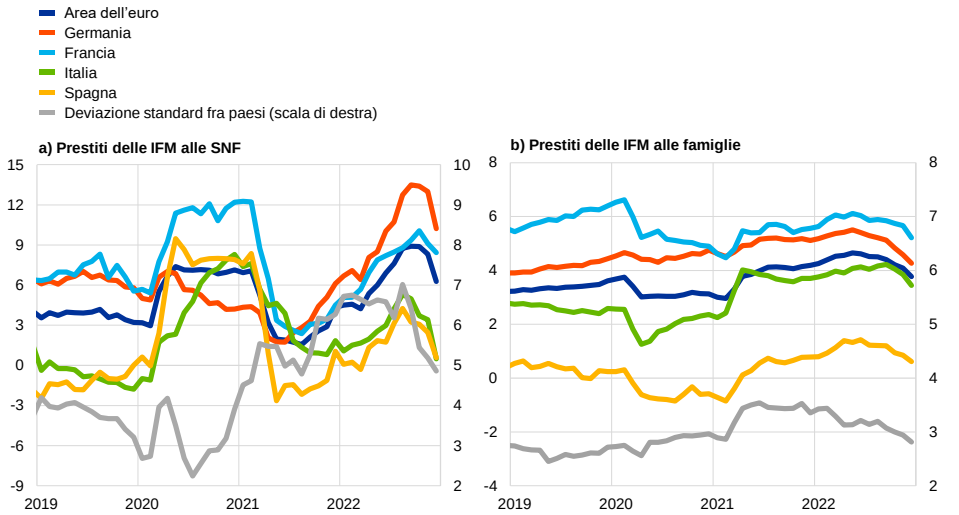
Il credito bancario alle imprese e alle famiglie ha subito un ulteriore rallentamento a dicembre, in un contesto di tassi di interesse più elevati, di indebolimento della domanda e di irrigidimento dei criteri per la concessione del credito. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle SNF è sceso al 6,3 per cento a dicembre, dall'8,3 di novembre (cfr. il pannello a) del grafico 20). Il rallentamento dei prestiti alle imprese è stato generalizzato tra le principali economie e ha riguardato il credito sia a breve sia a lungo termine. Anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie ha registrato una moderazione, portandosi al 3,8 per cento a dicembre, dal 4,1 di novembre (cfr. il pannello b) del grafico 20). Tale andamento è riconducibile a una riduzione della crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, a fronte dell'aumento dei tassi di interesse, di un inasprimento dei criteri per la concessione del credito bancario e di un indebolimento della domanda sulla scorta del deterioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali e della ridotta fiducia dei consumatori.
Le ultime informazioni ricavate dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, un indicatore anticipatore della crescita futura dei prestiti alle imprese e alle famiglie, suggeriscono che la dinamica dei prestiti verosimilmente segnerà un'ulteriore moderazione nei prossimi trimestri[8].

[8] Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 7 *Le informazioni sull'andamento futuro dei prestiti fornite dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazione standard)



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

La riallocazione dei fondi dai depositi a vista ai depositi a termine è proseguita a dicembre, in ragione della remunerazione relativa di quegli strumenti.

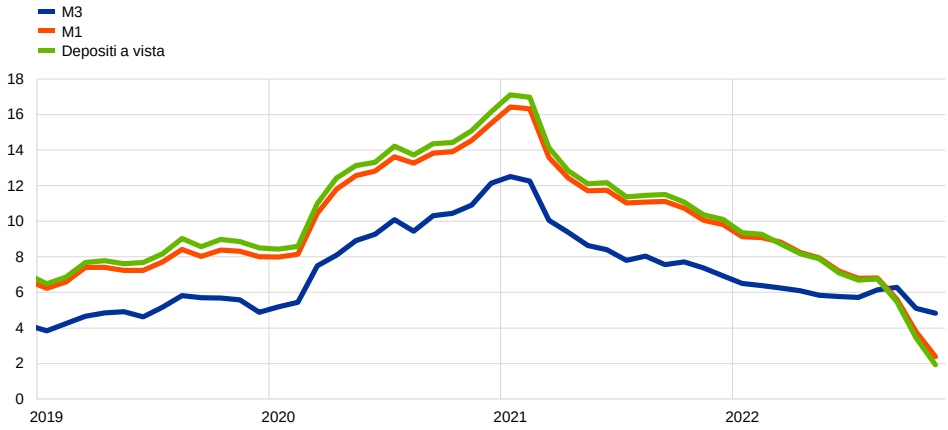
A dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è calato allo 0,6 per cento, dall'1,9 di novembre (cfr. il grafico 21). Il brusco calo che sta interessando la crescita dei depositi overnight dal secondo trimestre del 2022 è riconducibile per lo più a una sostituzione su vasta scala di tali depositi con quelli a termine.

Questa ricomposizione dei portafogli è stata innescata dalla remunerazione più elevata dei depositi a termine rispetto ai depositi a vista, e ciò è coerente con i profili tipici dei cicli restrittivi di politica monetaria. Sulla medesima linea, nelle giurisdizioni con differenziali più ampi tra la remunerazione dei depositi a termine e quella dei depositi overnight si sono tendenzialmente osservati spostamenti più consistenti.

Grafico 21

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2022.

La moderazione della dinamica monetaria è proseguita a dicembre, sulla scorta degli aumenti dei tassi di interesse e del rallentamento della crescita del credito. A dicembre la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è scesa al 4,1 per cento, dal 4,8 di novembre (cfr. il grafico 21). La tendenza alla diminuzione è stata determinata dagli andamenti più deboli del credito in un contesto caratterizzato da tassi di interesse più elevati. Dal lato delle componenti dell'aggregato monetario ampio, la ricomposizione a scapito dei depositi a vista ha determinato a dicembre un'ulteriore significativa flessione della crescita dell'aggregato ristretto M1, riducendone pertanto il contributo alla crescita su base annua di M3. I depositi a termine inclusi nell'aggregato monetario ampio hanno beneficiato di questo andamento, fornendo il maggiore contributo alla crescita di M3. Inoltre, l'aumento dei tassi di interesse ha incentivato anche le riallocazioni verso strumenti compresi in M3, che offrono una remunerazione strettamente collegata ai tassi di mercato. 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 sui dodici mesi 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. Nel contempo, gli afflussi monetari (mensili) verso l'area dell'euro dal resto del mondo hanno sostenuto la crescita dell'aggregato monetario ampio a dicembre, in un contesto di moderazione dei prezzi dell'energia.

Riquadri

1 Rischi a livello mondiale per il mercato del gas naturale nell'UE

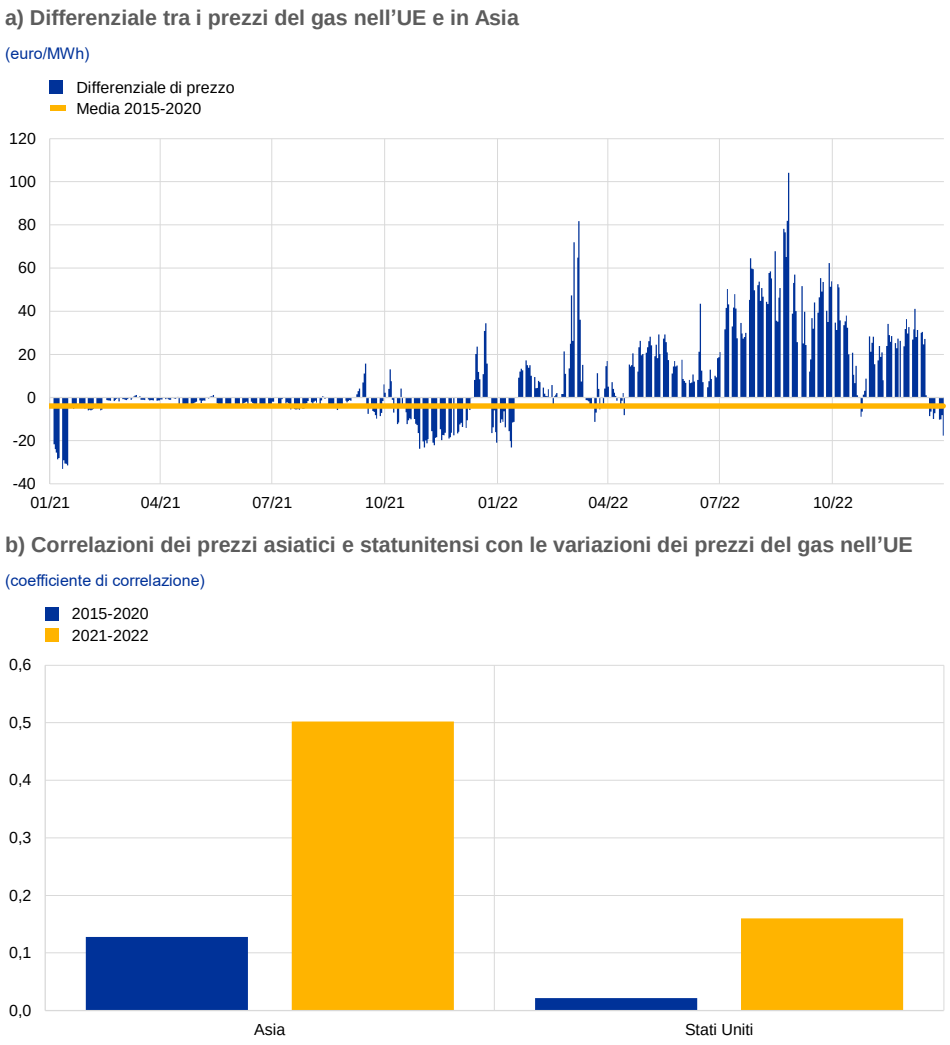
a cura di Jakob Feveile Adolfsen, Marie-Sophie Lappe e Ana-Simona Manu

La guerra russa contro l'Ucraina ha sia ridotto l'offerta di gas all'UE sia generato rischi per l'offerta futura. Il volume di gas fornito dalla Russia all'UE è sceso a livelli storicamente bassi alla fine del 2022, raggiungendo circa il 20 per cento dei livelli antecedenti la guerra. Il calo delle esportazioni russe di gas verso l'Unione è iniziato prima della guerra, determinando bassi livelli di stoccaggio del gas già all'inizio del 2022. La risposta dell'UE con l'attuazione di misure di risparmio del gas e l'approvvigionamento di forniture alternative, in particolare attraverso l'utilizzo dei mercati di gas naturale liquefatto (GNL), ha favorito l'accumulo di scorte di gas durante l'estate del 2022. Tali misure hanno fornito rassicurazioni circa la sicurezza degli approvvigionamenti di gas per questo inverno, a condizione che le condizioni meteorologiche non fossero troppo rigide. Tuttavia, l'UE potrebbe affrontare maggiori sfide nel ricostituire i livelli di stoccaggio del gas prima dell'inverno 2023-2024.
In particolare, con l'esaurirsi delle forniture di gas dalla Russia, l'Unione europea si è dovuta orientare verso i mercati mondiali di GNL. Se da un lato ciò ha attenuato i problemi immediati di approvvigionamento, dall'altro ha fatto sì che la fornitura e i prezzi del gas nell'UE siano diventati più sensibili alle oscillazioni della domanda di energia proveniente dal resto del mondo, in particolare dalla Cina. Il presente riquadro analizza i potenziali rischi a livello mondiale per le forniture di gas nell'UE nel 2023 a causa delle variazioni dell'offerta russa e della domanda cinese in un mercato mondiale del gas storicamente contratto.

Con l'esaurirsi dell'offerta proveniente dalla Russia, l'UE si è orientata verso i mercati mondiali di GNL. Di conseguenza, i mercati del gas comunitari e asiatici sono diventati sempre più interconnessi. Storicamente, i prezzi del gas in Asia sono stati soggetti a un premio rispetto a quelli nell'UE. Ciò è dovuto al fatto che l'Asia dipende in misura maggiore dal GNL per coprire le oscillazioni della domanda di gas, mentre l'UE ha avuto accesso a gas proveniente da gasdotti meno costosi, principalmente dalla Russia (cfr. il pannello a) del grafico A). Questa situazione è cambiata dopo che la Russia ha ridotto le forniture da propri gasdotti all'UE e ha imposto restrizioni senza precedenti sul mercato del gas dell'UE. Per sostituire il gas russo, negli ultimi due anni la domanda di GNL proveniente dall'UE è cresciuta. Di conseguenza, la correlazione tra i prezzi del gas nell'UE e in Asia è aumentata considerevolmente. Ciò è dovuto al fatto che gli acquirenti dell'UE sono in concorrenza con gli acquirenti asiatici e pertanto devono pagare un premio rispetto ai prezzi asiatici per attrarre i necessari quantitativi di GNL (cfr. il pannello b) del grafico A). La correlazione tra i prezzi del gas naturale nell'Unione europea e negli Stati Uniti è aumentata in misura minore, giacché quest'ultimo paese produce la maggior parte del gas naturale che consuma.

Grafico A

Differenziale tra i prezzi del gas nell'UE e in Asia e correlazioni dei prezzi del gas



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il pannello a) mostra il differenziale tra i prezzi di TTF e JKM a un mese. Il pannello b) mostra le correlazioni tra le variazioni giornaliere dei prezzi di TTF e JKM/Henry Hub a un mese.

Una ripresa delle importazioni cinesi di GNL potrebbe limitare la capacità dell'UE di assicurarsi le forniture di gas per tutto il 2023. L'aumento delle importazioni di gas dell'UE nel 2022 è stato in parte favorito dal pagamento di prezzi più elevati, ma anche da un calo significativo della domanda cinese di GNL.
Nel 2022 la domanda cinese è stata di 22 miliardi di metri cubi (billion cubic metres, bcm) in meno rispetto al 2021 (cfr. il pannello a) del grafico B). In presenza di un calo dei consumi in altri paesi e di un'espansione della capacità di esportazione a livello mondiale di GNL, soprattutto negli Stati Uniti, l'UE è stata in grado di importare quantità significativamente più elevate di GNL rispetto all'anno precedente (cfr. il pannello b) del grafico B). La diminuzione delle importazioni cinesi di GNL nel 2022 ha interrotto un decennio di aumenti della domanda cinese di gas. In parte, il calo del consumo di gas potrebbe riflettere la decisione della Cina di passare a una maggiore produzione di energia da carbone, in un contesto caratterizzato da timori per la sicurezza energetica. Tuttavia, la principale determinante è stata la riduzione

del consumo di gas nel settore industriale[1], duramente colpito dalle misure di chiusura (lockdown) nel 2022. A seguito dell'esaurirsi della strategia zero-COVID in Cina alla fine del 2022, l'accresciuta attività economica probabilmente stimolerà una ripresa della domanda di GNL, aggiungendo forti pressioni a tale mercato mondiale, nel quale difficilmente si verificheranno ampie fasi espansive della capacità di esportazione fino al 2025[2]. Ciò potrebbe limitare l'abilità dell'UE di attrarre importazioni di GNL, soprattutto perché la Cina ha il diritto di decidere se acquistarne un volume già concordato, che corrisponde a una quota considerevole dei quantitativi di GNL a livello mondiale[3].

1 Nel 2019 il settore industriale ha costituito oltre la metà del consumo di gas della Cina.

2 Occorrono in media cinque anni per istituire un nuovo terminale per l'esportazione di GNL. Pertanto, ci si attende che i nuovi progetti di investimento indotti dagli attuali prezzi elevati del gas influiscano sulla capacità di esportazione a livello mondiale solo in un momento successivo.

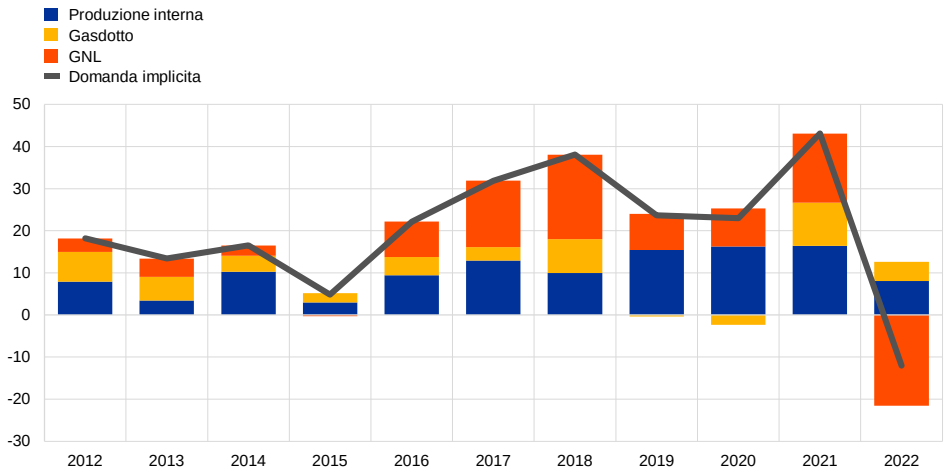
3 Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, nel 2023 la Cina ha incrementato il volume delle importazioni di GNL precedentemente concordato a 100 miliardi di metri cubi, pari al 19 per cento delle importazioni mondiali.

Grafico B

Variazioni della domanda di gas da parte della Cina e delle importazioni mondiali di GNL

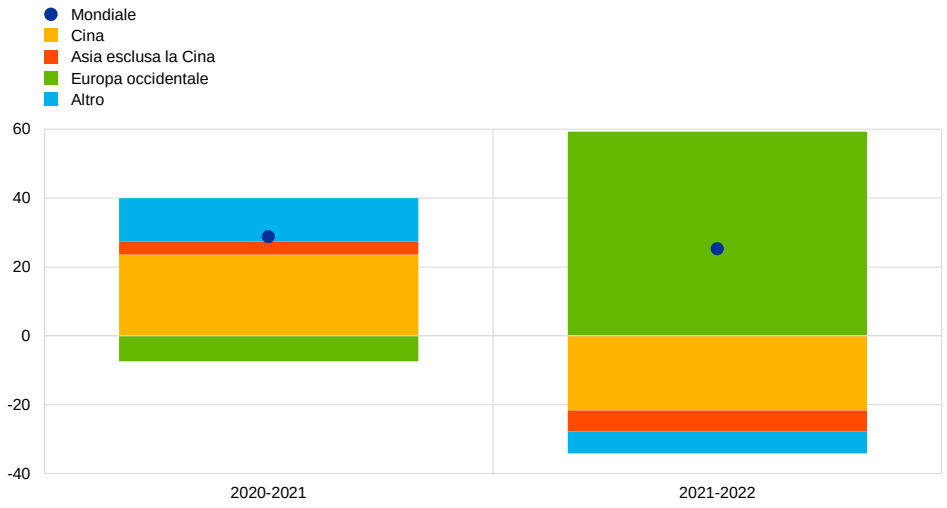
a) Variazioni annue della domanda cinese di gas

(miliardi di metri cubi)



b) Variazioni annue delle importazioni mondiali di GNL

(miliardi di metri cubi)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: nel pannello b) "Europa occidentale" include Belgio, Finlandia, Francia, Gibilterra, Grecia, Italia, Malta, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia e Regno Unito.

I rischi generati dalla ripresa della domanda di energia in Cina e dalla chiusura completa delle esportazioni di gas dalla Russia verso l'UE sono evidenziati da due scenari illustrativi per il 2023. Dal lato dell'offerta, uno scenario favorevole ipotizza che i flussi di gas dalla Russia verso l'UE continuino ai livelli attuali. Dato che le consegne di gas dalla Russia sono state significativamente ridotte per tutto il 2022, la Russia produrrebbe in media 40 miliardi di metri cubi di gas in meno nel 2023 rispetto all'anno precedente. Si ipotizza inoltre che l'UE si assicuri la maggior parte dell'espansione della capacità mondiale di GNL nel 2023.
Uno scenario avverso ipotizza l'assenza di consegne di gas proveniente da gasdotti russi all'UE e una ripresa della domanda di energia da parte della Cina, che limita la

capacità dell'UE di assicurarsi importazioni supplementari di GNL. Dal lato della domanda, in entrambi gli scenari si ipotizza che le misure correnti di risparmio del gas a livello di Unione, attualmente in vigore solo fino a marzo 2023, siano estese fino alla fine del 2023. Si ipotizza inoltre che l'UE continuerà a richiedere che le scorte di gas siano ricostituite al 90 per cento della capacità prima dell'inverno[4].

La sicurezza dell'approvvigionamento di gas nell'UE resta vulnerabile ai rischi dell'offerta mondiale e alle variazioni della domanda (cfr. il grafico C).
Nello scenario favorevole, il mercato del gas naturale dell'UE sarebbe sostanzialmente equilibrato, mentre nello scenario avverso il disavanzo del gas potrebbe costituire circa il 9 per cento del consumo annuo di gas dell'UE.
Il disavanzo potrebbe scendere al 4 per cento se la domanda cinese di GNL rimanesse invariata ai livelli del 2022, o al 2 per cento se si concretizzassero solo i rischi per le esportazioni di gas della Russia. Tale disavanzo potrebbe essere probabilmente riassorbito sostituendo il gas con altre fonti di energia, aumentando l'efficienza energetica e attuando un moderato decumulo delle scorte[5]. Ciò nonostante, nel 2023 la sicurezza del gas nell'UE resterebbe vulnerabile a ulteriori interruzioni delle forniture o a variazioni della domanda. Pur avendo ridotto considerevolmente la propria dipendenza dal gas russo, l'UE è diventata molto più sensibile alle oscillazioni della domanda di energia proveniente dal resto del mondo, in particolare dalla Cina.

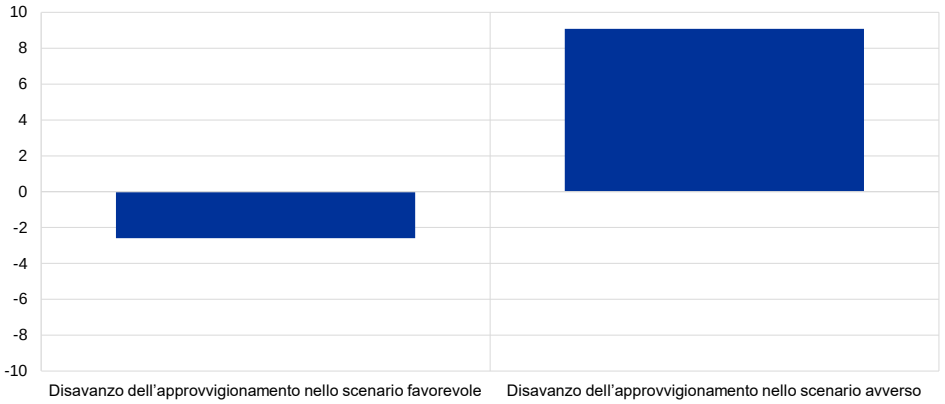
4 A differenza delle proiezioni macroeconomiche generali (Broad Macroeconomic Projection Exercise, BMPE) formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022, gli scenari contenuti nel presente riquadro sono parziali perché non sono inclusi nell'analisi più ampia dell'area dell'euro, ma si concentrano sull'interazione tra gli andamenti economici e la domanda di gas in Cina. Lo scenario al ribasso del BPME di dicembre 2022 include tale analisi più ampia e si concentra sui rischi per l'equilibrio del gas nell'area dell'euro. Cfr. il riquadro 3 "Uno scenario meno favorevole connesso ai tagli alle forniture di energia" nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*. Lo scenario del BPME prevede che i paesi dell'area dell'euro non siano in grado di raggiungere l'obiettivo del 90 per cento fissato dall'UE per le scorte di gas a novembre 2023. A differenza dello scenario del BMPE, il presente riquadro non ipotizza una rapida riduzione delle scorte di gas dovuta alle temperature rigide. Ciò è dovuto al fatto che le attuali temperature, più miti del solito, comportano minori rischi per la sicurezza dell'approvvigionamento di gas nell'UE nel 2023, a partire da fine novembre 2022, data di aggiornamento dei dati del BMPE di dicembre 2022.

5 Cfr. la recente relazione dell'Agenzia internazionale per l'energia *How to Avoid Gas Shortages in the European Union in 2023*.

Grafico C

Due possibili percorsi per il disavanzo della fornitura di gas naturale nell'UE

(percentuale dei consumi previsti per il 2023 in base alle proiezioni)



Fonti: Eurostat, Refinitiv ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: le ipotesi relative al consumo, alla produzione, alle esportazioni e alle importazioni di gas si basano sugli andamenti recenti, sul piano di risparmio di gas dell'UE e sull'obiettivo dell'UE per lo stoccaggio di gas per la fine di ottobre 2023.

La sfida per l'UE di garantire sufficienti forniture di gas nel 2023 dipenderà anche dalle condizioni meteorologiche e dalla riduzione delle scorte di gas nella parte restante dell'inverno 2022-2023. Gli Stati membri dell'Unione europea hanno risparmiato più gas nel corso dell'inverno 2022-2023 rispetto a quanto previsto dal piano di risparmio dell'UE, in parte a causa di temperature relativamente miti. Di conseguenza, i livelli di stoccaggio di gas sono rimasti elevati e hanno migliorato le prospettive per le forniture rispetto alle attese precedenti l'inizio della stagione in cui si concentrano i consumi per riscaldamento. Tuttavia, se nei prossimi mesi si verificasse un forte calo delle temperature o un prolungato periodo di temperature rigide, le scorte di gas potrebbero diminuire più rapidamente di quanto ipotizzato nella nostra analisi, lasciando i mercati di gas dell'UE in una posizione più vulnerabile. Al tempo stesso, le temperature più miti durante i mesi invernali potrebbero porre l'UE in una posizione più solida per far fronte alle sfide del 2023, mentre le temperature elevate nei mesi estivi aumenterebbero la domanda di gas per la produzione di energia elettrica a causa dell'accresciuta necessità di climatizzazione.

2 Gli effetti dei rincari energetici sulla produzione industriale e sulle importazioni

a cura di Francesco Chiacchio, Roberto A. De Santis, Vanessa Gunnella e Laura Lebastard

Il presente riquadro esamina il modo in cui l'aumento dei prezzi dell'energia, a partire dall'autunno 2021, ha inciso sulla produzione industriale aggregata e sui volumi delle importazioni nell'area dell'euro. Nell'autunno del 2021 le forniture di gas dalla Russia all'Unione europea (UE) sono state significativamente ridotte e ciò ha contribuito alla lenta ricostituzione delle scorte di gas in Europa prima dell'inizio della stagione invernale. Nell'area dell'euro, tra settembre 2021 e ottobre 2022, i prezzi medi dell'energia al consumo e alla produzione sono aumentati, rispettivamente, del 49,5 e del 93,4 per cento. Nello stesso periodo la produzione industriale al netto delle costruzioni e i volumi delle importazioni al netto dell'energia all'interno dell'area sono rispettivamente cresciuti del 2,3 e del 10,3 per cento. Il presente riquadro mostra che gli shock avversi dal lato della fornitura di energia sono stati compensati da un concomitante allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, da un conseguente smaltimento degli ordini arretrati e da una ripresa della domanda, che ha beneficiato degli effetti della riapertura delle attività economiche successiva alla pandemia di coronavirus (COVID-19). Vi sono segnali del fatto che le importazioni, in particolare quelle di beni intermedi, hanno in parte sostituito la produzione manifatturiera interna nei settori a maggiore intensità di energia, in quanto relativamente meno costose di tale produzione.

Una scomposizione tra beni a elevata e a bassa intensità di energia mostra che, mentre la produzione interna di beni a elevata intensità di energia si è indebolita a partire dal secondo trimestre del 2022, le importazioni hanno segnato un'accelerazione, per poi stabilizzarsi alla fine dell'anno. Questi andamenti sono in linea con l'aspettativa secondo cui gli shock avversi dal lato dell'offerta energetica determinano un incremento dei costi di produzione, che può indurre un calo della produzione e un aumento delle importazioni dai paesi meno dipendenti dalla produzione mondiale di energia. Il calo del della produzione del settore manifatturiero a elevata intensità di energia nell'area dell'euro è iniziato a metà del 2022 (cfr. il pannello a) del grafico A), mentre le importazioni di manufatti a elevata intensità energetica dall'esterno dell'area hanno iniziato ad aumentare circa un anno prima (cfr. il pannello b) del grafico A)[1]. Nei settori relativamente più esposti ai rincari energetici i paesi dell'area dell'euro hanno registrato importazioni maggiori, provenienti dai partner commerciali meno colpiti dallo shock dei prezzi energetici. In Germania, ad esempio, a metà del 2022 l'industria chimica avrebbe iniziato a importare ammoniaca anziché produrla, a causa dell'elevato volume di gas necessario alla sua fabbricazione.

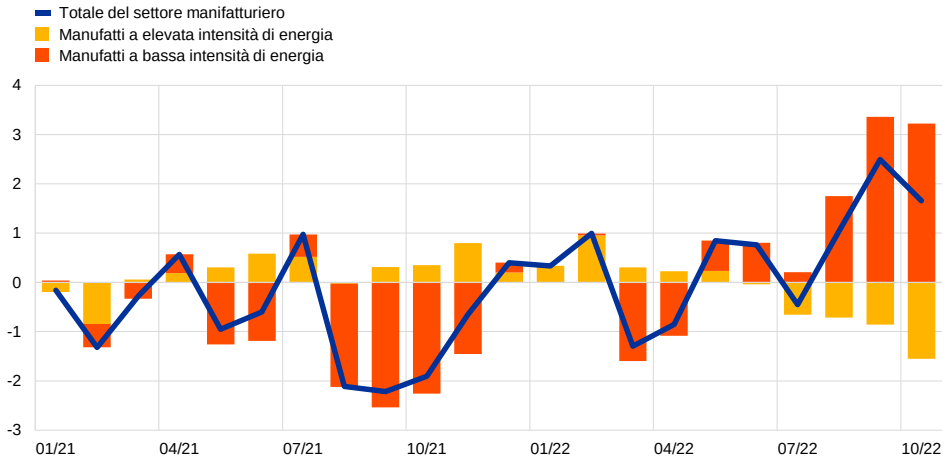
[1] L'intensità di energia è calcolata per ciascun settore in ciascun paese come la quota di energia utilizzata in input (diretta e indiretta) in percentuale degli input totali, utilizzando la banca dati di input-output dell'OCSE. Cfr. il riquadro 4 *La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

Grafico A

Produzione industriale e importazioni nell'area dell'euro

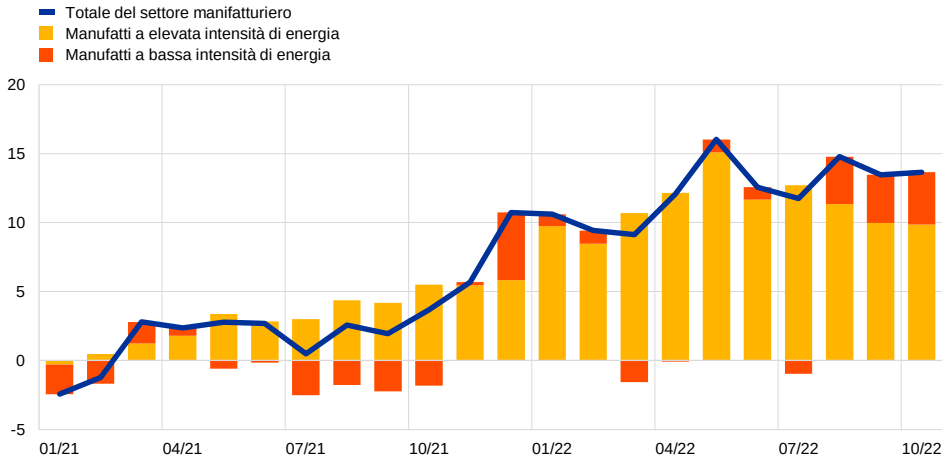
a) Produzione industriale manifatturiera per sottosettore

(variazioni percentuali della produzione industriale e contributi in punti percentuali rispetto a gennaio 2020)



b) Volumi delle importazioni di manufatti per sottosettore

(variazioni percentuali dei volumi delle importazioni e contributi in punti percentuali rispetto a gennaio 2020)



Fonti: Eurostat, Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: dati destagionalizzati. Gli indici della produzione industriale per i singoli settori sono aggregati con ponderazioni basate sul valore aggiunto. Le importazioni sono calcolate a partire dagli indici di volume delle importazioni di manufatti e dalle quote di importazione a livello settoriale. I settori a bassa (elevata) intensità di energia sono definiti come quelli con un'intensità energetica inferiore (superiore) a quella del settore mediano. L'intensità di energia è calcolata come rapporto tra input energetici (diretti e indiretti) e input totali. I sottosettori manifatturieri a elevata intensità energetica individuati sono la fabbricazione di prodotti alimentari, bevande e tabacco; l'industria del legno e dei prodotti in legno e sughero (esclusi i mobili); la fabbricazione di carta e di prodotti di carta, nonché la riproduzione su supporti registrati; la fabbricazione di prodotti chimici; la fabbricazione di gomma e di articoli in gomma; la fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; le attività metallurgiche e la fabbricazione di prodotti in metallo. È esclusa la fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio in quanto parte del comparto industriale energetico. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

A partire dalla metà del 2022, oltre ai costi dell'energia, fattori quali la ripresa della domanda, l'attenuazione delle pressioni lungo le catene di approvvigionamento e il conseguente aumento della concorrenza nelle importazioni hanno svolto un ruolo fondamentale nella dinamica della produzione interna e delle importazioni. I rincari energetici non sono stati l'unica causa del brusco aumento dei volumi delle importazioni. In particolare, le pressioni lungo le catene di approvvigionamento si sono allentate, grazie al miglioramento della logistica legata all'attività delle navi portacontainer su scala mondiale e al venir meno delle misure di chiusura (lockdown) introdotte a causa della pandemia in

alcuni paesi asiatici esportatori di input intermedi[2]. Ad esempio, nell'indagine telefonica condotta dalla BCE presso le imprese, le società non finanziarie operanti nei settori chimico e metallurgico hanno segnalato un'accresciuta concorrenza nelle importazioni in seguito alla recente riduzione dei prezzi di trasporto e dei minori disservizi logistici a livello mondiale. L'attenuazione delle difficoltà lungo le catene di approvvigionamento è stato un fattore determinante nella capacità di tenuta della produzione industriale e nell'aumento dei volumi delle importazioni. Gli aumenti dei livelli di produzione nei settori a minore intensità di energia (cfr. il pannello a) del grafico A) suggeriscono che la ripresa della domanda e l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta hanno sostenuto la produzione e le importazioni nel 2022. Allo stesso tempo, nel medesimo anno i settori produttivi a elevata intensità energetica hanno fatto fronte a costi dell'energia di gran lunga superiori e ciò ha determinato il calo del prodotto.

L'analisi empirica conferma che nel 2022 i problemi relativi all'offerta di energia e le strozzature nei processi produttivi hanno svolto un ruolo importante nell'andamento della produzione industriale aggregata e dei volumi aggregati delle importazioni (al netto dei beni energetici). Si utilizza un modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) per quantificare il ruolo relativo degli shock energetici e della concorrenza estera rispetto ad altri shock, quali quelli dal lato della domanda, quelli derivanti dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento e altri shock dal lato dei costi. L'analisi utilizza l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), la produzione industriale (al netto delle costruzioni), l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo ai tempi di consegna dei fornitori, i prezzi al consumo dell'energia e i volumi delle importazioni di beni al netto di quelli energetici. Uno shock della concorrenza estera è qui definito come uno shock che accresce i volumi delle importazioni e riduce la produzione e i prezzi interni. Secondo il modello, la produzione industriale in termini aggregati reagisce rapidamente e negativamente agli shock energetici, mentre si osserva un impatto positivo marginale sui volumi delle importazioni di beni non energetici nel breve periodo. I risultati suggeriscono che tra settembre 2021 e settembre 2022 gli shock avversi dal lato dell'offerta di energia hanno ridotto la produzione industriale di circa il 2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico B). Tale flessione è stata in parte compensata dalle importazioni di beni non energetici più economici, che nello stesso periodo sono aumentate dell'1,4 per cento per effetto dello shock energetico (cfr. il pannello b) del grafico B). Per contro, l'effetto negativo esercitato dalle pressioni lungo le catene di approvvigionamento sulla produzione industriale è considerevolmente diminuito nella prima metà del 2022 e il successivo allentamento delle strozzature ha fornito un contributo positivo e vigoroso all'espansione del prodotto e all'aumento dei volumi delle importazioni nella seconda metà dell'anno. Anche le forze della domanda,

---

2 Per un esame dettagliato di tali fattori e del loro impatto economico, cfr. Lane, P.R., "Bottlenecks and monetary policy", *Il Blog della BCE*, BCE, 10 febbraio 2022; il riquadro 1 *Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: il punto della situazione* nel numero 2/2022 di questo Bollettino; il riquadro 1 *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo* nel numero 3/2021 di questo Bollettino; il riquadro 6 *La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro* nel numero 4/2021 di questo Bollettino; il riquadro 4 *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino; e il riquadro 7 *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

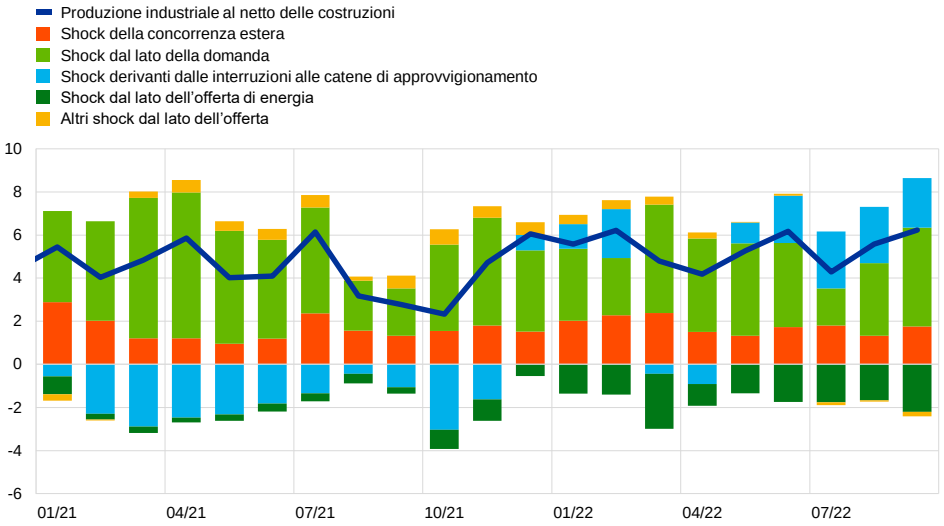
trainate dalle intenzioni di spesa delle famiglie in seguito all'allentamento delle restrizioni connesse alla pandemia, hanno contribuito positivamente alla produzione industriale e alle importazioni nel 2022.

Grafico B

Contributo dei diversi fattori alla produzione industriale aggregata e ai volumi delle importazioni al netto dei beni energetici nell'area dell'euro

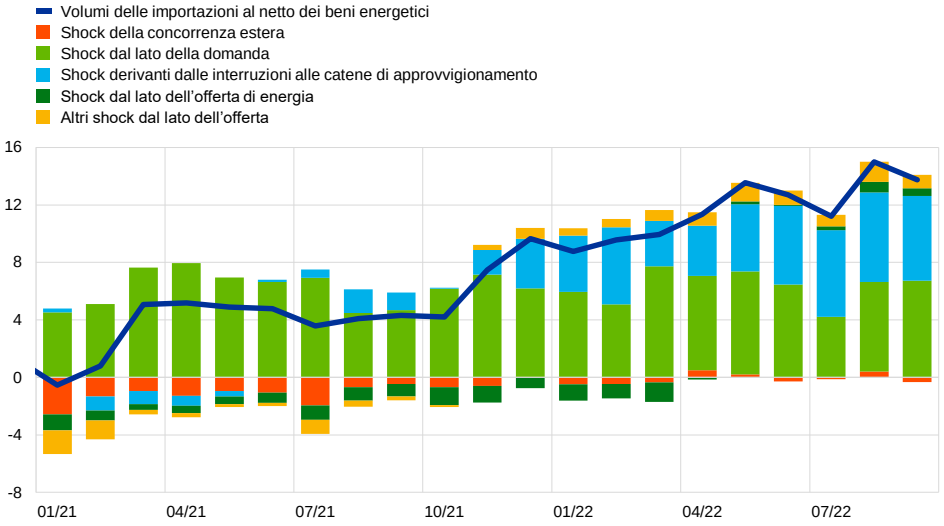
a) Produzione industriale nell'area dell'euro al netto delle costruzioni

(deviazione percentuale dallo scenario di base, in termini cumulati da ottobre 2020 a settembre 2022)



b) Volumi delle importazioni di manufatti nell'area dell'euro al netto dei beni energetici

(deviazione percentuale dallo scenario di base, in termini cumulati da ottobre 2020 a settembre 2022)



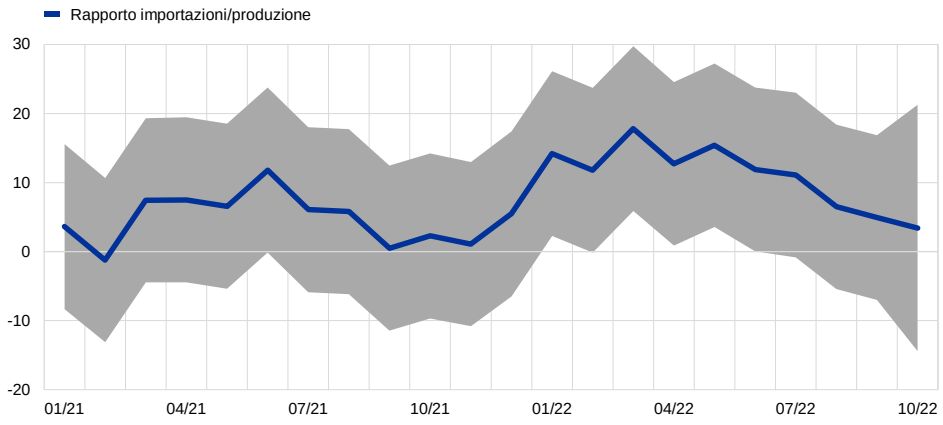
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: il modello si basa sui dati aggregati per l'area dell'euro da gennaio 1999 a settembre 2022 e gli shock sono individuati utilizzando il metodo impiegato in Antolín-Díaz, J. e Rubio-Ramírez, J.F., "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, vol. 108, n. 10, ottobre 2018, pagg. 2802-2829; ma con restrizioni di segno dei contributi come in De Santis, R.A. e Van der Veken, W., "Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation",*Working Paper Series*, n. 2727, BCE, settembre 2022. Le restrizioni di segno all'impatto ipotizzate sono le seguenti: gli shock dal lato della domanda implicano IAPC (+), componente energetica dello IAPC (+), produzione industriale (+), volumi delle importazioni (+) e PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori (−); gli shock dal lato dell'offerta di energia implicano IAPC (+), componente energetica dello IAPC (+), produzione industriale (−) e PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori (−); gli shock derivanti dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento implicano IAPC (+), produzione industriale (−) e PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori (−); gli altri shock dal lato dell'offerta implicano IAPC (+) e produzione industriale (−); gli shock di origine estera implicano IAPC (−), produzione industriale (−) e volumi delle importazioni (+). Le restrizioni narrative ipotizzate sono le seguenti: il contributo maggiore agli errori di previsione nel PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori ad aprile 2020 è attribuibile agli shock derivanti dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento; il contributo maggiore agli errori di previsione relativi alla componente energetica dello IAPC a ottobre e novembre 2021 è attribuibile agli shock dal lato dell'offerta di energia. Si ipotizza inoltre che gli shock dal lato della domanda abbiano un segno negativo a marzo e aprile 2020. I volumi della produzione e delle importazioni rappresentano i dati complessivi per l'area dell'euro, inclusi i settori sia a elevata sia a bassa intensità di energia.

L'analisi settoriale mostra che agli inizi del 2022 i produttori operanti nei settori a elevata intensità di energia hanno iniziato a sostituire la propria produzione con importazioni meno costose. A partire dall'inizio del 2022, sostanzialmente in concomitanza con l'inizio dell'invasione russa dell'Ucraina, i produttori attivi nei settori a elevata intensità di energia hanno ridotto e sostituito il proprio prodotto con le importazioni. In media, tuttavia, questo effetto si è arrestato nell'autunno del 2022 (cfr. il grafico C), benché in modo eterogeneo nei diversi settori[3]. Tali andamenti non sono riconducibili a shock favorevoli dal lato dell'offerta di energia alla fine del periodo in esame, dal momento che i prezzi dei beni energetici hanno continuato a salire fino a ottobre 2022, ma alla risposta delle variabili agli shock energetici nel medio termine. Tali risultati sono in linea con quanto ottenuto mediante il modello SVAR, secondo cui gli shock energetici, pur avendo effetti più marcati sulla produzione industriale che sulle importazioni di beni non energetici nel breve periodo, hanno effetti tra loro simili nel medio termine. Nel 2022, con l'aumento dei prezzi alla produzione dell'energia, il rapporto tra importazioni e produzione nei settori a elevata intensità energetica è aumentato, in media, dell'11 per cento rispetto al rapporto relativo ai comparti a scarso consumo di energia. L'aumento dei costi di produzione interni associato al rincaro dell'energia sembra essere alla base della sostituzione con importazioni meno costose.

Grafico C

Rapporto importazioni/produzione industriale dei settori a elevata intensità di energia nel corso del tempo

(differenza percentuale rispetto ai settori a scarsa intensità di energia)



Fonti: Eurostat, Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: 19 paesi dell'area dell'euro e 21 settori, al netto del comparto energetico. Event study che mette a confronto il rapporto importazioni/produzione nei settori ad alta intensità di energia (gruppo di trattamento) e in quelli a bassa intensità di energia (gruppo di controllo). Il mese di riferimento è gennaio 2019. L'area grigia rappresenta intervalli di significatività al 95 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

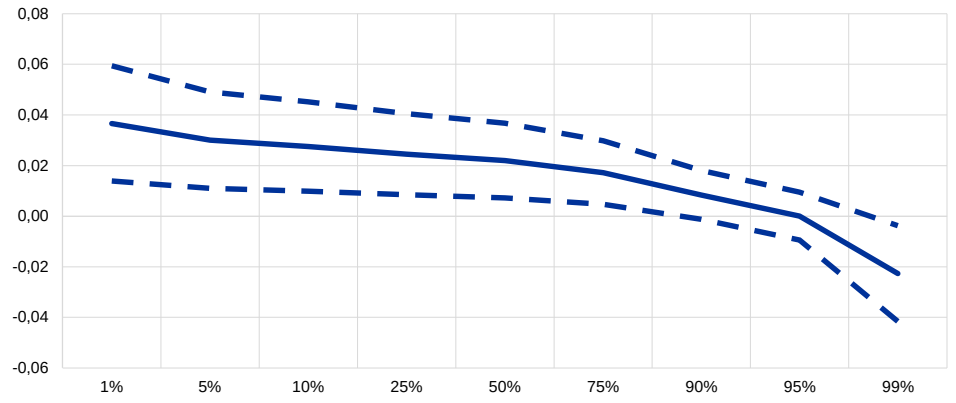
[3] Il grafico C mostra la stima di β_j calcolata utilizzando la seguente specificazione econometrica: $\ln(\frac{imports}{IP})_{sct} = \sum_{j=1}^{42} \beta_j \ I[j = t] * \text{HighIntensiveSector}_{sc} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct}$, dove la variabile dipendente è il logaritmo naturale del rapporto importazioni/produzione. Il gruppo di trattamento (controllo) include tutti i settori al di sopra (al di sotto) della mediana in termini di intensità energetica (diretta e indiretta) del processo produttivo. Il modello econometrico tiene conto del rapporto medio tra importazioni e produzione del settore in ciascun paese utilizzando effetti fissi per paese-settore e degli shock specifici per paese utilizzando effetti fissi per paese-mese. La banca dati comprende 21 settori manifatturieri (al netto del comparto energetico) e 19 paesi dell'area dell'euro.

Le evidenze econometriche confermano che le importazioni tendono a sostituire la produzione interna quando i costi dell'energia sono elevati. Un'analisi settoriale suggerisce che la crescita della produzione manifatturiera nell'area dell'euro tende a diminuire rispetto a quella delle importazioni se i costi dei beni energetici sono elevati[4]. Ciò indica che le importazioni hanno in parte sostituito la produzione interna nei settori in cui i costi dell'energia sono aumentati. Utilizzando questa stima e la distribuzione empirica secondo il rispettivo indice del costo dell'energia, i settori che presentano la più ampia correlazione negativa tra produzione e importazioni sono quelli a maggiore intensità di energia, come le attività minerarie ed estrattive non energetiche, la fabbricazione di prodotti chimici e di prodotti minerali non metalliferi, le attività metallurgiche e le industrie della carta (cfr. il grafico D), in particolare dalla metà del 2021, quando i costi dei beni energetici hanno segnato rincari senza precedenti.

Grafico D

Effetti marginali delle importazioni sulla produzione in settori con differenti intensità di energia (a un percentile più alto corrisponde un'intensità energetica più elevata)

(asse delle ascisse: percentile dell'aumento dei costi dell'energia; asse delle ordinate: coefficiente di correlazione)



Fonti: Eurostat, Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.
Note: risultati di una regressione panel con settori classificati a due cifre nei paesi dell'area dell'euro, in cui viene effettuata una regressione della crescita dei volumi di produzione sui suoi ritardi, sui livelli contemporanei per settore-paese e ritardi della crescita delle importazioni, su un indice dei costi dell'energia (variazione dei prezzi dell'energia a livello di paese per intensità energetica a livello di settore-paese), sulla sua interazione con la crescita delle importazioni e una serie di effetti fissi (per paese-settore e paese-tempo). Le linee tratteggiate indicano intervalli di significatività al 95 per cento.

La sostituzione delle importazioni comporta una perdita netta di produzione interna intermedia, ma contribuisce a preservare la produzione di beni finali grazie al minor costo degli input. L'importazione di beni finali anziché la loro produzione interna dovrebbe avere un effetto negativo sulle esportazioni nette e sul valore aggiunto. Tuttavia, l'importazione di beni intermedi aiuta le imprese a continuare a produrre beni finali a livello interno e quindi limita l'impatto negativo dei rincari energetici. L'effetto netto sull'attività economica dell'area dell'euro dipende dal

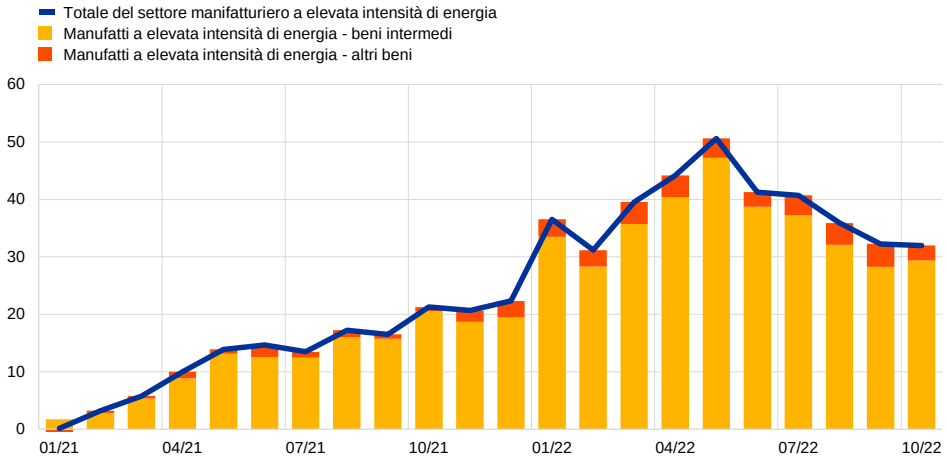
4 Viene effettuata una regressione della crescita dei volumi di produzione sui suoi ritardi, sui livelli contemporanei per settore-paese e sui ritardi della crescita delle importazioni, su un indice dei costi dell'energia (variazione dei prezzi dell'energia a livello di paese per intensità energetica a livello di settore-paese), sulla loro interazione e su una serie di effetti fissi (per paese-settore e paese-tempo). I risultati sono confermati anche con l'utilizzo di serie alternative di effetti fissi, quali quelli per tempo e paese-settore, paese-tempo e settore-tempo, nonché con l'inclusione di proxy della domanda a livello di paese (ad esempio le aspettative di produzione della Commissione europea e la serie dei PMI relativi agli ordinativi) e dei prezzi relativi delle importazioni e della produzione. Il panel comprende 22 settori in ciascuno dei 19 paesi dell'area dell'euro da gennaio 2015 a settembre 2022.

tipo di beni sostituiti: finali o intermedi. Quanto più a valle sono i prodotti importati, tanto maggiore è, verosimilmente, la perdita di attività economica determinata dal trasferimento all'estero di una quota più ampia della produzione di beni. Il grafico E mostra che gli andamenti delle importazioni ad alta intensità energetica nei settori a elevato consumo di energia sono stati principalmente trainati dai prodotti intermedi, a indicare che la sostituzione delle importazioni ha contribuito alla tenuta del prodotto interno.

Grafico E

Importazioni di manufatti a elevata intensità di energia per tipo di prodotto

(variazioni percentuali dei volumi delle importazioni e contributi in punti percentuali rispetto a gennaio 2020)



Fonti: Eurostat, Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: dati destagionalizzati. Le importazioni sono calcolate a partire dagli indici di volume delle importazioni di manufatti e dalle quote di importazione a livello settoriale. I settori a bassa (elevata) intensità di energia sono definiti come quelli con un'intensità energetica inferiore (superiore) a quella del settore mediano. L'intensità di energia è calcolata come gli input energetici (diretti e indiretti) in percentuale degli input totali. I sottosettori manifatturieri a elevata intensità energetica individuati sono la fabbricazione di prodotti alimentari, bevande e tabacco; l'industria del legno e dei prodotti in legno e sughero (esclusi i mobili); la fabbricazione di carta e di prodotti di carta, nonché la riproduzione su supporti registrati; la fabbricazione di prodotti chimici; la fabbricazione di gomma e di articoli in gomma; la fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi; le attività metallurgiche e la fabbricazione di prodotti in metallo. È esclusa la fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio in quanto parte del comparto industriale energetico. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2022.

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

a cura di Catherine Elding, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova e Sara Romaniega Sancho

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 73 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 4 e il 12 gennaio 2023[1].

In termini aggregati, le società interpellate hanno segnalato un'attività in sostanziale stagnazione o in lieve contrazione nel quarto trimestre, ma con notevoli differenze tra settori. Molti hanno registrato una flessione negli ordini e nelle vendite, riconducibile sia a un indebolimento della spesa delle famiglie, sia a una correzione insolitamente ampia delle scorte a fine anno. È stato rilevato, tuttavia, che in vari settori altri elementi hanno sostenuto il protrarsi della crescita, fra cui l'allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta e il perdurare di effetti di recupero.

La maggior parte delle società appartenenti al settore industriale ha segnalato un calo dell'attività, di riflesso alla minore domanda di numerosi beni di consumo durevoli, all'indebolimento del prodotto nel settore delle costruzioni e a correzioni delle scorte. La domanda di beni di consumo elettronici e di molti articoli per la casa è andata calando a causa sia dell'aumento dei prezzi (che ha compresso i bilanci delle famiglie) sia del fatto che gli acquisti di tali articoli spesso sono stati anticipati ed effettuati durante la pandemia. L'attività nel settore dell'edilizia (soprattutto in relazione agli edifici residenziali) ha risentito sempre più del calo della domanda dovuto all'aumento dei costi degli input e dei tassi di interesse. Nel contempo, la riduzione delle scorte alla fine dell'anno è stata più marcata del solito, in parte perché i prezzi elevati avevano reso il capitale circolante più costoso, ma anche perché le precedenti turbative dal lato dell'offerta avevano indotto le imprese a detenere più scorte del solito. L'effetto congiunto dell'indebolimento della domanda di consumi in alcuni settori e della correzione delle scorte ha provocato una contrazione particolarmente brusca della domanda di molti beni intermedi e anche di servizi connessi al trasporto e all'immagazzinaggio, ambiti in cui alla carenza di capacità si era rapidamente sostituito l'eccesso di capacità produttiva.

Per contro, la domanda di vari beni non durevoli e di servizi ha mostrato una maggiore tenuta, mentre l'allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta ha sostenuto la produzione nel settore automobilistico e i beni di investimento. I referenti nel settore dei beni di consumo e in quello delle vendite al dettaglio hanno segnalato un diffuso riorientamento dei consumi verso beni meno costosi. Nel contempo, però, hanno anche rimarcato che chi aveva delle disponibilità era disposto a spendere, come dimostrato dalle vendite di fine anno, che sono state positive o anche superiori alle attese. Particolarmente sostenuta è stata la domanda

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

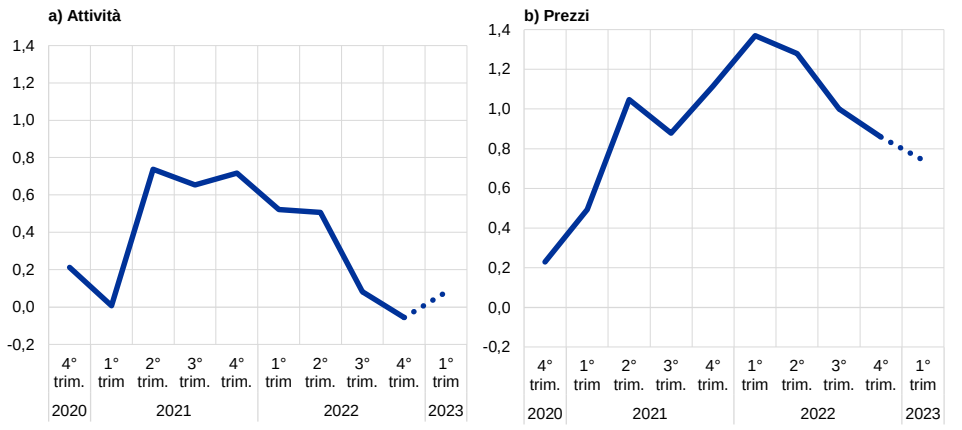
di beni di lusso, mentre nel periodo natalizio il trasporto aereo di passeggeri ha fatto registrare un'ulteriore ripresa. Nel contempo, l'attività nel settore automobilistico e in quello dei beni di investimento ha continuato a essere caratterizzata da ordinativi sostenuti e da livelli di produzione ancora determinati da vincoli dal lato dell'offerta che si attenuano solo gradualmente, per effetto della scarsa disponibilità di semiconduttori e componenti correlate. Coerentemente con questo quadro, per il 2023 la maggior parte dei referenti ha indicato per la propria impresa livelli di investimento programmati simili o superiori a quelli del 2022. Ciò rispecchia in parte la necessità di recuperare terreno sul fronte degli investimenti, dopo i tagli nel 2020 e 2021, nonché alcune fondamentali determinanti di medio periodo, come la digitalizzazione, la transizione energetica e le azioni volte ad accrescere la capacità di tenuta delle catene di approvvigionamento.

Le prospettive a breve termine per l'attività sono rimaste modeste e quelle per il 2023 sono state indicate come molto incerte, ma con maggiori speranze di ripresa nel corso dell'anno. Alla base di un modesto aumento dell'ottimismo c'erano il recente calo dei prezzi dell'energia e gli elevati livelli di stoccaggio del gas, che attenuavano i timori di una carenza di beni energetici, oltre alla considerazione che il protrarsi del vigore dell'occupazione, dell'aumento dei salari e del sostegno pubblico, unitamente ai primi segnali di moderazione dell'inflazione, avrebbe bloccato il calo del reddito disponibile reale e che la fine della strategia zero-COVID in Cina avrebbe probabilmente dato un ulteriore impulso alla domanda mondiale a partire dalla primavera.

Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dai referenti circa l'andamento su base trimestrale dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi. I punteggi sono compresi tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Un punteggio pari a 0 corrisponde a nessuna variazione. La linea tratteggiata si riferisce alle aspettative per il trimestre seguente.

È stata espressa maggiore cautela rispetto alle intenzioni di assunzione e all'attenuarsi di alcune carenze nella manodopera, ma senza prevedere variazioni radicali nelle condizioni del mercato del lavoro. Molti referenti hanno affermato che le loro imprese stavano valutando con maggiore attenzione le possibili

assunzioni e/o le avevano rinviate o ridimensionate, ma vi sono stati pochi o nessun accenno a licenziamenti massicci. Le imprese si sono invece concentrate su come migliorare la produttività del personale già presente e si sono mostrate riluttanti all'idea di perdere lavoratori qualificati, necessari per il futuro. Le agenzie per l'impiego hanno rilevato una minore domanda di personale a tempo determinato, a fronte di una buona tenuta nel mercato degli impieghi a tempo determinato. Nel frattempo sono lievemente diminuite le segnalazioni di carenze di manodopera, apparentemente in via di attenuazione in alcuni settori.

I prezzi di vendita hanno continuato ad aumentare in termini aggregati, ma a un ritmo via via più moderato, con maggiore variabilità tra i vari settori e prospettive meno certe. Nella maggior parte dei settori i prezzi hanno continuato ad aumentare nel quarto trimestre del 2022 (o comunque la tendenza di fondo era ancora al rialzo) e ulteriori rincari erano stati attuati, erano programmati o sarebbero stati tentati nel primo trimestre del 2023. Il tasso di crescita dei prezzi è rimasto particolarmente elevato nella vendita al dettaglio di prodotti alimentari e nel settore dell'industria agroalimentare. Anche i prezzi di molti beni di consumo e beni di investimento, nonché della maggior parte dei servizi, si sono confermati dinamici, in quanto la trasmissione delle pressioni dal lato dei costi precedenti e/o in atto (nel caso specifico sospinte, in particolare, dai salari) ha reso necessari prezzi più elevati per poter mantenere dei margini, mentre in alcuni casi i prezzi hanno subito un aumento automatico per via delle clausole di indicizzazione. Le società interpellate hanno inoltre segnalato pressioni al rialzo sui canoni di locazione delle abitazioni, a fronte di un mercato sempre più teso in molti paesi e/o dell'entrata in vigore di clausole di indicizzazione. Negli ultimi mesi i prezzi di vendita hanno iniziato a scendere (da livelli molto elevati) in alcuni settori, fra cui quello energetico e quello dei beni intermedi, in molte sue parti (acciaio, prodotti chimici, produzione di carta, ecc.). Le tariffe di trasporto spot (per il trasporto di beni e le spedizioni via container) sono diminuite bruscamente, per quanto tali tariffe non rispecchino i prezzi dei contratti a lungo termine su cui si basa la maggior parte dell'attività.

Molte imprese che nel 2022 avevano adottato strategie di fissazione dei prezzi più dinamiche hanno previsto una revisione dei prezzi più frequente del solito per il 2023. L'effettiva probabilità di un aumento dei prezzi dipenderebbe, tuttavia, dall'evoluzione – sempre più incerta – dei costi degli input e dalla (sensibilità ai prezzi della) domanda. Nonostante le maggiori pressioni dal lato dei costi salariali e l'incertezza molto elevata circa l'andamento futuro dei prezzi dell'energia, per il 2023 la maggior parte dei referenti ha dichiarato di aspettarsi una crescita dei prezzi più contenuta rispetto al 2022.

In tema di costi, la crescita salariale è stata indicata come preoccupazione principale, nonostante aspettative sui salari invariate rispetto all'inchiesta precedente. Per il 2023 la maggior parte dei referenti ha previsto una crescita salariale più elevata rispetto al 2022. Da una media semplice dei valori medi delle indicazioni quantitative raccolte emerge che per il 2022 le società interpellate avevano stimato un aumento delle retribuzioni medie pari a circa il 3,5 per cento, mentre per il 2023 la crescita prevista si attesta approssimativamente sul 5 per cento. Alcuni hanno espresso il timore che, a differenza dei rincari dell'energia

o delle materie prime, gli incrementi salariali si rivelino permanenti e producano, pertanto, effetti più duraturi. Altri, tuttavia, hanno osservato che gli incrementi salariali sono inferiori rispetto ai tassi di inflazione correnti e quindi non sufficienti ad alimentare una spirale salari-prezzi.

4 Come le persone vogliono lavorare: preferenze per il lavoro da remoto dopo la pandemia

a cura di António Dias da Silva, Dimitris Georgarakos e Marco Weißler

I modelli di lavoro da casa sono cambiati sostanzialmente dopo l'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19), riflettendo una preferenza costantemente più elevata per il lavoro da remoto. Prima dell'insorgere della pandemia, a marzo 2020, il lavoro da casa non era particolarmente diffuso nell'area dell'euro. Secondo i dati Eurostat, nel 2019 l'85 per cento dei dipendenti non aveva mai lavorato da casa, una percentuale lievemente inferiore rispetto al 92 per cento del 2000[1]. Lo shock causato dal COVID-19 ha determinato un improvviso aumento della domanda di politiche a sostegno del lavoro da casa, che consentissero alla maggior parte dei dipendenti di lavorare da casa almeno una volta a settimana[2]. L'aumento del ricorso a questa modalità di lavoro è stato reso possibile da investimenti effettuati sia dai datori di lavoro sia dai lavoratori. Il presente riquadro documenta come il lavoro da casa sia cambiato durante la pandemia e quali siano le principali determinanti di questo cambiamento, nonché le aspettative future circa le preferenze di lavoro. Le variazioni nei modelli di lavoro da casa e le preferenze a esso accordate possono avere conseguenze importanti sugli andamenti economici e sociali, anche per quanto riguarda il mercato del lavoro e le scelte abitative[3].

Il lavoro da casa è stato oggetto, nel periodo fra il 2020 e il 2022, di più edizioni dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE[4]. In base ai dati di tali indagini, mentre più del 60 per cento dei lavoratori non aveva mai lavorato da casa prima della pandemia[5], nei mesi successivi al suo inizio tale percentuale è scesa al di sotto del 40 per cento. A maggio 2022 la maggior parte dei lavoratori dell'area dell'euro ha dichiarato di aver lavorato da remoto almeno un giorno a settimana nei tre mesi precedenti (cfr. il grafico A). La maggior parte dei lavoratori che lavoravano a distanza lo ha fatto per un numero di giorni a settimana compreso tra due e quattro. Ai lavoratori è stato inoltre chiesto quali sarebbero state le loro preferenze in merito al lavoro da casa una volta superata la pandemia di COVID-19; circa due terzi hanno dichiarato di

1 Tali dati sono in linea con quelli registrati negli Stati Uniti che mostrano come nel 2000 il 92,5 per cento di tutti i lavoratori non avesse mai lavorato da remoto, una percentuale scesa al 90,5 per cento nel 2010 (cfr. Mateyka P.J., Rapino M.A. e Landivar, L.C., "Home-Based Workers in the United States: 2010", *Home Economic Studies*, U.S.Department of Trade, Economics and Statistics Administration, U.S. Census Bureau, 2012).

2 Cfr. "Living, working and COVID-19: First findings – April 2020", *Covid-19 Series*, Eurofound, 2020.

3 Cfr., ad esempio, Williamson, H., "An Evaluation of the Impacts of Remote Working", *Irish Government Economic and Evaluation Service Paper*, Department of Enterprise, Trade and Employment, maggio 2022.

4 In alcuni quesiti specifici delle indagini si è chiesto ai consumatori quanti giorni avessero lavorato da casa sia prima, sia durante la pandemia, nonché quali fossero le loro preferenze circa il numero di giorni di lavoro a distanza di cui disporre in futuro. L'analisi si basa su risposte date da famiglie in Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi.

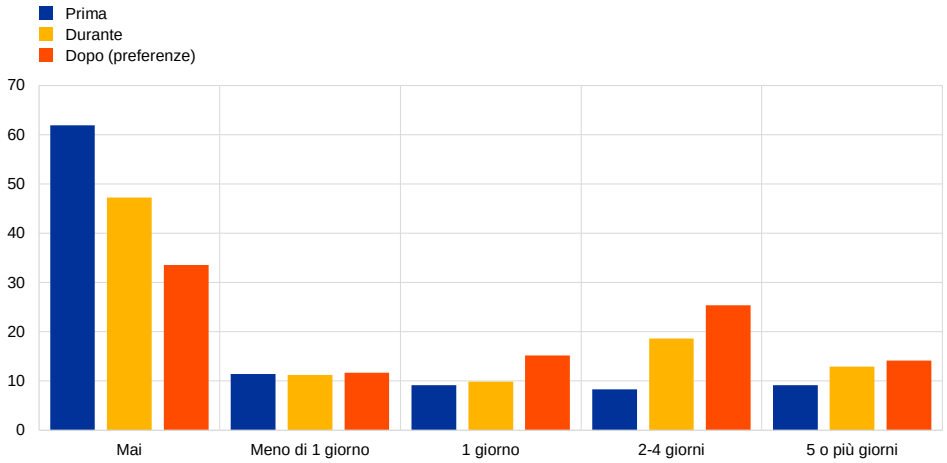
5 A differenza di Eurostat, l'indagine CES ha chiesto agli intervistati se avessero lavorato da casa prima dell'inizio della pandemia di COVID-19 e non solo durante le ultime quattro settimane. Ciò, in aggiunta al diverso campione a cui è rivolta l'indagine CES, potrebbe spiegare perché, secondo i dati di quest'ultima, la percentuale di lavoratori che non avevano mai sperimentato il lavoro da casa sia inferiore.

voler lavorare a distanza almeno un giorno a settimana e circa il 25 per cento ha espresso una preferenza per un modello che comprenda tra due e quattro giorni di lavoro da casa a settimana. Queste cifre suggeriscono il desiderio di una prevalenza dei modelli di lavoro ibrido, al di là delle restrizioni e dei timori per la salute connessi con la pandemia[6].

Grafico A

Numero di giorni di lavoro da casa prima e durante la pandemia di COVID-19 e preferenze per il futuro

(percentuale di intervistati)



Fonte: BCE, indagine CES di maggio 2022.
Nota: a maggio 2022 agli intervistati (di età compresa tra i 20 e i 64 anni) è stato chiesto a) per quanti giorni a settimana avessero avuto la possibilità di lavorare da casa prima della pandemia di COVID-19; b) per quanti giorni al mese avessero potuto lavorare da casa in un mese standard nel periodo tra febbraio e aprile 2022 e c) per quanti giorni a settimana avrebbero preferito lavorare da casa dopo la fine della pandemia.

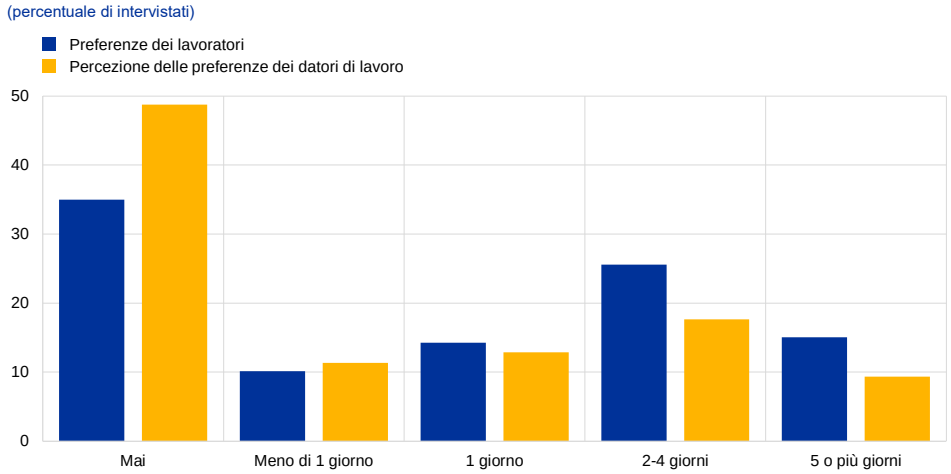
In media, i lavoratori considerano le loro preferenze in merito al lavoro da casa sostanzialmente in linea con quelle che ritengono essere le preferenze dei datori di lavoro. Ad agosto 2021 circa il 40 per cento dei lavoratori ha dichiarato di voler lavorare da casa almeno due giorni a settimana dopo la pandemia e il 27 per cento si aspettava che il proprio datore di lavoro avrebbe offerto loro quest'opzione (cfr. il grafico B). Il 60 per cento dei lavoratori ha risposto di considerare le proprie preferenze in merito al lavoro da casa in linea con quelle che riteneva fossero le preferenze dei datori di lavoro. Il 30 per cento dei lavoratori aveva invece, in merito al lavoro da casa, preferenze superiori all'offerta che si aspettava di ricevere da parte del proprio datore di lavoro. Si è pertanto discusso se questo divario percepito possa accrescere la propensione di alcuni lavoratori a cambiare datore di lavoro, giacché disporre di accordi per il lavoro flessibile (compresa la possibilità di lavorare

6 Le preferenze sono state notevolmente stabili a livello aggregato. In occasione di tutte le indagini svolte nel periodo del COVID-19, circa il 40 per cento degli intervistati ha manifestato il desiderio di lavorare da remoto almeno due giorni, dopo la pandemia. Questa stabilità delle preferenze a livello aggregato cela tuttavia alcune variazioni a livello individuale: solo circa la metà di quei lavoratori che ad agosto 2021 hanno dichiarato di preferire almeno due giorni di lavoro da casa a settimana ha espresso la stessa preferenza a maggio 2022.

a distanza) è stato menzionato come un importante motivo alla base della ricerca di un nuovo posto di lavoro[7].

Grafico B

Lavoro da casa: preferenze dei lavoratori e loro percezione delle preferenze dei datori di lavoro



Fonte: BCE, indagine CES di agosto 2021.
Note: il grafico mostra il numero di giorni di lavoro da casa a settimana preferito dai lavoratori e la loro percezione delle preferenze dei datori di lavoro. I dati si riferiscono a lavoratori di età compresa tra i 20 e i 64 anni.

La propensione di alcuni lavoratori a cercare e cambiare un impiego potrebbe essere influenzata dalla loro percezione dell'offerta di politiche a sostegno del lavoro da casa da parte dei datori di lavoro. Nella scelta di un datore di lavoro l'importanza della modalità di lavoro da casa è stata potenzialmente accresciuta proprio dalla più ampia diffusione di questa opzione. Se le preferenze di un lavoratore circa il lavoro da casa sono superiori a quanto offerto dal suo datore di lavoro attuale, ciò può determinare una maggiore propensione del lavoratore a cambiare posto di lavoro. Coerentemente, quando le preferenze dei lavoratori per il lavoro da casa superavano la loro percezione della relativa offerta da parte dei datori di lavoro, è stata riscontrata una maggiore probabilità che essi cercassero un nuovo impiego e che lo avessero cambiato almeno una volta dopo lo svolgimento dell'indagine (cfr. il grafico C)[8].

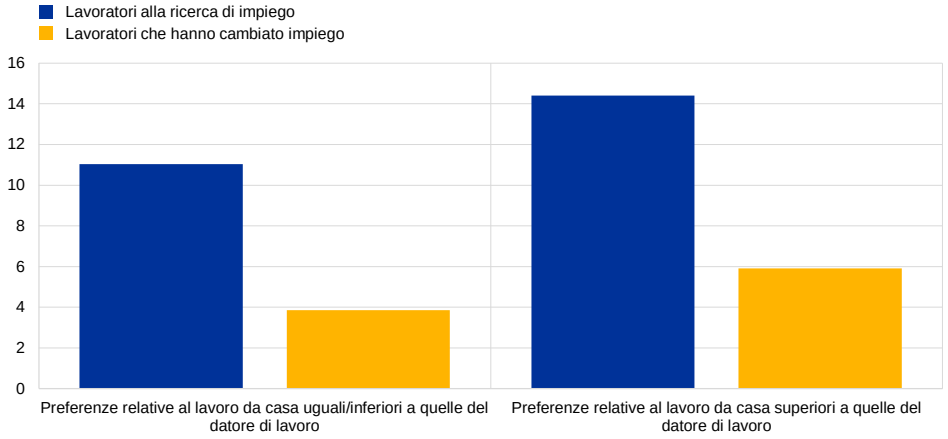
7 Cfr., ad esempio, Americans are embracing flexible work — and they want more of it, McKinsey & Company, luglio 2022; oppure Barrero, J.M., Bloom, N. e Davis, S.J., "Let me work from home, or I will find another job", *VOX-EU*, 27 luglio 2021.

8 I due gruppi di lavoratori, quello con preferenze circa il lavoro da casa pari o inferiori alla percezione di quanto preferito dai datori di lavoro e quello con preferenze superiori a tale percezione, erano molto simili in termini di livello salariale, istruzione, reddito delle famiglie, età o permanenza nel campione.

Grafico C

Preferenze circa il lavoro da casa e capacità di trattenere il lavoratore

(percentuale di intervistati)



Fonte: BCE, indagine CES di luglio 2021, agosto 2021 e successive edizioni fino a maggio 2022.
Note: il grafico mostra la percentuale dei lavoratori che avevano cercato un impiego prima della data dell'indagine (agosto 2021) e quella dei lavoratori che, entro i nove mesi successivi, hanno cambiato lavoro in ragione della propria preferenza in merito al lavoro da casa, come registrata ad agosto 2021. I dati si riferiscono a lavoratori di età compresa tra i 20 e i 64 anni.

Il numero mensile di giorni di lavoro da casa preferito dai lavoratori varia notevolmente in relazione alle caratteristiche personali e a quelle del lavoro svolto[9]**.** L'occupazione è il fattore più importante per spiegare le preferenze circa il lavoro da casa. Ad esempio, gli impiegati d'ufficio preferiscono 4,5 giorni di lavoro da casa al mese in più rispetto agli operatori di impianti e macchinari (cfr. il grafico D). Ciò suggerisce che le caratteristiche del posto di lavoro influiscono fortemente sulle preferenze relative al lavoro da casa. Va precisato che la possibilità di svolgere mansioni a distanza, ossia la "telelavorabilità" di un lavoro, varia notevolmente da un'occupazione all'altra[10]. Si tratta di un vincolo che si riflette almeno in parte nelle preferenze circa il lavoro da casa espresse dai lavoratori intervistati.
Le caratteristiche personali che determinano le preferenze relative al lavoro da casa vengono quindi di seguito esaminate avendo considerato vincoli quali l'occupazione, il settore e le dimensioni dell'impresa.

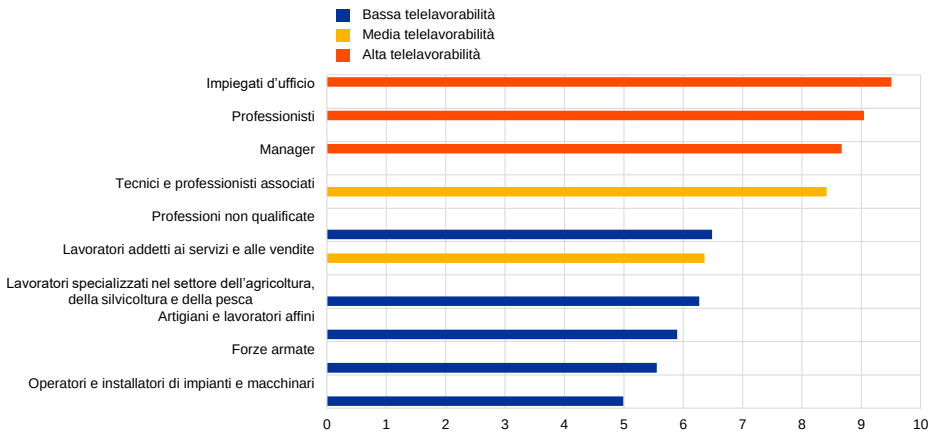
9 Ai fini dell'analisi sono state ricalcolate su base mensile le preferenze per il lavoro da casa su base settimanale, considerando il punto medio dell'intervallo.

10 Cfr., ad esempio, Dingel, J.I. e Neiman, B., "How many jobs can be done at home?", *Journal of Public Economics*, vol. 189, settembre 2020, pagg. 1-8, e Bates, C. e Vivian, L, "Occupazioni compatibili con il telelavoro", riquadro 4 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.

Grafico D

Numero preferito di giorni di lavoro da casa per occupazione e telelavorabilità

(numero di giorni lavorativi al mese)



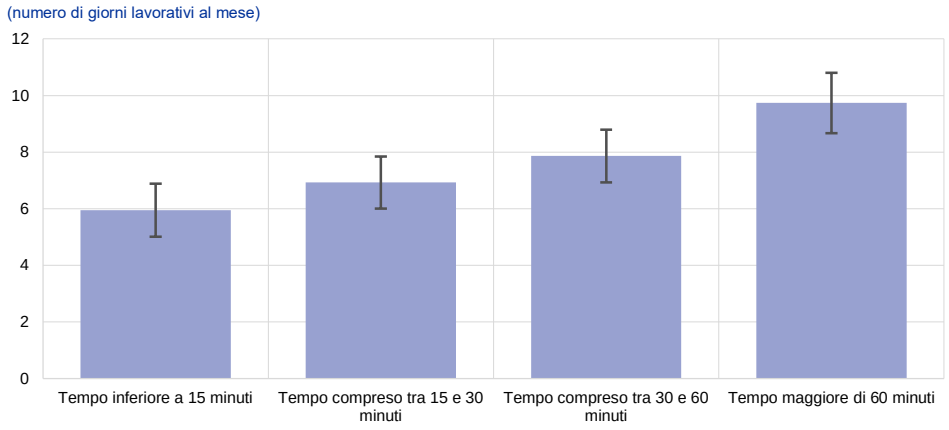
Fonte: BCE, indagine CES di maggio 2022.
Note: risultati della stima di una regressione calcolata con il metodo dei minimi quadrati in cui la variabile dipendente è il numero di giorni lavorativi al mese che un lavoratore intende lavorare da casa (al massimo 20). Si è tenuto conto dell'età, della presenza di figli minori nel nucleo familiare, del genere, dell'istruzione, del tempo necessario a raggiungere il luogo di lavoro, della condizione di lavoratore autonomo, delle dimensioni dell'impresa, dell'occupazione, del settore e del paese. I dati si riferiscono a lavoratori di età compresa tra i 20 e i 64 anni. Per la definizione di telelavorabilità cfr. Sostero et al., "Teleworkability and the COVID-19 crisis: a new digital divide?", *JRC Working Paper Series on Labour, Education and Technology*, Commissione europea, 2020.

Il tempo necessario a raggiungere il luogo di lavoro è il fattore personale più importante nel determinare le preferenze relative al lavoro da casa. Dopo aver tenuto conto delle caratteristiche specifiche dell'impiego, le evidenze mostrano che il tempo necessario a raggiungere il luogo di lavoro è il principale fattore di natura personale alla base delle preferenze circa il lavoro da casa. Mentre la possibilità di svolgere a distanza uno specifico lavoro è in larga misura collegata a caratteristiche quali l'occupazione o il settore, il tempo necessario a raggiungere il luogo di lavoro spesso determina una preferenza personale. I lavoratori che impiegano più di un'ora a tratta per raggiungere il luogo di lavoro preferiscono dieci giorni di lavoro da casa al mese, ossia quattro giorni in più rispetto ai lavoratori che impiegano meno di 15 minuti a raggiungere il luogo di lavoro (cfr. il grafico E). Ciò è in linea con i risultati osservati in precedenza per gli Stati Uniti, che mostrano come il risparmio in termini di tempo rappresenti il vantaggio più importante del lavoro da casa, in particolare per le donne e i lavoratori con un livello di istruzione più elevato[11]. L'analisi ha anche individuato un ruolo svolto dalle caratteristiche demografiche; i più giovani, le donne e i nuclei familiari con figli di età pari o inferiore a sei anni indicano una preferenza per un numero più elevato di giorni di lavoro da casa al mese. Queste associazioni sono statisticamente significative, ma quantitativamente esigue.

[11] Cfr. Barrero, J.M., Bloom, N. e Davis, S.J., "SWAA March 2022 Updates", *WFH Research*, marzo 2022; Barrero, J.M., Bloom, N. e Davis, S.J., "Why working from home will stick", *NBER Working Paper*, n. 28731, National Bureau of Economic Research, aprile 2021.

Grafico E

Numero preferito di giorni di lavoro da casa al mese per tempo necessario a raggiungere il luogo di lavoro



Fonte: BCE, indagine CES di maggio 2022.
Note: risultati della stima di una regressione calcolata con il metodo dei minimi quadrati in cui la variabile dipendente è il numero di giorni lavorativi al mese che un lavoratore intende lavorare da casa (al massimo 20). I coefficienti sono relativi a lavoratori che non si spostano mai per raggiungere il luogo di lavoro. Si è tenuto conto dell'età, della presenza di figli minori nel nucleo familiare, del genere, dell'istruzione, della condizione di lavoratore autonomo, delle dimensioni dell'impresa, dell'occupazione, del settore e del paese. I dati si riferiscono a lavoratori di età compresa tra i 20 e i 64 anni.

Datori di lavoro e lavoratori si stanno ancora adeguando ai cambiamenti dei modelli di lavoro da casa indotti dalla pandemia di COVID-19. Sembra tuttavia probabile che la domanda di lavoro da remoto resterà notevolmente più elevata rispetto a prima dell'inizio della pandemia. I lavoratori esprimono un'elevata preferenza per il lavoro da casa e per molti di loro l'opzione preferita sembra essere quella di un modello ibrido che offra da due a quattro giorni a settimana di lavoro a distanza. I risultati suggeriscono inoltre che le scelte dei lavoratori nella ricerca di un impiego possono essere influenzate dalle preferenze relative al lavoro da remoto. Tali preferenze sono a loro volta determinate dalle caratteristiche personali del lavoratore e da quelle specifiche dell'impiego, due fattori entrambi importanti. In particolare, i lavoratori che impiegano molto tempo a raggiungere il luogo di lavoro sembrano prediligere fortemente il lavoro da remoto e potrebbero pertanto essere più disposti a cambiare lavoro per trovare modalità di lavoro da casa adeguate alle loro preferenze.

5 Le politiche climatiche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e l'impatto macroeconomico delle misure di bilancio verdi

a cura di Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik, Eliza Lis e Yiqiao Sun

In seguito alla conclusione del riesame della strategia di politica monetaria della BCE nel 2021, il Consiglio direttivo ha approvato un articolato piano di azione volto a integrare le considerazioni relative ai cambiamenti climatici nel quadro delle sue politiche. Due delle iniziative presentate nella tabella di marcia dettagliata allegata al piano erano: a) introduzione di ipotesi tecniche sulla fissazione dei prezzi delle emissioni di carbonio; b) regolare valutazione dell'impatto delle politiche di bilancio connesse al clima sulle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema/della BCE[1]. Il presente riquadro riassume le misure di bilancio connesse al clima incluse nello scenario di base delle proiezioni formulate a dicembre 2022. Al fine di valutare l'impatto macroeconomico delle politiche di transizione legate al clima, si quantificano gli effetti delle misure di bilancio ambientali sul prodotto e sull'inflazione nello scenario di base[2]. In seguito il riquadro tratta delle potenziali ripercussioni del sistema europeo di scambio delle quote di emissione (emissions trading system, ETS) e delle misure non di bilancio legate al clima, oltre a considerare i rischi che esse comportano per le prospettive di inflazione e di crescita del PIL.

Nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE una misura di bilancio, dal lato delle entrate o della spesa, viene annoverata tra le politiche in materia di cambiamenti climatici se ha un impatto sulla mitigazione di tali cambiamenti o sull'adattamento a essi, oppure se compensa gli effetti di eventi meteorologici estremi. Le misure di bilancio discrezionali incluse nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema/della BCE sono classificate sulla base del nesso che hanno con i cambiamenti climatici, con tre categorie (aggiuntive) di misure di bilancio legate al clima.

La prima categoria riguarda le misure denominate "verdi", che dovrebbero avere un impatto favorevole sulla riduzione delle emissioni di carbonio, sull'efficienza energetica o sulla mobilità senza emissioni di carbonio, oppure finanziare l'adattamento alle conseguenze dei cambiamenti climatici. Ne sono un esempio l'aumento delle imposte sull'energia e i sussidi per le autovetture elettriche o per la riqualificazione energetica degli edifici.

Nella seconda categoria sono comprese le misure definite "ostacoli per la transizione ecologica" perché hanno un impatto negativo. Ne sono un esempio le misure volte a

---

1 Cfr. BCE, "Allegato: Tabella di marcia dettagliata delle iniziative relative al cambiamento climatico", 8 luglio 2021.

2 L'impatto dei provvedimenti di compensazione energetica, un'ampia quota dei quali ostacola la transizione ecologica, è oggetto di analisi in un articolo distinto, *Politiche di bilancio e inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

compensare gli elevati prezzi dell'energia, come i sussidi per i massimali di prezzo o i tagli alle imposte sull'energia, che ne riducono i prezzi.

Un'ulteriore categoria si riferisce alle misure connesse a eventi meteorologici estremi, che indennizzano gli effetti di inondazioni, incendi boschivi, ondate di calore e siccità. Ne sono un esempio gli aiuti di emergenza, la ricostruzione di infrastrutture distrutte e il risarcimento per perdite a carico di privati non assicurati.

Un'ultima categoria è composta dalle misure di bilancio escluse dalle tre precedenti e il cui impatto sul clima è considerato neutro o indeterminato. A essa appartengono quei provvedimenti il cui obiettivo non rientra in modo esplicito tra quelli elencati sopra (ad esempio variazioni generali dell'IVA o trasferimenti di denaro destinati a famiglie) o che sono a beneficio di settori specifici senza un chiaro nesso con finalità legate al clima (ad esempio sussidi generali a favore di imprese ferroviarie).

Lo scopo della tabella di marcia inclusa nel riesame della strategia di politica monetaria consiste nel valutare l'impatto che le politiche di bilancio connesse al clima hanno sulle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema/della BCE, non nel trattare tutte le politiche climatiche di tutti i paesi dell'area dell'euro. Le misure di bilancio che rientrano nell'ambito delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema/della BCE riguardano decisioni discrezionali dei governi. Ciò significa, ad esempio, che è incluso un aumento del gettito fiscale dovuto a variazioni delle aliquote fiscali, ma non uno dovuto a prezzi più elevati. Neanche gli andamenti dei prezzi delle aste nell'ambito del sistema ETS rientrano in questa classificazione[3], così come le misure non di bilancio legate al clima (ad esempio di natura normativa).

Le misure di bilancio verdi forniscono uno stimolo fiscale modesto. Ciò è riscontrabile nello scenario di base delle proiezioni di dicembre 2022, in cui lo stimolo fiscale modesto raggiunge il massimo livello nel 2022 (cfr. il grafico A). Ci si attende che le attuali misure di bilancio connesse a eventi meteorologici estremi abbiano un effetto marginale nell'insieme dell'area dell'euro nell'orizzonte temporale di proiezione. Tuttavia, il loro effetto è maggiore nei paesi colpiti di recente da eventi meteorologici estremi, come le alluvioni del 2021 in Belgio, Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi[4]. L'impatto climatico delle misure di bilancio verdi non è necessariamente proporzionale all'impatto macroeconomico, giacché alcune di esse potrebbero mitigare i cambiamenti climatici in modo più efficace rispetto ad altre. Inoltre, alcune misure compensano l'impatto macroeconomico di altre, ad esempio quando si utilizza un aumento della tassazione del carbonio per finanziare la spesa connessa al clima.

---

3 Nelle statistiche di finanza pubblica, i proventi del sistema ETS rientrano nelle imposte sull'energia, a loro volta incluse nelle proiezioni sulle finanze pubbliche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema/della BCE.

4 È sempre più probabile che eventi meteorologici estremi abbiano un impatto sulle prospettive di crescita e di inflazione nel medio periodo. Sebbene questi eventi siano difficili da prevedere e quindi tendano a essere inclusi nelle proiezioni in un'ottica retrospettiva, il loro impatto sui conti pubblici può protrarsi per diversi anni, in quanto le spese di recupero possono durare più di un anno e tendono a essere compensate entro l'orizzonte temporale di proiezione.

Attualmente, le misure verdi sono superate in misura significativa dai provvedimenti di bilancio che ostacolano la transizione ecologica. Gli ampi interventi di sostegno connessi all'energia con un impatto diretto sugli incentivi all'utilizzo dei combustibili fossili costituiscono la maggior parte di questi provvedimenti dannosi, che includono la riduzione delle imposte sull'energia e i sussidi fiscali per i massimali sui prezzi energetici. Si tratta di provvedimenti adottati da tutti i governi dell'area dell'euro in risposta alla crisi energetica, dei quali è comunque prevista la scadenza, nella maggior parte dei paesi, dopo il 2023[5].
Le misure volte a compensare i prezzi dei beni energetici senza un impatto diretto sugli incentivi all'utilizzo dei combustibili fossili, quali, ad esempio, i trasferimenti alle famiglie, non sono classificate come ostacoli alla transizione ecologica.

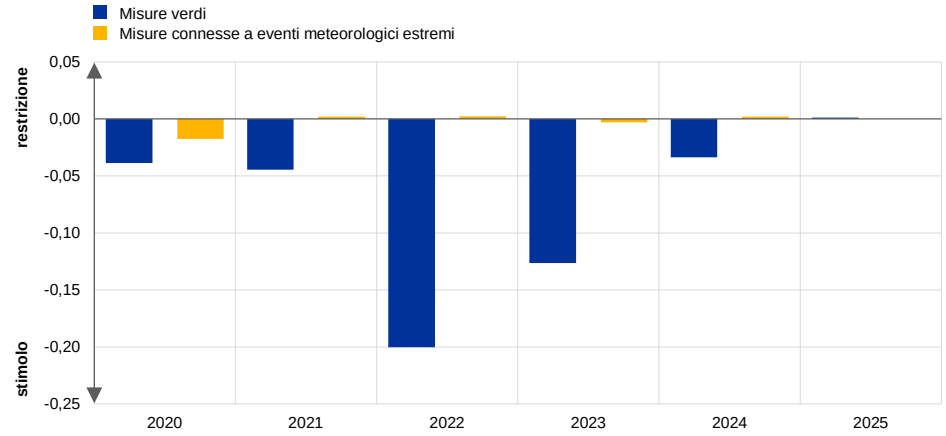
[5] Cfr. BCE, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022*.

Grafico A

Misure di bilancio connesse ai cambiamenti climatici nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema/della BCE

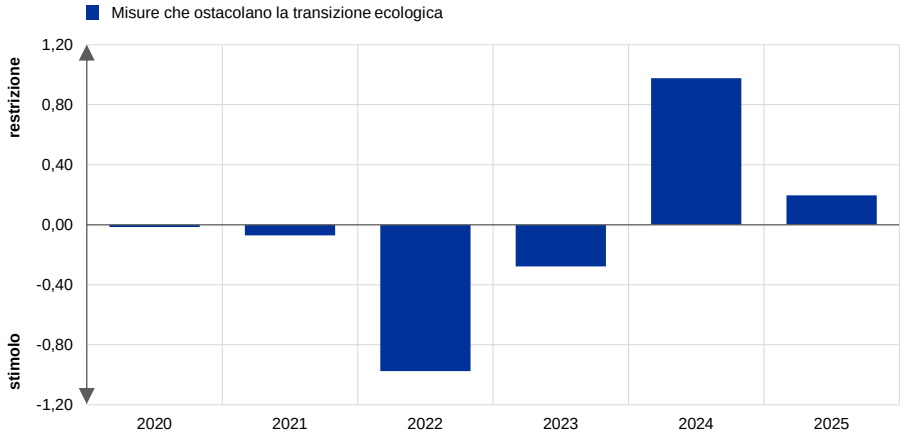
a) Misure di bilancio connesse alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento a essi e agli eventi meteorologici estremi

(in percentuale del PIL)



b) Misure di bilancio che ostacolano la transizione ecologica

(in percentuale del PIL)



Fonte: *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022.*
Note: la voce "Misure verdi" include quei provvedimenti che dovrebbero avere un impatto favorevole sulla riduzione delle emissioni di carbonio, sull'efficienza energetica o sulla mobilità senza emissioni di carbonio, oppure che finanziano l'adattamento alle conseguenze dei cambiamenti climatici. La voce "Misure che ostacolano la transizione ecologica" include quei provvedimenti che hanno un impatto negativo.

Nell'orizzonte temporale di proiezione l'impatto complessivo delle misure verdi sulla crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro dovrebbe essere molto contenuto (cfr. il pannello a) del grafico B). Sebbene lo stimolo aggregato raggiunga il suo livello massimo nel 2022, a partire dal 2024 inverte la propria tendenza diventando restrittivo, anche se in misura trascurabile. Nel complesso, la combinazione di misure verdi ha un effetto espansivo per tutto l'orizzonte temporale di proiezione. Le misure dal lato delle entrate, il cui impatto tende a essere più persistente, sono restrittive in tutti gli anni. Complessivamente gli effetti sul PIL inclusi nelle proiezioni di dicembre 2022 indicano che l'effetto moltiplicatore delle misure di bilancio verdi è di gran lunga inferiore a uno.

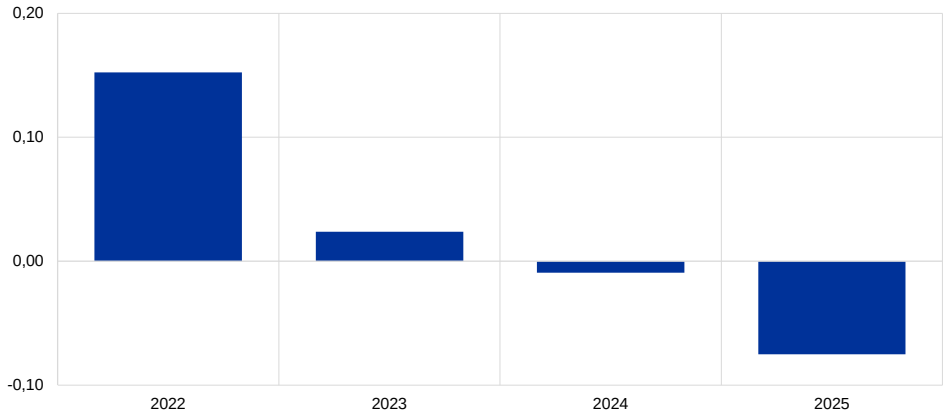
Le misure di bilancio verdi esercitano un impatto al rialzo limitato ma in lieve aumento sulle prospettive di inflazione incluse nello scenario di base (cfr. il pannello b) del grafico B). A livello aggregato dell'area dell'euro si stima che forniscano un contributo all'inflazione misurata sullo IAPC pari a 0,05 punti percentuali nel 2022, 0,06 nel 2023, 0,08 nel 2024 e 0,11 nel 2025. Questo impatto al rialzo è controbilanciato, in misura incisiva, dall'impatto sull'inflazione di molte misure definite "ostacoli per la transizione ecologica", quali i massimali di prezzo. Nel complesso, si stima che le misure di bilancio volte a compensare gli elevati prezzi dei beni energetici e l'inflazione freneranno l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC di 1,1 punti percentuali nel 2022 e di 0,5 nel 2023, e la loro revoca dovrebbe esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione nell'ordine di 0,7 punti percentuali nel 2024 e 0,4 nel 2025[6].

Grafico B

Impatto delle misure di bilancio verdi sul PIL e sull'inflazione nell'orizzonte temporale di proiezione

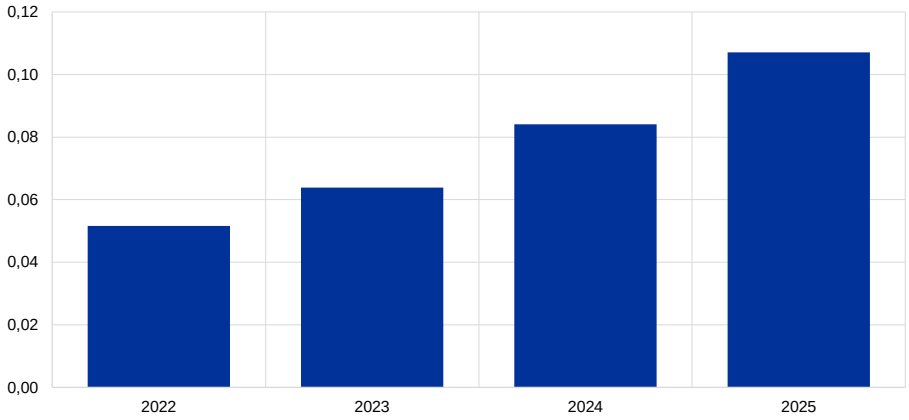
a) Crescita del PIL in termini reali

(deviazione in punti percentuali dallo scenario di base)



b) IAPC

(deviazione in punti percentuali dallo scenario di base)



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

[6] Ibid.

Oltre all'impatto delle misure di bilancio verdi nazionali, l'aumento dei prezzi delle quote nell'ambito del sistema ETS dell'UE e le politiche previste nell'ambito del pacchetto "Pronti per il 55%" possono comportare rischi sia al rialzo sia al ribasso per le prospettive di inflazione. L'aumento dei prezzi delle quote nell'ambito del sistema ETS può innalzare i prezzi all'ingrosso dell'elettricità, esercitando pressioni al rialzo sulle relative quotazioni al dettaglio. Tuttavia, sulla base delle ipotesi sottostanti ai prezzi dei contratti future per il sistema ETS, il contributo delle variazioni di tali prezzi a quelle dei prezzi all'ingrosso dell'elettricità nell'orizzonte di proiezione sarebbe marginale, limitandone così l'impatto sulla componente dello IAPC relativa ai prezzi dell'elettricità e, di conseguenza, sullo IAPC complessivo. Al di là delle prospettive incluse nello scenario di base, aumenti dei prezzi del sistema ETS superiori a quelli impliciti nelle curve dei contratti future e modifiche programmate all'attuale struttura del sistema stesso (compresa l'estensione delle emissioni nel suo ambito di applicazione) potrebbero comportare crescenti pressioni dirette sui costi per le componenti dello IAPC relative ai beni energetici, ai beni industriali non energetici e ai servizi[7]. Ad esempio, l'introduzione graduale di un sistema ETS separato per le emissioni nei settori delle costruzioni e dei trasporti può avere un impatto diretto al rialzo sulla componente energetica dello IAPC e sullo IAPC complessivo. Tale introduzione avrebbe luogo, tuttavia, solo oltre l'attuale orizzonte temporale di proiezione, cioè dopo il 2025[8]. Per contro, una regolamentazione mirata ad aumentare la quota di energie rinnovabili potrebbe esercitare gradualmente pressioni al ribasso sulla componente energetica dello IAPC. Sebbene la rapidità delle tempistiche sia molto incerta riguardo sia l'aumento della capacità delle energie rinnovabili, sia l'annunciata riforma dei mercati dell'elettricità nell'UE, tali fattori combinati probabilmente comporteranno un rischio al ribasso per i prezzi dell'energia verso la seconda metà del decennio.

Le politiche connesse ai cambiamenti climatici incluse nel pacchetto "Pronti per il 55%" non avrebbero soltanto considerevoli benefici al di fuori dell'ambito economico, bensì dovrebbero anche contribuire a evitare perdite economiche derivanti dall'aumento di rischi fisici nel più lungo termine. Gli effetti a breve termine sull'attività in termini reali derivanti dall'attuazione delle politiche di transizione sono ritenuti negativi ma contenuti, a fronte del beneficio di evitare gli effetti macroeconomici negativi degli incidenti climatici che tali politiche contribuiscono ad attenuare. L'impatto a lungo termine sul PIL aggregato in termini reali potrebbe persino essere positivo, dato il considerevole fabbisogno di investimenti verdi. Anche l'impatto sulla crescita potenziale potrebbe essere positivo, malgrado sia contraddistinto da notevoli incertezze e dipenda dalla strategia politica scelta. Ciò è riconducibile al fatto che il pacchetto riduce i danni economici derivanti dai cambiamenti climatici e stimola una trasformazione strutturale più rapida verso un'economia più verde a livello europeo. Al tempo stesso, sfruttare appieno la trasformazione richiede un'azione politica complementare volta a creare incentivi a

7 Oltre a questi effetti sul livello dei prezzi delle singole componenti, l'impatto di queste politiche potrebbe manifestarsi anche attraverso altri canali macroeconomici, che potrebbero influenzare l'impatto netto sull'inflazione.

8 Cfr. il comunicato stampa del Consiglio dell'Unione europea *"Pronti per il 55%": il Consiglio e il Parlamento raggiungono un accordo provvisorio sul sistema di scambio di quote di emissione dell'UE e sul Fondo sociale per il clima* del 18 dicembre 2022.

stimolare gli investimenti verdi e l'innovazione, nonché a favorire una rapida riallocazione delle risorse.

6 Una valutazione aggiornata delle proiezioni di inflazione a breve termine formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE

a cura di Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Adrian Page e Marcel Tirpák

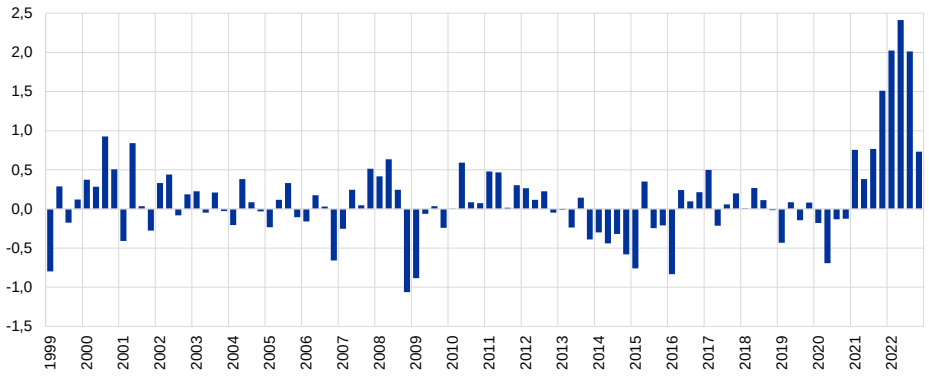
L'accuratezza delle proiezioni sull'inflazione a breve termine formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'area dell'euro ha subito un deterioramento dopo l'invasione russa dell'Ucraina, per poi migliorare nell'ultimo trimestre del 2022. Nel 2021 e nel 2022 si sono registrati rialzi inattesi dell'inflazione. Ad aprile 2022 la BCE ha pubblicato un'analisi delle ragioni alla base di tali andamenti inattesi, confrontando l'efficacia delle proiezioni degli esperti con le previsioni di altre istituzioni e del settore privato[1]. Dopo questa pubblicazione, la capacità predittiva delle proiezioni a breve termine per il trimestre successivo ha inizialmente segnato un ulteriore deterioramento, in seguito ai drastici rincari delle materie prime energetiche e alimentari all'indomani dell'invasione russa dell'Ucraina a febbraio 2022. Nei trimestri successivi, sebbene l'inflazione abbia persistentemente continuato a registrare rialzi superiori alle attese, l'entità degli errori è stata ridotta e, nell'ultimo trimestre del 2022, è tornata entro l'intervallo degli errori assoluti di proiezione osservati prima della pandemia (cfr. il grafico A).

[1] Cfr. il riquadro 5 *A cosa si devono i recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE?* nel numero 3/2022 di questo Bollettino. Cfr. anche l'articolo 3 *La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE dalla crisi finanziaria in poi* nel numero 8/2019 di questo Bollettino. Inoltre, attraverso lo Statistical Data Warehouse della BCE è liberamente consultabile una banca dati completa delle passate proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, che consente ai ricercatori di valutare facilmente la capacità predittiva di tali esercizi. I processi e gli strumenti impiegati per la formulazione delle proiezioni da parte degli esperti sono illustrati in una guida, anch'essa disponibile sul sito Internet della BCE.

Grafico A

Errori di previsione a un trimestre dell'inflazione misurata sullo IAPC nelle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE dal 1999

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'area dell'euro.
Note: gli errori sono definiti come la differenza tra il dato effettivo e la proiezione nel trimestre successivo alla pubblicazione delle proiezioni. Ad esempio, l'ultima osservazione mostra il dato effettivo per il quarto trimestre del 2022 meno il valore previsto per tale trimestre nelle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE a settembre 2022.

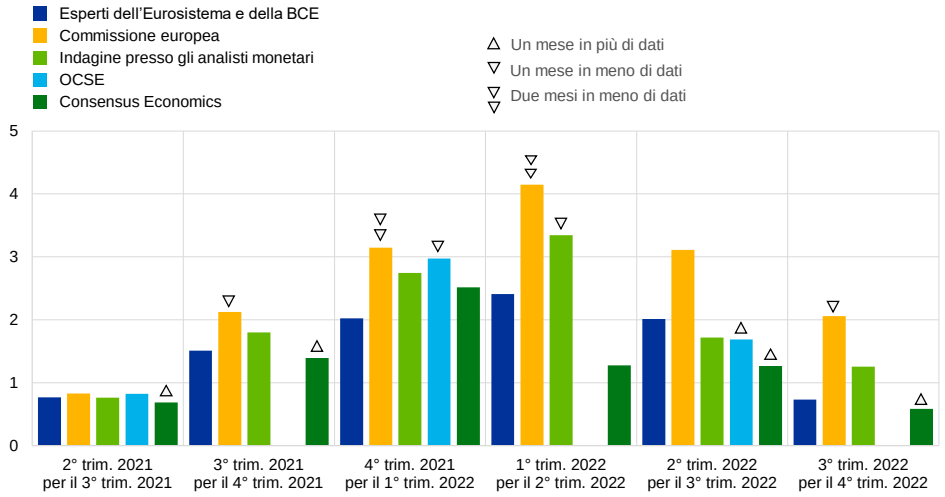
Le altre istituzioni internazionali e i previsori del settore privato hanno sottostimato l'inflazione a breve termine in misura analoga. Il grafico B raffronta gli errori di proiezione a un trimestre per l'area dell'euro commessi dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e quelli di altri previsori[2]. La tendenza generale a contenere consistenti sottostime dell'inflazione a un trimestre ha accomunato le proiezioni di tutti i previsori dagli inizi del 2022, con quelle degli esperti dell'Eurosistema e della BCE sostanzialmente al centro dell'intervallo delle varie proiezioni. Nell'effettuare tali confronti è importante considerare le informazioni disponibili al momento della produzione di ciascuna previsione. Il grafico B riporta le proiezioni di ciascun previsore pubblicate più in prossimità della data limite di aggiornamento per le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE. Nondimeno, le differenze residue nelle date di pubblicazione implicano che alcuni previsori, come quelli intervistati da Consensus Economics, hanno spesso beneficiato di un mese aggiuntivo di dati sullo IAPC (e su altri importanti indicatori come i prezzi delle materie prime energetiche) rispetto ad altri previsori nel trimestre considerato, mentre alcuni, come la Commissione europea, hanno tendenzialmente disposto di un mese in meno di dati. A tali differenze (evidenziate dalle frecce nel grafico B) è possibile ricondurre una quota delle divergenze nell'efficacia predittiva, soprattutto nel corso del 2022, quando gli incrementi sequenziali dell'inflazione sono stati particolarmente robusti.

2 Anche il Fondo monetario internazionale (FMI) pubblica regolarmente proiezioni relative all'area dell'euro nel contesto del proprio *World Economic Outlook*, ma esse non hanno cadenza trimestrale e non sono incluse nel grafico B. L'FMI ha diffuso un'analisi dei propri errori di proiezione dell'inflazione nel *World Economic Outlook* di ottobre 2022, dalla quale emerge che anche gli esperti di tale istituzione hanno ampiamente sottostimato l'inflazione nel 2021 e nel 2022. Tali sottostime sono state comuni alle economie avanzate e a quelle emergenti, con inattesi andamenti al rialzo nel 2021 connessi a una ripresa della domanda più rapida del previsto, mentre nel 2022 gli errori sono stati relativamente concentrati nelle componenti diverse da quelle fondamentali e legate agli shock dal lato dell'offerta dei beni energetici e alimentari a seguito della guerra in Ucraina.

Grafico B

Errori nelle proiezioni a un trimestre dell'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC per previsore

(punti percentuali)



Fonti: proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE, Consensus Economics, indagine presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA), Commissione europea, OCSE ed Eurostat.
Note: per gli altri previsori, gli errori sono riportati relativamente alle pubblicazioni delle proiezioni la cui corrispondente data limite di aggiornamento è più prossima a quella delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. Per l'indagine SMA è riportata la mediana dei partecipanti. Le frecce indicano le differenze, in termini di mesi, dei dati sullo IAPC disponibili al momento della chiusura di ciascuna pubblicazione rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. Una freccia verso l'alto indica un mese in più di dati, una freccia verso il basso indica un mese in meno di dati e due frecce verso il basso indicano due mesi in meno di dati. Le proiezioni trimestrali elaborate dall'OCSE sono disponibili solo due volte l'anno e, pertanto, non sono mostrati errori per il primo e il terzo trimestre.

Gli errori in termini di ipotesi determinanti sui prezzi delle materie prime energetiche continuano a rappresentare una quota significativa, sebbene in calo, degli errori complessivi nelle proiezioni sull'inflazione elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE (cfr. il grafico C). Come quelle di tutte le altre principali istituzioni, le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE dipendono da un insieme di ipotesi tecniche sull'evoluzione delle principali variabili finanziarie e non finanziarie. Tali ipotesi, come l'evoluzione futura dei prezzi delle materie prime energetiche, sono "tecniche" in quanto considerate esogene alle proiezioni e, nella maggior parte dei casi, definite in base a misure ricavate dai mercati, come i prezzi dei contratti future. In quanto tali, non vengono adeguate secondo la valutazione qualificata degli esperti. Un risultato fondamentale dell'analisi condotta sugli errori di proiezione dell'inflazione, pubblicata dalla BCE ad aprile 2022, è stato osservare che agli errori contenuti in queste ipotesi, in particolare in quelle riguardanti i prezzi delle materie prime energetiche, sono ascrivibili, in media, circa tre quarti degli errori complessivi fino al primo trimestre del 2022. Da allora, le ipotesi determinanti hanno continuato a svolgere un ruolo significativo, seppur decrescente, negli errori di inflazione del secondo e terzo trimestre del 2022, assumendo un ruolo solo trascurabile nel quarto (cfr. le porzioni rosse, verdi e blu degli istogrammi nel grafico C). Negli ultimi due anni, le ipotesi sui prezzi delle materie prime energetiche hanno segnato, nel complesso, andamenti inattesi fortemente al rialzo in tutti i trimestri, fuorché nel quarto del 2022 (cfr. il grafico D). Dato il disallineamento tra i prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità e quelli del petrolio, nel corso del 2021 è divenuto chiaro che utilizzare le quotazioni

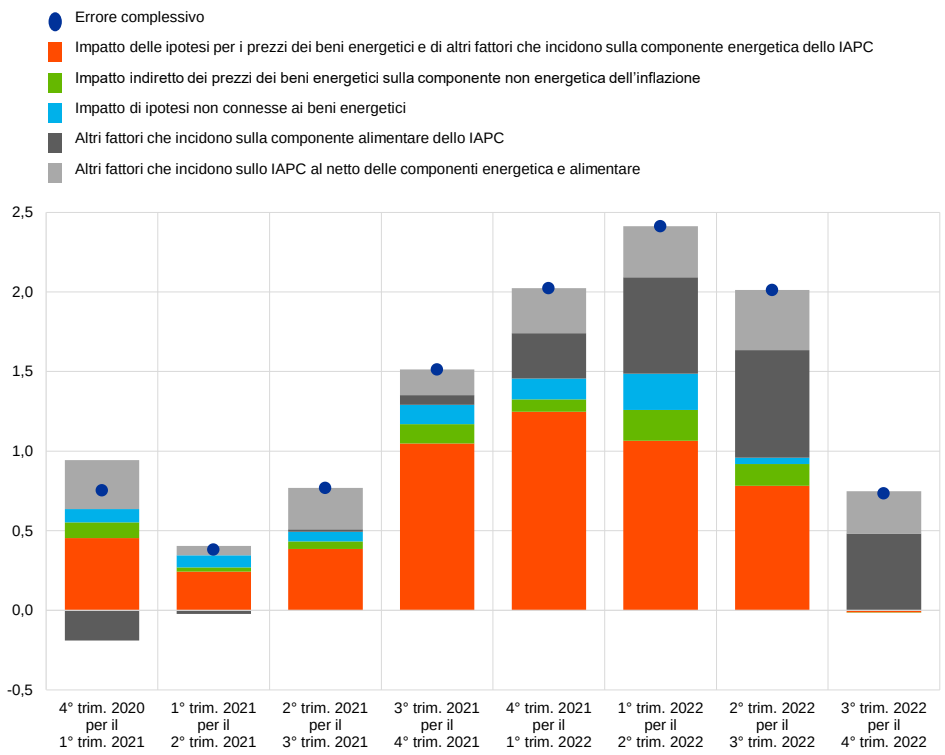
petrolifere come indicatore delle previsioni di inflazione dei beni energetici non era più sufficiente[3]. Di conseguenza, è stato necessario sviluppare strumenti più granulari a fronte dei sensibili rincari di gas ed elettricità. Le nuove ipotesi tecniche, basate anche sui prezzi dei contratti future, riguardanti i prezzi di gas ed elettricità sono state, tuttavia, molto più ampie ed erratiche rispetto a quelle relative ai corsi petroliferi, con alcune considerevoli sottostime nella seconda metà del 2021 e nel terzo trimestre del 2022 e rilevanti sovrastime nell'ultimo trimestre del 2022.
Il contributo degli errori relativi ai prezzi al consumo dei beni energetici (illustrato dalle porzioni rosse degli istogrammi nel grafico C) è stato persistentemente ampio, riflettendo in parte la complessità della trasmissione dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità a quelli al consumo, per cui la regolamentazione, le misure di bilancio adottate dai paesi dell'area dell'euro per compensare gli elevati corsi energetici, i tipi di contratto e altri fattori legati alla determinazione e alla misurazione dei prezzi implicano una trasmissione più eterogenea e incerta di quella dei corsi petroliferi ai prezzi del carburante per il trasporto. Sebbene la trasmissione dei prezzi di gas ed elettricità evidenzi generalmente uno scarto temporale maggiore, la velocità di tale trasmissione potrebbe essere aumentata nell'ultimo anno. Ciò potrebbe aver contribuito alle significative sottostime dell'inflazione al consumo. Inoltre, i previsori potrebbero aver sovrastimato l'impatto delle misure di bilancio nel ridurre l'inflazione.

[3] Cfr. il riquadro 3 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 16 dicembre 2021.

Grafico C

Scomposizione dei recenti errori di previsione a un trimestre dell'inflazione misurata sullo IAPC nelle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE

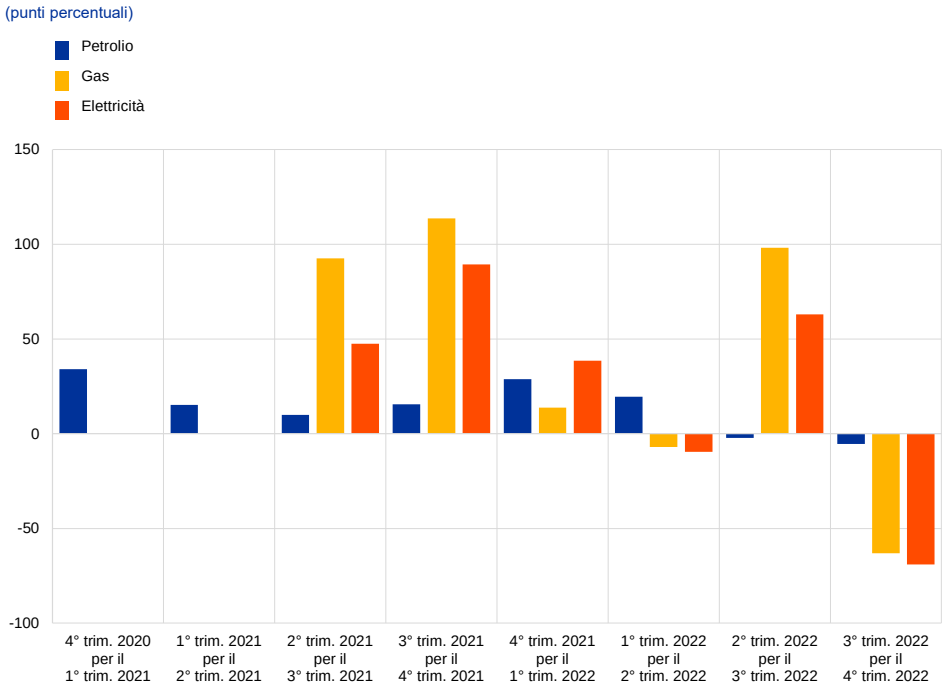
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.
Note: la voce "Errore complessivo" rappresenta la differenza tra il dato effettivo e la proiezione. La voce "Impatto indiretto dei prezzi dei beni energetici sulla componente non energetica dell'inflazione" rappresenta la somma degli effetti indiretti dei prezzi di petrolio, gas ed elettricità (basati, per il petrolio, sulle elasticità ricavate dai modelli macroeconomici utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema e, per gas ed elettricità, calcolati ipotizzando un'elasticità proporzionale allo shock ai corsi petroliferi). La voce "Impatto di ipotesi non connesse ai beni energetici" rappresenta le ipotesi riguardanti i tassi di interesse a breve e a lungo termine, le quotazioni del mercato azionario, la domanda estera, i prezzi all'esportazione dei concorrenti, i prezzi dei beni alimentari e il tasso di cambio.

Grafico D

Errori di previsione a un trimestre nelle ipotesi riguardanti i prezzi delle materie prime energetiche



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ipotesi riguardanti i prezzi di elettricità e gas sono disponibili a partire dal secondo trimestre del 2021.

Nel corso del 2022, è aumentata la quota di errori non connessi ai prezzi delle materie prime energetiche o ad altre ipotesi basate sulle elasticità standard. Le barre grigio chiaro e grigio scuro del grafico C indicano il contributo degli errori, rispettivamente, nello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici e nella componente alimentare dello IAPC, che non possono essere ricondotti a errori nelle ipotesi basate sulle elasticità standard. Tali errori hanno rappresentato una quota crescente degli errori di proiezione complessivi a partire dal primo trimestre del 2022, raggiungendo il 50 per cento nel terzo trimestre del 2022 e quasi il 100 per cento nel quarto. Essi potrebbero essere connessi alla trasmissione più rapida del previsto delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento mondiali, nonché alla ripresa economica più vigorosa delle attese e ai relativi effetti indotti dalla riapertura delle attività economiche dopo la pandemia, che hanno principalmente inciso sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti alimentare ed energetica. Sebbene nell'analisi degli esperti tali fattori siano stati individuati come determinanti dell'inflazione, l'impatto e la persistenza esatti degli stessi sono stati difficili da modellizzare e prevedere, data la loro natura eccezionale. In modo correlato, anche il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha evidenziato andamenti più vigorosi del previsto, con la disoccupazione e i salari che hanno costantemente sorpreso, rispettivamente, al ribasso e al rialzo per gran parte degli esercizi di proiezione degli ultimi due anni. Gli errori, inoltre, potrebbero anche riflettere gli effetti indiretti dei bruschi rincari dei beni energetici sull'inflazione dei beni non energetici e, in particolare, su quella dei beni alimentari, al di là di quanto rilevato dai modelli basati sugli andamenti storici, anche in considerazione del disallineamento

tra prezzi del gas e corsi petroliferi, dato l'importante ruolo svolto dai primi nei costi di produzione dei beni alimentari. Gli effetti non lineari dovuti all'eccezionale entità e composizione degli shock ai prezzi delle materie prime (con un ruolo più significativo svolto da gas ed elettricità) potrebbero aver determinato una trasmissione molto più rapida di quanto suggerito dai modelli basati sulle relazioni storiche. Inoltre, il contesto di elevata inflazione potrebbe aver consentito una più agevole ridefinizione dei prezzi e richiesto una più rapida modifica degli stessi rispetto a quanto ipotizzato dai modelli standard.

Gli esperti dell'Eurosistema e della BCE continuano a condurre nuove valutazioni delle proprie tecniche di proiezione e a fornire analisi aggiuntive in grado di informare le proiezioni in periodi di elevata incertezza. Il miglioramento dei modelli di previsione degli esperti è un processo continuo che si svolge attraverso scambi regolari all'interno di diversi consessi tecnici dell'Eurosistema. Nondimeno, nelle fasi in cui l'economia è esposta a shock eccezionali, come quelli verificatisi negli ultimi anni, è importante sottolineare l'incertezza che caratterizza lo scenario di base delle proiezioni. Gli errori di proiezione non riguardano soltanto i limiti dei modelli nel cogliere la trasmissione di tali shock, ma anche le ipotesi formulate sull'evoluzione futura di questi ultimi. Ad esempio, dopo l'invasione russa dell'Ucraina a febbraio 2022, sebbene lo scenario di base delle proiezioni degli esperti abbia continuato a essere subordinato alle aspettative medie stimate dai mercati circa l'evoluzione futura dei prezzi all'ingrosso dell'energia, gli esperti hanno individuato significativi rischi al rialzo nel caso in cui l'offerta proveniente dalla Russia fosse stata significativamente ridotta. Questi rischi e incertezze sono stati rilevati attraverso analisi specifiche dei rischi, scenari alternativi e altre analisi di sensibilità. Tali ulteriori approfondimenti rappresentano un importante contributo alle decisioni di politica monetaria della BCE, in aggiunta allo scenario di base delle proiezioni e alle altre analisi condotte dagli esperti.

7 Sostituzione tra emissione di titoli di debito e prestiti bancari: evidenze dall'indagine SAFE

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

Il presente riquadro analizza l'ipotesi che il recente peggioramento delle condizioni di finanziamento dei mercati obbligazionari incoraggi le imprese a sostituire l'emissione di obbligazioni con prestiti bancari e che tale sostituzione incida sui prestiti alle altre imprese. Con la graduale normalizzazione della politica monetaria, i costi di finanziamento delle imprese sono andati aumentando. Nell'ultima edizione dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE), le imprese dell'area dell'euro hanno dichiarato che la loro necessità di emettere obbligazioni è aumentata più della domanda di tali obbligazioni da parte degli investitori, determinando un aumento generalizzato del deficit di finanziamento per le obbligazioni societarie. Sebbene un numero relativamente ridotto di imprese coinvolte nell'indagine SAFE emetta obbligazioni (circa il 9 per cento tra il 2009 e il 2022) rispetto al totale di quelle che utilizzano prodotti bancari (poco più del 50 per cento), un peggioramento delle condizioni di finanziamento nel mercato obbligazionario potrebbe avere implicazioni più ampie per le condizioni di concessione del credito bancario alle imprese[1]. Poiché gli emittenti di obbligazioni sono di norma imprese più grandi, in grado di effettuare sostituzioni con altre fonti di finanziamento, in particolare con i prestiti bancari, tale passaggio potrebbe incidere negativamente sui prestiti ad altre imprese che non hanno accesso al mercato delle obbligazioni societarie[2]. Il presente riquadro analizza quindi le principali caratteristiche degli emittenti obbligazionari nell'area dell'euro, verifica l'ipotesi che essi sostituiscano l'emissione di obbligazioni con prestiti bancari al peggiorare delle condizioni del mercato obbligazionario e valuta se un deterioramento delle condizioni di tale mercato nei paesi dell'area dell'euro si associ a un peggioramento delle condizioni di concessione del credito bancario per le PMI.

Nell'attuale contesto di normalizzazione della politica monetaria, le imprese dell'area dell'euro hanno segnalato un ampliamento del proprio deficit di finanziamento in titoli di debito, storicamente associato a una maggiore domanda di prestiti bancari (cfr. il grafico A). Nel contesto di normalizzazione della politica monetaria in atto, i rendimenti delle obbligazioni societarie sono aumentati significativamente, da quanto risulta dall'ultima edizione dell'indagine SAFE (che riguarda il periodo da aprile a settembre 2022), sia in termini assoluti che

1 Nel presente riquadro, per deterioramento delle condizioni del mercato delle obbligazioni societarie si intende un ampliamento del deficit di finanziamento per i titoli di debito (differenza tra la variazione della domanda e la variazione dell'offerta dei debiti finanziari in titoli) come riportato dalle imprese nell'indagine SAFE.

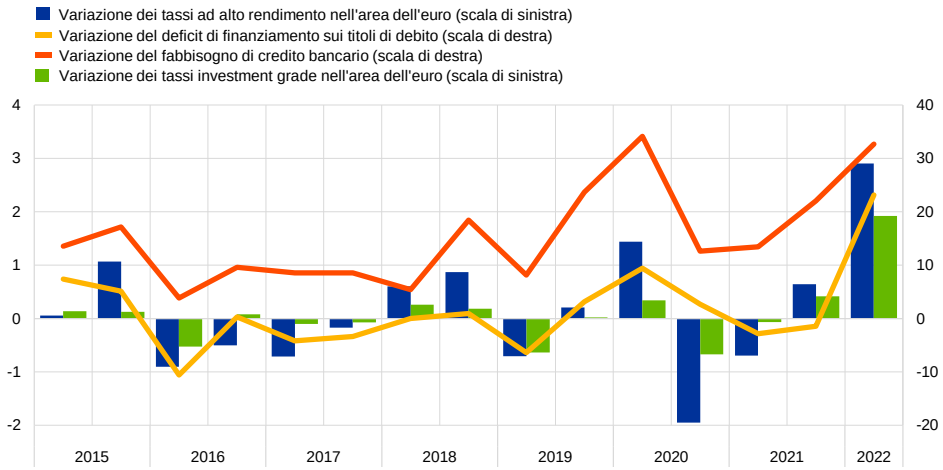
2 Cfr. "Taxonomy of financing patterns of euro area SMEs and real effects" in "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities" *Occasional Paper Series*, n. 270, BCE, rivisto a dicembre 2021.

in relazione alle altre fonti di finanziamento debitorie da parte delle imprese[3]. Storicamente, un aumento dei rendimenti delle obbligazioni societarie tende a essere correlato a un diffuso incremento dei deficit finanziari per le obbligazioni societarie riportate nell'indagine SAFE (cfr. il grafico A). Inoltre, la quota netta di imprese che hanno segnalato un aumento del deficit di finanziamento sulle obbligazioni societarie e la percentuale netta che ha indicato un aumento del fabbisogno di credito bancario tendono a muoversi di pari passo, a indicazione del fatto che, probabilmente, le imprese considerano le due fonti di finanziamento come alternative. In linea con ciò, mentre il 29 per cento netto delle imprese che emettono obbligazioni ha segnalato un aumento del deficit di finanziamento sui titoli di debito nell'ultima edizione dell'indagine, il 32 per cento netto degli emittenti obbligazionari ha dichiarato un incremento del fabbisogno di prestiti bancari. In termini di volumi aggregati, l'emissione di obbligazioni societarie è diminuita nel corso del 2022, e nel contempo ha iniziato a rallentare anche l'espansione del credito alle imprese[4].

Grafico A

Variazioni del deficit di finanziamento sui titoli di debito, della domanda di prestiti bancari e dei rendimenti sulle obbligazioni societarie

(punti percentuali (scala di sinistra) e percentuali nette di imprese)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea e IBOXX.
Note: percentuale netta di imprese che hanno segnalato un aumento del deficit di finanziamento sui titoli di debito e un incremento del fabbisogno di prestiti bancari nell'indagine SAFE. Sono incluse solo le imprese che indicano come fonti di finanziamento rilevanti i prestiti bancari e i titoli di debito. Le variazioni dei rendimenti sulle obbligazioni societarie si riferiscono al rendimento medio nelle varie edizioni dell'indagine, ciascuna delle quali è relativa a un periodo di sei mesi.

Le obbligazioni societarie sono più frequentemente emesse dalle imprese più grandi e redditizie, che tendono ad avere una struttura di finanziamento più diversificata. Sulla base di un modello probit, il grafico B illustra come diverse caratteristiche delle imprese si associno alla probabilità di emettere obbligazioni

[3] Cfr. la sezione 5 *Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

[4] Cfr. il comunicato stampa della BCE *Monetary developments in the euro area: November 2022* del 29 dicembre 2022.

societarie[5,6]. Come evidenziato nel grafico, le dimensioni medio-grandi rappresentano un'importante caratteristica degli emittenti obbligazionari. Di fatto, un'impresa medio-grande (con più di 50 dipendenti) emette, in media, obbligazioni societarie con una frequenza di 4 punti percentuali superiore rispetto alle imprese più piccole. Analogamente, le imprese che segnalano un recente aumento dei profitti, una crescita degli investimenti o dell'occupazione tendono a emettere obbligazioni più spesso delle altre. Inoltre, le imprese che ricorrono a fonti di finanziamento aggiuntive presentano, in media, una probabilità di ricorrere all'emissione di obbligazioni societarie superiore di 4 punti percentuali rispetto alle altre, fattore che indica che le obbligazioni non sono, solitamente, l'unica fonte di finanziamento[7]. Le imprese con una struttura di finanziamento diversificata evitano un eccessivo ricorso ai prestiti bancari, dal momento che questi possono essere sostituiti con altre fonti di finanziamento, in particolare con obbligazioni societarie. Ciò rappresenta un fattore positivo, in particolare nelle fasi di stretta creditizia o in periodi di accresciuta avversione al rischio da parte delle banche, come durante la crisi finanziaria mondiale[8].

5 Oltre alle caratteristiche delle singole imprese, l'evoluzione del sistema finanziario di un paese e la crescita economica sono spesso correlate positivamente all'uso di finanziamenti di mercato; cfr. De Jong, A., Kabir, R. e Nguyen, T., "Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants", *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, numero 9, pagg. 1954–1969, settembre 2008.

6 La specificazione econometrica è descritta in dettaglio nelle note del grafico B.

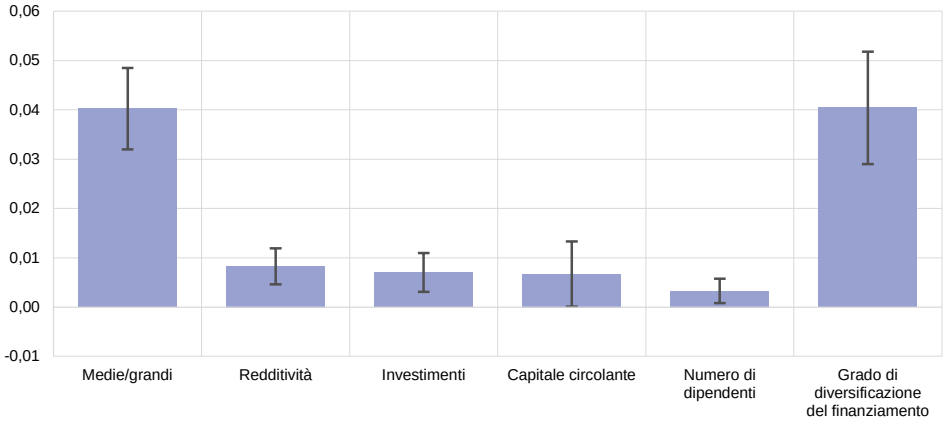
7 Nell'indagine SAFE, le imprese specificano, in ordine di importanza, il ricorso agli utili non distribuiti, ai prestiti bancari, agli scoperti di conto, a leasing/factoring, al credito agevolato, al credito commerciale, ai titoli di debito e alle azioni come fonte di finanziamento. La probabilità di emettere obbligazioni societarie aumenta con il grado di diversificazione. Di fatto, la probabilità di ricorrere a obbligazioni societarie diventa molto più elevata quando le imprese indicano più di quattro diversi strumenti finanziari, e sale fino a 8 e a 14 punti percentuali, rispettivamente, se le fonti di finanziamento diventano cinque o sei.

8 Cfr., per ulteriori evidenze, *Le strutture del finanziamento del debito delle imprese e la trasmissione degli shock nell'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Grafico B

Impatti marginali delle caratteristiche delle imprese sulla loro emissione di titoli di debito

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



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.
Note: effetto marginale medio sull'emissione di titoli di debito, basato su regressioni probit, di una variazione da 0 a 1 delle variabili dummy che assumono solo questi due valori e una variazione unitaria della variabile che misura il numero di strumenti finanziari. La variabile dipendente è una dummy pari a 1 se le imprese indicano i titoli di debito come fonte di finanziamento di rilievo e se i titoli sono stati utilizzati con tale finalità. La regressione include cinque variabili dummy esplicative, ciascuna delle quali equivale a 1 se le imprese hanno segnalato di possedere, rispettivamente: a) più di 50 dipendenti (medio-grandi), b) precedenti aumenti degli utili, c) precedenti aumenti di investimenti in immobilizzazioni, d) precedenti aumenti del capitale circolante, e) precedenti aumenti del numero di dipendenti. Il grado di diversificazione delle fonti di finanziamento è misurato dal numero di strumenti finanziari utilizzato da un'impresa (da uno a otto). Settore, paese ed effetti fissi temporali sono inclusi in tutte le specificazioni. I risultati sono ponderati in modo da assicurare la rappresentatività. Le bande rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento basati su errori standard raggruppati per paese. Il campione comprende tutte le edizioni dell'indagine SAFE, relative al periodo da marzo 2009 a settembre 2022.

Le imprese che emettono obbligazioni tendono a sostituire tali emissioni con i prestiti bancari quando le condizioni del mercato delle obbligazioni societarie si deteriorano, come segnalato dai crescenti deficit finanziari relativi alle obbligazioni nell'indagine SAFE. Il recente ampliamento dei deficit relativi ai debiti finanziari in titoli e l'aumento della domanda di prestiti bancari da parte degli emittenti di obbligazioni potrebbero indicare una sostituzione tra questi strumenti di finanziamento. Similmente, le banche dell'area dell'euro hanno dichiarato che, specie per le grandi imprese, la sostituzione dei titoli di debito come strumento di finanziamento ha determinato un aumento della domanda di prestiti bancari nel secondo e nel terzo trimestre del 2022[9]. Per studiare la sostituzione tra l'emissione di obbligazioni e i prestiti bancari sono prese in considerazione soltanto le imprese che nell'indagine SAFE dichiarano di fare ricorso in maniera rilevante a entrambe le fonti di finanziamento. Per stimare l'effetto di un aumento del deficit di finanziamento obbligazionario sulla probabilità che le imprese segnalino un maggiore fabbisogno di prestiti bancari si utilizza un modello probit[10]. Per evitare che i risultati siano condizionati da particolari periodi, il campione è suddiviso in cinque fasi distinte del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) della BCE, che coincidono anche con le variazioni del complessivo orientamento di politica monetaria. Le fasi sono: a) prima del PAA (da marzo 2009 a settembre 2015); b) prima del rallentamento degli acquisti netti nell'ambito del PAA (da ottobre

9 Cfr. "The euro area bank lending survey – Third quarter of 2022", BCE, ottobre 2022, e "The euro area bank lending survey – Second quarter of 2022", BCE, luglio 2022.

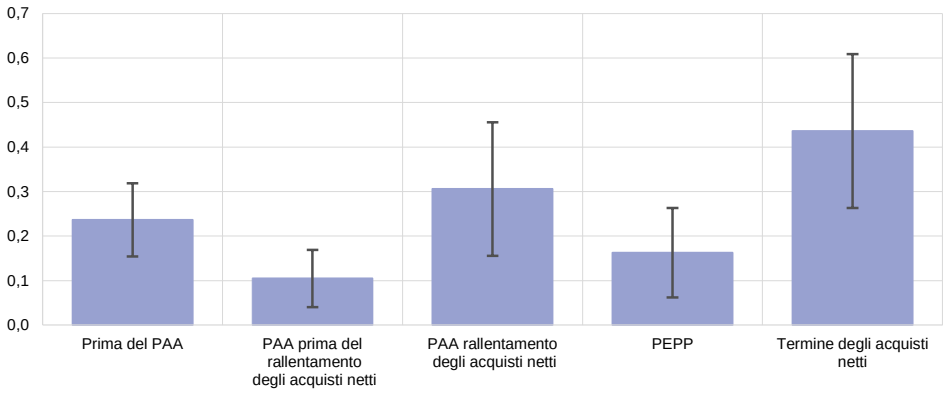
10 La specificazione econometrica è descritta in dettaglio nelle note del grafico C.

2015 a settembre 2018); c) durante il rallentamento degli acquisti netti nell'ambito del PAA (da ottobre 2018 a settembre 2019); d) durante il PEPP (da ottobre 2019 a marzo 2022); e) fine degli acquisti netti (da aprile a settembre 2022)[11]. Per tutti i sottoperiodi, gli effetti sostitutivi stimati sono statisticamente significativi e positivi: le imprese segnalano un maggiore fabbisogno di prestiti bancari quando si amplia il deficit di finanziamento sui titoli. Sebbene si stimi che l'effetto di sostituzione sia più debole nei periodi di maggiori acquisti netti nell'ambito dei programmi di acquisto di attività della BCE, ossia nei periodi b) e d), esso è significativamente più elevato solo nel periodo più recente, quello della fine degli acquisti netti (e). Le differenze nei gradi di sostituzione stimati potrebbero indicare che la sostituzione, da parte delle imprese, delle obbligazioni quali strumento di finanziamento possa dipendere da variazioni sufficientemente sfavorevoli nei mercati obbligazionari. Ingenti acquisti netti di attività da parte della BCE sostengono un miglioramento, o quanto meno limitano il deterioramento, delle condizioni del mercato obbligazionario, inducendo potenzialmente un minor numero di imprese a sostituire l'emissione di obbligazioni con prestiti bancari.

Grafico C

Effetto di un aumento del deficit di finanziamento obbligazionario sul fabbisogno di prestiti bancari a livello di impresa per sottoperiodi

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



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.
Note: effetti marginali medi specifici per sottoperiodo di un aumento del deficit dei debiti finanziari in titoli sulla probabilità che il fabbisogno di prestiti bancari di un'impresa aumenti. Gli effetti si basano su un modello probit in cui la variabile dipendente è uguale a uno se un'impresa segnala un aumento del fabbisogno di prestiti bancari, e in cui i regressori sono costituiti dalla direzione della variazione nel deficit di finanziamento obbligazionario, nella disponibilità di prestiti bancari da parte dell'impresa e nella redditività di quest'ultima (un valore pari a 1 indica un aumento, mentre 0 e -1 indicano, rispettivamente, assenza di variazione e diminuzione della corrispettiva misura). Il modello include anche dimensioni, settore, paese ed effetti fissi temporali. I dati sono riponderati per assicurare la rappresentatività. I coefficienti applicati alla variazione del deficit di finanziamento sono specifici per sottoperiodo (grazie all'interazione con variabili dummy anch'esse specifiche per sottoperiodo), dove i sottoperiodi considerati sono: prima del PAA (marzo 2009-settembre 2015), prima del rallentamento degli acquisti netti nell'ambito del PAA (ottobre 2015-settembre 2018), durante il rallentamento degli acquisti netti nell'ambito del PAA (ottobre 2018-settembre 2019), durante il PEPP (ottobre 2019-marzo 2022) e fine degli acquisti netti (aprile-settembre 2022). Le bande rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento basati su errori standard raggruppati per paese.

Un ampliamento del deficit di finanziamento sulle obbligazioni societarie nei paesi dell'area dell'euro si associa a un peggioramento delle condizioni del credito bancario per le PMI, che potrebbe essere dovuto a effetti di spiazzamento (cfr. il grafico D). La sostituzione in favore dei prestiti bancari da parte degli emittenti di obbligazioni societarie potrebbe avere implicazioni più ampie

[11] Si noti che ciascuna edizione dell'indagine SAFE copre un periodo di sei mesi, che deve essere assegnato allo stesso sottocampione. Il periodo "fine degli acquisti netti", pertanto, va da aprile a settembre 2022, sebbene gli acquisti netti di attività siano terminati a luglio 2022.

se tale incremento della domanda producesse effetti di spiazzamento sui prestiti ad altre imprese, come le PMI. Sebbene sia difficile isolare empiricamente tali effetti, la relazione in forma ridotta tra le variazioni dei deficit di finanziamento sulle obbligazioni societarie a livello di singolo paese e le condizioni di concessione del credito bancario alle singole PMI nello stesso paese, come stimato nel presente riquadro utilizzando un modello probit, fornisce un'indicazione[12]. Il modello è stimato impiegando tre diverse variabili dipendenti dummy: 1) la disponibilità di prestiti bancari; 2) la propensione delle banche a erogare prestiti e 3) i tassi di interesse sui prestiti bancari. Le variabili dummy hanno valore 1 se l'impresa ha segnalato un aumento, 0 negli altri casi. In entrambe le situazioni, il modello individua una relazione statisticamente significativa tra il deficit di finanziamento in titoli societari a livello di paese e le condizioni dei prestiti bancari per le PMI. Un aumento generalizzato del deficit di finanziamento in obbligazioni societarie a livello di paese di 10 punti percentuali, come misurato nell'indagine SAFE, implica una probabilità, per le PMI di tale paese, inferiore di circa 0,4 e 0,7 punti percentuali di segnalare un aumento della disponibilità in prestiti bancari e un aumento della propensione delle banche a erogare prestiti, rispettivamente[13]. Nel contempo, un analogo aumento del deficit di finanziamento obbligazionario a livello di paese si associa a una probabilità superiore di 0,8 punti percentuali che le PMI segnalino tassi sui prestiti bancari più elevati. Tali effetti sono economicamente rilevanti: nell'ultima edizione dell'indagine SAFE, il deficit di finanziamento sulle obbligazioni societarie è aumentato di 25 punti percentuali netti per le imprese che ricorrono anche a prestiti bancari. Sulla base delle stime che precedono, ciò si assocerebbe a variazioni nella quota di PMI che segnalano un aumento della disponibilità di prestiti bancari, della propensione delle banche a erogare credito e dei tassi sui prestiti bancari, rispettivamente di circa -1, -1,75 e 2 punti percentuali. Tali valori corrispondono a circa il 5, l'8 e il 7 per cento delle rispettive medie di campione. Anche se tali risultati potrebbero essere determinati dall'andamento generale delle condizioni di finanziamento (che incidono contemporaneamente sul mercato obbligazionario e sulle condizioni del credito bancario), essi sembrano indicare che il peggioramento delle condizioni del mercato delle obbligazioni societarie ha implicazioni per le imprese che non emettono titoli. Similmente, diversi studi hanno rilevato che il programma di acquisto delle attività del settore societario della BCE ha favorito anche le imprese che non emettono obbligazioni, dal momento che i vincoli di accesso ai prestiti bancari si allentano quando gli emittenti obbligazionari scelgono di non avvalersi del credito bancario[14]. Di fatto, anche il deterioramento dei mercati

---

12 Il deficit di finanziamento sulle obbligazioni societarie a livello di paese è calcolato come media ponderata per le imprese che considerano le obbligazioni e i prestiti bancari una fonte di finanziamento rilevante. Il modello probit è stimato per le PMI che indicano i prestiti bancari, ma non le obbligazioni societarie, come fonte di finanziamento rilevante.

13 Il deficit finanziario di una singola azienda assume valore 1 (-1) se il fabbisogno di titoli di debito è aumentato (diminuito) ed è diminuita (aumentata) la disponibilità. Le imprese posso anche segnalare l'assenza di variazioni (0). Pertanto, una variazione del deficit finanziario a livello di paese pari a 10 punti percentuali corrisponde a un aumento netto del 10 per cento degli emittenti obbligazionari che segnalano un accresciuto fabbisogno e una minore disponibilità di titoli di debito.

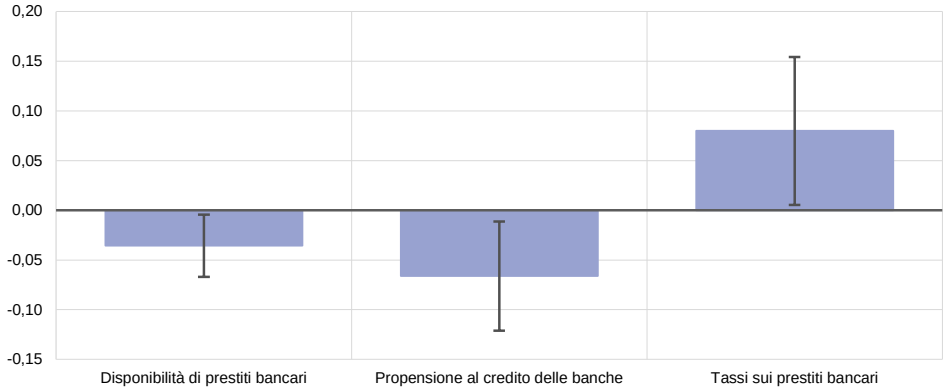
14 Cfr., ad esempio, Betz, F. e de Santis, R. A., "ECB corporate QE and the loan supply to bank dependent firms", *Working Paper Series*, n. 2314, settembre 2019, nonché Arce, Ó., Gimeno, R. e Mayordomo, S. (2021b), "Making room for the needy: the credit reallocation effects of the ECB's corporate QE", *Review of Finance*, vol. 25, numero 1, febbraio 2021, pagg. 43-84.

delle obbligazioni societarie potrebbe contribuire all'inasprimento delle condizioni del credito bancario per le imprese.

Grafico D

Effetto di un più ampio deficit di finanziamento obbligazionario a livello di paese sulle condizioni del credito bancario per le PMI

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



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, elaborazioni della BCE.
Note: effetto marginale medio dell'aumento di un'unità del deficit di finanziamento sui titoli di debito a livello di paese (differenza tra la variazione della domanda e la variazione dell'offerta) sulle condizioni del credito bancario segnalate dalle PMI in base a regressioni probit. Il deficit di finanziamento sui titoli di debito a livello di paese è calcolato come media ponderata delle imprese che considerano rilevanti sia i titoli di debito sia i prestiti bancari. Il modello è stimato utilizzando tre diverse variabili dipendenti: 1) disponibilità di prestiti bancari; 2) propensione delle banche a erogare prestiti e 3) tassi di interesse sui prestiti bancari. In tutti i casi, la variabile dipendente è una dummy pari a 1 se le imprese hanno segnalato un aumento. Il modello è stimato per le PMI che considerano i prestiti bancari, ma non le obbligazioni, una fonte di finanziamento rilevante e tiene conto della variazione nel fabbisogno di prestiti bancari e nei profitti segnalati a livello di impresa, nonché di dummy che contraddistinguono il paese, il settore e l'edizione dell'indagine. Le bande rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento basati su errori standard raggruppati per paese. Il campione include tutte le edizioni dell'indagine SAFE, ovvero il periodo da marzo 2009 a settembre 2022.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Attività economica	S3
3 Prezzi e costi	S9
4 Andamenti del mercato finanziario	S13
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL [1] (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro [2] (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-3,0	-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	7,6	2,1	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	.	.	.	.	3,0	.	.	.	8,0	9,1	2,5	.	8,4
2022 1° trim.	0,6	-0,4	0,6	-0,5	1,3	0,6	7,9	5,6	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2° trim.	-0,3	-0,1	0,1	1,1	-2,4	0,9	9,7	6,4	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
3° trim.	1,3	0,8	-0,3	-0,2	3,9	0,3	10,4	7,2	8,3	10,0	2,9	.	9,3
4° trim.	.	0,7	.	.	0,0	0,1	.	.	7,1	10,8	3,8	.	10,0
2022 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.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,5	7,1	10,7	3,8	.	10,1
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	6,5	10,5	4,0	.	9,2
2023 gen.[3]	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	8,5

Fonti: Eurostat (col. 6, 13); BRI (col. 9, 10, 11, 12); OCSE (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).
1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
3) Il dato relativo all'area dell'euro è una stima desunta dai dati nazionali preliminari e dalle prime informazioni sui prezzi dei prodotti energetici.

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

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

Fonti: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).
1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili sono variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.
2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero[1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte [2]	Totale	Esportazioni [1]	Importazioni [1]
						Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
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	11.046,7	5.924,6	2.565,7	2.515,9	1.222,5	683,7	603,0	40,5	409,8	5.187,5	4.777,7
2021	12.313,6	11.835,1	6.289,0	2.718,0	2.701,7	1.367,6	762,6	564,3	126,4	478,5	6.069,6	5.591,1
2021 4° trim.	3.176,2	3.093,6	1.642,1	692,7	707,0	355,0	194,2	156,0	51,8	82,6	1.634,6	1.552,0
2022 1° trim.	3.232,9	3.148,2	1.678,9	701,1	718,2	371,6	200,3	144,4	50,1	84,8	1.713,7	1.628,9
2° trim.	3.296,4	3.229,1	1.727,5	708,5	741,5	383,1	208,0	148,5	51,5	67,3	1.828,0	1.760,8
3° trim.	3.343,9	3.330,4	1.771,0	715,7	778,2	387,7	214,6	174,0	65,5	13,6	1.893,8	1.880,3
	in percentuale del PIL											
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre precedente											
2022 1° trim.	0,6	-0,4	0,0	0,1	-0,7	2,1	1,5	-9,5	-	-	1,5	-0,7
2° trim.	0,9	1,0	1,1	-0,1	1,0	-0,3	2,1	2,4	-	-	1,8	2,2
3° trim.	0,3	1,4	0,8	0,2	3,6	-0,8	1,8	16,8	-	-	1,7	4,2
4° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,8	23,0	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,7	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,8	4,3	3,6	5,8	9,5	-7,5	-	-	10,5	8,3
2022 1° trim.	5,5	5,6	7,9	3,1	3,6	4,2	2,1	4,3	-	-	8,7	9,3
2° trim.	4,3	4,4	5,5	0,8	2,8	1,4	3,0	5,8	-	-	7,9	8,5
3° trim.	2,3	3,5	1,8	0,6	7,3	1,1	7,3	22,8	-	-	7,8	10,7
4° trim.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali											
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.	0,9	1,0	0,6	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	0,1	-1,1	-	-
4° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali											
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	-	-
2022 1° trim.	5,5	5,4	4,0	0,7	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,1	0,1	-	-
2° trim.	4,3	4,3	2,8	0,2	0,6	0,2	0,2	0,3	0,7	0,1	-	-
3° trim.	2,3	3,4	0,9	0,1	1,6	0,1	0,4	1,0	0,7	-1,0	-	-
4° trim.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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) Incluse le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	A prezzi correnti (miliardi di euro)											
2019	10.743,8	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	11.042,1	188,1	2.166,2	594,8	1.996,5	586,1	497,1	1.242,7	1.285,9	2.151,7	333,1	1.271,5
2021 4° trim.	2.836,8	50,1	555,3	152,0	536,6	149,5	124,8	313,0	330,7	540,3	84,4	339,4
2022 1° trim.	2.892,4	51,6	576,3	158,1	545,6	150,5	124,9	315,7	335,7	547,5	86,6	340,5
2° trim.	2.955,7	54,3	591,8	161,5	571,1	154,0	126,8	318,7	341,4	546,3	90,0	340,6
3° trim.	3.012,5	56,4	597,9	162,7	589,5	154,6	128,9	324,8	346,6	558,6	92,6	331,4
	in percentuale del valore aggiunto											
2021	100,0	1,7	19,6	5,4	18,1	5,3	4,5	11,3	11,6	19,5	3,0	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)											
	variazioni percentuali sul trimestre precedente											
2021 4° trim.	0,2	0,0	0,5	0,3	0,6	2,3	-0,2	0,5	0,9	-0,8	-2,5	3,2
2022 1° trim.	0,9	-0,8	0,5	2,3	0,9	0,8	0,1	1,0	1,1	0,9	2,1	-1,7
2° trim.	0,7	-1,1	0,6	-0,7	1,8	2,0	0,2	0,2	1,0	-0,3	4,3	1,9
3° trim.	0,6	0,4	0,7	-1,7	1,2	0,0	-0,2	-0,1	0,3	1,4	2,8	-2,6
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente											
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	0,0	-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.	5,4	-0,4	1,8	4,6	14,1	6,6	0,5	3,2	6,4	1,9	17,3	6,7
2° trim.	4,4	-2,0	2,1	1,6	11,1	7,0	0,6	2,4	5,2	1,1	16,3	3,7
3° trim.	2,5	-1,5	2,3	0,2	4,5	5,1	0,0	1,5	3,3	1,1	6,7	0,7
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali											
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.	0,6	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali											
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.	5,4	0,0	0,4	0,3	2,4	0,4	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
2° trim.	4,4	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	0,4	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 [1)]

(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
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
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
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	2,8	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	2,3	1,4	1,2
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
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
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	4,6	4,0	-0,3	7,3
3° trim.	2,5	2,8	1,1	-1,4	2,4	2,7	3,2	6,8	-0,3	6,2	3,5	1,1	3,1
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
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	1,5	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	2,0	-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	0,3	0,9	-0,3	1,6	0,8	0,1	1,9	1,2	-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 [1]											Tasso di posti vacanti [3]
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro [2]	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	in perc. del totale dei posti 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		
2020	160,960	3,5	12,832	8,0	3,0	10,281	7,0	2,552	18,1	6,580	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,322	3,4	12,629	7,7	3,2	10,179	6,8	2,450	16,8	6,430	7,4	6,199	8,1	2,4
2022	.	.	11,150	6,7	.	8,892	5,9	2,258	14,7	5,615	6,4	5,536	7,1	.
2022 1° trim.	165,398	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,2	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2° trim.	166,050	3,1	11,084	6,7	2,7	8,843	5,9	2,241	14,6	5,570	6,3	5,514	7,1	3,2
3° trim.	166,161	3,0	11,165	6,7	2,5	8,797	5,8	2,369	15,3	5,613	6,3	5,552	7,1	3,1
4° trim.	.	.	11,013	6,6	.	8,715	5,8	2,298	14,8	5,538	6,2	5,474	7,0	.
2022 lug.	-	-	11,036	6,6	-	8,784	5,8	2,252	14,7	5,544	6,3	5,492	7,1	-
ago.	-	-	11,075	6,7	-	8,769	5,8	2,306	14,9	5,536	6,3	5,539	7,1	-
set.	-	-	11,067	6,7	-	8,737	5,8	2,330	15,1	5,555	6,3	5,512	7,1	-
ott.	-	-	10,966	6,6	-	8,690	5,8	2,276	14,7	5,490	6,2	5,475	7,0	-
nov.	-	-	11,025	6,6	-	8,717	5,8	2,308	14,8	5,563	6,3	5,462	7,0	-
dic.	-	-	11,048	6,6	-	8,737	5,8	2,311	14,8	5,562	6,3	5,486	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 [1]	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
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	5,2	5,1	0,8	7,9	9,5	13,3	-3,1
2022	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-4,1
2022 1° trim.	-0,2	-0,2	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,3	5,9	-1,6	11,3	12,6	.	-13,0
2° trim.	0,4	0,6	-0,1	-0,2	2,3	-0,5	2,0	1,0	-2,8	2,9	7,9	.	-16,3
3° trim.	1,7	2,1	-1,5	5,5	2,1	-1,4	1,3	-0,7	-1,7	-0,8	3,6	.	2,2
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	16,3
2022 lug.	-2,5	-2,7	-1,9	-5,0	-0,9	0,3	2,0	-0,8	-1,7	-0,9	2,1	-	-6,4
ago.	2,8	3,2	-0,6	7,9	2,0	-0,6	1,5	-1,4	-1,3	-2,3	4,8	-	4,4
set.	5,1	6,1	-1,9	14,1	5,2	-4,0	0,9	0,1	-2,0	0,8	3,7	-	10,3
ott.	3,4	4,6	-3,1	9,4	9,0	-8,1	1,9	-2,6	-3,9	-2,4	2,2	-	14,9
nov.	2,0	3,5	-3,3	8,8	5,5	-10,7	1,3	-2,8	-4,6	-2,3	4,4	-	17,9
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	16,1
	Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2022 lug.	-2,1	-2,1	-1,0	-4,5	2,1	-0,5	0,4	-0,2	0,0	-0,2	1,0	-	1,3
ago.	1,7	2,7	-0,6	3,4	1,9	-0,1	-1,0	0,0	-0,7	0,3	2,0	-	11,9
set.	0,8	1,3	-0,7	2,1	2,5	-2,0	0,4	0,8	0,5	1,3	-0,8	-	7,4
ott.	-1,9	-1,8	-1,5	0,0	-0,3	-3,5	1,0	-1,5	-1,2	-1,9	-0,1	-	1,7
nov.	1,0	1,3	0,8	1,0	-1,0	-0,9	-0,8	0,8	-0,9	1,6	1,0	-	2,9
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	0,1

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	98,5	-5,2	80,6	-11,6	-15,3	-8,6	5,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,6	-13,2	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	111,1	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,0	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,6	.	-21,9	5,2	-3,9	9,5	.	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 1° trim.	111,5	11,8	82,5	-13,7	9,4	0,9	12,7	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2° trim.	104,3	6,9	82,4	-22,4	5,4	-5,1	12,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
3° trim.	97,2	1,5	81,9	-26,8	2,7	-6,0	7,9	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
4° trim.	94,9	-1,5	.	-24,5	3,2	-5,3	4,9	.	47,1	45,9	49,0	48,2
2022 ago.	98,1	1,2	-	-24,9	4,2	-4,6	8,6	-	49,6	46,5	49,8	49,0
set.	94,4	-0,2	-	-28,7	1,5	-7,5	5,5	-	48,4	46,3	48,8	48,1
ott.	93,6	-1,0	81,4	-27,5	2,8	-6,3	3,8	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
nov.	94,7	-1,9	-	-23,9	2,7	-6,4	4,1	-	47,1	46,0	48,5	47,8
dic.	96,3	-1,5	-	-22,2	4,1	-3,4	6,8	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 gen.	.	.	-	-20,9	.	.	.	-	48,8	48,9	.	.

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

2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie
(prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto [2]	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto [3]	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento [4]	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) [1]		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto 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	7,0	5,2	47,7	24,2	75,2	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,6	5,0	4,2	46,1	24,6	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,5	3,5	16,9	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	7,9	3,0
2021 4° trim.	17,7	95,8	0,8	3,5	15,8	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	14,2	3,0
2022 1° trim.	16,0	95,6	0,0	3,0	16,7	6,3	9,1	48,7	25,8	78,8	4,7	15,0	3,0
2° trim.	14,7	95,4	-0,4	2,7	16,2	3,5	8,7	48,6	24,4	77,5	4,7	-4,2	3,2
3° trim.	14,1	94,7	-0,4	2,6	10,6	2,1	7,6	48,6	23,7	77,6	4,7	30,8	3,5

Fonti: BCE ed Eurostat.
1) Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per le variazioni dei diritti pensionistici).
2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.
3) 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 [1]	
		Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari				
		Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	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.	1.224,1	1.212,8	11,2	684,3	676,6	294,4	256,0	209,2	208,6	36,1	71,7		28,0	20,2
	2° trim.	1.274,1	1.313,3	-39,2	719,1	745,3	304,7	267,9	210,3	215,4	39,9	84,7		115,8	11,8
	3° trim.	1.330,3	1.436,2	-105,9	753,3	808,8	312,1	318,3	224,5	223,4	40,4	85,8		19,9	16,7
2022	giu.	433,8	443,3	-9,4	245,2	255,8	103,0	90,7	72,5	67,9	13,2	29,0		8,4	3,7
	lug.	433,8	466,0	-32,2	243,4	263,6	103,3	100,0	73,9	73,5	13,3	29,0		7,2	5,4
	ago.	445,6	484,2	-38,6	253,3	277,1	103,9	104,1	74,7	73,4	13,7	29,5		5,2	5,2
	set.	450,9	486,0	-35,1	256,6	268,1	105,0	114,2	75,9	76,5	13,5	27,3		7,4	6,1
	ott.	445,7	446,2	-0,5	255,8	258,3	103,2	90,1	74,7	73,1	12,0	24,7		5,0	3,3
	nov.	447,3	433,7	13,6	258,0	250,5	102,4	84,7	74,8	71,7	12,2	26,8		7,0	3,6
		transazioni cumulate su 12 mesi													
2022	nov.	5.122,0	5.232,5	-110,5	2.890,5	2.953,3	1.209,4	1.099,8	868,1	858,9	154,0	320,6		220,6	93,1
		transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2022	nov.	39,3	40,1	-0,8	22,2	22,6	9,3	8,4	6,7	6,6	1,2	2,5		1,7	0,7

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

2.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro [1], in valore e in volume per categoria di prodotti [2]

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

		Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
				Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
		Esportazioni	Importazioni		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	industria manifatturiera		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	33,0	636,5	323,4	115,9	186,2	524,0	659,2	404,8	98,1	148,4	452,0	72,2
2022	1° trim.	17,2	40,8	676,6	343,5	124,4	196,5	554,6	720,0	454,6	104,8	151,6	481,0	85,6
	2° trim.	20,2	45,5	715,6	361,5	126,5	216,6	575,2	809,8	525,8	111,6	163,7	516,5	107,9
	3° trim.	20,1	47,1	734,0	369,4	133,3	218,8	591,9	855,9	560,6	116,9	168,8	532,5	102,5
2022	giu.	19,8	44,0	241,9	122,2	43,3	72,7	194,1	274,5	178,7	38,2	55,0	174,4	40,1
	lug.	13,0	43,4	237,3	119,7	42,8	71,0	189,7	276,8	182,9	36,9	54,3	172,1	37,0
	ago.	24,0	53,5	246,5	124,1	44,8	73,2	198,7	292,3	191,1	40,1	57,3	182,1	33,6
	set.	23,5	44,8	250,2	125,5	45,6	74,6	203,5	286,7	186,6	39,9	57,2	178,3	31,9
	ott.	17,9	30,7	249,0	124,8	45,8	73,8	202,4	277,1	175,3	39,5	58,3	178,6	33,7
	nov.	17,2	20,3	251,5	.	.	.	204,2	266,7	.	.	.	173,1	.
		Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2021	4° trim.	0,5	7,4	105,2	111,3	98,4	103,1	104,1	114,7	117,0	114,1	113,9	116,4	133,7
2022	1° trim.	2,5	10,1	107,0	108,0	104,6	110,9	106,9	116,7	117,5	119,7	115,3	119,5	131,0
	2° trim.	2,7	10,8	107,7	107,3	102,3	117,9	106,8	121,3	123,3	124,9	119,8	123,0	143,4
	3° trim.	2,7	13,8	106,2	105,3	105,5	113,0	105,7	123,0	125,2	124,4	119,9	122,5	138,5
2022	mag.	9,5	16,9	111,3	110,7	103,2	122,8	110,8	123,7	125,5	128,2	123,3	125,3	142,0
	giu.	1,3	9,1	106,0	105,5	102,6	115,2	105,1	120,4	122,3	124,2	117,2	122,0	149,8
	lug.	-3,7	8,4	103,3	103,6	102,8	109,8	101,8	120,0	122,0	118,5	116,9	120,6	141,0
	ago.	6,1	18,9	106,7	105,2	105,9	113,7	106,4	125,4	128,0	129,4	121,5	124,1	136,6
	set.	6,2	14,3	108,5	107,1	107,8	115,6	108,8	123,6	125,5	125,3	121,2	122,8	137,8
	ott.	2,7	7,5	107,0	106,5	106,3	112,1	106,3	120,3	119,0	124,2	122,7	122,9	144,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [1]

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) [2]						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
			Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
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
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2022 1° trim.	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,8	1,7	3,4	1,5	14,4	0,8	6,0	6,9
2° trim.	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,4	4,1	1,3	7,1	1,0	8,2	7,1
3° trim.	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,7	1,9	4,4	1,0	9,5	7,8
4° trim.	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,8	1,4	4,6	1,4	10,0	9,5
2022 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	1,2	1,3	0,3	2,9	0,8	9,9	10,4
ott.	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,9	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1
nov.	121,0	10,1	5,0	14,2	4,2	0,2	1,3	-0,4	0,4	-1,9	0,4	10,2	9,1
dic.	120,5	9,2	5,2	12,6	4,4	-0,4	1,2	-0,2	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4
2023 gen. [3]	120,1	8,5	5,2	.	4,2	.	.	.	.	-0,9	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
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
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
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
4° trim.	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
2022 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.	13,6	13,6	13,8	14,5	6,1	34,9	3,0	2,2	5,6	-0,7	6,9	2,8
dic.	13,8	14,3	12,0	12,0	6,4	25,5	3,1	2,3	5,4	-0,6	7,2	3,0
2023 gen. [3]	14,1	14,9	11,6	.	6,9	17,2	.	.	.	.	.	.

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[1]										Prezzi delle costruzioni[2]	Prezzi degli immobili residenziali[3]	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali[3]
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	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	12,3	9,2	0,0
3° trim.	163,2	41,2	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	.	8,6	107,9	11,9	6,8	.
2022 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	7,8	13,3	.	8,4	98,0	-	-	-
ago.	165,0	43,5	17,5	14,6	20,0	7,8	14,1	.	8,6	117,3	-	-	-
set.	167,6	41,9	16,9	14,5	19,0	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
ott.	162,5	30,5	16,2	14,0	17,5	7,6	15,3	.	9,3	64,9	-	-	-
nov.	161,0	27,1	14,4	13,1	15,3	7,6	15,3	.	9,1	55,7	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati MSCI e fonti nazionali (col. 13).
1) Solo vendite interne.
2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.
3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [1]	Importazioni [1]		Ponderati in base alle importazioni [2]			Ponderati in base all'utilizzo [2]		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-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
2022	.	.	.	.	.	.	.	.	95,0	18,3	29,5	9,0	19,6	29,1	9,9
2022 1° trim.	112,2	3,5	5,5	4,8	2,6	7,3	11,8	17,0	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
2° trim.	113,4	4,3	6,7	6,3	3,5	8,4	14,6	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
3° trim.	114,7	4,4	7,2	7,4	4,1	7,5	13,5	19,6	98,3	14,8	30,8	1,5	15,5	28,6	2,3
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	86,6	5,6	14,4	-2,3	5,6	13,6	-3,1
2022 ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,1	30,2	4,2	15,9	26,3	5,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,5	31,4	3,7	15,9	28,1	3,2
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,8	25,6	-1,7	12,8	27,4	-1,9
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,2	12,3	0,5	5,9	11,0	0,0
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-0,1	6,1	-5,6	-1,4	3,8	-7,0
2023 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, eleborazioni 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)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	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	7,8	-	-5,2	32,3	56,7	56,3	-	49,7
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
2022	48,2	53,0	27,2	42,6	71,5	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 1° trim.	50,8	49,3	23,8	39,3	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.	45,8	54,1	27,3	40,6	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
4° trim.	41,2	52,5	29,4	41,5	78,0	65,8	74,3	63,7	62,0
2022 ago.	43,7	53,0	26,4	38,4	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
set.	48,6	54,4	28,4	41,8	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
ott.	44,8	56,1	30,1	44,7	77,2	72,0	76,9	66,1	62,7
nov.	40,4	51,5	29,8	42,9	78,3	64,5	74,3	63,6	62,3
dic.	38,4	49,8	28,3	37,1	78,5	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 gen.	.	.	.	.	.	56,3	.	61,6	.

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali [1]
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	107,1	2,5	2,6	2,3	2,6	2,3	2,2
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,3	0,9	1,2	1,4	1,5
2021 4° trim.	119,6	2,5	2,1	3,4	2,7	2,0	1,6
2022 1° trim.	108,5	3,7	2,7	7,3	4,3	2,6	2,9
2° trim.	119,2	3,8	3,2	6,0	3,9	3,5	2,5
3° trim.	112,4	2,8	2,1	5,3	2,5	3,6	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).

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 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
Costo del lavoro per unità di prodotto												
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	-1,1	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	3,9	6,2	16,1
2021	110,4	0,1	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	1,3	-6,9
2022 1° trim.	112,6	2,0	2,3	4,0	3,1	-0,7	2,6	3,1	4,8	2,5	2,5	-4,8
2° trim.	112,9	2,9	4,9	3,4	5,6	1,5	1,8	4,2	5,7	3,7	3,2	-6,2
3° trim.	114,1	3,3	3,1	1,8	6,1	1,9	4,0	4,0	8,1	3,9	3,8	-0,2
Redditi per occupato												
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	5,1	3,8	1,6	4,5
2022 1° trim.	114,5	4,5	3,3	4,3	4,2	7,9	3,1	3,8	5,6	4,6	2,8	8,4
2° trim.	115,4	4,7	3,6	4,2	3,9	8,0	2,8	4,7	5,7	5,6	2,9	6,8
3° trim.	116,7	3,9	3,4	2,7	3,3	4,8	3,1	4,4	5,3	4,9	3,4	5,3
Produttività del lavoro per occupato												
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	2,5	-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.	101,6	2,3	0,1	0,7	-2,2	8,2	2,0	1,4	1,3	2,0	0,3	12,3
2022 1° trim.	101,8	2,4	1,0	0,3	1,1	8,7	0,5	0,6	0,8	2,0	0,3	13,9
2° trim.	102,3	1,7	-1,3	0,7	-1,6	6,3	0,9	0,5	-0,1	1,8	-0,3	13,8
3° trim.	102,3	0,6	0,2	0,9	-2,6	2,9	-0,8	0,4	-2,6	1,0	-0,3	5,5
Redditi per ora lavorata												
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	0,6	0,6	0,2
2021 4° trim.	116,0	1,6	1,0	2,3	2,2	0,3	3,7	4,9	2,7	2,2	2,6	0,0
2022 1° trim.	116,5	1,3	3,2	3,5	3,2	-2,4	3,0	4,2	3,1	2,0	3,4	0,0
2° trim.	116,9	3,6	4,9	4,5	5,3	2,1	3,9	6,3	4,7	4,8	4,7	2,7
3° trim.	118,6	2,9	3,3	1,6	3,0	2,7	2,7	4,0	4,1	3,4	3,7	3,8
Produttività per ora lavorata												
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	104,7	2,1	3,3	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	1,7	-0,7	-0,1	-1,7	0,4	1,1	-3,5	-0,2	0,8	3,3
2° trim.	104,5	0,6	0,0	1,1	-0,9	1,1	1,8	2,1	-2,1	1,1	1,3	8,4
3° trim.	104,9	-0,2	-0,1	-0,1	-2,4	1,3	-1,6	0,3	-4,4	-0,2	0,0	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

		Area dell'euro [1]					Stati Uniti	Giappone
		Euro short-term rate (€STR) [2]	Depositi 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
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		-0,01	0,10	0,36	0,69	1,11	2,40	-0,02
2022	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
	dic.	1,57	1,73	2,07	2,57	3,03	4,74	-0,04
2023	gen.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,81	-

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 operazoni 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 [1, 2]					Area dell'euro [1, 2]	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro [1, 2]			
		3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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		1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2022	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
	dic.	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	gen.	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41

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	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomu-nicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020		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
2021		360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2022		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	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
	dic.	418,3	3.884,7	944,2	257,4	166,8	121,0	168,9	738,0	757,3	355,1	268,3	786,9	3.912,4	27.214,7
2023	gen.	439,8	4.092,7	963,0	276,9	167,7	123,3	182,3	780,4	807,6	358,7	277,9	808,6	3.960,7	26.606,3

Fonte: Refinitiv.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) [1), 2)]

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

		Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo		TAEG [3)]	Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					Indicatore composito del costo del finanziamento
		A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG [3)]	
				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
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.	0,03	0,73	0,90	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,57	2,66	2,83	3,06	2,41	2,90	2,67
	nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,42	6,55	7,12	3,96	2,93	3,05	3,30	2,55	3,10	2,89
	dic. [p]	0,07	0,80	1,39	1,91	5,99	15,99	6,65	6,45	7,03	3,99	3,07	3,16	3,29	2,60	3,18	2,94

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) [1), 2)]

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

		Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composito 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
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.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,98	3,52	3,62	2,74	3,02	2,76	2,45	2,76	2,82	2,73
	nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,75	4,01	3,12	3,38	3,07	2,88	3,31	3,30	3,11
	dic. [p]	0,19	1,80	2,61	3,21	3,74	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,60	3,27	3,41

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione

(miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

		Consistenze							Emissioni lorde [1]						
		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
				Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie		di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
		A breve termine													
2019		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020		1.485,4	429,9	126,2	52,1	96,3	833,1	719,4	.	.	.	.	.	.	.
2021		1.409,9	428,8	132,0	49,6	87,6	761,5	671,7	387,5	138,7	79,8	26,4	31,8	137,3	104,6
2022	lug.	1.328,0	422,7	140,2	50,4	104,3	660,8	600,3	510,7	199,6	122,1	57,4	55,4	133,7	87,5
	ago.	1.323,6	420,1	139,0	49,1	105,6	658,9	597,7	471,3	188,2	114,2	49,5	45,3	123,6	92,0
	set.	1.363,1	448,6	143,4	48,9	102,2	668,9	602,4	559,0	219,1	134,4	56,9	65,5	140,0	104,1
	ott.	1.354,5	460,8	143,2	51,2	100,4	650,1	589,9	557,8	248,1	134,3	57,9	57,7	117,7	91,1
	nov.	1.393,5	485,0	139,4	48,9	97,0	672,1	623,0	609,3	267,6	142,8	63,2	49,5	149,5	129,2
	dic.	1.350,9	481,3	135,6	46,5	87,5	646,6	606,0	402,9	166,5	132,0	59,1	37,8	66,6	57,2
		A lungo termine													
2019		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020		19.373,1	4.062,0	3.232,0	1.271,1	1.542,4	10.536,6	9.749,6	.	.	.	.	.	.	.
2021		20.060,8	4.173,1	3.570,1	1.359,8	1.593,7	10.723,8	9.902,9	316,9	66,6	82,9	32,2	24,0	143,4	129,9
2022	lug.	19.234,3	4.134,7	3.558,4	1.375,2	1.451,5	10.089,8	9.309,7	236,7	52,0	61,0	31,8	8,6	115,1	110,4
	ago.	18.652,0	4.033,4	3.506,9	1.367,8	1.409,7	9.702,1	8.949,5	186,8	53,5	43,4	10,5	8,4	81,5	75,5
	set.	18.159,9	3.980,2	3.476,8	1.348,0	1.361,0	9.341,8	8.611,1	320,5	94,9	75,2	27,8	19,3	131,1	121,0
	ott.	18.276,8	4.017,8	3.502,5	1.343,3	1.361,5	9.395,0	8.669,0	333,4	79,6	73,6	24,1	12,5	167,7	159,6
	nov.	18.651,5	4.078,4	3.565,7	1.352,7	1.406,5	9.600,9	8.862,8	330,6	77,6	88,1	32,8	30,6	134,3	120,7
	dic.	18.133,5	3.985,8	3.532,0	1.361,4	1.382,7	9.232,9	8.521,2	199,3	59,7	58,4	29,0	11,4	69,8	67,4

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

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

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

		Titoli di debito							Azioni quotate			
		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
				Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie		di cui Amministrazione centrale				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
		Consistenze										
2019		.	.	.	.	.	.	.	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1
2020		20.858,5	4.491,9	3.358,3	1.323,2	1.638,7	11.369,6	10.469,0	8.501,2	468,9	1.354,2	6.677,1
2021		21.470,6	4.601,9	3.702,1	1.409,3	1.681,3	11.485,3	10.574,6	10.348,6	609,3	1.580,2	8.158,1
2022	lug.	20.562,3	4.557,4	3.698,6	1.425,7	1.555,7	10.750,6	9.910,0	8.903,5	482,1	1.355,6	7.064,9
	ago.	19.975,6	4.453,5	3.645,8	1.416,9	1.515,3	10.361,0	9.547,2	8.484,5	475,5	1.311,2	6.696,9
	set.	19.523,0	4.428,8	3.620,2	1.396,8	1.463,3	10.010,7	9.213,4	7.917,4	460,6	1.231,4	6.224,8
	ott.	19.631,3	4.478,7	3.645,7	1.394,5	1.461,9	10.045,0	9.258,9	8.470,8	506,9	1.292,0	6.671,2
	nov.	20.045,0	4.563,4	3.705,1	1.401,6	1.503,6	10.272,9	9.485,9	9.054,7	540,0	1.401,3	7.112,8
	dic.	19.484,4	4.467,1	3.667,6	1.407,9	1.470,2	9.879,5	9.127,2	8.727,9	534,3	1.377,0	6.816,0
		Tasso di crescita [1]										
2019		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022	lug.	3,5	2,6	7,3	5,9	2,6	2,8	3,2	0,9	-0,4	3,3	0,5
	ago.	3,5	2,6	7,4	4,9	3,0	2,8	3,2	0,8	-0,7	2,7	0,5
	set.	3,3	3,7	5,9	2,7	2,2	2,4	2,8	0,4	-0,9	2,3	0,2
	ott.	3,3	4,7	4,0	1,1	1,3	2,8	3,3	0,4	-1,1	2,3	0,2
	nov.	3,8	5,5	4,9	1,3	0,9	3,1	3,7	0,2	-1,3	1,7	0,1
	dic.	3,7	5,7	4,3	0,2	1,0	3,1	3,7	0,3	-1,6	1,3	0,2

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi [1)]

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

	TCE-18						TCE-41	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99,7	93,6	93,4	89,5	75,9	87,8	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,8	71,4	86,2	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,2	.	.	.	116,8	90,8
2022 1° trim.	96,5	91,4	92,6	84,9	69,3	82,8	118,8	92,5
2° trim.	95,6	90,3	93,1	83,4	67,1	81,3	116,5	90,2
3° trim.	94,0	89,2	92,2	81,9	64,8	80,0	114,5	88,9
4° trim.	95,9	91,7	94,8	.	.	.	117,3	91,6
2022 ago.	93,6	88,8	91,8	-	-	-	114,2	88,6
set.	94,2	89,8	92,8	-	-	-	114,6	89,3
ott.	94,8	91,0	93,8	-	-	-	115,5	90,6
nov.	96,0	91,9	94,6	-	-	-	117,2	91,7
dic.	97,0	92,2	96,0	-	-	-	119,2	92,5
2023 gen.	97,3	92,2	96,4	-	-	-	119,9	92,7
	Variazione percentuale sul mese precedente							
2023 gen.	0,4	0,0	0,4	-	-	-	0,6	0,2
	Variazione percentuale sull'anno precedente							
2023 gen.	0,7	1,1	4,4	-	-	-	1,0	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	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 1° trim.	7,121	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2° trim.	7,043	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
3° trim.	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
4° trim.	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2022 ago.	6,888	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
set.	6,951	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
ott.	7,069	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
nov.	7,317	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
dic.	7,386	24,269	7,438	407,681	142,822	4,683	0,870	4,9224	10,986	0,986	1,059
2023 gen.	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	4,9242	11,205	0,996	1,077
	Variazione percentuale sul mese precedente										
2023 gen.	-0,9	-1,3	0,0	-2,9	-1,6	0,3	1,5	0,0	2,0	1,0	1,7
	Variazione percentuale sull'anno precedente										
2023 gen.	1,7	-2,1	0,0	10,4	8,1	3,2	5,6	-0,4	8,2	-4,2	-4,8

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 [1]			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
		Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2021	4° trim.	32.244,0	32.189,2	54,7	11.944,4	9.753,9	12.864,4	14.684,3	-98,5	6.476,6	7.751,0	1.057,0	15.909,5
2022	1° trim.	32.253,5	32.035,3	218,1	12.017,8	9.926,0	12.337,4	14.002,7	-57,3	6.852,8	8.106,7	1.102,8	16.357,4
	2° trim.	32.032,2	31.599,1	433,1	12.383,0	10.169,1	11.511,6	13.107,0	-19,6	7.035,1	8.323,0	1.122,1	16.454,9
	3° trim.	32.162,4	31.683,1	479,4	12.698,9	10.477,4	11.188,0	12.790,6	-8,0	7.147,8	8.415,1	1.135,8	16.582,8
		Consistenze (in percentuale del PIL)											
2022	3° trim.	246,1	242,4	3,7	97,2	80,2	85,6	97,9	-0,1	54,7	64,4	8,7	126,9
		Transazioni											
2021	4° trim.	222,3	195,8	26,5	-7,5	-66,5	155,9	73,3	40,2	30,7	189,0	2,9	-
2022	1° trim.	371,0	377,5	-6,5	56,6	42,4	-18,0	30,4	-1,6	334,8	304,8	-0,9	-
	2° trim.	-32,5	-57,2	24,7	64,4	-47,9	-127,4	-86,2	28,9	-0,7	76,8	2,3	-
	3° trim.	2,6	52,8	-50,2	68,7	86,7	-184,4	-6,0	44,1	66,8	-27,9	7,4	-
2022	giu.	-96,7	-125,1	28,3	-44,9	-39,6	-39,1	26,8	-0,1	-14,4	-112,3	1,8	-
	lug.	87,8	80,0	7,8	22,3	35,2	-33,9	-70,4	11,6	86,1	115,2	1,6	-
	ago.	125,2	133,2	-8,0	44,9	74,9	-32,3	28,6	14,9	95,6	29,7	2,2	-
	set.	-210,3	-160,4	-50,0	1,5	-23,4	-118,2	35,8	17,6	-114,9	-172,8	3,6	-
	ott.	125,7	111,5	14,2	4,6	-3,0	-10,4	37,6	7,2	120,6	76,9	3,8	-
	nov.	6,1	19,1	-13,1	15,7	12,9	43,5	52,8	2,9	-56,6	-46,5	0,6	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi											
2022	nov.	232,6	249,8	-17,2	107,2	-37,3	-240,4	79,4	82,7	270,7	207,7	12,3	-
		Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL											
2022	nov.	1,8	1,9	-0,1	0,8	-0,3	-1,8	0,6	0,6	2,1	1,6	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 [1)]

(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								
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2020	1.363,7	8.876,3	10.240,0	1.026,7	2.449,4	3.476,1	13.716,1	101,8	627,0	4,4	733,2	14.449,3
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	916,1	2.506,4	3.422,5	14.676,2	118,0	647,5	21,7	787,2	15.463,4
2022 [p]	1.538,3	9.790,1	11.328,4	1.376,1	2.566,6	3.942,7	15.271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16.090,2
2022 1° trim.	1.520,4	9.918,2	11.438,6	936,6	2.519,3	3.456,0	14.894,6	123,2	591,2	44,7	759,1	15.653,7
2° trim.	1.528,0	10.048,6	11.576,6	972,9	2.529,6	3.502,5	15.079,1	115,9	609,1	64,6	789,7	15.868,8
3° trim.	1.538,1	10.177,5	11.715,5	1.175,8	2.551,8	3.727,5	15.443,1	120,4	598,0	49,5	767,9	16.211,0
4° trim. [p]	1.538,3	9.790,1	11.328,4	1.376,1	2.566,6	3.942,7	15.271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16.090,2
2022 lug.	1.531,7	10.105,3	11.637,0	1.002,3	2.537,7	3.540,0	15.177,0	125,2	593,7	30,7	749,6	15.926,6
ago.	1.536,4	10.184,2	11.720,6	1.031,8	2.546,8	3.578,6	15.299,2	123,7	595,5	38,4	757,7	16.056,9
set.	1.538,1	10.177,5	11.715,5	1.175,8	2.551,8	3.727,5	15.443,1	120,4	598,0	49,5	767,9	16.211,0
ott.	1.541,2	10.022,3	11.563,4	1.253,3	2.556,2	3.809,6	15.373,0	125,0	619,7	19,5	764,2	16.137,2
nov.	1.541,1	9.907,6	11.448,8	1.327,0	2.551,5	3.878,5	15.327,3	138,8	640,5	38,5	817,8	16.145,1
dic. [p]	1.538,3	9.790,1	11.328,4	1.376,1	2.566,6	3.942,7	15.271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16.090,2
	Transazioni											
2020	139,2	1.243,9	1.383,2	-33,8	86,3	52,5	1.435,7	19,6	111,0	1,3	131,9	1.567,6
2021	107,4	898,7	1.006,1	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	21,2	14,5	47,8	998,8
2022 [p]	68,7	-3,5	65,1	426,2	56,9	483,1	548,2	3,7	6,3	73,7	83,8	632,0
2022 1° trim.	50,7	126,5	177,2	23,8	10,5	34,3	211,4	4,9	-56,2	23,0	-28,3	183,1
2° trim.	7,6	111,3	118,8	30,6	10,6	41,2	160,0	-8,6	18,0	17,0	26,4	186,3
3° trim.	10,1	117,9	128,0	160,5	21,9	182,4	310,4	2,6	-11,0	39,3	30,9	341,3
4° trim. [p]	0,3	-359,2	-358,9	211,4	13,9	225,3	-133,5	4,8	55,5	-5,5	54,8	-78,7
2022 lug.	3,7	45,7	49,4	25,8	8,0	33,8	83,2	8,3	-15,4	14,5	7,3	90,5
ago.	4,7	85,4	90,1	27,9	9,0	36,9	127,0	-1,8	1,9	10,9	11,0	138,0
set.	1,7	-13,3	-11,6	106,8	4,9	111,7	100,1	-3,8	2,5	13,9	12,7	112,8
ott.	3,1	-150,8	-147,7	79,9	3,2	83,2	-64,5	5,0	21,6	-28,9	-2,3	-66,8
nov.	-0,1	-99,5	-99,6	78,7	-4,6	74,1	-25,5	14,6	20,8	16,6	52,0	26,5
dic. [p]	-2,8	-108,8	-111,6	52,8	15,3	68,1	-43,5	-14,8	13,1	6,8	5,1	-38,5
	Variazioni percentuali											
2020	11,4	16,2	15,5	-3,2	3,7	1,5	11,6	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,8	2,7	-1,6	6,9	12,0	3,4	367,7	6,5	6,9
2022 [p]	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1
2022 1° trim.	9,4	8,7	8,8	-5,7	2,0	-0,2	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	6,0	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8
3° trim.	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	367,3	7,8	6,3
4° trim. [p]	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1
2022 lug.	7,4	6,7	6,8	5,9	2,1	3,2	5,9	3,8	-5,1	101,2	1,6	5,7
ago.	7,1	6,7	6,8	10,9	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,8	3,4	6,1
set.	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	367,3	7,8	6,3
ott.	6,0	3,4	3,8	30,1	2,3	9,9	5,2	-7,9	-0,7	65,2	3,1	5,1
nov.	5,4	1,9	2,4	38,5	1,9	11,9	4,6	8,2	-0,7	237,2	8,5	4,8
dic. [p]	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1

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 [1)]

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

	Società non finanziarie [2)]					Famiglie [3)]					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione [2)]	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche [4)]
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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	1.087,6	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	1.225,3	227,8	546,3
2022 (p)	3.368,5	2.732,2	495,7	134,7	5,9	8.392,7	5.555,8	441,8	2.394,3	0,9	1.301,1	235,3	558,6
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	1.256,3	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	1.309,6	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	1.476,0	243,9	551,9
4° trim. (p)	3.368,5	2.732,2	495,7	134,7	5,9	8.392,7	5.555,8	441,8	2.394,3	0,9	1.301,1	235,3	558,6
2022 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	1.335,9	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	1.364,7	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	1.476,0	243,9	551,9
ott.	3.409,2	2.821,3	446,9	131,7	9,3	8.384,9	5.613,6	384,7	2.385,6	1,1	1.350,8	255,0	557,1
nov.	3.395,5	2.767,8	487,9	131,8	8,1	8.378,0	5.581,6	412,9	2.382,5	1,0	1.343,3	250,4	557,7
dic. (p)	3.368,5	2.732,2	495,7	134,7	5,9	8.392,7	5.555,8	441,8	2.394,3	0,9	1.301,1	235,3	558,6
Transazioni													
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	137,8	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	142,2	-9,5	46,6
2022 (p)	122,1	-87,7	205,6	5,7	-1,4	297,0	167,7	73,1	56,1	0,1	43,8	7,9	12,6
2022 1° trim.	28,3	24,4	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	30,5	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	42,6	-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	127,8	11,4	-18,5
4° trim. (p)	2,5	-109,1	112,8	1,3	-2,6	25,7	-60,7	73,4	13,2	-0,1	-157,1	-7,1	7,0
2022 lug.	23,5	8,9	15,9	-0,2	-1,1	38,3	29,9	-0,2	8,6	0,1	19,4	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	36,0	-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	72,4	6,1	-14,7
ott.	29,7	-29,0	59,7	-1,6	0,6	14,0	-5,5	15,1	4,4	0,1	-122,9	11,3	5,3
nov.	-5,6	-48,2	43,5	0,1	-1,1	-4,5	-30,4	29,0	-3,0	0,0	2,4	-3,9	0,7
dic. (p)	-21,6	-31,9	9,6	2,8	-2,1	16,2	-24,8	29,4	11,8	-0,2	-36,5	-14,6	1,0
Variazioni percentuali													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,8	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	13,0	-4,0	9,4
2022 (p)	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3
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	12,2	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
4° trim. (p)	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3
2022 lug.	6,1	6,1	9,5	-0,9	16,4	4,2	6,1	-10,8	2,5	-4,5	11,6	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	14,7	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.	6,0	1,4	51,1	1,8	2,6	4,1	5,0	1,1	2,5	7,6	6,8	8,4	7,4
nov.	5,3	-0,9	66,8	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,3	2,2	7,9	6,6	8,7	6,8
dic. (p)	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
3) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.
4) Si riferisce al settore delle amministrazioni pubbliche, escluse le amministrazioni centrali.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
					Prestiti						Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
					Totale		A società non finanziarie [3)]	A famiglie [4)]	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione [3)]	A imprese di assicurazione e fondi pensione		
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale		Prestiti corretti [2)]						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.323,0	11.911,0	12.289,7	4.706,6	6.132,9	904,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,6	12.332,2	12.716,4	4.861,4	6.373,6	937,4	159,7	1.582,3	888,1
2022 [p]	6.373,3	1.007,1	5.341,1	15.381,6	12.978,8	13.151,2	5.126,6	6.632,3	1.073,5	146,4	1.566,2	836,6
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.	6.503,0	1.000,6	5.478,2	15.180,6	12.788,3	12.926,2	5.020,4	6.552,7	1.051,7	163,6	1.561,3	830,9
3° trim.	6.360,0	1.002,3	5.333,3	15.420,7	13.050,1	13.185,0	5.165,7	6.612,6	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
4° trim. [p]	6.373,3	1.007,1	5.341,1	15.381,6	12.978,8	13.151,2	5.126,6	6.632,3	1.073,5	146,4	1.566,2	836,6
2022 lug.	6.537,0	998,0	5.514,8	15.252,9	12.857,0	12.991,3	5.068,7	6.576,3	1.052,0	160,0	1.564,5	831,4
ago.	6.426,8	998,3	5.404,3	15.320,4	12.941,4	13.073,2	5.132,6	6.595,7	1.060,1	153,0	1.548,9	830,1
set.	6.360,0	1.002,3	5.333,3	15.420,7	13.050,1	13.185,0	5.165,7	6.612,6	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
ott.	6.378,6	996,3	5.358,0	15.410,4	13.039,3	13.172,9	5.187,6	6.621,2	1.071,0	159,5	1.537,2	833,8
nov.	6.423,0	994,5	5.403,5	15.439,6	13.041,2	13.191,0	5.164,4	6.630,8	1.096,3	149,7	1.561,1	837,4
dic. [p]	6.373,3	1.007,1	5.341,1	15.381,6	12.978,8	13.151,2	5.126,6	6.632,3	1.073,5	146,4	1.566,2	836,6
Transazioni												
2020	1.039,9	13,5	1.026,3	733,4	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,6	28,2
2021	665,7	-0,4	675,7	561,9	473,9	507,3	176,0	261,8	46,2	-10,2	78,8	9,2
2022 [p]	178,4	10,1	167,3	627,6	619,4	667,8	267,7	240,6	124,3	-13,1	14,6	-6,3
2022 1° trim.	100,4	4,3	96,1	197,3	192,6	186,5	46,3	71,8	80,3	-5,9	18,6	-13,9
2° trim.	68,6	-0,9	69,5	210,2	229,1	237,8	100,9	84,7	33,3	10,3	-14,0	-4,9
3° trim.	-36,4	1,9	-38,6	223,9	233,6	238,0	139,2	58,2	39,4	-3,2	-9,2	-0,5
4° trim. [p]	45,8	4,8	40,3	-3,9	-36,0	5,5	-18,8	25,9	-28,8	-14,3	19,1	13,0
2022 lug.	-15,4	-2,7	-12,8	53,4	60,2	59,7	45,2	21,1	-1,8	-4,3	-5,0	-1,8
ago.	-27,0	0,8	-27,7	85,6	92,9	93,2	63,7	19,4	16,8	-7,0	-8,4	1,1
set.	6,0	3,9	1,9	84,9	80,6	85,1	30,3	17,8	24,5	8,1	4,2	0,1
ott.	11,4	-6,0	17,4	-5,2	-3,7	-2,3	25,4	10,0	-37,5	-1,6	-9,7	8,2
nov.	7,6	-2,0	9,0	38,3	16,9	32,7	-16,2	12,7	29,9	-9,5	19,6	1,9
dic. [p]	26,8	12,8	14,0	-37,0	-49,2	-24,9	-28,0	3,2	-21,2	-3,2	9,3	2,9
Variazioni percentuali												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022 [p]	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6
2022 1° trim.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,7	-1,2	6,6	-1,7
2° trim.	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,2	6,0	4,6	13,7	7,8	5,0	-2,8
3° trim.	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,0	8,0	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
4° trim. [p]	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6
2022 lug.	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,9	4,3	-2,7
ago.	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,9	-0,7	3,7	-3,0
set.	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,0	8,0	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
ott.	4,6	0,8	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,1	11,4	3,1	0,9	-1,8
nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,2	7,3	4,0	12,2	-6,4	2,8	-0,9
dic. [p]	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.
3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.
4) Incluse le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie [2)]					Famiglie [3)]				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
		Prestiti corretti [4)]					Prestiti corretti [4)]			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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
2022 [(p)]	5.126,6	5.118,4	965,2	1.078,4	3.083,0	6.632,3	6.827,1	716,7	5.214,8	700,8
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	949,8	1.028,3	3.042,2	6.552,7	6.742,3	709,0	5.138,6	705,1
3° trim.	5.165,7	5.136,5	1.008,0	1.067,9	3.089,8	6.612,6	6.801,3	713,1	5.194,4	705,2
4° trim. [(p)]	5.126,6	5.118,4	965,2	1.078,4	3.083,0	6.632,3	6.827,1	716,7	5.214,8	700,8
2022 lug.	5.068,7	5.041,2	962,2	1.042,0	3.064,6	6.576,3	6.763,4	711,3	5.159,5	705,4
ago.	5.132,6	5.098,2	987,6	1.063,0	3.082,0	6.595,7	6.784,7	711,5	5.178,7	705,5
set.	5.165,7	5.136,5	1.008,0	1.067,9	3.089,8	6.612,6	6.801,3	713,1	5.194,4	705,2
ott.	5.187,6	5.153,9	1.006,4	1.077,5	3.103,7	6.621,2	6.811,7	715,4	5.202,0	703,8
nov.	5.164,4	5.144,3	993,1	1.072,8	3.098,5	6.630,8	6.824,7	716,7	5.210,3	703,8
dic. [(p)]	5.126,6	5.118,4	965,2	1.078,4	3.083,0	6.632,3	6.827,1	716,7	5.214,8	700,8
Transazioni										
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
2022 [(p)]	267,7	304,2	80,1	76,5	111,1	240,6	248,6	21,6	217,5	1,5
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.	139,2	139,7	55,4	39,6	44,3	58,2	59,0	4,0	55,0	-0,8
4° trim. [(p)]	-18,8	4,4	-36,4	17,5	0,1	25,9	34,7	5,0	21,7	-0,9
2022 lug.	45,2	44,3	11,1	13,2	20,9	21,1	19,3	2,1	20,7	-1,7
ago.	63,7	58,8	26,6	21,7	15,5	19,4	22,0	0,0	19,1	0,3
set.	30,3	36,7	17,8	4,7	7,8	17,8	17,6	1,9	15,2	0,6
ott.	25,4	24,0	-0,4	10,6	15,2	10,0	11,7	2,4	8,3	-0,7
nov.	-16,2	-4,0	-12,6	-0,9	-2,7	12,7	17,7	2,1	8,9	1,7
dic. [(p)]	-28,0	-15,5	-23,4	7,8	-12,4	3,2	5,3	0,5	4,5	-1,8
Variazioni percentuali										
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
2022 [(p)]	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2
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
4° trim. [(p)]	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2
2022 lug.	6,6	7,6	15,5	7,5	3,8	4,5	4,5	3,4	5,3	-0,3
ago.	7,8	8,7	18,7	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,2	0,0
set.	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
ott.	8,1	8,9	16,9	11,0	4,7	4,1	4,2	3,3	4,8	0,0
nov.	7,3	8,3	14,1	10,0	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
dic. [(p)]	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, 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 IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali [2)]	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
									Operazioni pronti contro termine con controparti centrali [3)]	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali [3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	457,1	136,7	141,1
2021	762,6	6.883,7	1.837,3	37,1	1.997,3	3.011,9	1.372,6	391,9	128,5	136,8
2022 (p)	683,6	6.731,8	1.780,9	31,0	2.112,9	2.807,0	1.332,1	418,6	137,8	147,6
2022 1° trim.	740,2	6.882,8	1.848,2	35,9	1.988,7	3.010,1	1.361,1	346,4	160,7	164,4
2° trim.	757,5	6.801,3	1.843,8	31,6	2.008,6	2.917,3	1.313,5	430,6	166,5	157,3
3° trim.	642,5	6.782,7	1.801,9	31,5	2.096,5	2.852,9	1.319,0	536,5	148,0	146,7
4° trim. (p)	683,6	6.731,8	1.780,9	31,0	2.112,9	2.807,0	1.332,1	418,6	137,8	147,6
2022 lug.	741,2	6.902,2	1.833,1	31,2	2.059,4	2.978,6	1.345,4	434,7	173,4	159,7
ago.	649,5	6.827,1	1.813,2	31,9	2.080,4	2.901,6	1.362,0	424,3	157,4	145,7
set.	642,5	6.782,7	1.801,9	31,5	2.096,5	2.852,9	1.319,0	536,5	148,0	146,7
ott.	676,4	6.745,2	1.789,3	30,8	2.101,2	2.824,0	1.280,2	489,7	144,4	156,1
nov.	692,3	6.792,4	1.788,1	30,8	2.109,6	2.863,9	1.307,3	459,9	161,2	170,6
dic. (p)	683,6	6.731,8	1.780,9	31,0	2.112,9	2.807,0	1.332,1	418,6	137,8	147,6
Transazioni										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	117,6	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-110,0	-8,3	-4,3
2022 (p)	-75,8	38,9	-90,1	-5,3	15,5	118,7	-72,5	-138,5	10,5	17,9
2022 1° trim.	-19,0	-28,3	-19,5	-1,3	-25,0	17,5	-32,6	-129,2	32,0	34,7
2° trim.	17,2	20,0	-8,1	-4,2	-16,0	48,3	-60,9	5,5	7,2	-7,1
3° trim.	-115,0	-4,1	-47,0	-0,1	-2,2	45,2	-26,3	60,9	-18,6	-10,6
4° trim. (p)	41,0	51,3	-15,5	0,4	58,7	7,8	47,3	-75,7	-10,2	1,0
2022 lug.	-16,2	-2,7	-12,6	-0,4	-5,2	15,6	-4,6	38,3	6,8	2,4
ago.	-91,7	-8,2	-20,6	0,7	4,7	7,0	30,6	-51,2	-16,0	-14,0
set.	-7,1	6,8	-13,8	-0,4	-1,6	22,6	-52,2	73,8	-9,5	1,0
ott.	33,9	-10,0	-11,9	0,1	12,7	-10,9	4,4	-53,4	-3,6	9,4
nov.	15,4	37,3	1,9	0,1	33,8	1,5	11,7	21,6	16,9	14,5
dic. (p)	-8,4	24,0	-5,4	0,2	12,2	17,1	31,2	-43,9	-23,4	-22,9
Variazioni percentuali										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022 (p)	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 1° trim.	5,8	-0,7	-4,0	-13,1	-2,0	2,3	-	-	19,6	30,3
2° trim.	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	26,0	21,7
3° trim.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
4° trim. (p)	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 lug.	7,8	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	30,2	25,1
ago.	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	25,0	18,0
set.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
ott.	-8,2	-0,4	-5,0	-17,2	-2,2	3,9	-	-	2,4	9,6
nov.	-2,8	0,2	-4,4	-15,8	-0,7	3,8	-	-	11,3	18,5
dic. (p)	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7

Fonte: BCE.
1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.
2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.
3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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 4° trim.	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
2022 1° trim.	47,2	46,5	13,3	13,2	15,2	0,7	51,2	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
2° trim.	47,4	46,7	13,6	13,2	15,1	0,7	50,3	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6
3° trim.	47,5	46,8	13,7	13,2	15,0	0,7	50,1	45,6	9,9	5,8	1,6	23,2	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
						IFM								
	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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	93,0	2,9	13,4	76,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti [1]

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

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

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.
1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo/debito.
2) Calcolata come differenza fra il rapporto debito/PIL alla fine del periodo di riferimento e quello dell'anno precedente.

6.5 Titoli del debito pubblico [1]

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno [2]					Vita residua media in anni [3]	Rendimento nominale medio [4]						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
			Scadenze fino a 3 mesi		Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Scadenze fino a 1 anno	Emissione	Rimborsi
	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 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.	14,0	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	13,2	3,8	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,2	1,8	1,9	0,7	0,5
nov.	14,4	13,1	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5
dic.	14,2	12,9	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	1,9	1,0	0,5

Fonte: BCE.
1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.
2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.
3) Vita residua a fine periodo.
4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	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 4° trim.	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7
2022 1° trim.	-4,8	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,4	-5,1	-6,5	0,0
2° trim.	-4,0	-1,7	-0,6	0,1	-2,4	-4,6	-3,9	-5,3	1,3
3° trim.	-3,7	-1,9	-0,2	1,2	-2,1	-3,8	-4,0	-4,9	2,6
	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 4° trim.	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,1
2022 1° trim.	109,0	67,4	17,2	53,1	189,6	117,4	114,6	152,1	102,0
2° trim.	108,3	67,2	16,7	51,2	183,5	116,1	113,1	150,4	95,3
3° trim.	106,3	66,6	15,8	49,0	178,2	115,6	113,4	147,3	91,6

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
	Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,5	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 4° trim.	-7,0	-1,0	0,8	-7,5	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,8
2022 1° trim.	-5,2	0,0	0,8	-7,5	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,1
2° trim.	-3,6	1,0	0,9	-6,7	0,1	-1,5	0,2	-3,1	-3,8	-1,6
3° trim.	-3,2	0,9	0,7	-5,5	0,5	-1,9	1,1	-2,7	-3,7	-1,3
	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 4° trim.	43,6	43,7	24,5	55,2	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,3
2022 1° trim.	41,7	39,8	22,6	56,2	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,2
2° trim.	41,6	39,6	25,3	53,9	50,8	82,6	123,4	73,5	60,3	71,7
3° trim.	39,9	37,3	24,6	53,2	49,0	81,3	120,1	72,3	58,6	70,8

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2023**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 1° febbraio 2023.

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-23-001-IT-N (online)