



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2023



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari	3
Sintesi	3
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	14
3 Prezzi e costi	22
4 Andamenti del mercato finanziario	28
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	31
Riquadri	40
1 Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	40
2 Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro	48
3 Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro	54
4 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	59
5 Indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione sull'inflazione al consumo dei beni	63
6 L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli	69
7 La spesa delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro durante la crisi pandemica – evidenze dal sistema di classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche	77
8 Tendenze demografiche secondo le proiezioni EUROPOP2023 e relative implicazioni economiche per l'area dell'euro	81
Articoli	87
1 L'impatto della Brexit sul commercio e sui mercati del lavoro del Regno Unito	87
2 Differenze di impatto sulle famiglie del recente aumento dell'inflazione	112

Riquadro 1	Effetti dell'inflazione sul comportamento dei consumatori	120
Riquadro 2	Inflazione, politica fiscale e disuguaglianza	125
Statistiche		S1

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Le prospettive di inflazione continuano a essere troppo elevate da troppo tempo. Alla luce delle perduranti pressioni inflazionistiche elevate, nella riunione del 4 maggio 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Nel complesso, le informazioni più recenti sono sostanzialmente in linea con la valutazione delle prospettive di inflazione a medio termine condotta dal Consiglio direttivo nella riunione di politica monetaria precedente, il 16 marzo. L'inflazione complessiva ha registrato una riduzione negli ultimi mesi, sebbene le pressioni di fondo sui prezzi rimangono intense. Al contempo, i passati incrementi dei tassi di interesse si stanno trasmettendo con vigore alle condizioni monetarie e di finanziamento nell'area dell'euro, mentre il ritardo e l'intensità della trasmissione all'economia reale restano incerti.

Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di riferimento siano fissati a livelli sufficientemente restrittivi da conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e siano mantenuti su tali livelli finché necessario. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio dipendente dai dati per determinare un livello e una durata della restrizione adeguati. In particolare, le decisioni sui tassi di riferimento continueranno a essere basate sulla valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria.

I tassi di interesse di riferimento della BCE restano lo strumento principale utilizzato dal Consiglio direttivo per definire l'orientamento di politica monetaria. In parallelo, il Consiglio direttivo continuerà a ridurre il portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) dell'Eurosistema a un ritmo misurato e prevedibile. Coerentemente con tali principi, il Consiglio direttivo prevede di porre fine ai reinvestimenti nell'ambito del PAA a partire da luglio 2023.

Attività economica

Agli inizi del 2023 l'attività economica mondiale è stata più vigorosa del previsto. L'economia mondiale è stata sospinta dalla riapertura dell'economia cinese dopo la cessazione della strategia zero-COVID, nonché dalla tenuta del mercato del lavoro statunitense, a dispetto del significativo inasprimento della politica monetaria. L'interscambio è rimasto tuttavia relativamente debole in quanto la ripresa dell'attività si è concentrata in componenti della domanda a minore intensità di scambi, come i servizi. L'inflazione complessiva continua a diminuire a livello mondiale, ma l'inflazione di fondo si mantiene su livelli elevati.

Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2023. Il ribasso dei prezzi dell'energia, l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e le misure di bilancio a favore di famiglie e imprese hanno contribuito alla tenuta dell'economia. Al tempo stesso, è probabile che la domanda interna privata, soprattutto i consumi, sia rimasta debole.

La fiducia di imprese e consumatori è migliorata costantemente negli ultimi mesi, pur restando più bassa di quanto lo fosse prima dell'ingiustificata guerra mossa dalla Russia all'Ucraina e alla sua popolazione. Il Consiglio direttivo osserva andamenti divergenti tra i settori economici. Il settore manifatturiero sta smaltendo gli ordini arretrati, ma le prospettive indicano un peggioramento. Il settore dei servizi sta registrando una crescita più forte, soprattutto a seguito della riapertura delle attività economiche.

I redditi delle famiglie stanno beneficiando del vigore del mercato del lavoro e a marzo il tasso di disoccupazione è sceso a un nuovo minimo storico, pari al 6,5 per cento. L'occupazione ha continuato a crescere e il totale delle ore lavorate ha superato i livelli precedenti la pandemia. Al contempo, il numero medio di ore lavorate rimane lievemente inferiore rispetto al livello pre-pandemico e la sua ripresa ha segnato una battuta d'arresto a partire dalla metà del 2022.

Con l'attenuarsi della crisi energetica i governi dovrebbero ritirare le relative misure di sostegno tempestivamente e in maniera concordata per evitare di spingere al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più risoluta. Le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere l'economia dell'area dell'euro più produttiva e a ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. Le politiche volte a migliorare la capacità di approvvigionamento dell'area dell'euro, soprattutto nel settore energetico, possono inoltre contribuire a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. A tale riguardo, il Consiglio direttivo accoglie con favore la pubblicazione delle proposte legislative della Commissione europea per la riforma del quadro di governance economica dell'UE, che dovrebbe concludersi a breve.

Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione si è collocata al 7,0 per cento ad aprile, dopo essere diminuita dall'8,5 per cento di febbraio al 6,9 per cento di marzo. Benché gli effetti base abbiano indotto un certo incremento del tasso di inflazione dei beni energetici, dal -0,9 per cento di marzo al 2,5 per cento di aprile, questo è di gran lunga inferiore ai livelli registrati dopo l'inizio della guerra russa contro l'Ucraina. L'inflazione dei beni alimentari rimane tuttavia elevata, al 13,6 per cento ad aprile dopo il 15,5 per cento di marzo.

Le pressioni sui prezzi restano intense. L'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si è collocata al 5,6 per cento ad aprile, tornando sul livello di febbraio e in lieve calo rispetto a marzo. L'inflazione dei beni industriali non energetici ha segnato il 6,2 per cento ad aprile, in calo rispetto al 6,6 per cento di

marzo, quando si è ridotta per la prima volta dopo diversi mesi. L'inflazione dei servizi è però aumentata passando dal 5,1 per cento di marzo al 5,2 di aprile. L'inflazione seguita a essere alimentata dalla graduale trasmissione dei passati aumenti dei costi energetici e dalle strozzature dal lato dell'offerta. Per i servizi, in particolare, continua a essere spinta al rialzo anche dalla domanda repressa susseguente alla riapertura delle attività economiche e dall'incremento delle retribuzioni. Le informazioni disponibili fino a marzo suggeriscono che gli indicatori dell'inflazione di fondo rimangono elevati.

Le pressioni salariali si sono intensificate ulteriormente giacché i lavoratori dipendenti, a fronte di un mercato del lavoro solido, hanno in parte recuperato il potere di acquisto perduto a seguito dell'inflazione elevata. Inoltre, in alcuni settori le imprese sono state in grado di aumentare i propri margini di profitto sulla scorta dei disallineamenti fra offerta e domanda e dell'incertezza generata da un'inflazione elevata e volatile. Sebbene la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collochi attualmente intorno al 2 per cento, alcuni indicatori sono lievemente aumentati e richiedono un monitoraggio continuo.

Valutazione dei rischi

Il riacutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari, se dovesse persistere, porrebbe rischi al ribasso per le prospettive di crescita, in quanto potrebbe determinare un inasprimento superiore alle attese delle condizioni creditizie in senso più esteso, ripercuotendosi sul clima di fiducia. La guerra russa contro l'Ucraina continua inoltre a rappresentare un significativo rischio al ribasso per l'economia. Tuttavia, il recente riassorbimento dei passati shock avversi dal lato dell'offerta, se perdurasse, potrebbe rafforzare la fiducia e sostenere una crescita più elevata rispetto alle attese correnti. Anche la perdurante tenuta del mercato del lavoro, nella misura in cui sostiene il clima di fiducia e la spesa delle famiglie, potrebbe determinare una crescita maggiore del previsto.

Vi sono ancora significativi rischi al rialzo per le prospettive di inflazione, fra cui le attuali pressioni inflazionistiche accumulate, suscettibili di far aumentare nel breve periodo i prezzi al dettaglio più di quanto atteso. Inoltre, la guerra russa contro l'Ucraina potrebbe nuovamente spingere al rialzo i costi dei beni energetici e alimentari. Oltre a ciò, un incremento duraturo delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo del Consiglio direttivo, oppure aumenti delle retribuzioni o dei margini di profitto maggiori di quanto anticipato, potrebbero sospingere al rialzo l'inflazione, anche nel medio termine. I recenti accordi in materia di retribuzioni contrattuali hanno contribuito ad aumentare i rischi al rialzo per l'inflazione, specialmente se i margini di profitto rimarranno elevati. Fra i rischi al ribasso ci sono le rinnovate tensioni nei mercati finanziari, che potrebbero abbattere l'inflazione più rapidamente di quanto stimato nelle proiezioni. Anche una domanda più debole, riconducibile ad esempio al più marcato rallentamento del credito bancario o alla più intensa trasmissione della politica monetaria, condurrebbe a spinte sui prezzi meno forti di quanto anticipato attualmente, soprattutto nel medio periodo.

Condizioni finanziarie e monetarie

Il settore bancario dell'area dell'euro ha dimostrato capacità di tenuta a fronte delle tensioni nei mercati finanziari emerse prima della riunione di marzo del Consiglio direttivo. Gli incrementi dei tassi di riferimento stabiliti dal Consiglio direttivo si stanno trasmettendo in modo marcato ai tassi di interesse privi di rischio e alle condizioni di finanziamento di imprese, famiglie e banche. Per quanto riguarda le imprese e le famiglie, la crescita dei prestiti si è ridotta per effetto di tassi di interesse debitori più elevati, di condizioni di offerta più restrittive e di una domanda più contenuta. L'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro ha rilevato un irrigidimento complessivo dei criteri per la concessione del credito, che è risultato più forte rispetto a quanto atteso dalle banche nella precedente edizione dell'indagine, suggerendo un possibile ulteriore calo dei prestiti. Di riflesso al debole andamento del credito anche la crescita della moneta ha continuato a ridursi.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 4 maggio 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati innalzati rispettivamente al 3,75 per cento, al 4,00 per cento e al 3,25 per cento, con effetto dal 10 maggio 2023.

Il portafoglio del PAA si sta riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, dato che l'Eurosistema reinveste solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Il ritmo di tale riduzione sarà pari in media a 15 miliardi di euro al mese sino alla fine di giugno 2023. Il Consiglio direttivo prevede di porre fine ai reinvestimenti nell'ambito del PAA a partire da luglio 2023.

Quanto al programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma almeno fino alla fine del 2024. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.

Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire in modo flessibile il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, per contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria riconducibili alla pandemia.

A fronte dei rimborsi degli importi ricevuti dalle banche nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, il Consiglio direttivo riesaminerà regolarmente il contributo fornito dalle operazioni mirate all'orientamento della politica monetaria.

Conclusioni

In sintesi, le prospettive di inflazione continuano a essere troppo elevate da troppo tempo. Alla luce delle perduranti pressioni inflazionistiche elevate, nella riunione del 4 maggio 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Nel complesso, le informazioni più recenti sono sostanzialmente in linea con la valutazione delle prospettive di inflazione a medio termine condotta dal Consiglio direttivo nella riunione di politica monetaria precedente, il 16 marzo. L'inflazione complessiva ha registrato una riduzione negli ultimi mesi, sebbene le pressioni di fondo sui prezzi restino intense. Al contempo, i passati incrementi dei tassi di interesse si stanno trasmettendo con vigore alle condizioni monetarie e di finanziamento nell'area dell'euro, mentre il ritardo e l'intensità della trasmissione all'economia reale rimangono incerti.

Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di riferimento siano fissati a livelli sufficientemente restrittivi da conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e siano mantenuti su tali livelli finché necessario. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio dipendente dai dati per determinare il livello e la durata adeguati della restrizione. In particolare, le decisioni sui tassi di riferimento continueranno a essere basate sulla valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria.

In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione ritorni sul suo obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

Contesto esterno

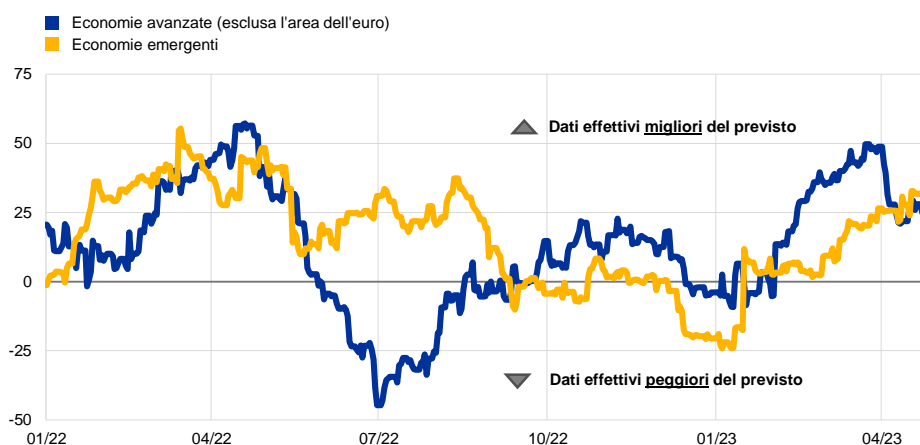
Agli inizi del 2023 l'attività economica mondiale è stata più vigorosa del previsto. L'economia mondiale è stata sospinta dalla riapertura dell'economia cinese dopo la cessazione della strategia zero-COVID, nonché dalla capacità di tenuta del mercato del lavoro statunitense, malgrado il significativo inasprimento della politica monetaria. L'interscambio è rimasto tuttavia relativamente debole in quanto la ripresa dell'attività si è concentrata in componenti della domanda a minore intensità di scambi, come i servizi. L'inflazione complessiva continua a diminuire nei paesi dell'OCSE, ma l'inflazione di fondo si mantiene su livelli elevati.

All'inizio dell'anno l'attività economica mondiale ha riservato sorprese positive. I dati più recenti per le economie emergenti e avanzate si sono dimostrati più solidi rispetto alle attese, principalmente per effetto della riapertura delle attività economiche in Cina (cfr. il grafico 1). L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è aumentato ulteriormente a marzo, portandosi a 51,8 nel primo trimestre, da 48,4 nel trimestre precedente. I dati del PMI segnalano una crescente divergenza tra i servizi, che a marzo hanno raggiunto il livello massimo degli ultimi otto mesi, e il settore manifatturiero che si è indebolito, contraendosi ulteriormente in alcune delle principali economie avanzate.

Grafico 1

Indice di Citigroup degli andamenti inattesi nei dati economici

(indice)



Fonti: Citigroup, Haver ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'indice è una media ponderata delle deviazioni standard storiche degli andamenti inattesi nei dati (differenza tra le aspettative e i dati pubblicati) per una serie di indicatori economici. L'indice consiste in una media delle rilevazioni giornaliere su una finestra mobile di tre mesi. Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 maggio 2023.

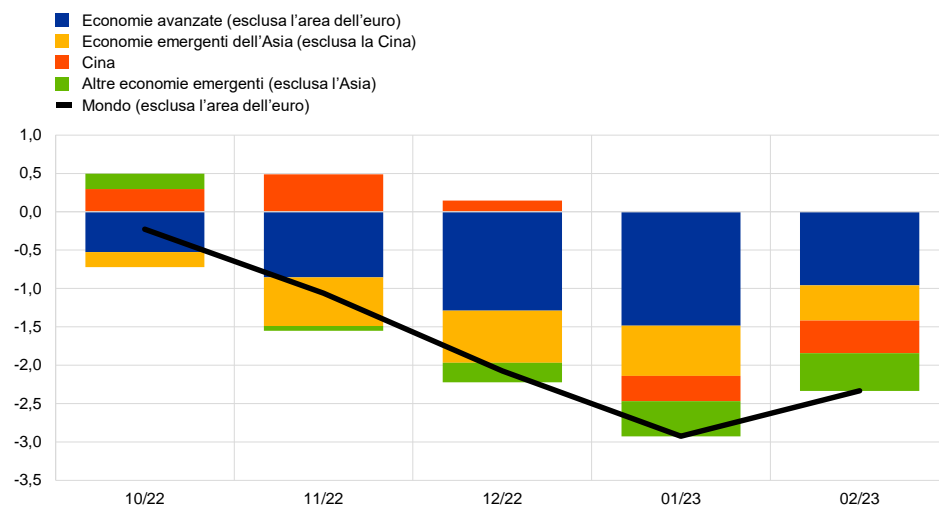
In contrasto con la dinamica positiva dell'attività economica, l'interscambio mondiale si mantiene modesto. L'andamento della crescita dell'interscambio mondiale di beni (su base trimestrale rispetto ai tre mesi precedenti) è rimasto negativo a febbraio (cfr. il grafico 2). La debolezza dell'interscambio rispetto all'attività economica è in parte dovuta a effetti di composizione, in quanto la recente ripresa dell'attività è stata trainata principalmente da servizi e consumi a minore intensità di scambi. L'interscambio dovrebbe aumentare gradualmente, anche grazie

alla normalizzazione dei vincoli dal lato dell'offerta a livello mondiale. L'indice PMI relativo alle carenze dal lato dell'offerta è migliorato ulteriormente a marzo, dopo aver superato la soglia neutra per la prima volta a febbraio dall'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19).

Grafico 2

Dinamica dell'interscambio di merci

(importazioni in termini reali, variazioni percentuali sui tre mesi precedenti)



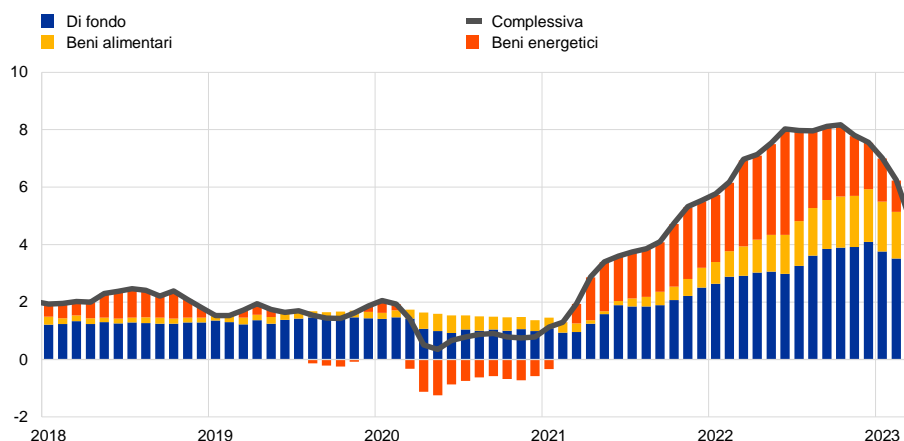
Fonti: CPB ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023.

L'inflazione nei paesi dell'OCSE ha continuato a diminuire, ma le pressioni inflazionistiche di fondo rimangono persistentemente elevate. A marzo l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è diminuita bruscamente al 5,8 per cento sul periodo corrispondente, dal 7,3 di febbraio, principalmente a causa della minore inflazione dei beni energetici (cfr. il grafico 3). Al contrario, al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione di fondo nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) continua a segnalare una maggiore persistenza delle pressioni di fondo sui prezzi, scendendo al 4,5 per cento a marzo dal 4,8 di febbraio.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato OCSE esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'IPC dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2023.

I corsi petroliferi sono rimasti sostanzialmente invariati (+1 per cento) dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo, giacché il loro aumento in risposta alla riduzione dell'offerta da parte dell'OPEC+ è stato controbilanciato dai timori per la domanda nel contesto delle recenti tensioni nel settore bancario statunitense.

I corsi petroliferi sono aumentati del 9 per cento immediatamente dopo l'annuncio dell'intenzione dell'OPEC+ di ridurre la produzione di petrolio di quasi 1,7 milioni di barili al giorno (cfr. il grafico 4). L'OPEC+ ha comunicato di voler agire in via preventiva per stabilizzare i mercati petroliferi in previsione di un indebolimento della domanda mondiale di petrolio. Tuttavia, gli incrementi dei corsi petroliferi dopo l'annuncio dell'OPEC+ hanno subito una sostanziale inversione di tendenza in quanto i prezzi del petrolio hanno continuato a risentire dei rischi al ribasso legati alla domanda statunitense in presenza delle recenti tensioni nel settore bancario. Tuttavia, se tali rischi non si concretizzano, è opportuno notare che la riduzione della produzione avrà luogo nella seconda metà del 2023, quando, secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, si avrà un disavanzo delle forniture di petrolio. I prezzi del gas in Europa sono scesi del 13 per cento, a meno di 40 euro/MWh, mentre l'UE entra nella stagione di ricostituzione delle scorte partendo da livelli di stoccaggio ai massimi storici. Con la proroga delle misure di risparmio del gas dell'UE, in base alle quali gli Stati membri devono ridurre il consumo di gas del 15 per cento tra il 1° aprile 2023 e il 31 marzo 2024, l'UE è ben posizionata per raggiungere il suo obiettivo di stoccaggio pari al 90 per cento entro novembre 2023. I prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti sostanzialmente invariati dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo. Le quotazioni internazionali delle materie prime alimentari hanno continuato a risentire della grave siccità in Argentina e degli annunci di divieti temporanei alle importazioni di cereali ucraini da parte di Polonia, Ungheria e Slovacchia, che hanno controbilanciato gli effetti sui prezzi dei cereali dovuti alla proroga dell'iniziativa per il trasporto dei cereali dal Mar Nero (Black Sea Grain Initiative). Al tempo stesso, i prezzi dei metalli sono stati sostenuti dall'aumento della domanda cinese dopo la recente riapertura delle attività

economiche nel paese, ma sono stati frenati dai timori riguardanti la domanda mondiale in un contesto di tensioni nel settore bancario.

Grafico 4

Andamento dei prezzi del petrolio

(dollari statunitensi al barile)



Fonte: Refinitiv.

Note: le linee rappresentano i seguenti eventi: il fallimento della Silicon Valley Bank del 10 marzo 2023, la riunione del Consiglio direttivo tenuta il 16 marzo 2023 e il taglio della produzione annunciato dall'OPEC+ il 2 aprile 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 maggio 2023.

Negli Stati Uniti l'attività economica ha registrato una moderazione dovuta alla debolezza della domanda interna. Nei primi tre mesi del 2023 la crescita del PIL è stata pari allo 0,3 per cento (sul trimestre precedente), la metà di quella del trimestre precedente, principalmente per via di un calo delle scorte private e di un indebolimento degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale. I consumi privati hanno ripreso slancio, di riflesso a una riduzione una tantum delle imposte a gennaio, mentre sono rimasti contenuti per il resto del trimestre. Il fallimento di Silicon Valley Bank (SVB) ha provocato tensioni nel settore bancario, gravi ma di breve durata, che hanno determinato un inasprimento delle condizioni di prestito con possibili ripercussioni sulla spesa per consumi. Nel contempo, il mercato del lavoro continua a mostrare capacità di tenuta nonostante l'inasprimento della politica monetaria. La crescita dei salari nominali sta rallentando, ma rimane elevata, a indicare il persistere di tensioni nel mercato del lavoro. L'inflazione complessiva sui dodici mesi è scesa al 5,0 per cento a marzo, dal 6,0 per cento di febbraio, principalmente a causa di effetti base sui prezzi dei beni energetici legati al brusco rincaro di tali beni in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel 2022. Tuttavia, le pressioni inflazionistiche sottostanti rimangono elevate e l'inflazione di fondo è salita lievemente al 5,6 per cento a marzo, a causa dell'elevata inflazione nel settore dei servizi.

L'economia cinese si sta riprendendo rapidamente. La crescita economica si è dimostrata più vigorosa del previsto nel primo trimestre, a seguito del calo dell'attività economica verificatosi intorno al volgere dell'anno e collegato alla graduale revoca delle misure previste dalla politica zero-COVID e del successivo aumento dei casi riscontrati. Nello stesso periodo il PIL è cresciuto del 2,2 per cento sul trimestre

precedente. La ripresa della spesa per consumi è stata più precoce del previsto, in un contesto in cui la crescita è stata trainata dai consumi e dall'attività nel settore dei servizi, mentre la dinamica del settore manifatturiero e degli investimenti è rimasta modesta. Nel contempo, il settore immobiliare mostra segnali di un'incipiente ripresa. Le attività di completamento e vendita di immobili residenziali sono aumentate su base mensile all'inizio dell'anno, pur rimanendo relativamente stabili sul periodo corrispondente. I prezzi medi delle abitazioni sono aumentati per la prima volta in 18 mesi, sospinti dalla dinamica dei corsi nelle città più grandi e più sviluppate della Cina.

In Giappone l'attività economica ha segnato una ripresa nel primo trimestre dell'anno, con un ulteriore ampliamento delle spinte inflazionistiche. I dati ad alta frequenza suggeriscono che la spesa per consumi e il clima di fiducia potrebbero migliorare, sostenendo moderatamente la domanda interna nonostante il persistente calo dei salari in termini reali. L'inflazione complessiva sui dodici mesi è diminuita bruscamente a febbraio, riflettendo l'impatto dei nuovi sussidi energetici erogati dal governo. Tuttavia le pressioni di fondo sui prezzi si stanno accentuando, con un ulteriore aumento dell'inflazione di fondo al 2,3 per cento a marzo, il livello più elevato dal 1992 (se si escludono gli effetti dell'aumento dell'IVA). Inoltre è probabile che le pressioni salariali in Giappone aumentino in quanto le prime tornate delle trattative salariali di primavera (Shunto) indicano incrementi considerevoli delle retribuzioni rispetto agli anni precedenti. Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, le significative pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato giapponesi, negli ultimi mesi, hanno iniziato ad attenuarsi in seguito al calo dei rendimenti a livello mondiale, in presenza di tensioni nel settore bancario. Nel complesso, i rendimenti a dieci anni si collocano ora lievemente al di sotto dei rispettivi limiti massimi imposti dalla Banca del Giappone.

Il Regno Unito ha evitato una recessione, ma le prospettive economiche rimangono modeste. Nei tre mesi fino a febbraio il PIL è aumentato dello 0,1 per cento (su base trimestrale rispetto ai tre mesi precedenti) principalmente per effetto di un miglioramento nel settore dei servizi e delle costruzioni. Mentre l'economia è riuscita a evitare una recessione tecnica, il calo dei salari reali, l'aumento dei tassi di interesse e il rallentamento del mercato immobiliare hanno continuato a gravare sull'attività economica e fanno supporre una crescita anemica nel resto dell'anno. Al tempo stesso, le condizioni di credito appaiono stabili dopo le recenti tensioni nei mercati finanziari. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC rimane molto elevata e a marzo era pari al 10,1 per cento, al di sopra delle aspettative di mercato, mentre l'inflazione di fondo è rimasta invariata al 6,2 per cento. Il governo ha prorogato i sussidi energetici da aprile a giugno, il che ridurrà il tasso di inflazione sui dodici mesi di 1 punto percentuale a partire dal secondo trimestre del 2023. Le pressioni di fondo sui prezzi dovrebbero rimanere elevate fino alla metà del 2024.

L'aumento dei prezzi al consumo e l'indebolimento della domanda estera ostacolano la crescita nelle principali economie emergenti (emerging market economies, EME). Il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero ha evidenziato una contrazione nelle EME a marzo e ha anche subito un deterioramento in diversi paesi rispetto a febbraio. Inoltre, l'elevata inflazione

grava anche sulle prospettive di crescita delle EME, giacché erode il potere d'acquisto dei consumatori. Se il calo dei prezzi di beni energetici e alimentari e il venir meno dell'impatto dei precedenti deprezzamenti valutari in diverse economie emergenti sostengono una riduzione dell'inflazione complessiva, l'inflazione di fondo rimane elevata e mostra segnali solo limitati di calo. La ripresa in Cina fornisce un certo sostegno a breve termine alla crescita in Asia, ma è improbabile che i suoi effetti perdurino in un contesto di rallentamento della domanda mondiale.

Nel primo trimestre del 2023 il PIL in termini reali dell'area è cresciuto dello 0,1 per cento. Il calo dei prezzi dell'energia, l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e le misure di bilancio a favore di famiglie e imprese hanno contribuito alla tenuta dell'economia. Al tempo stesso, è probabile che la domanda interna privata, soprattutto per i consumi, sia rimasta debole. La fiducia delle imprese e dei consumatori è migliorata costantemente negli ultimi mesi, pur restando inferiore ai livelli precedenti la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il suo popolo. Il settore manifatturiero sta smaltendo gli ordini arretrati, tuttavia le sue prospettive sono in peggioramento. Nel contempo, il settore dei servizi sta registrando una crescita più forte, soprattutto in seguito alla riapertura dell'economia. I redditi delle famiglie stanno beneficiando del vigore del mercato del lavoro e il tasso di disoccupazione ha toccato un nuovo minimo storico. Con il graduale attenuarsi della crisi energetica i governi dovrebbero ritirare le relative misure di sostegno tempestivamente e in maniera concordata per evitare di spingere al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più risoluta. Le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere l'economia più produttiva e a ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. Le politiche volte a migliorare la capacità di approvvigionamento dell'area dell'euro, soprattutto nel settore energetico, potrebbero inoltre contribuire a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. I rischi al ribasso per le prospettive di crescita sono collegati alle rinnovate e persistenti tensioni nei mercati finanziari, nonché alla guerra russa contro l'Ucraina. Tuttavia un durevole riassorbimento dei passati shock avversi dal lato dell'offerta, unitamente a una protratta tenuta del mercato del lavoro potrebbero determinare una crescita maggiore del previsto.

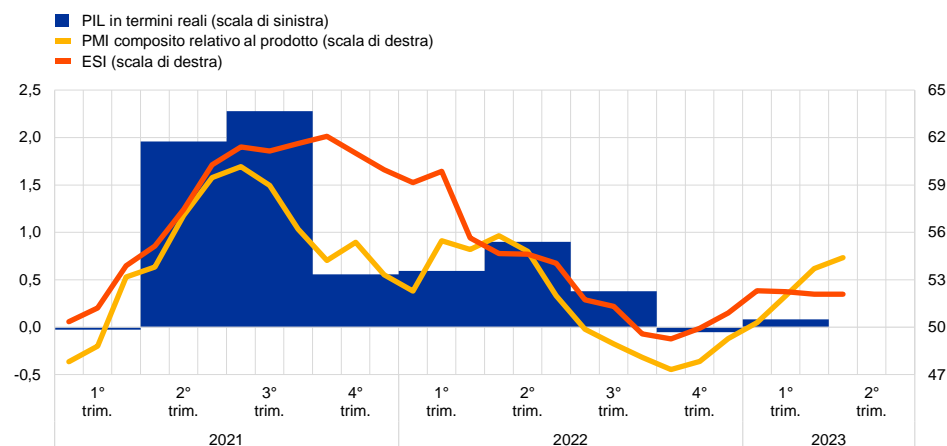
Il prodotto dell'area dell'euro ha registrato un aumento marginale nel primo trimestre del 2023. In base alla stima rapida preliminare dell'Eurostat, nel primo trimestre dell'anno la crescita è stata dello 0,1 per cento, dopo aver ristagnato alla fine del 2022 (cfr. il grafico 5). Nella congiuntura attuale diversi fattori stanno influenzando la crescita dell'area dell'euro. L'attività è stimolata dalle misure di sostegno di bilancio, che stanno contribuendo a contenere l'impatto avverso dell'elevata inflazione dei beni energetici, e dalla tenuta dei mercati del lavoro. Tuttavia, permangono difficoltà nei termini di un'inflazione elevata e protratta, e di un ulteriore inasprimento delle condizioni di finanziamento¹. Sebbene non sia disponibile una scomposizione della crescita nei fattori che la determinano, gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali disponibili suggeriscono che, dal lato della spesa, la debole domanda interna privata sia stata compensata da esportazioni più robuste.

¹ Cfr. il riquadro 6 *L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli* in questo numero del Bollettino.

Grafico 5

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 Market Intelligence 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 primo trimestre del 2023 per il PIL in termini reali e ad aprile 2023 per l'ESI e il PMI composito relativo al prodotto.

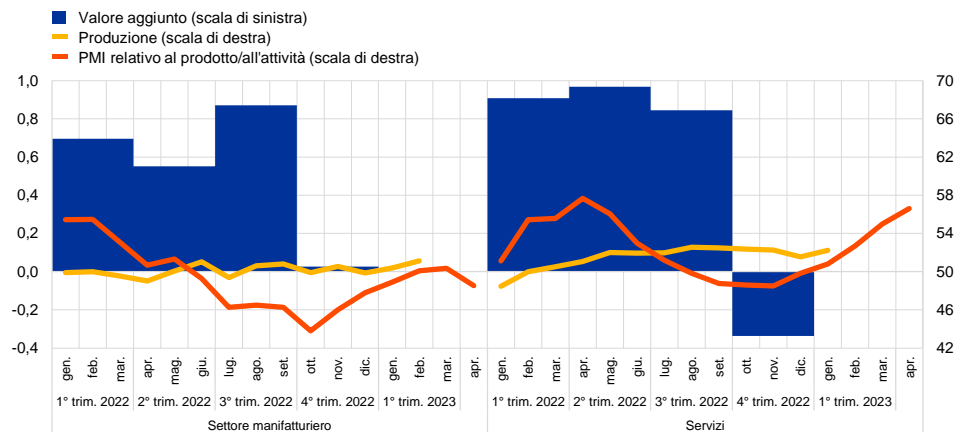
I dati che finora sono stati resi disponibili segnalano per il secondo trimestre del 2023 la prosecuzione di una crescita positiva, anche se moderata. Ad aprile 2023 l'indice composito dei responsabili degli acquisti, (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto dell'area dell'euro si è collocato a 54,4, al di sopra della media del primo trimestre, pari a 52,0, e in linea con un livello del prodotto in espansione. Tale aumento è stato determinato esclusivamente dall'indicatore relativo alle imprese nel settore dei servizi, che ora si colloca ben al di sopra della soglia di crescita nulla di 50, beneficiando della protratta riapertura dell'economia (cfr. il grafico 6). Pur essendo sostenuto da ordinativi solidi, il PMI relativo al prodotto del settore manifatturiero è sceso sotto soglia 50, in parte a causa degli effetti avversi degli scioperi in Francia, dove l'indicatore ha toccato il livello più basso da maggio 2020. Un quadro sostanzialmente analogo è tracciato dall'indice del clima economico (economic sentiment indicator, ESI) della Commissione europea. Nell'ultima indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) della BCE, condotta a inizio aprile, gli intervistati hanno previsto una crescita modesta ma positiva nel secondo trimestre del 2023, seguita da una lieve accelerazione nel trimestre successivo². Con il lento attenuarsi degli effetti avversi dell'invasione russa in Ucraina, legati all'alta inflazione, all'incertezza elevata e alla debolezza della domanda estera, è atteso un graduale recupero grazie alla tenuta del mercato del lavoro e a un ulteriore allentamento delle condizioni dal lato dell'offerta.

² Cfr. il comunicato stampa della BCE [Results of the ECB Survey of Professional Forecasters for the second quarter of 2023](#) del 5 maggio 2023.

Grafico 6

Valore aggiunto, produzione e PMI per il settore 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 Market Intelligence, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022 per il valore aggiunto e ad aprile 2023 per il PMI relativo a prodotto/attività. Nel pannello relativo al settore manifatturiero l'ultima osservazione per la produzione si riferisce a febbraio 2023, mentre in quello relativo al settore dei servizi si fa riferimento a gennaio 2023 (con una stima per febbraio 2023 basata sui dati nazionali disponibili).

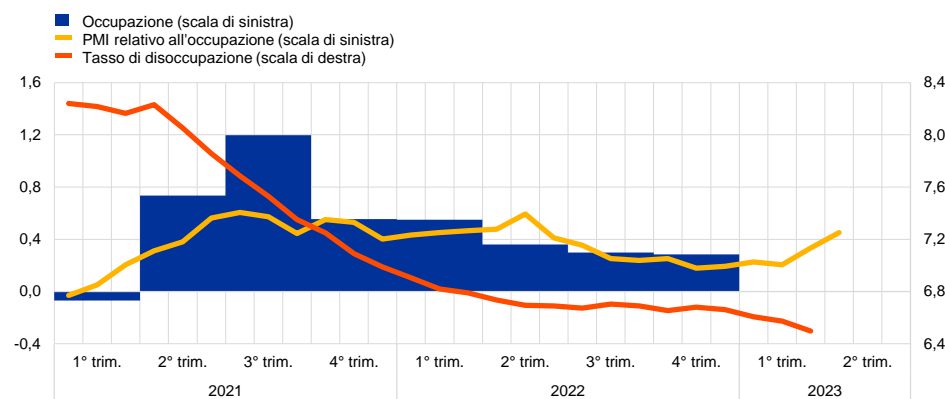
Il mercato del lavoro dell'area dell'euro continua a evidenziare una capacità di tenuta.

A marzo 2023 il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,5 per cento, scendendo in misura marginale rispetto al 6,6 per cento del mese precedente e attestandosi a un livello inferiore di 0,8 punti percentuali rispetto a quello precedente la pandemia, osservato a febbraio 2020 (cfr. il grafico 7). Nel quarto trimestre del 2022 l'occupazione complessiva è aumentata dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo essere cresciuta dello 0,3 per cento nel terzo trimestre, sostenuta da un aumento delle forze di lavoro (in ragione, tra gli altri fattori, di una più forte immigrazione). Conseguentemente alla ripresa economica seguita all'abolizione 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. Tuttavia, nel quarto trimestre del 2022 la media delle ore lavorate era ancora dell'1,6 per cento al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, compensando parzialmente il forte aumento del numero di occupati. Il basso livello della media delle ore lavorate è stato un tratto comune a tutti i principali comparti dell'attività economica. Rispetto ai livelli precedenti la pandemia, il numero medio delle ore lavorate è diminuito dell'1,2 per cento nel settore industriale (al netto delle costruzioni) e dell'1,4 per cento nel settore dei servizi di mercato, mentre il calo è stato più marcato nelle costruzioni e nel settore pubblico, rispettivamente intorno a -1,9 e -2,4 per cento. Oltre alle determinanti settoriali, sul numero medio delle ore lavorate sembra aver inciso l'aumento delle assenze per malattia nella seconda metà del 2022.

Grafico 7

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice dei responsabili degli acquisti è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022 per l'occupazione, ad aprile 2023 per il PMI relativo all'occupazione e a marzo 2023 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro continuano a segnalare la robustezza di quest'ultimo nell'area dell'euro. Ad aprile 2023 l'indicatore PMI composito relativo all'occupazione si è collocato a 54,7. Il dato superiore a 50 prefigura un'ulteriore crescita dell'occupazione nel primo e nel secondo trimestre dell'anno. Guardando alle dinamiche nei diversi settori, il PMI relativo all'occupazione continua a indicare una robusta crescita nei servizi, mentre mostra segnali di indebolimento nel settore manifatturiero. Il PMI relativo all'occupazione nel settore delle costruzioni continua a evidenziare una contrazione da aprile 2022.

Nel primo trimestre del 2023 la crescita dei consumi privati è stata verosimilmente modesta. La dinamica negativa dei consumi delle famiglie nel quarto trimestre del 2022 è stata determinata principalmente da una debolezza del consumo di beni, mentre la spesa per servizi ha continuato a registrare una sostanziale capacità di tenuta grazie ai perduranti effetti delle riaperture. È probabile che tale dicotomia si applichi anche al primo trimestre del 2023. L'elevata inflazione continua a pesare sul reddito disponibile, mentre la persistente incertezza frena la spesa per consumi. I dati sulle vendite al dettaglio relativi ai mesi di gennaio e febbraio suggeriscono che nel primo trimestre la spesa per beni si sia ulteriormente ridotta. Le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite nel primo trimestre, soprattutto a causa della revoca degli incentivi per l'acquisto di veicoli elettrici in Germania. Per contro, i consumi di servizi sembrano aver avuto una maggiore capacità di tenuta nel primo trimestre, come suggerisce il PMI relativo ai servizi a elevata intensità di contatti, che si è mantenuto stabilmente in territorio espansivo. Pur partendo da livelli bassi, l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea ha proseguito il suo recupero nel primo trimestre del 2023 (cfr. il pannello di sinistra del grafico 8), sospinto da un miglioramento delle aspettative delle famiglie (cfr. il pannello di destra del grafico 8). I dati più recenti indicano un aumento, sebbene ancora contenuto, della spesa per consumi. Malgrado l'ulteriore miglioramento registrato ad aprile, la fiducia dei consumatori si è mantenuta su

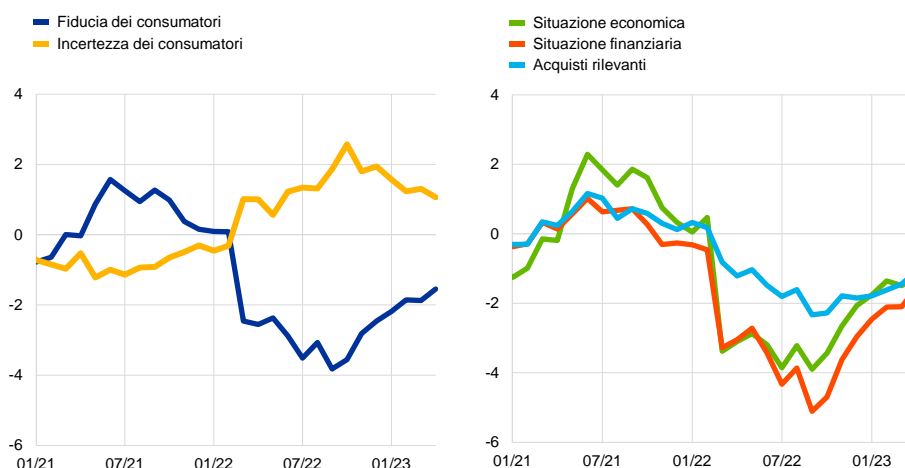
livelli bassi. Mentre le aspettative per l'attività del commercio al dettaglio sono lievemente peggiorate, la domanda attesa per i servizi di alloggio, ristorazione e viaggio si è mantenuta persistentemente al di sopra della sua media storica e le aspettative sulla produzione di beni di consumo hanno registrato un ulteriore recupero. L'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE ha confermato queste conclusioni, evidenziando un basso livello delle attese rispetto ai "grandi acquisti" ma un aumento per quanto riguarda le prenotazioni di vacanze.

Nel quarto trimestre del 2022 il reddito disponibile reale delle famiglie si è ridotto, a causa dell'inflazione elevata e malgrado il sostegno dato dalla robusta dinamica del mercato del lavoro. Allo stesso tempo, il tasso di risparmio delle famiglie rispetto al reddito disponibile è aumentato. Se da un lato l'ulteriore calo dell'incertezza economica può ridurre gli incentivi al risparmio, tassi di interesse più elevati e condizioni creditizie più restrittive incoraggiano invece, probabilmente, a risparmiare, riducendo in tal modo la crescita dei consumi nel breve periodo.

Grafico 8

Clima di fiducia, incertezza e aspettative delle famiglie

(saldi percentuali standardizzati)



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

Gli investimenti delle imprese dovrebbero essere tornati a crescere agli inizi del 2023, dopo una contrazione nel quarto trimestre del 2022. Gli investimenti diversi dalle costruzioni si sono ridotti del 5,8 per cento nel quarto trimestre del 2022, rispetto al trimestre precedente. Escludendo il contributo fortemente negativo degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale in Irlanda, il calo sarebbe stato dello 0,3 per cento sul periodo precedente³. Fino a febbraio 2023 la produzione è cresciuta dell'1,2 per cento rispetto al trimestre precedente e il PMI relativo al prodotto nel settore dei beni di investimento è aumentato, in un contesto caratterizzato dall'allentamento delle turbative dal lato dell'offerta e da una riduzione

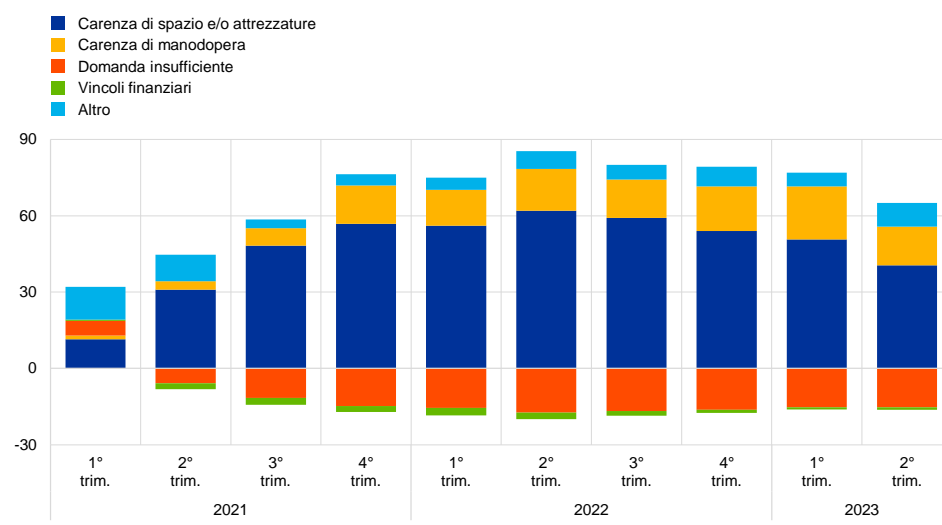
³ Cfr. il riquadro 2 *Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

dei costi dell'energia⁴. Nel contempo, l'incidenza in termini relativi del finanziamento interno delle imprese sta crescendo in ragione dell'aumento dei costi di finanziamento e dell'inasprimento dei criteri per la concessione del credito. I dati dell'indagine della Commissione europea evidenziano che, pur rimanendo al di sopra delle medie storiche, i limiti alla produzione percepiti nel settore dei beni di investimento sono diminuiti nel secondo trimestre del 2023 rispetto al trimestre precedente, in conseguenza del minore impatto dei fattori legati alla disponibilità di spazio e/o attrezzature, nonché di manodopera (cfr. il grafico 9).

Grafico 9

Limiti 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 secondo trimestre del 2023, fanno riferimento ai dati di aprile 2023.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dovrebbero rimanere deboli nella prima metà del 2023, in un contesto caratterizzato da una certa volatilità nel breve periodo.

Come indicato dall'aumento del prodotto nel settore delle costruzioni, in media del 3,7 per cento, osservato a gennaio e a febbraio, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale potrebbero aver registrato un incremento nel primo trimestre del 2023 rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente. Ciò riflette un forte effetto base in un contesto di volatilità delle condizioni meteorologiche e del protrarsi di un considerevole arretrato di ordinativi. Ciononostante, la dinamica di fondo degli investimenti nell'edilizia residenziale rimane modesta, in ragione di un'accessibilità economica (approssimata dal reddito medio necessario per l'accesso a un mutuo ipotecario su un'abitazione tipo) e di una redditività (misurata dal rapporto tra prezzi delle abitazioni e costi di costruzione, nota come Q di Tobin) ancora deboli. Sebbene generalmente si muovano in direzioni opposte, in ragione delle oscillazioni dei prezzi delle abitazioni, nel quarto trimestre del 2022 l'accessibilità economica e la redditività si sono entrambe ridotte a un ritmo senza precedenti a causa, rispettivamente, dell'aumento dei tassi sui mutui ipotecari

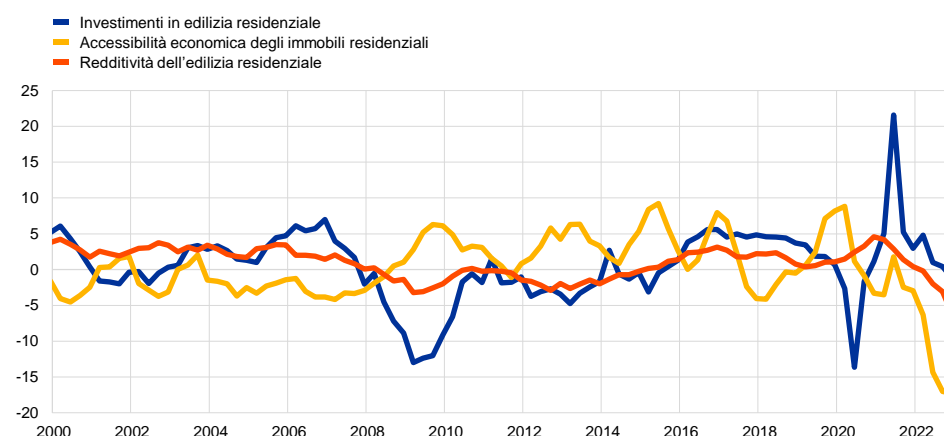
⁴ I referenti delle imprese intervistati segnalano anche una crescita nel settore dei beni di investimento nel quadro di una riduzione delle turbative dal lato dell'offerta; cfr. il riquadro 4 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

e dei costi di costruzione (cfr. il grafico 10). Come segnalano diversi indicatori, è probabile che la dinamica debole in questo settore continui nella prima metà del 2023. Fino a marzo 2023 il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale ha continuato a evidenziare una contrazione. L'apposito indice della Commissione europea relativo alle tendenze recenti dell'attività nel settore delle costruzioni ha continuato a diminuire fino ad aprile, principalmente in seguito a un indebolimento della domanda, a crescenti carenze di manodopera e a condizioni di finanziamento più restrittive, nonostante l'allentamento dei vincoli all'offerta di materiali. Anche l'indagine sulle aspettative dei consumatori e l'indagine telefonica presso le imprese condotte dalla BCE più di recente segnalano persistenti aspettative di elevati tassi sui mutui ipotecari e condizioni restrittive di accesso al credito da parte delle famiglie, a dispetto di una certa moderazione delle pressioni sui costi per le imprese⁵.

Grafico 10

Investimenti, accessibilità economica e redditività nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la redditività dell'edilizia residenziale è data dal rapporto tra i prezzi delle abitazioni e i costi di costruzione (approssimati dal deflatore degli investimenti in edilizia residenziale), noto come Q di Tobin. L'accessibilità economica degli immobili residenziali è calcolata in linea con la metodologia utilizzata dalla [US National Association of Realtors](#), come rapporto fra il reddito medio delle famiglie (approssimato dal reddito disponibile lordo pro capite delle famiglie) e i pagamenti rateali medi dei mutui ipotecari. Questi ultimi sono calcolati come la rata media relativa a un mutuo ipotecario a 15 anni a tasso di interesse fisso (misurato in base al tasso sui mutui ipotecari con scadenza a oltre dieci anni) e il valore attuale del capitale rimborsato (approssimato dai prezzi delle abitazioni). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

Nell'area dell'euro la dinamica delle esportazioni si è mantenuta modesta nei primi mesi dell'anno, mentre le importazioni hanno continuato a diminuire.

La dinamica delle esportazioni di beni nell'area dell'euro si è ridimensionata a febbraio, con la moderazione del commercio mondiale che ha compensato i benefici derivanti dall'allentamento dei vincoli lungo le catene di approvvigionamento. L'evidenza empirica suggerisce, inoltre, che i più elevati costi dell'energia potrebbero aver inciso sull'andamento delle esportazioni⁶. Le importazioni sono diminuite

⁵ Per una valutazione delle determinanti strutturali del calo degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro e un confronto con gli Stati Uniti, cfr. il riquadro 1 *Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* in questo numero del Bollettino.

⁶ Cfr. il riquadro 3 *Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

ulteriormente, in parte in ragione di importazioni di gas più contenute, mentre l'indebolimento della domanda di tale carburante ha ridotto il fabbisogno energetico nell'inverno 2022-2023. Anche le importazioni di beni manifatturieri sono state più moderate, in linea con il rallentamento della domanda interna nell'area dell'euro. In prospettiva, gli indicatori ricavati dalle indagini segnalano una moderata ripresa delle prospettive sulle esportazioni. Suggestiscono inoltre che i tempi di consegna dei fornitori nella manifattura si siano ulteriormente ridotti e la congestione dei porti si stia rapidamente attenuando in tutto il mondo. Tuttavia, nonostante un miglioramento, i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero continuano a evidenziare una contrazione, segnalando una ripresa abbastanza moderata delle esportazioni. L'indicatore relativo agli ordinativi dall'estero di servizi è più robusto. In particolare, gli indicatori sul turismo annunciano una vigorosa stagione estiva.

3 Prezzi e costi

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione si è collocata al 7,0 per cento ad aprile 2023, dopo essere diminuita dall'8,5 per cento di febbraio al 6,9 di marzo. I tassi di inflazione di beni alimentari e beni industriali non energetici (non energy industrial goods, NEIG) sono diminuiti, mentre il tasso relativo ai servizi ha registrato un ulteriore lieve aumento. Le pressioni sui prezzi si sono mantenute forti in tutti i settori, per il persistente effetto dei costi elevati dei beni energetici, delle strozzature dal lato dell'offerta e della riapertura dell'attività economica. Ciò è emerso dagli ultimi dati disponibili relativi agli indicatori dell'inflazione di fondo, che si è mantenuta elevata. Nel contempo i dati relativi al quarto trimestre del 2022 indicano che le pressioni salariali hanno continuato a rafforzarsi e alcuni settori hanno visto aumentare i margini di profitto. Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collochi attualmente intorno al 2 per cento, alcuni indicatori sono aumentati e richiedono un continuo monitoraggio.

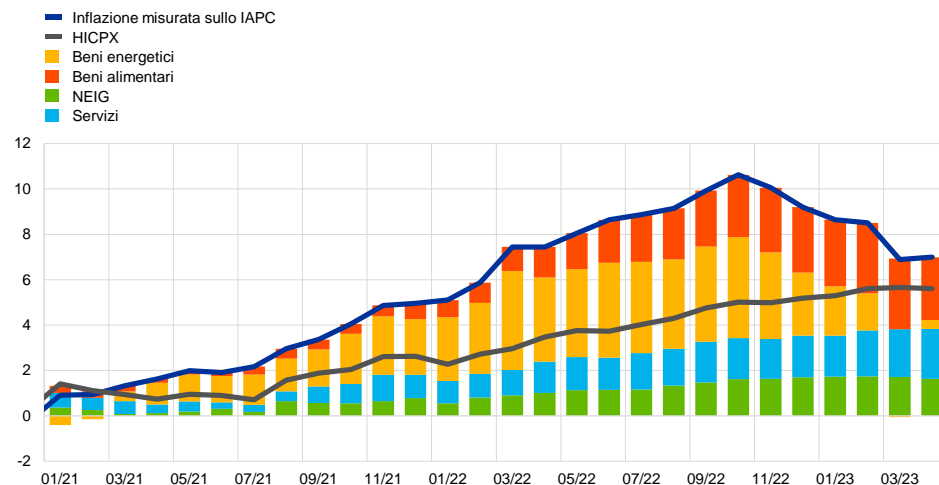
L'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), si è collocata al 7,0 per cento ad aprile, dopo essere diminuita dall'8,5 per cento di febbraio al 6,9 per cento di marzo.

L'incremento registrato ad aprile è stato determinato da un aumento dell'inflazione dei beni energetici, passata dal -0,9 al 2,5 per cento nello stesso periodo. Nel contempo l'inflazione dei beni alimentari è scesa al 13,6 per cento ad aprile, dal 15,5 di marzo, e quella misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) si è collocata al 5,6 per cento, lievemente diminuita dal 5,7 per cento di marzo. Tali dati si confermano elevati e indicano che i passati aumenti dei costi degli input energetici e le precedenti strozzature dal lato dell'offerta si stanno ancora trasmettendo. Mentre ad aprile l'inflazione dei beni industriali non energetici è scesa lievemente, al 6,2 per cento, quella dei servizi è salita al 5,2 per cento, dal 5,1 di marzo, probabilmente ancora in ragione della domanda repressa dalla riapertura dell'economia e dall'aumento dei salari (cfr. il grafico 11).

Grafico 11

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023 (stime preliminari).

L'aumento dell'inflazione dei beni energetici osservato ad aprile ha rispecchiato un effetto base al rialzo, mentre i prezzi dell'energia sono ulteriormente diminuiti su base mensile. L'inflazione sui dodici mesi dei beni energetici è aumentata nella gran parte dei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, che continuano a presentare differenze considerevoli, dovute, tra l'altro, a difformità nelle combinazioni della produzione di energia, nei profili contrattuali e di consumo, negli approcci normativi e nelle misure di sostegno pubblico. Le pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni energetici hanno continuato a diminuire, con una crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione di tali beni pari al 17,3 per cento a febbraio 2023, in calo rispetto al picco del 117,3 per cento registrato ad agosto 2022 (cfr. il grafico 12).

L'inflazione sui dodici mesi dei beni energetici è aumentata nella gran parte dei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, che continuano a presentare differenze considerevoli, dovute, tra l'altro, a difformità nelle combinazioni della produzione di energia, nei profili contrattuali e di consumo, negli approcci normativi e nelle misure di sostegno pubblico. Le pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni energetici hanno continuato a diminuire, con una crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione di tali beni pari al 17,3 per cento a febbraio 2023, in calo rispetto al picco del 117,3 per cento registrato ad agosto 2022 (cfr. il grafico 12).

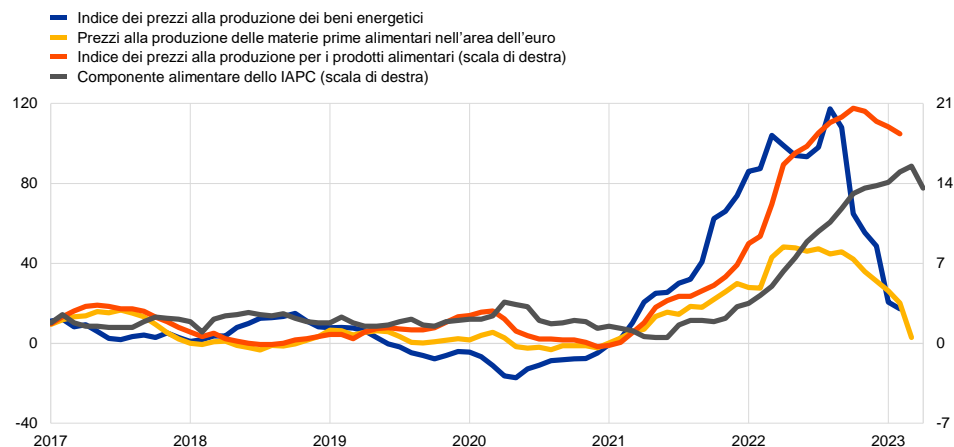
Ad aprile l'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro è diminuita per la prima volta da settembre 2021, segnando tassi annuali più bassi nei beni alimentari sia freschi sia trasformati. Ad aprile si è collocata al 13,6 per cento, in calo dal 15,5 di marzo, con una crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari freschi pari al 10,0 per cento (dal 14,7 di marzo), per effetto di un notevole calo dei prezzi sul mese precedente. La riduzione registrata per i beni alimentari freschi è probabilmente da ricondurre a una correzione al ribasso dopo due mesi di forti rincari. Allo stesso tempo, anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è diminuito al 14,7 per cento ad aprile, dal 15,7 di marzo, riflettendo principalmente un effetto base al ribasso, mentre i prezzi dei beni alimentari trasformati sono ulteriormente aumentati su base mensile. Tale flessione suggerisce che le pressioni cumulate dal lato dei costi sui prezzi dei beni alimentari derivanti dai prezzi degli input energetici e alimentari potrebbero aver iniziato a diminuire (cfr. il grafico 12).

Ad aprile si è collocata al 13,6 per cento, in calo dal 15,5 di marzo, con una crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari freschi pari al 10,0 per cento (dal 14,7 di marzo), per effetto di un notevole calo dei prezzi sul mese precedente. La riduzione registrata per i beni alimentari freschi è probabilmente da ricondurre a una correzione al ribasso dopo due mesi di forti rincari. Allo stesso tempo, anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è diminuito al 14,7 per cento ad aprile, dal 15,7 di marzo, riflettendo principalmente un effetto base al ribasso, mentre i prezzi dei beni alimentari trasformati sono ulteriormente aumentati su base mensile. Tale flessione suggerisce che le pressioni cumulate dal lato dei costi sui prezzi dei beni alimentari derivanti dai prezzi degli input energetici e alimentari potrebbero aver iniziato a diminuire (cfr. il grafico 12).

Grafico 12

Prezzi dei beni alimentari nello IAPC, costi degli input energetici e alimentari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023 (stime preliminari) per la componente alimentare dello IAPC, a marzo 2023 per i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e a febbraio 2023 per le altre voci.

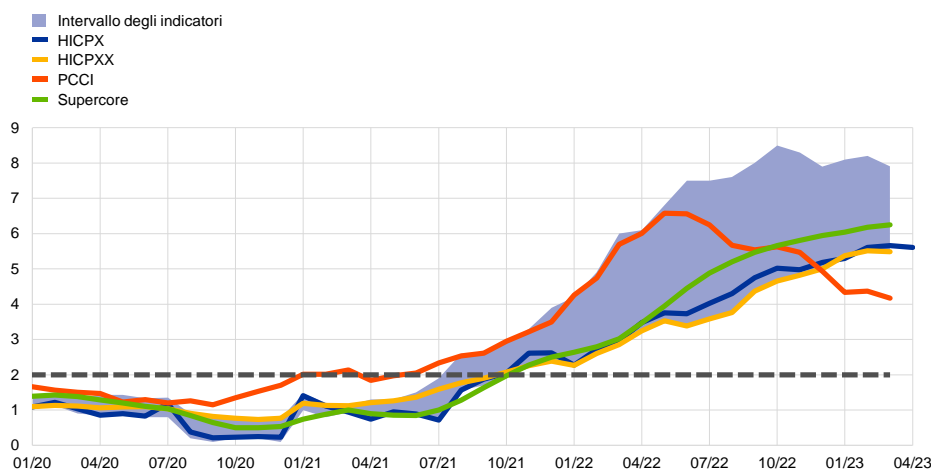
La maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro si è confermata su livelli elevati (cfr. il grafico 13).

Nel contempo, l'eterogeneità dei livelli delle diverse misure è rimasta notevole, segnalando l'incertezza circa la dinamica dell'inflazione di fondo. Mentre i dati riguardanti l'HICPX sono disponibili per aprile, altre misure dell'inflazione di fondo includono solo dati fino a marzo e hanno fornito segnali contrastanti. Gli indicatori basati sull'esclusione, quali l'HICPXX (ovvero l'HICPX al netto di componenti volatili quali viaggi, calzature e abbigliamento) e l'indicatore dell'inflazione interna (che esclude le componenti con un elevato contenuto di importazioni), sono rimasti sostanzialmente invariati a marzo, così come l'indicatore Supercore (che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo). Tuttavia, le misure dell'inflazione di fondo basate sull'esclusione tendono a essere riportate in termini di tassi di crescita sul periodo corrispondente, per cui le loro indicazioni potrebbero comportare un ritardo. La misura della componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata su modelli, espressa in termini di tasso annualizzato, è diminuita a marzo (a prescindere dal fatto che sia stata inclusa l'energia). Più in generale, i tassi di crescita a breve termine di diversi indicatori dell'inflazione di fondo, misurati in termini di andamenti sul mese precedente o sul trimestre precedente, hanno iniziato a segnalare una certa moderazione delle pressioni sui prezzi. Tale moderazione delle misure dell'inflazione di fondo sarebbe coerente con la tesi secondo cui queste misure includono gli effetti indiretti dei precedenti rincari energetici, ora in fase di graduale attenuazione, in presenza di un calo nella dinamica dei prezzi dell'energia registrato nel corso di diversi mesi.

Grafico 13

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, PCCI e mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia indica l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023 (stime preliminari) per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e a marzo 2023 per le voci restanti.

Con l'attenuarsi dei costi dell'energia, gli andamenti dei salari e di altri costi del lavoro stanno acquisendo un ruolo crescente nella persistenza dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro.

Gli ultimi dati disponibili indicano un rafforzamento delle pressioni salariali, con una crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali al 2,9 per cento nel terzo e quarto trimestre del 2022, in rialzo dal 2,5 per cento del secondo trimestre. La crescita dei salari effettivi, misurata in termini di reddito per occupato e di reddito per ora lavorata, è aumentata notevolmente nel quarto trimestre del 2022, con i tassi di crescita sui dodici mesi di queste due misure dei salari che sono saliti rispettivamente al 5,0 e al 4,3 per cento, dal 3,9 e 2,9 per cento del terzo trimestre. Le trattative salariali concluse negli ultimi mesi suggeriscono che le pressioni salariali hanno continuato a rafforzarsi nel 2023. La misura in cui tali pressioni si trasmetteranno alle dinamiche dell'inflazione di fondo dipenderà dall'andamento dei margini di profitto, giacché i dati aggregati di contabilità nazionale per il quarto trimestre del 2022 indicano un rafforzamento delle pressioni provenienti da questo canale.

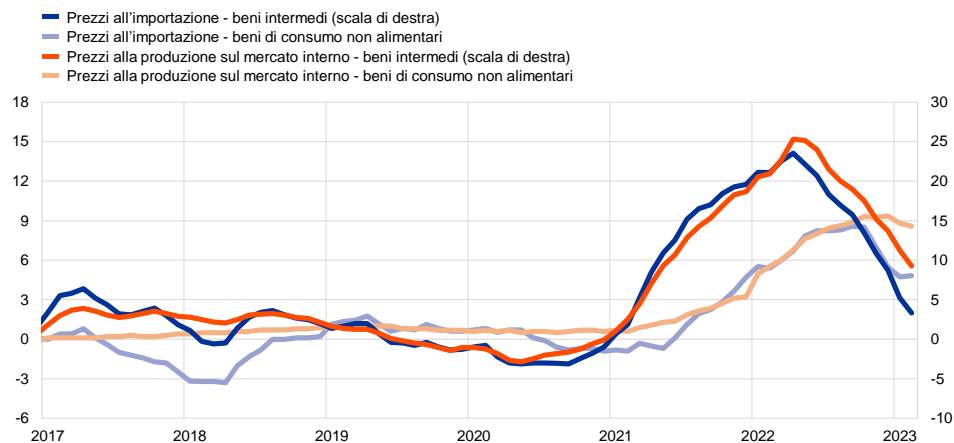
L'inflazione dei beni industriali non energetici è scesa al 6,2 per cento ad aprile, dal 6,6 di marzo.

Con riferimento ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, a febbraio è diminuita ulteriormente in misura considerevole l'inflazione sia alla produzione sia all'importazione dei beni intermedi. Osservando gli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari è scesa all'8,6 per cento a febbraio, dall'8,8 di gennaio, registrando per il secondo mese consecutivo un calo sui dodici mesi. Pur essendo diminuiti, i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione e alla produzione rimangono alti, segnalando pressioni inflazionistiche cumulate che potrebbero mantenere l'inflazione al consumo sui beni industriali non energetici su livelli elevati per diverso tempo (cfr. il grafico 14).

Grafico 14

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023.

La maggior parte degli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro desunti dalle indagini è rimasta più o meno invariata, a circa il 2 per cento, ed è sostanzialmente in linea con le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (cfr. il grafico 15).

In base all'indagine della BCE effettuata presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il secondo trimestre del 2023, le aspettative medie di inflazione a più lungo termine (per il 2027) si sono mantenute stabili al 2,1 per cento. Nell'indagine di aprile 2023 di Consensus Economics le aspettative di inflazione per il 2027 sono aumentate al 2,1 per cento (dal 2,0 di gennaio). Nell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) a marzo 2023, la mediana delle aspettative a più lungo termine è rimasta invariata al 2,0 per cento. Se considerati congiuntamente alle aspettative a più breve termine, tali dati suggeriscono che gli intervistati si aspettano un rapido calo dell'inflazione e segnalano l'ancoraggio delle aspettative a più lungo termine. Secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori di marzo 2023, le aspettative mediane su un orizzonte di tre anni sono aumentate al 2,9 per cento, dal 2,4 di febbraio⁷. Nel complesso, nel periodo in esame le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono rimaste sostanzialmente invariate nel breve periodo, mentre sono aumentate quelle a lungo termine, a fronte di un allentamento dei timori circa le recenti turbolenze nel settore bancario. Riguardo alle scadenze a breve, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale all'inizio di maggio era pari al 2,2 per cento circa, pressoché invariato rispetto all'inizio del periodo in esame, a metà marzo. Per quanto riguarda i tassi a lungo termine, il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale ha raggiunto il valore massimo, pari a quasi il 2,5 per cento, durante il periodo in esame, per poi attestarsi su livelli solo lievemente più elevati alla fine del periodo, collocandosi a circa il

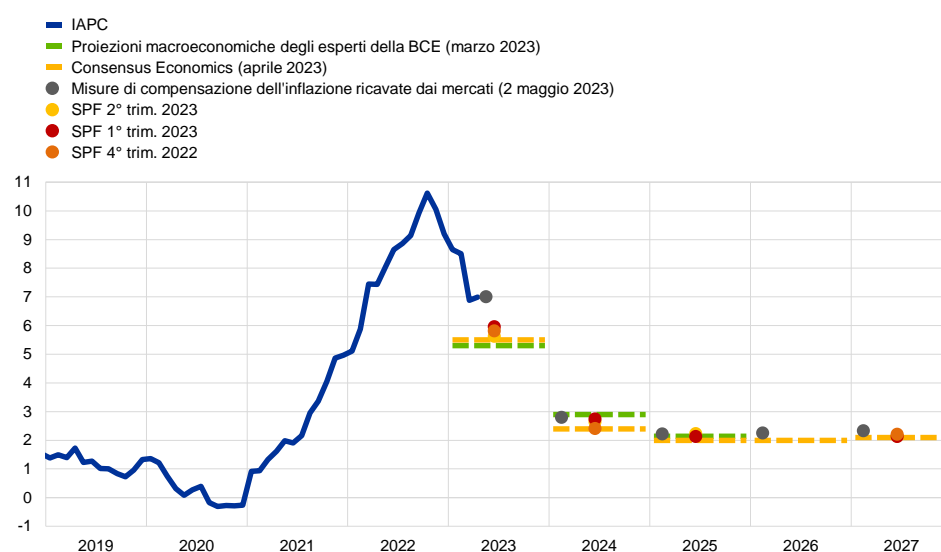
⁷ Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB Consumer Expectations Survey results – March 2023](#) dell'11 maggio 2023.

2,4 per cento all'inizio di maggio. 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 15

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine presso i previsori professionali, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2023* ed elaborazioni della BCE.

Note: 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 osservazioni si riferiscono al 2 maggio 2023. L'indagine presso i previsori professionali relativa al secondo trimestre del 2023 è stata condotta tra il 31 marzo e il 5 aprile 2023. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate ad aprile 2023. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 2 marzo 2023. L'ultima osservazione relativa allo IAPC si riferisce ad aprile 2023 (stime preliminari).

Persistono significativi rischi al rialzo per le prospettive di inflazione. Nel breve periodo, le pressioni inflazionistiche esistenti potrebbero generare aumenti dei prezzi al dettaglio più forti del previsto, mentre la guerra mossa dalla Russia contro l'Ucraina potrebbe spingere di nuovo al rialzo i prezzi dei beni energetici e alimentari. Le aspettative di inflazione, che persistono al di sopra dell'obiettivo della BCE, potrebbero altresì determinare una crescita dell'inflazione stessa nel medio termine, al pari di aumenti maggiori delle retribuzioni o dei margini di profitto rispetto a quanto anticipato. Inoltre, le retribuzioni contrattuali concordate di recente hanno contribuito ad aumentare i rischi al rialzo per l'inflazione, che risulteranno ancora più accentuati in caso di margini di profitto persistentemente elevati. Fra i rischi al ribasso vi sono potenziali rinnovate tensioni nei mercati finanziari, che potrebbero far diminuire l'inflazione più rapidamente rispetto a quanto previsto nelle proiezioni. Una domanda più debole, riconducibile ad esempio a un più marcato rallentamento del credito bancario o alla più intensa trasmissione della politica monetaria, determinerebbe inoltre spinte sui prezzi più deboli di quanto anticipato attualmente, soprattutto nel medio periodo.

Andamenti del mercato finanziario

Nel periodo di riferimento, compreso tra il 16 marzo e il 3 maggio 2023, gli andamenti del mercato finanziario sono stati determinati in larga misura dall'attenuarsi dei timori per le turbolenze del settore bancario osservate a inizio marzo, nonché dalle decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo nello stesso mese. Nel periodo in esame le aspettative degli operatori di mercato relative ai tassi di riferimento dell'area dell'euro hanno segnato un rialzo, pur rimanendo inferiori rispetto al periodo precedente le turbolenze del settore bancario, ossia prima dell'ondata generalizzata di vendite di attività rischiose innescata dalle difficoltà incontrate da alcune banche regionali statunitensi. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno chiuso il periodo di riferimento sostanzialmente invariati, continuando pertanto a collocarsi al di sotto dei loro livelli precedenti le turbolenze, con differenziali di rendimento stabili. Nel complesso, le attività rischiose dell'area dell'euro sono migliorate, malgrado la volatilità inizialmente esibita sulla scia delle turbolenze del settore bancario: i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area si sono ridotti in tutti i segmenti e i mercati azionari, a eccezione di quelli del settore bancario, sono saliti su livelli lievemente più alti. In entrambi i casi ciò rappresenta un generale riassorbimento del movimento osservato durante le turbolenze. Sui mercati dei cambi l'euro si è complessivamente rafforzato su base ponderata per l'interscambio.

I tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati dopo la riunione di marzo 2023 del Consiglio direttivo, in concomitanza con una revisione al rialzo delle aspettative da parte degli operatori di mercato circa i tassi di riferimento, pur rimanendo ancora al di sotto del loro livello precedente le turbolenze.

Nel periodo in esame, l'€STR (euro short-term rate) si è collocato, in media, a 284 punti base, valore medio salito da 240 punti base tra il 16 e il 21 marzo a 290 punti base dopo il 22 marzo, ossia durante il periodo di mantenimento delle riserve successivo all'innalzamento di marzo dei tassi di interesse da parte della BCE. La liquidità in eccesso è rimasta stabile, registrando un incremento di circa 31 miliardi di euro e portandosi a 4.096 miliardi. La reazione iniziale dei tassi privi di rischio alle decisioni di politica monetaria adottate a marzo dal Consiglio direttivo è stata relativamente contenuta per tutte le scadenze. Successivamente, la curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basata sul tasso di riferimento €STR, è aumentata per le scadenze a breve termine, riflettendo l'attenuarsi dei timori degli operatori di mercato circa il settore bancario e il loro riorientamento verso l'attività internazionale e l'inflazione. Al termine del periodo di riferimento, la curva a termine del tasso OIS ha incorporato aumenti dei tassi rispettivamente di 34 e di 16 punti base per le riunioni del Consiglio direttivo di maggio e di giugno, nonché ulteriori incrementi dei tassi pari complessivamente a 30 punti base. Ciò implica un tasso massimo di circa il 3,7 per cento entro la fine del 2023, inferiore al picco osservato il 6 marzo, appena prima dell'inizio dell'ondata di vendite di attività rischiose causata dalle difficoltà incontrate da alcune banche regionali statunitensi.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno chiuso il periodo di riferimento sostanzialmente invariati, collocandosi al di sotto del loro livello

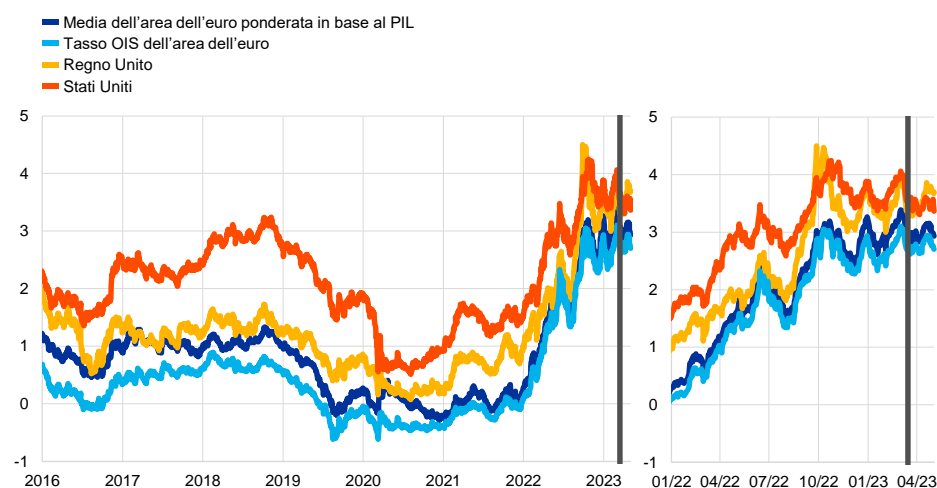
precedente le turbolenze del settore bancario a inizio marzo (cfr. il grafico 16).

Il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si è collocato a circa il 2,9 per cento, evidenziando variazioni contenute nel periodo in esame e confermandosi lievemente al di sotto del livello segnato prima delle turbolenze. I rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro si sono generalmente mossi in linea con i tassi a lungo termine privi di rischio, determinando un differenziale stabile rispetto al tasso OIS dell'area dell'euro di circa 0,2 punti percentuali. All'esterno dell'area dell'euro, il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è diminuito di 21 punti base, collocandosi al 3,4 per cento, mentre quello dei titoli di Stato del Regno Unito è aumentato di 26 punti base, attestandosi al 3,7 per cento.

Grafico 16

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 marzo 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 maggio 2023.

I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti, nonostante si fossero inizialmente ampliati per effetto delle turbolenze osservate a marzo nel settore bancario. Nei primi giorni del periodo considerato i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie hanno mostrato un'elevata volatilità, sospinta principalmente dalle obbligazioni del settore finanziario e del comparto ad alto rendimento. Entro la fine di marzo tale volatilità si era affievolita e successivamente i differenziali si sono ridotti senza registrare brusche variazioni, determinando una diminuzione complessiva nel periodo in esame. In particolare, i differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento (high yield) e su quelle di qualità più elevata (investment grade) sono entrambi diminuiti di circa 20 punti base. All'interno del segmento investment grade, i differenziali sulle obbligazioni delle società finanziarie si sono ridotti in misura maggiore, di 22 punti base, chiudendo il periodo di riferimento su un livello lievemente superiore rispetto al periodo precedente le turbolenze del settore bancario, mentre quelli sulle obbligazioni delle società non finanziarie sono diminuiti di 17 punti base, concludendo il periodo su un valore lievemente inferiore rispetto alla fase antecedente le turbolenze.

I mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato un incremento e le misure prospettiche della volatilità sono diminuite.

I corsi azionari dell'area dell'euro sono aumentati e le misure prospettiche della volatilità dei mercati azionari sono diminuite rispetto ai livelli massimi degli ultimi sei mesi osservati durante le turbolenze del settore bancario agli inizi di marzo. Nel complesso, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) hanno registrato un incremento di circa il 3,8 per cento, mentre quelle bancarie dell'area hanno segnato un aumento più modesto, pari a circa l'1,2 per cento, collocandosi significativamente al di sotto dei loro livelli precedenti le turbolenze. Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie delle SNF sono salite di circa il 3,5 per cento nel periodo in esame, mentre quelle bancarie sono scese di circa il 4,3 per cento.

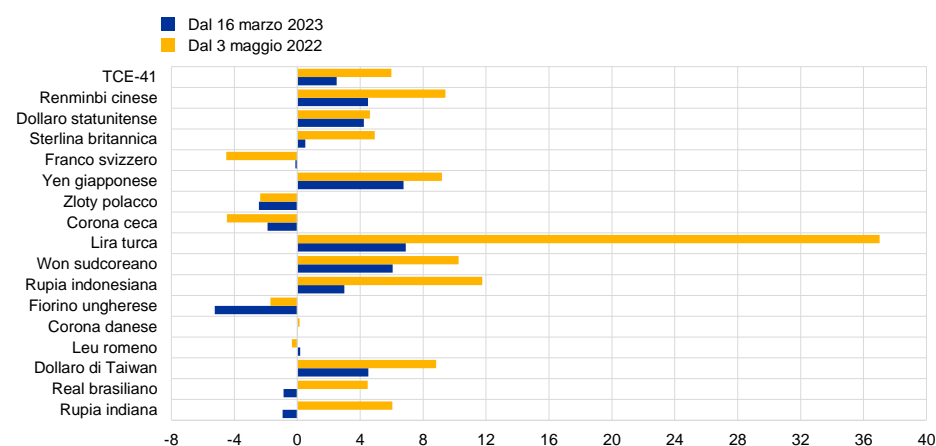
Sui mercati dei cambi, l'euro si è complessivamente rafforzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 17).

Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale (TCE) dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato del 2,5 per cento. Per quanto riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle principali valute, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (del 4,2 per cento), in un contesto caratterizzato dall'aumento dei differenziali dei tassi di interesse e dall'attenuazione delle tensioni sui mercati finanziari, e si è rafforzato anche nei confronti dello yen giapponese e della sterlina britannica (rispettivamente del 6,8 e dello 0,5 per cento). Analogamente, l'euro si è rafforzato nei confronti del renminbi cinese (del 4,5 per cento) e delle valute delle altre principali economie emergenti, ma si è deprezzato nei confronti delle divise di alcuni paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Grafico 17

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 3 maggio 2023.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

Il costo della provvista bancaria è aumentato significativamente nel primo trimestre del 2023, con l'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni bancarie durante le turbolenze nei mercati finanziari verificatesi a marzo. A febbraio 2023 i tassi sui prestiti bancari sono ulteriormente saliti, riflettendo i rialzi dei tassi di interesse di riferimento della Banca centrale europea (BCE). Nel periodo compreso tra il 16 marzo e il 3 maggio 2023 sia il costo del finanziamento delle imprese mediante capitale di rischio sia quello del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato sono lievemente diminuiti. A marzo i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno continuato a segnare un rallentamento, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse più elevati, domanda più debole e condizioni per la concessione del credito più restrittive. Nell'ultima indagine sul credito bancario gli intermediari dell'area dell'euro hanno riferito un ulteriore notevole inasprimento dei loro criteri di concessione del credito, superiore alle aspettative, e un forte calo della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie, segnalando un perdurante indebolimento della dinamica di questi ultimi. La dinamica monetaria è rimasta contenuta a marzo 2023, per effetto delle componenti più liquide e del rallentamento della crescita del credito.

A febbraio i costi di provvista delle banche dell'area dell'euro hanno continuato ad aumentare, di riflesso alle variazioni dei tassi di mercato e ai più elevati tassi sui depositi. A causa del ritardo con cui vengono resi disponibili i dati relativi ai tassi sui depositi, al 3 maggio (data di ultimo aggiornamento dei dati contenuti nel presente documento) il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito delle banche dell'area poteva essere calcolato solo fino a febbraio. L'indicatore è ulteriormente salito, collocandosi sul livello più elevato mai registrato negli ultimi dieci anni (cfr. il pannello a) del grafico 18). I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono aumentati di 48 punti base dall'inizio del 2023 (cfr. il pannello b) del grafico 18) e i differenziali su tali obbligazioni si sono bruscamente ampliati durante le turbolenze sui mercati a metà marzo 2023, soprattutto per le obbligazioni più subordinate e in particolare per gli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 (Additional Tier 1, AT1). Nonostante una parziale inversione dell'aumento iniziale, i differenziali permangono significativamente al di sopra di quelli osservati prima delle turbolenze. Il costo dei depositi ha confermato la propria traiettoria di crescita costante, pur evidenziando differenze tra le varie tipologie di prodotti. I tassi sui depositi a termine si stanno rapidamente adeguando alle variazioni dei tassi di riferimento, mentre quelli sui depositi a vista rimangono più lenti. Sebbene i depositanti stiano reagendo a questo ampliamento del differenziale passando dai depositi a vista a quelli a termine, i primi costituiscono ancora una quota considerevole della raccolta. Ne consegue che il differenziale tra i tassi compositi sui depositi e i tassi di riferimento continua ad ampliarsi, come osservato durante i passati cicli di rialzo dei tassi di interesse.

Anche i rimborsi, da parte delle banche, dei fondi presi in prestito nel quadro della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) hanno contribuito all'aumento dei costi della provvista bancaria.

A partire dalla ricalibrazione dei termini e delle condizioni delle OMRLT-III, entrata in vigore il 23 novembre 2022, le banche hanno effettuato rimborsi consistenti

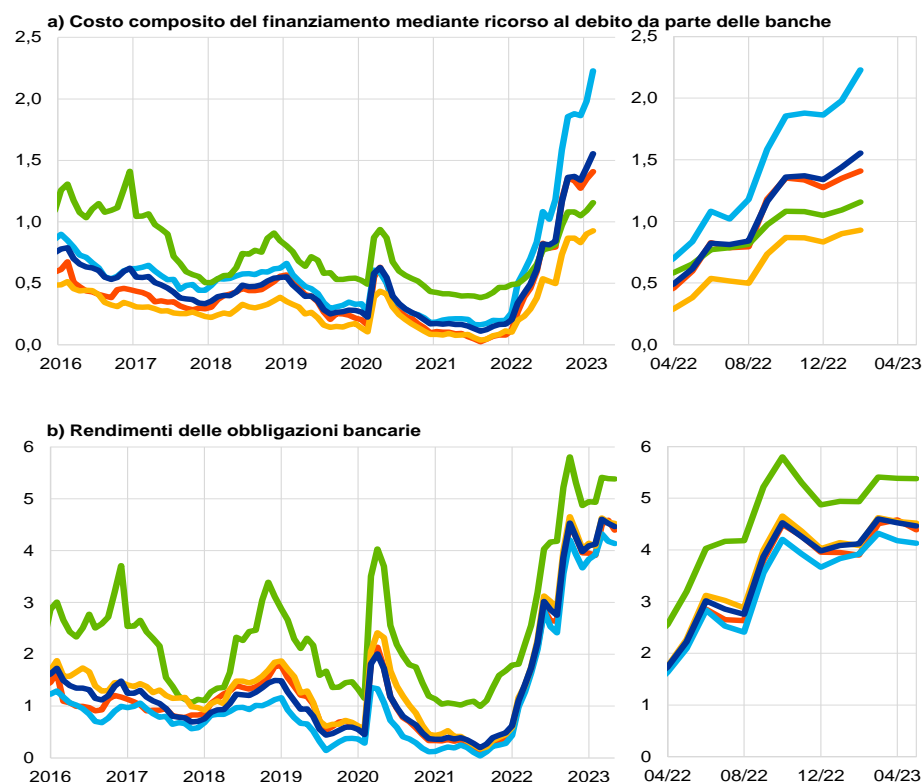
(sia obbligatori sia, in particolare, volontari) dei prestiti contratti nell'ambito del programma. Sono stati complessivamente rimborsati 1.015 miliardi di euro, con una riduzione delle consistenze in essere di circa il 48 per cento⁸. Inoltre le banche hanno incrementato l'emissione di obbligazioni, la cui remunerazione è superiore ai tassi sui depositi e ai tassi di riferimento, in un contesto caratterizzato dal graduale rimborso delle OMRLT e dal calo dei depositi. Da settembre 2022 le emissioni di obbligazioni bancarie sono aumentate di quasi 170 miliardi di euro, mentre nello stesso periodo i depositi sono diminuiti di circa 200 miliardi.

Grafico 18

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, di depositi con scadenza prestabilita e di 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 febbraio 2023 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 3 maggio 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono ulteriormente aumentati a febbraio 2023, riflettendo l'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE. Le variazioni delle misure di politica monetaria della BCE si stanno trasmettendo alle condizioni del credito bancario, con l'aumento dei tassi applicati

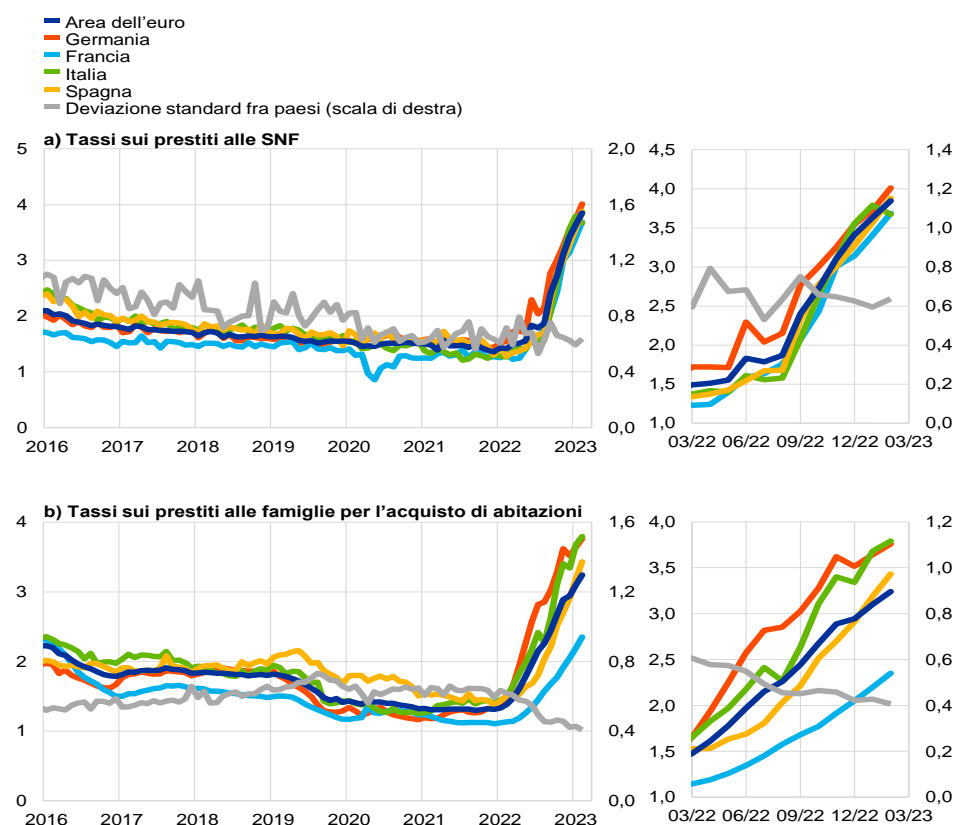
⁸ Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#) del 27 ottobre 2022.

dagli intermediari e l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito, come di seguito illustrato. I tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono ulteriormente saliti al 3,85 per cento a febbraio, a fronte del 3,63 di gennaio e dell'1,55 di maggio 2022. Anche i tassi sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati, collocandosi al 3,24 per cento a febbraio, a fronte del 3,10 di gennaio e dell'1,78 di maggio 2022. Tali incrementi 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 ([Consumer Expectations Survey](#)) di febbraio 2023 indicano che questi ultimi si attendono un ulteriore aumento dei tassi sui mutui ipotecari nei prossimi dodici mesi, nonché maggiori difficoltà di accesso a tale forma di prestito. Il differenziale di tasso di interesse tra i prestiti bancari di importo piccolo e grande si è lievemente ampliato a febbraio, di riflesso all'eterogeneità tra paesi, mantenendosi tuttavia contenuto in una prospettiva storica. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie è rimasta sostanzialmente stabile (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 19).

Grafico 19

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 febbraio 2023.

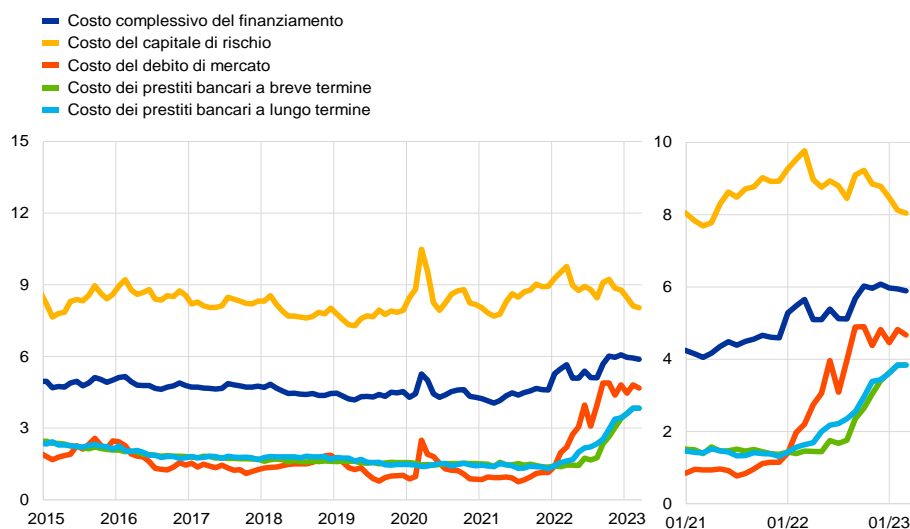
Nel periodo compreso tra il 16 marzo e il 3 maggio 2023 sono lievemente diminuiti sia il costo del finanziamento per le SNF mediante capitale di rischio

sia quello di emissione di debito sul mercato. A causa del ritardo con cui vengono resi disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, al 3 maggio il costo complessivo del finanziamento per le SNF – ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio – poteva essere calcolato solo fino a febbraio 2023, quando si è collocato al 5,9 per cento, livello pressoché invariato rispetto a quello segnato nel mese precedente (cfr. il grafico 20). Ciò è riconducibile a una diminuzione del costo del capitale azionario che ha compensato un aumento del costo del debito emesso sul mercato (principalmente determinato dall'incremento dei tassi privi di rischio dato che i differenziali sulle obbligazioni societarie hanno subito variazioni contenute) e l'aumento del costo del debito bancario sia a breve sia a lungo termine. Sebbene sia lievemente diminuito rispetto al picco raggiunto a ottobre 2022, a febbraio 2023 il costo complessivo del finanziamento 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 lievemente diminuito, per effetto della sostanziale stabilità dei tassi privi di rischio unita alla considerevole compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie emesse dalle imprese non finanziarie sia nel segmento di qualità più elevata (investment grade) sia, in misura più marcata, in quello ad alto rendimento (high-yield). Poiché i tassi a lungo termine privi di rischio sono rimasti sostanzialmente stabili, il costo del capitale di rischio ha rispecchiato gli andamenti del premio per il rischio azionario, che nel periodo in esame è diminuito.

Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 3 maggio 2023 per il costo del debito di mercato (media mensile di dati giornalieri), al 28 aprile 2023 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e al 28 febbraio 2023 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 aprile 2023, nel primo trimestre dell'anno i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese e

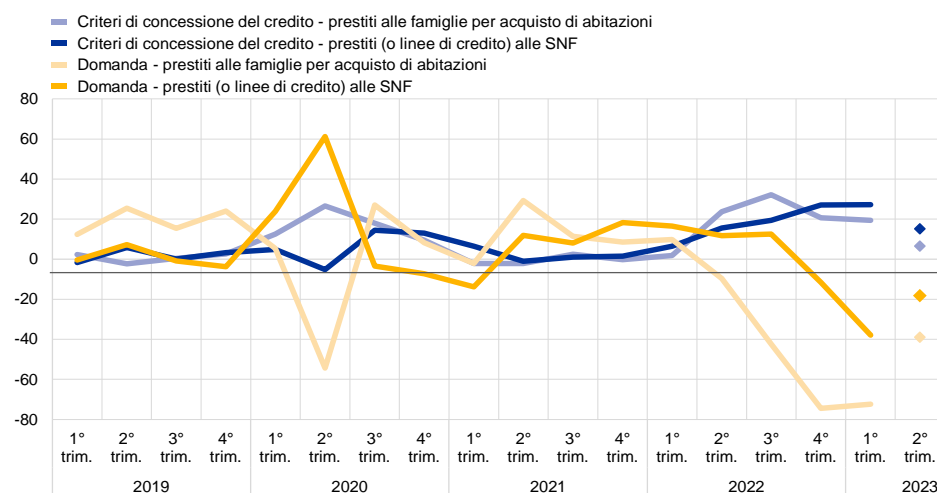
alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno evidenziato un ulteriore significativo inasprimento, segnalando un perdurante indebolimento della dinamica del credito (cfr. il grafico 21). L'inasprimento è stato più forte di quanto le banche avessero previsto nel trimestre antecedente e, in prospettiva storica, il suo ritmo per le imprese si è confermato il più intenso mai registrato dalla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro nel 2011. In un contesto di accresciuta 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 e, in misura minore, la più ridotta tolleranza al rischio da parte delle banche. Sullo sfondo dei rialzi dei tassi di interesse di riferimento della BCE e della contrazione della liquidità di banca centrale, anche i costi della provvista bancaria e la situazione patrimoniale degli intermediari hanno avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese dell'area dell'euro. Per il secondo trimestre del 2023 le banche si attendono un ulteriore, benché più moderato, irrigidimento dei criteri di concessione del credito a imprese e famiglie.

Le banche hanno segnalato un forte calo della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie nel primo trimestre del 2023. Il calo della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato il più marcato dalla crisi finanziaria mondiale, mentre la contrazione della domanda di prestiti da parte delle famiglie è stata la più elevata dall'avvio dell'indagine nel 2003. La flessione della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie è stata superiore alle aspettative espresse dagli intermediari nel trimestre precedente. Le banche hanno segnalato che il livello generale dei tassi di interesse è stato il principale fattore alla base della ridotta domanda di prestiti, in un contesto di inasprimento della politica monetaria. Anche il calo del fabbisogno finanziario per gli investimenti fissi ha avuto un forte effetto frenante sulla domanda di prestiti da parte delle imprese. La contrazione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni si è confermata significativa ed è stata principalmente trainata dall'aumento dei tassi di interesse, dall'indebolimento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e dal basso clima di fiducia dei consumatori. Per il secondo trimestre del 2023 le banche si attendono un'ulteriore, ma più contenuta, flessione (netta) della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie.

Grafico 21

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 irrigidimento dei criteri di concessione del credito o un aumento della domanda di prestiti)



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

Note: per i quesiti sui criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato 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". Gli indicatori a rombo rappresentano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023.

Inoltre le banche si attendono che le misure non convenzionali di politica monetaria della BCE contribuiranno all'indebolimento della dinamica del credito, a causa degli effetti sulle posizioni di finanziamento e di liquidità delle banche. L'accesso delle banche alla provvista al dettaglio e all'ingrosso si è deteriorato nel primo trimestre del 2023, riflettendo probabilmente le turbolenze sui mercati osservate a marzo 2023 e annullando il miglioramento di tale accesso alla fine dello scorso anno. Le banche indicano che anche la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria della BCE e il graduale ritiro delle OMRLT-III hanno avuto un impatto negativo sulle loro condizioni di finanziamento sul mercato e sulle loro posizioni di liquidità negli ultimi sei mesi. Oltre agli effetti dei tassi di riferimento più elevati e dell'accresciuta avversione al rischio, i rimborsi dei fondi presi in prestito nell'ambito delle OMRLT-III stanno contribuendo a ridurre i volumi dei prestiti erogati, in presenza di un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione del credito. Nel contempo le banche hanno segnalato che, sui loro margini di interesse netti, l'impatto delle decisioni della BCE relative ai tassi di interesse di riferimento è stato marcatamente positivo, mentre l'impatto sulla loro redditività attraverso il canale degli altri ricavi è stato negativo. Gli intermediari hanno inoltre riferito un effetto frenante sulla redditività per via dei superiori accantonamenti e delle maggiori svalutazioni, che potrebbero riflettere un più elevato rischio di credito giacché l'inasprimento della politica monetaria deprime l'attività economica e aumenta gli oneri per interessi dei prenditori.

A marzo i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno continuato a segnare un rallentamento, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse più elevati,

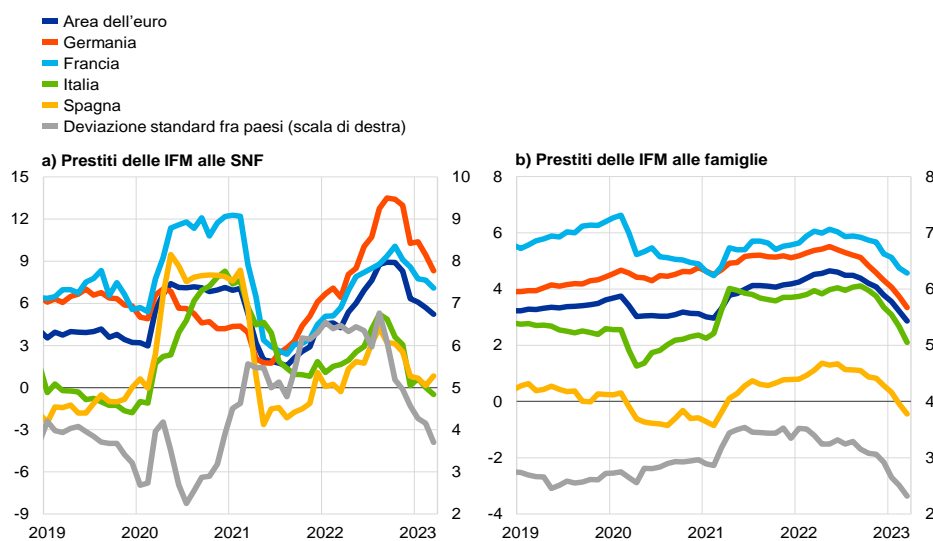
domanda più debole e condizioni per la concessione del credito più restrittive.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso al 5,2 per cento a marzo, dal 5,7 di febbraio (cfr. il pannello a) del grafico 22). Tale rallentamento è stato diffuso tra le maggiori economie e riflette l'aumento dei tassi di interesse, il forte calo della domanda di prestiti e l'ulteriore significativo inasprimento dei criteri per la concessione del credito. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha continuato a segnare un rallentamento, scendendo dal 3,2 per cento di febbraio al 2,9 di marzo (cfr. il pannello b) del grafico 22), in un contesto caratterizzato da un deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali, da un ulteriore sostanziale irrigidimento dei criteri di concessione del credito bancario e da un aumento dei tassi applicati ai prestiti. Il dato è stato principalmente determinato dal perdurante calo della crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, ma a partire dall'inizio del 2023 gli altri prestiti alle famiglie, e in particolare quelli concessi alle imprese individuali (ossia alle piccole imprese non costituite in forma di società), hanno evidenziato ingenti flussi netti negativi contribuendo anch'essi, pertanto, all'indebolimento registrato.

Grafico 22

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; 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 marzo 2023.

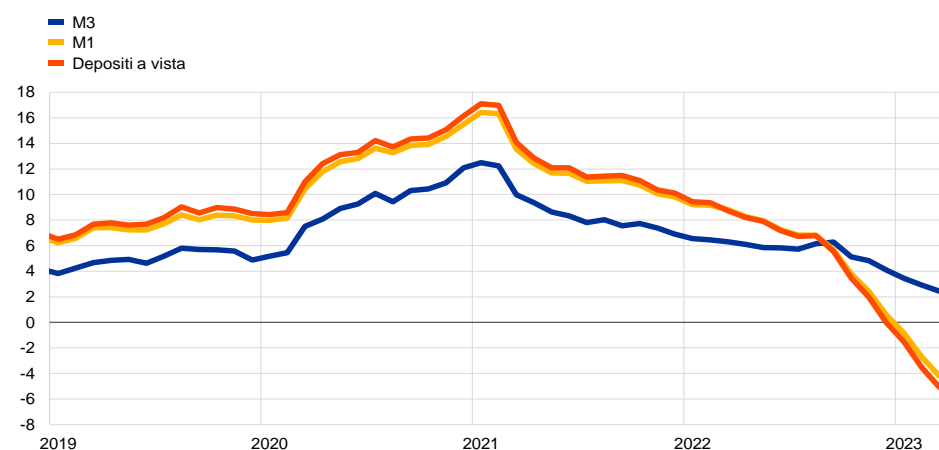
I depositi a vista hanno subito una forte contrazione a marzo, trainata dalla riallocazione dei fondi verso strumenti a maggiore remunerazione, in particolare i depositi a termine, ma anche gli strumenti finanziari non bancari.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è sceso al -5,1 per cento in marzo dal -3,5 di febbraio. Il brusco calo della crescita dei depositi a vista e, quindi, anche dell'aggregato monetario ristretto M1 rappresenta la più forte contrazione mai osservata dall'avvio dell'Unione economica e monetaria nel 1999 (cfr. il grafico 23). Dopo aver segnato per la prima volta un tasso negativo a gennaio (-0,8 per cento), la crescita sui dodici mesi di M1 ha continuato a indebolirsi, scendendo dal -2,7 per

cento di febbraio al -4,2 a marzo. Tale andamento è riconducibile soprattutto alla sostituzione su vasta scala dei depositi a vista con i depositi a termine, ma riflette anche lo spostamento verso le obbligazioni bancarie e, in misura minore, le quote in fondi comuni monetari. L'assenza di un aumento significativo delle banconote e monete in circolazione suggerisce che le turbolenze di marzo non hanno indotto un calo diffuso della fiducia del pubblico nelle banche dell'area dell'euro. Questa modalità di ribilanciamento dei portafogli è stata osservata anche nei precedenti cicli restrittivi, dal momento che la remunerazione dei depositi a vista si adegua lentamente alle variazioni dei tassi di riferimento. La remunerazione dei depositi a termine e degli strumenti di mercato, tuttavia, si adegua più rapidamente, determinando un ampliamento dei differenziali di interesse, che a sua volta incentiva una ricomposizione dei portafogli. La marcata ricomposizione a scapito dei depositi a vista nell'attuale ciclo di inasprimento può essere spiegata dai seguenti fattori principali. In primo luogo, il ritmo di inasprimento della politica monetaria della BCE è più rapido che nei precedenti cicli, con un conseguente brusco ampliamento del differenziale tra i depositi a vista e quelli a termine. La quota accumulata di depositi a vista, inoltre, era eccezionalmente elevata dopo il periodo di bassi tassi di interesse e la pandemia di COVID-19. Infine, il drastico indebolimento della dinamica del credito frena la complessiva creazione di moneta.

Grafico 23 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 marzo 2023.

La dinamica monetaria è rimasta contenuta a marzo 2023, per effetto delle componenti più liquide e del rallentamento della crescita del credito.

La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è scesa dal 3,4 per cento di gennaio e dal 2,9 per cento di febbraio al 2,5 a marzo, segnando il tasso più basso da ottobre 2014 (cfr. il grafico 23). Inoltre la dinamica a breve termine di M3 è intorno ai minimi storici: dati analoghi sono stati osservati solo agli inizi del 2010.

Il perdurante rallentamento dell'espansione della moneta può essere ricondotto al crescente costo opportunità associato alla detenzione di moneta e all'attenuazione della dinamica del credito in un contesto caratterizzato da tassi di riferimento più elevati, debole attività economica e più rigidi criteri per la concessione dei prestiti.

La graduale cessazione degli acquisti netti di attività e delle OMRLT da parte dell'Eurosistema sta inoltre contribuendo all'indebolimento della dinamica monetaria: il rientro delle OMRLT sta incentivando l'emissione di obbligazioni bancarie, che determina una ricomposizione dei portafogli dei detentori di moneta a scapito dei depositi.

Riquadri

1 **Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

a cura di **Niccolò Battistini, Simona Delle Chiaie e Johannes Gareis**

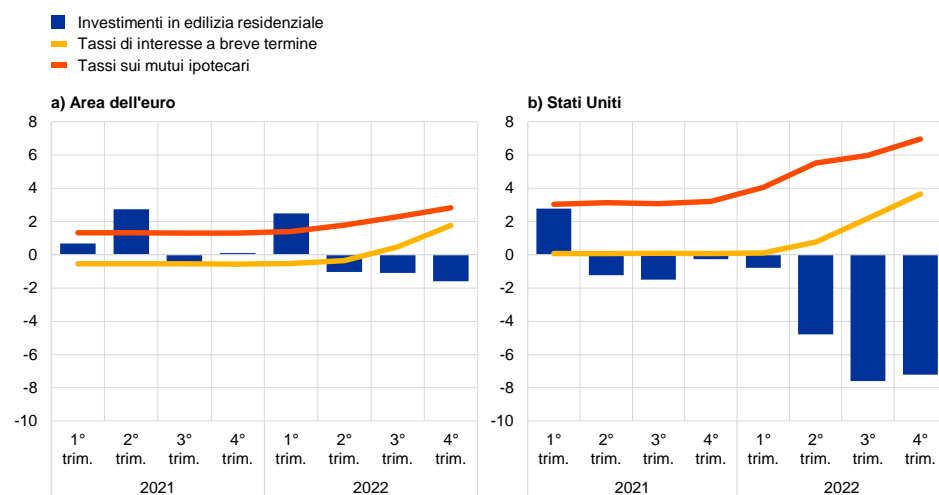
Gli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti in misura significativa nel 2022, evidenziando un calo particolarmente pronunciato oltreoceano.

Nell'area dell'euro gli investimenti in immobili residenziali hanno cominciato a ridursi nel secondo trimestre del 2022, segnando una flessione cumulata di circa il 4 per cento alla fine del quarto trimestre dello stesso anno (cfr. il pannello a) del grafico A). Per contro, negli Stati Uniti il calo è iniziato già a partire dal secondo trimestre del 2021. Da allora gli investimenti statunitensi in edilizia residenziale sono diminuiti complessivamente di circa il 21 per cento, registrando una contrazione particolarmente marcata nella seconda metà del 2022, quando l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari nel paese ha determinato una drastica riduzione dell'accessibilità economica delle abitazioni per gli acquirenti (cfr. il pannello b) del grafico A). Queste flessioni si sono verificate sullo sfondo di un inasprimento della politica monetaria su entrambe le sponde dell'Atlantico; negli Stati Uniti il rialzo dei tassi di riferimento è avvenuto prima e ha raggiunto livelli superiori a quelli dell'area dell'euro. Partendo da queste premesse il presente riquadro analizza la dinamica degli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti ed esamina l'impatto del recente inasprimento della politica monetaria sugli investimenti futuri nel settore all'interno dell'area.

Grafico A

Investimenti in edilizia residenziale, tassi di interesse a breve termine e tassi sui mutui ipotecari

(variazioni percentuali sul trimestre precedente e valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Eurostat, BCE, Bureau of Economic Analysis statunitense, Wall Street Journal ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i tassi di interesse a breve termine si riferiscono, per l'area dell'euro, all'Euribor a tre mesi e, per gli Stati Uniti, ai tassi effettivi sui Federal Funds. Per l'area dell'euro i tassi sui mutui ipotecari si riferiscono all'indicatore composto del costo dell'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre per gli Stati Uniti al tasso fisso sui mutui ipotecari a 30 anni. Tutti i tassi di interesse sono espressi in medie trimestrali.

Pur essendo una delle componenti dell'attività economica più sensibili ai tassi di interesse, gli investimenti in edilizia residenziale sono generalmente molto meno volatili nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro la volatilità della crescita trimestrale degli investimenti in immobili residenziali è circa la metà di quella degli Stati Uniti (cfr. la tavola A). Tali investimenti, inoltre, sono solo approssimativamente tre volte più volatili del prodotto aggregato nell'area dell'euro, mentre lo sono circa sei volte negli Stati Uniti. Nonostante il loro minore contributo al PIL, negli Stati Uniti gli investimenti in edilizia residenziale sono responsabili di una quota maggiore delle oscillazioni del prodotto aggregato rispetto a quanto si osserva per l'area dell'euro (cfr. la tavola A). Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, tuttavia, gli investimenti in immobili residenziali sono fortemente prociclici e tendono ad anticipare il ciclo economico, sottolineando l'importante ruolo svolto dal mercato delle abitazioni nell'economia¹.

¹ Per un confronto tra le proprietà cicliche della dinamica degli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. Musso, A., Neri, S. e Stracca, L., "Housing, consumption and monetary policy: How different are the US and the euro area?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, numero 11, novembre 2011, pagg. 3019-3041. Per il ruolo degli investimenti in immobili residenziali nel ciclo economico, cfr., tra gli altri, Leamer, E., "Housing is the business cycle", *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, pagg. 149-233; e Leamer, E., "Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, numero s1, marzo/aprile 2015, pagg. 43-50.

Tavola A

Proprietà degli investimenti in edilizia residenziale su base trimestrale

(variazioni percentuali sul trimestre precedente, quote percentuali del PIL e valori percentuali della varianza spiegata)

	Area dell'euro	Stati Uniti
Deviazione standard	1,5	3,3
(quota percentuale del PIL)	5,8	4,2
(quota percentuale della varianza del PIL)	9,4	10,1

Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis statunitense ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la tavola mostra le deviazioni standard della crescita trimestrale degli investimenti in edilizia residenziale, nonché le quote del PIL e le percentuali della varianza del PIL riconducibili a tali investimenti nel periodo compreso tra il primo trimestre del 1995 e il quarto trimestre del 2019. Le quote del PIL sono espresse in termini nominali, mentre quelle della varianza spiegata sono espresse in termini reali. La varianza del PIL spiegata dagli investimenti in edilizia residenziale rappresenta anche la covarianza di questi investimenti con la somma delle altre componenti della domanda del PIL.

Nell'area dell'euro, nonostante un certo grado di eterogeneità tra i diversi paesi, i mercati dei mutui ipotecari sono meno profondi che negli Stati Uniti².

Rispetto all'area dell'euro, le banche degli Stati Uniti possono rimuovere più facilmente i prestiti per l'acquisto di abitazioni dai propri bilanci, agevolando il trasferimento a terzi dei rischi a loro connessi, in un contesto in cui il governo svolge il ruolo di garante di ultima istanza attraverso diverse agenzie di emanazione pubblica³. Inoltre negli Stati Uniti i mutuatari possono estrarre liquidità dal capitale immobiliare, sono soggetti a commissioni solo contenute per rimborsi anticipati e rinegoziazioni e, in caso di insolvenza, la loro responsabilità personale è limitata⁴. Quanto alla durata tipica dei mutui ipotecari, negli Stati Uniti prevalgono i contratti trentennali a tasso fisso, mentre nell'area dell'euro in alcuni paesi sono comuni durate più brevi, comprese tra i 15 e i 25 anni, e in altri i mutui a tasso variabile⁵. Dall'analisi di vari indicatori relativi all'andamento dei mercati dei mutui ipotecari, che ne riflettono le differenze tra area dell'euro e Stati Uniti, emerge che il mercato ipotecario statunitense è in genere più profondo di quello dell'area. Ciò è evidenziato

² Per un confronto delle differenze di natura istituzionale tra i mercati dei mutui ipotecari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr., tra gli altri, Musso et al. op. cit. e Calza, A., Monacelli, T. e Stracca, L., "Housing finance and monetary policy", *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, numero s1, gennaio 2013, pagg. 101-122. Per una rassegna più recente delle caratteristiche dei mercati ipotecari nei paesi dell'area dell'euro, cfr., ad esempio, Albertazzi, U., Fringuellotti, F. e Ongena, S., "Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from the euro area banks", *Working Paper Series*, BCE, n. 2322, ottobre 2019; Corsetti, G., Duarte, J. e Mann, S., "One money, many markets", *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, numero 1, febbraio 2022, pagg. 513-548; E Battistini, N., Falagiarda, M., Hackmann, A. e Roma, M., "Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions", *Working Paper Series*, BCE, n. 2752, novembre 2022.

³ Nel mercato dei mutui ipotecari degli Stati Uniti operano due agenzie di emanazione governativa (government-sponsored enterprises, GSE): la Federal National Mortgage Association (Fannie Mac) e la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Sulla nascita di queste GSE e sul loro ruolo nel mercato ipotecario statunitense in una prospettiva storica, cfr., tra gli altri, Green, R. e Wachter, S., "The American Mortgage in Historical and International Context", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n. 4, 2005, pagg. 93-114.

⁴ Cfr. il riquadro 1 [Differenze istituzionali fra i mercati ipotecari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti](#) nel numero di agosto 2009 del Bollettino mensile della BCE.

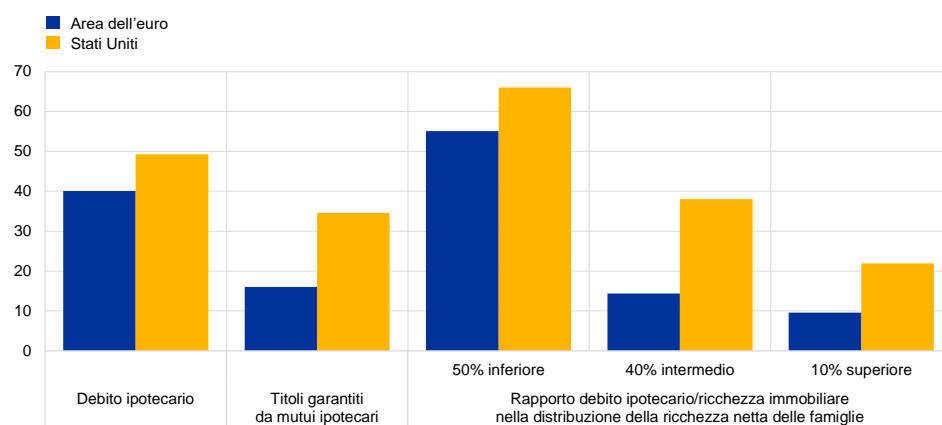
⁵ Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, l'Italia e la Spagna hanno sempre evidenziato una quota relativamente elevata di mutui ipotecari a tasso variabile. Esaminando gli andamenti recenti, in Italia la quota dei prestiti a tasso variabile sul totale dei mutui per l'acquisto di abitazioni è significativamente aumentata, raggiungendo una media di circa il 55 per cento nella seconda metà del 2022, mentre in Spagna è rimasta su un livello relativamente contenuto, pari al 26 per cento. A titolo di confronto, nello stesso periodo la quota dei mutui ipotecari a tasso variabile in Germania e in Francia si è collocata, in media, rispettivamente al 15 e al 4 per cento. Per i singoli paesi dell'area dell'euro i dati relativi alla quota dei mutui a tasso variabile sul totale dei mutui per l'acquisto di abitazioni sono reperibili nella [banca dati degli indicatori per la valutazione dei rischi \(Risk Assessment Indicators\) contenuta nello Statistical Data Warehouse della BCE](#) e sono disponibili con frequenza mensile.

dal maggiore indebitamento ipotecario delle famiglie statunitensi (misurato dal rapporto tra debito ipotecario e PIL), dal superiore livello di cartolarizzazione (misurato dal rapporto tra titoli garantiti da mutui ipotecari e PIL) e dalla più elevata leva finanziaria (misurata dal rapporto tra debito ipotecario e ricchezza immobiliare) nell'intera distribuzione della ricchezza netta delle famiglie (cfr. il grafico B).

Grafico B

Indicatori dell'andamento dei mercati ipotecari

(percentuale del PIL nominale e percentuale della ricchezza immobiliare)



Fonti: BCE, conti di distribuzione della ricchezza sperimentali (Experimental Distributional Wealth Accounts) della BCE, Eurostat, Bureau of Economic Analysis statunitense, Federal Reserve Board statunitense, Distributional Financial Accounts del Federal Reserve Board statunitense ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il debito ipotecario e i titoli garantiti da mutui ipotecari sono misurati in percentuale del PIL nominale. Il rapporto tra debito ipotecario e ricchezza immobiliare è misurato come rapporto tra debito ipotecario e ricchezza immobiliare nella distribuzione della ricchezza netta delle famiglie. Il grafico riporta i valori medi relativi al periodo compreso tra il primo trimestre del 2017 e il quarto trimestre del 2022. Per debito ipotecario si intendono i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Per titoli garantiti da mutui ipotecari si intendono, nell'area dell'euro, i prestiti per l'acquisto di abitazioni detenuti da istituzioni finanziarie monetarie (escluso il Sistema europeo di banche centrali) e, negli Stati Uniti, i mutui ipotecari alle famiglie cartolarizzati per gli emittenti di titoli garantiti da attività e le agenzie di emanazione governativa (government-sponsored enterprises, GSE), nonché i pool di mutui ipotecari garantiti da agenzie e GSE.

La minore profondità dei mercati ipotecari dell'area dell'euro attenua la trasmissione degli shock di politica monetaria agli investimenti in edilizia residenziale.

In genere, l'evidenza empirica rileva che gli shock di politica monetaria, ovvero le variazioni inattese nei tassi di interesse della politica monetaria, hanno effetti più forti sugli investimenti in edilizia residenziale nei paesi in cui i mercati dei mutui ipotecari sono più profondi, come gli Stati Uniti⁶. Di fatto, le caratteristiche del mercato ipotecario degli Stati Uniti rafforzano l'interazione fra le variazioni dei tassi di interesse e l'accesso al credito: condizioni più semplici per il rifinanziamento ipotecario e l'estrazione di liquidità rafforzano gli incentivi per le famiglie ad acquistare abitazioni in caso di calo dei tassi di interesse, mentre il conseguente maggiore indebitamento fa sì che le famiglie siano più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse quando questi aumentano⁷. Tuttavia, tale maggiore sensibilità è influenzata anche dalle quote di mutui ipotecari a tasso fisso e a tasso

⁶ Cfr., ad esempio, Musso et al. op. cit., Calza et al. op. cit., Corsetti et al. op. cit., e Battistini et al. op. cit.

⁷ Cfr. Youngju, K. e Lim, H., "Transmission of monetary policy in times of high household debt", *Journal of Macroeconomics*, vol. 63, marzo 2022. Mercati ipotecari più profondi possono anche determinare una maggiore volatilità degli investimenti in edilizia residenziale in risposta a variazioni esogene della produttività, cfr. Nguyen, Q., "Housing investment: What makes it so volatile? Theory and evidence from OECD countries", *Journal of Housing Economics*, vol. 22, numero 3, settembre 2013, pagg. 163-178.

variabile, e la maggiore prevalenza dei mutui a tasso fisso negli Stati Uniti suggerisce una trasmissione più contenuta della politica monetaria⁸. Tuttavia il più elevato livello di cartolarizzazione dei mutui negli Stati Uniti controbilancia tutto questo e fa sì che il mercato ipotecario sia più strettamente collegato ai più ampi mercati dei capitali, in quanto il prezzo dei titoli garantiti da mutui ipotecari influisce direttamente sui tassi applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni. Ciò determina una trasmissione più diretta delle variazioni dei tassi di interesse di politica monetaria ai tassi sui mutui ipotecari e quindi agli investimenti in edilizia residenziale⁹.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro sono stati maggiormente al riparo dai recenti shock di politica monetaria rispetto agli Stati Uniti. È stato stimato un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) sia per l'area dell'euro sia per gli Stati Uniti per il periodo dal primo trimestre del 1995 al quarto trimestre del 2022¹⁰. Il modello include i consumi privati in termini reali, il deflatore dei consumi, gli investimenti in edilizia residenziale, i prezzi delle abitazioni in termini reali e i tassi di interesse a breve termine, nonché i tassi sui mutui ipotecari. Il modello individua tre determinanti strutturali degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, ovvero la politica monetaria, il tasso sui mutui ipotecari e gli shock dal lato della domanda di abitazioni¹¹. Secondo i risultati della stima, uno shock temporaneo di politica monetaria che, al momento dell'impatto, aumenta il tasso di interesse a breve termine di 1 punto percentuale determina, a parità di altre condizioni, un calo degli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro approssimativamente del 5 per cento dopo circa tre anni (cfr. il pannello a) del grafico C). Tuttavia, negli Stati Uniti lo stesso shock ha un impatto maggiore sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, determinando un calo approssimativo dell'8 per cento dopo circa tre anni¹². In linea con questi effetti molto

⁸ Per l'area dell'euro Corsetti et al. op. cit. e Battistini et al. op. cit. mostrano che l'intensità della trasmissione della politica monetaria all'economia in generale è maggiore nelle economie con quote più ampie di mutui ipotecari a tasso variabile.

⁹ Cfr. Estrella, A., "Securitisation and the efficacy of monetary policy", *FRBNY Economic Policy Review*, vol. 8, n. 1, maggio 2022.

¹⁰ Per evitare qualsiasi effetto delle oscillazioni macroeconomiche straordinarie durante la pandemia di coronavirus (COVID-19) sui parametri stimati del modello, esso è elaborato seguendo l'approccio di Lenza, M. e Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, numero 4, giugno/luglio 2022, pagg. 688-699.

¹¹ La scelta della variabile del modello segue in larga misura Musso et al. op. cit. e gli shock sono identificati con restrizioni nulle e di segno. In particolare, uno shock di politica monetaria ha un impatto immediato sul tasso di interesse a breve termine ma si ipotizza che incida sull'attività economica (ovvero i consumi privati e gli investimenti in abitazioni) e sui prezzi (ossia i prezzi al consumo e i prezzi delle abitazioni) solo con un ritardo di un trimestre. Si ipotizza inoltre che uno shock al tasso sui mutui ipotecari abbia un impatto immediato su tale tasso ma solo effetti ritardati sull'attività economica e sui prezzi, nonché nessun effetto contemporaneo sul tasso di interesse a breve termine. Lo shock dal lato della domanda di abitazioni è uno shock che incide simultaneamente sugli investimenti in edilizia residenziale e sui prezzi delle abitazioni nella stessa direzione, ma non ha un effetto contemporaneo sui consumi privati e sui prezzi al consumo. Per entrambe le economie, il tasso di interesse a breve termine è temporaneamente misurato da un tasso ombra a breve termine per evitare il problema vincolante del limite inferiore pari a zero nello stabilire l'impatto della politica monetaria. Per lo schema di individuazione degli shock, cfr. Jarociński, M. e Smets, F., "House Prices and the Stance of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, luglio/agosto 2008, vol. 90(4), pagg. 339-365. I tassi ombra a breve termine sono tratti da Wu, J.C. e Xia, F.D., "Time-Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe", *Chicago Booth Research Paper*, n. 17-06, 2017.

¹² Come per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, i risultati del modello indicano che l'impatto di uno shock di politica monetaria sui prezzi delle abitazioni in termini reali è meno pronunciato nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, sebbene la differenza relativa sia minore. Gli effetti più forti sul mercato degli immobili residenziali negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro valgono anche per lo shock ai tassi sui mutui ipotecari.

più pronunciati negli Stati Uniti, soprattutto nel primo anno dopo lo shock, e in parte a causa della maggiore entità degli shock di politica monetaria, si stima che, nel 2022, il recente inasprimento di quest'ultima negli Stati Uniti abbia avuto un impatto maggiore sulla crescita degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale rispetto a quanto osservato nell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico C). Inoltre, i risultati delle stime mostrano che anche gli shock ai tassi sui mutui ipotecari hanno avuto un impatto maggiore sugli investimenti in edilizia residenziale negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, mentre gli shock dal lato della domanda di abitazioni hanno pesato in misura sostanzialmente analoga su tali investimenti nelle due giurisdizioni¹³.

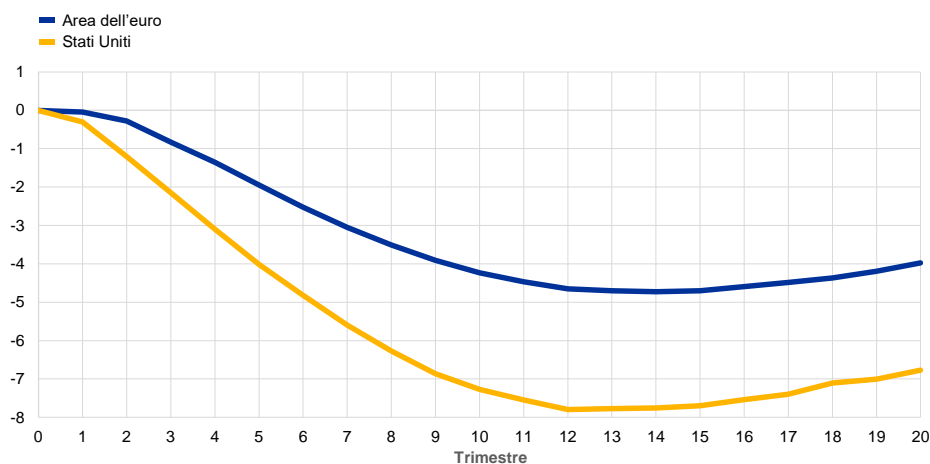
¹³ Secondo i risultati del modello, anche altri fattori non identificati svolgono un ruolo non trascurabile nello spiegare il recente calo degli investimenti in edilizia residenziale negli Stati Uniti, che potrebbe essere collegato, ad esempio, a fattori dal lato dell'offerta, a fattori finanziari più ampi, all'avversione al rischio o a possibili variazioni delle preferenze. Uno svantaggio generale del modello è che non tiene conto delle non linearità. L'evidenza recente mostra che queste potrebbero svolgere un ruolo nel contesto attuale, in quanto i tassi di interesse sono aumentati da un livello molto basso. Cfr. il riquadro 4 *Come l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari influenza il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro* nel numero 6/2022 di questo Bollettino, che esamina, per l'area dell'euro, l'impatto di un aumento di 1 punto percentuale del tasso sui mutui ipotecari dovuto a uno shock ai differenziali ipotecari, utilizzando modelli di proiezione locali lineari e non lineari.

Grafico C

Investimenti in edilizia residenziale e relative determinanti

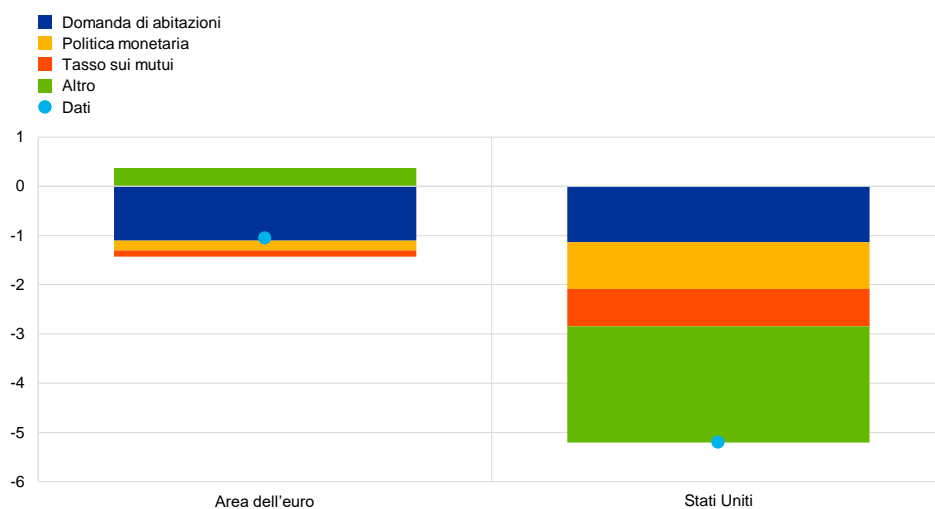
a) Impatto sugli investimenti in edilizia residenziale di un aumento di 1 punto percentuale del tasso di interesse a breve termine dovuto a uno shock di politica monetaria

(valori percentuali)



b) Variazioni della crescita trimestrale media degli investimenti in edilizia residenziale tra il 2021 e il 2022

(punti percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE, Bureau of Economic Analysis statunitense, Wall Street Journal, Wu e Xia (2017) op. cit., ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) mostra l'effetto stimato sul livello degli investimenti in edilizia residenziale di un aumento di 1 punto percentuale del tasso di interesse a breve termine dovuto a uno shock di politica monetaria. Il pannello b) mostra la variazione della crescita trimestrale media degli investimenti in edilizia residenziale tra il 2021 e il 2022 e le determinanti stimate. I risultati si basano su un modello BVAR elaborato separatamente per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, con l'identificazione degli shock con restrizioni nulle e di segno. Gli effetti mostrati nel pannello a) sono significativamente diversi da zero al livello di confidenza del 90 per cento.

Le prospettive per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro sono deboli, nonostante la capacità di tenuta evidenziata di recente.

Sebbene gli investimenti in abitazioni siano generalmente meno volatili e abbiano risentito in misura minore del recente inasprimento della politica monetaria rispetto agli Stati Uniti, è probabile che, nell'area dell'euro, gli effetti negativi dell'aumento dei tassi di interesse legati alla politica monetaria si intensifichino nel tempo, dati gli effetti ritardati stimati di quest'ultima. In effetti, le [proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023](#) prevedono un calo

prolungato e sostanziale degli investimenti in edilizia residenziale nell'area sia quest'anno sia il prossimo.

Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro

a cura di Malin Andersson, Stephen Byrne, Lorenz Emter, Belén González Pardo, Valerie Jarvis e Nico Zorell

Le attività delle imprese multinazionali in Irlanda stanno influenzando in misura crescente il prodotto e le componenti del PIL dell'area dell'euro.

Le multinazionali in Irlanda contribuiscono al prodotto interno con il mantenimento di grandi impianti di produzione, l'offerta di posti di lavoro a elevata retribuzione e la creazione di fonti di gettito fiscale. Nel decennio scorso l'Irlanda ha anche registrato una rilocalizzazione su vasta scala dei prodotti di proprietà intellettuale (PPI) da parte di multinazionali estere, in alcuni casi associata al trasferimento della sede centrale del gruppo all'interno del paese ("ridomiciliazione")¹. Le operazioni relative a tali attività immateriali spesso non sono collegate all'andamento del ciclo economico dell'area dell'euro, ma rispecchiano misure di ottimizzazione fiscale condotte da grandi imprese multinazionali estere. Tali operazioni possono essere consistenti, irregolari e istantanee, in quanto lo spostamento transfrontaliero di tali attività (ad esempio software e brevetti) non richiede alcun trasferimento fisico. Nel trimestre in cui viene effettuata l'operazione, la conseguente volatilità degli investimenti complessivi diversi dalle costruzioni, in termini reali, in Irlanda e nell'area dell'euro in larga parte non ha ripercussioni sul PIL, in quanto è compensata dalle importazioni di servizi in termini reali². Tuttavia, gli afflussi di PPI stimolano sia lo stock di capitale sia le esportazioni in Irlanda e nell'area dell'euro, fornendo così un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali nei trimestri successivi. Il presente riquadro esamina tali questioni relative agli afflussi di PPI, evidenziando: a) il loro impatto sostanzialmente neutro sulla crescita del PIL dell'area dell'euro nel trimestre, nonostante la dinamica volatile degli investimenti e delle importazioni, e b) il loro impatto cumulato positivo sulla crescita del PIL dell'area nel medio periodo.

Le operazioni in attività immateriali condotte dalle multinazionali residenti in Irlanda hanno causato una notevole volatilità delle rilevazioni trimestrali relative a investimenti e importazioni dell'area dell'euro, ma l'impatto sulla crescita del PIL dell'area nel trimestre è stato sostanzialmente neutro. Secondo i dati di contabilità nazionale, negli ultimi anni gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni e le importazioni di servizi dell'area dell'euro sono stati particolarmente

¹ La rilocalizzazione delle attività immateriali si riferisce all'afflusso di IPP, ossia il trasferimento di attività, tra cui brevetti, marchi commerciali, diritti d'autore, progettazioni e processi industriali, dall'estero a un'entità residente nel paese segnalante.

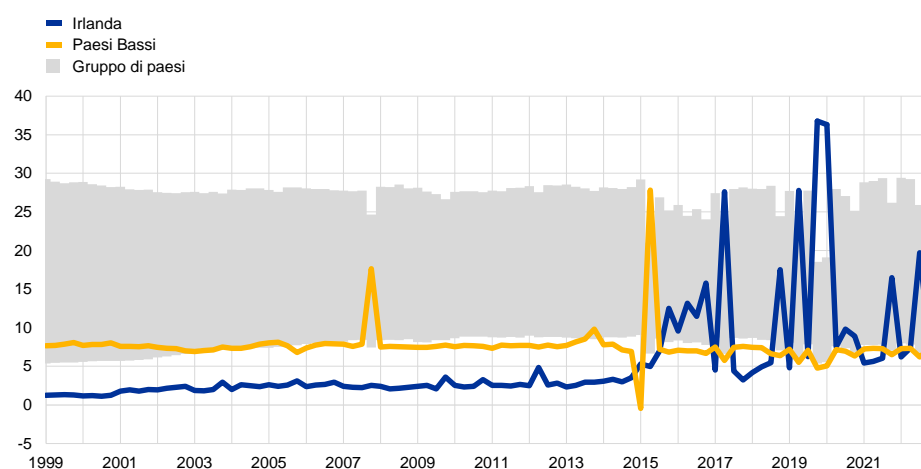
² Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni si definiscono come gli investimenti totali meno gli investimenti nel settore delle costruzioni. Sono utilizzati come indicatori indiretti degli investimenti delle imprese in assenza di tale variabile nei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro. Per maggiori ragguagli sull'impatto della volatilità trimestrale dell'andamento dei PPI sugli investimenti dell'area dell'euro cfr., ad esempio, il riquadro 1 all'interno dell'articolo 1 [La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi](#) nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

volatili³. Ciò è dovuto soprattutto agli afflussi di PPI verso l'Irlanda, che in alcuni trimestri costituiscono una quota sproporzionatamente elevata degli investimenti in PPI dell'area dell'euro, rendendo meno chiari i segnali sulle determinanti del ciclo economico dell'area (cfr. il grafico A)⁴. In alcune occasioni anche gli afflussi di PPI verso i Paesi Bassi sono stati particolarmente consistenti. L'impatto nel trimestre delle operazioni in PPI in Irlanda sulla crescita del PIL dell'area dell'euro è in genere sostanzialmente neutro, a causa dell'effetto di compensazione degli aumenti delle importazioni di servizi (cfr. il grafico B)⁵.

Grafico A

Quote per paese degli investimenti in PPI dell'area dell'euro

(percentuale degli investimenti in PPI dell'area dell'euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il gruppo di paesi comprende Germania, Spagna, Francia e Italia. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

³ Le attività delle multinazionali, in particolare gli investimenti in PPI e le loro importazioni, incidono direttamente sulle misure delle componenti di spesa del PIL. Ciò è dovuto a modifiche statistiche attuate, tra l'altro, al fine di integrare le attività di ricerca e sviluppo in tali componenti. Cfr. Commissione europea (Eurostat), *European System of Accounts (ESA 2010)*, Lussemburgo, 2013, pag. 74.

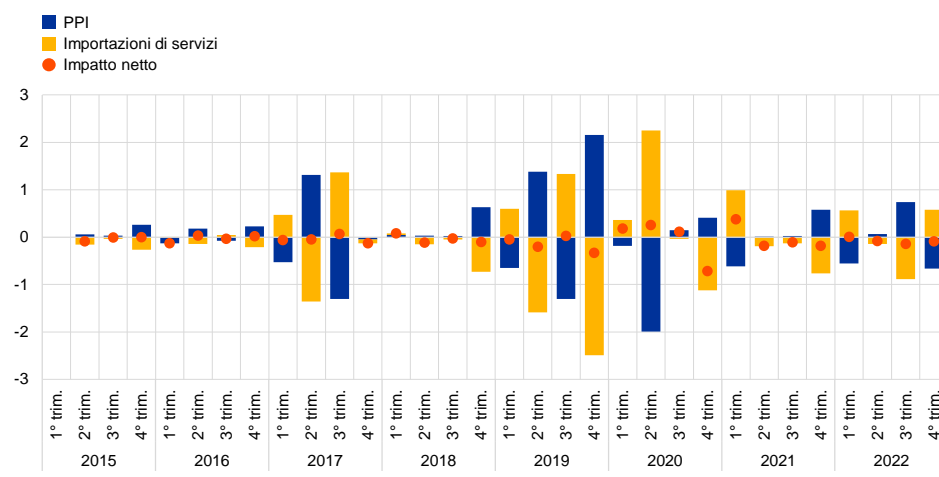
⁴ Per informazioni sulle attività delle imprese multinazionali, cfr. Commissione economica europea delle Nazioni Unite, *The impact of globalisation on national accounts*, Nazioni Unite, 2011. Sebbene siano in corso lavori nell'ambito delle attività delle multinazionali, vi sono margini per migliorare i dati sia di contabilità nazionale sia di bilancia dei pagamenti, ad esempio in termini di dati sulle società non finanziarie a controllo estero e sul consolidamento dei gruppi di multinazionali tra i vari paesi. Per ulteriori dettagli, cfr. Lane, P.R., "The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges", intervento tenuto in occasione della conferenza congiunta Banca centrale europea, Irving Fisher Committee e Banco de Portugal intitolata *Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?*, Lisbona, 17 febbraio 2020.

⁵ Ad esempio, un'entità del gruppo di multinazionali residente in Irlanda potrebbe acquistare i diritti di proprietà di PPI, quali un software, da un'entità del gruppo residente in un'altra giurisdizione. Ciò verrebbe registrato come importazione di servizi di ricerca e sviluppo e come investimento in PPI nella categoria degli investimenti fissi lordi.

Grafico B

Contributi dei PPI e delle importazioni di servizi dell'Irlanda alla crescita del PIL dell'area dell'euro

(contributi in punti percentuali alle variazioni percentuali sul trimestre precedente del PIL dell'area dell'euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i valori relativi al primo e al quarto trimestre del 2020 sono stati interpolati. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

Sebbene sia difficile prevedere ex ante il verificarsi di ingenti afflussi di PPI in Irlanda, le dinamiche ex post seguono in genere un andamento piuttosto regolare. La tempistica di ingenti afflussi di PPI ha poco a che vedere con la

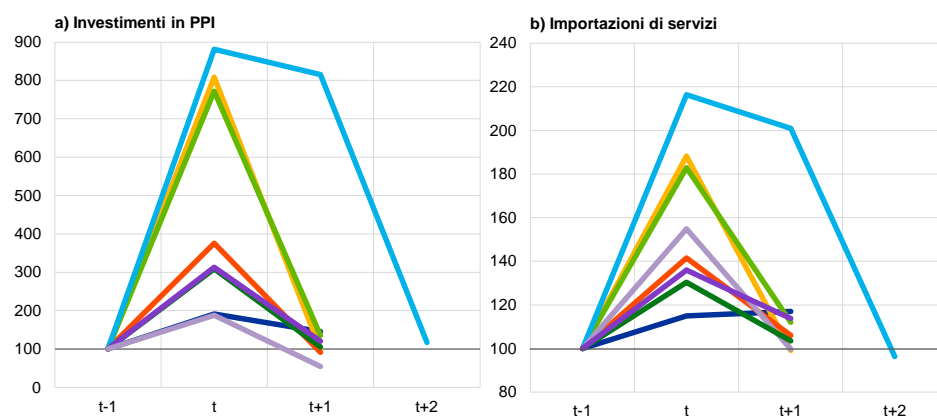
dinamica di fondo del ciclo economico, ma spesso riguarda invece decisioni di ottimizzazione fiscale da parte di singole multinazionali, che non vengono preannunciate. Ciò rende molto difficili le previsioni a breve termine delle operazioni in PPI. A partire dal 2015 vi sono stati otto episodi in cui i tassi di crescita sul trimestre precedente degli investimenti in PPI in Irlanda hanno superato l'80 per cento. In tutti questi episodi, tranne uno, i tassi di crescita sul trimestre precedente sia degli investimenti in PPI sia delle importazioni di servizi sono tornati ai livelli precedenti lo shock nel trimestre successivo (cfr. il grafico C). Nella seconda metà del 2022 la dinamica dei PPI irlandesi è stata sostanzialmente in linea con questi andamenti storici: a un ampio afflusso di PPI verso l'Irlanda nel terzo trimestre, che aveva determinato un tasso di crescita sul periodo precedente del 213 per cento degli investimenti in PPI, è seguito un afflusso molto più contenuto nel quarto trimestre, con un calo del 61 per cento sul periodo precedente del livello degli investimenti in PPI. Le importazioni di servizi hanno avuto un andamento analogo. Per l'effetto di compensazione determinato dalle importazioni di servizi, l'impatto nel trimestre di tali operazioni in PPI sulla crescita del PIL dell'area dell'euro è stato pertanto sostanzialmente neutro in entrambi i trimestri.

Grafico C

Investimenti in PPI e importazioni di servizi in Irlanda intorno ai trimestri con ingenti afflussi di PPI

(indice: livello del trimestre immediatamente precedente ad afflussi significativi di PPI = 100)

■ 4° trim. 2015 ■ 4° trim. 2019
■ 2° trim. 2017 ■ 4° trim. 2020
■ 4° trim. 2018 ■ 4° trim. 2021
■ 2° trim. 2019 ■ 3° trim. 2022



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: "t" indica i trimestri in cui si sono registrati afflussi significativi di PPI verso l'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

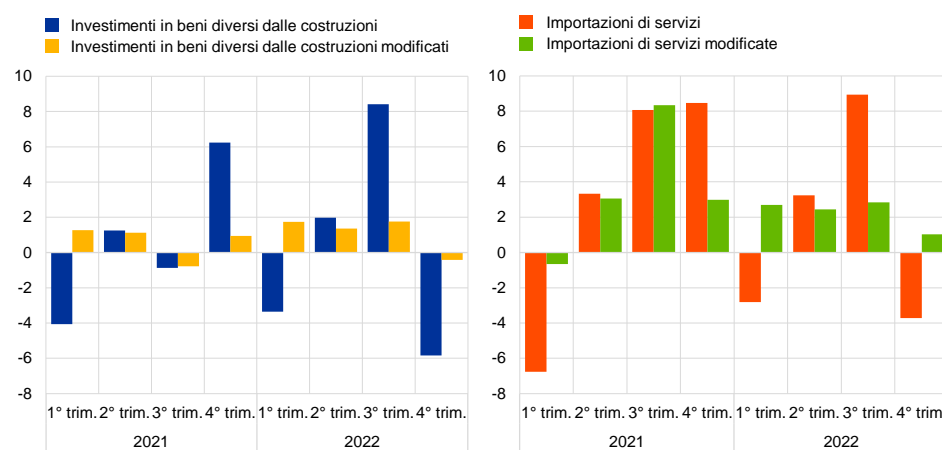
La serie modificata di dati sugli investimenti e sulle importazioni può fornire un quadro più chiaro delle dinamiche di fondo dell'economia reale rispetto alla serie complessiva. L'Ufficio statistico centrale irlandese elabora e pubblica una serie di dati modificata che è concepita per riflettere l'attività di investimento nazionale e non tiene conto della volatilità erratica osservata nei dati relativi ai PPI. La serie degli "investimenti modificati" si definisce come gli investimenti totali meno gli investimenti in PPI e gli investimenti in aeromobili acquistati da società di leasing residenti in Irlanda⁶. Da un confronto emerge che nel quarto trimestre del 2022 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro sono diminuiti dello 0,4 per cento sul trimestre precedente in base alla serie corretta, ma del 5,8 per cento secondo i dati ufficiali (cfr. il grafico D). Gli indicatori indiretti delle importazioni di servizi, calcolati sottraendo le operazioni in PPI dalle importazioni di servizi, mostrano una differenza analoga. Tali serie modificate presentano andamenti più regolari, che facilitano la valutazione del ciclo economico. Posto che le operazioni in PPI che creano la volatilità sono state finora effettuate principalmente con imprese esterne all'area dell'euro, in genere l'aggiustamento non determina una distorsione degli scambi all'interno dell'area.

⁶ Le società di leasing di aeromobili in Irlanda sono per lo più di proprietà straniera e gestiscono circa la metà della flotta mondiale di aeromobili commerciali locati. Le loro attività incidono soprattutto sulle componenti del PIL relative agli investimenti e agli scambi commerciali. Nel 2021 gli investimenti in aeromobili a fini di leasing hanno rappresentato circa il 10 per cento degli investimenti totali, rispetto al 45 per cento degli investimenti in PPI. Per maggiori dettagli, cfr. Osborne-Kinch, J., Coates, D. e Nolan, L., "The Aircraft Leasing Industry in Ireland: Cross Border Flows and Statistical Treatment", *Quarterly Bulletin*, n. 1, Central Bank of Ireland, gennaio 2017.

Grafico D

Investimenti in beni diversi dalle costruzioni e importazioni di servizi dell'area dell'euro con e senza investimenti in PPI in Irlanda

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat, Ufficio statistico centrale irlandese ed elaborazioni degli esperti della Central Bank of Ireland e della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

Nondimeno, gli afflussi di PPI contribuiscono positivamente alla crescita del PIL dell'area dell'euro nei trimestri successivi. L'Irlanda, che nel 2022

rappresentava il 4 per cento del PIL dell'area dell'euro, ha contribuito in misura sproporzionata (circa il 18 per cento) all'aumento cumulato del PIL dell'area tra il quarto trimestre del 2014 e il primo trimestre del 2023 (cfr. il grafico E). Ciò riflette in gran parte gli effetti positivi a lungo termine sulla crescita del PIL dell'area dell'euro derivanti dai PPI rilocalizzati, in quanto questi: a) accrescono lo stock di capitale, stimolando sia la produttività sia il deprezzamento (consumo di capitale); b) generano flussi di esportazione più elevati⁷. Il reddito generato dai PPI detenuti in Irlanda si concentra soprattutto presso i residenti stranieri. Il reddito nazionale lordo modificato (RNL*), un indicatore che corregge il reddito nazionale lordo (RNL) per i deflussi di reddito connessi alle imprese multinazionali e i costi di ammortamento sostenuti dai residenti stranieri, è attualmente, all'incirca, solo la metà del PIL⁸.

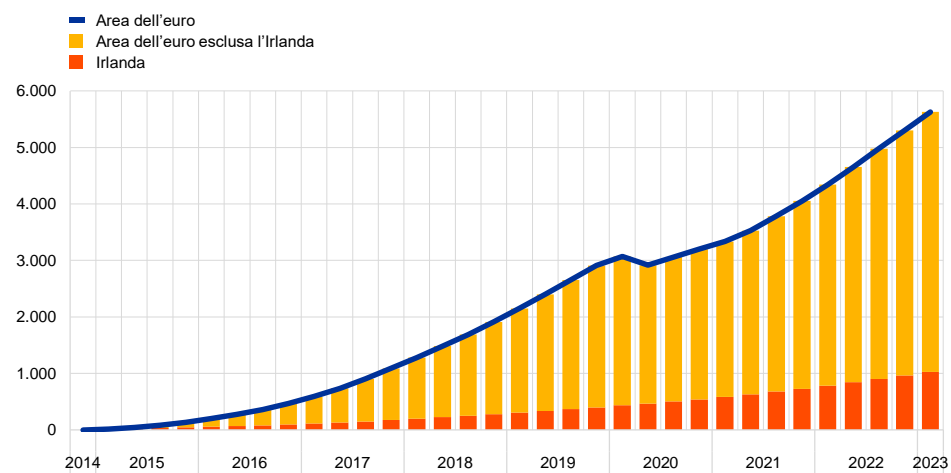
⁷ I flussi di esportazione legati ai PPI possono derivare da maggiori esportazioni di servizi (ad esempio licenze software) o da maggiori esportazioni di beni tramite la produzione a contratto. In quest'ultima, un'impresa incarica una società estera della produzione di un determinato bene, mantenendo però la proprietà dei prodotti, compresi i PPI. Le esportazioni dall'Irlanda prodotte tramite la produzione a contratto sono state generalmente compensate da importazioni a esse collegate (in particolare, il pagamento di diritti d'autore per l'uso della proprietà intellettuale). Tuttavia, con la rilocalizzazione di alcuni PPI si riduce l'esigenza di effettuare tali pagamenti e, di conseguenza, le importazioni di servizi non aumentano più in linea con le esportazioni tramite i produttori a contratto. Cfr., ad esempio, Irish Fiscal Advisory Council, *Pre-Budget 2017 Statement*, riquadro A, settembre 2016.

⁸ Più specificamente, l'indicatore RNL* pubblicato dall'Ufficio statistico centrale irlandese corregge l'RNL per gli utili non distribuiti delle società ridomiciliate e per il deprezzamento dei PPI e degli aeromobili in leasing.

Grafico E

PIL dell'area dell'euro e contributi dall'Irlanda

(PIL cumulato dell'area dell'euro dal 4° trim. 2014 al 1° trim. 2023, in milioni di euro; contributi dall'Irlanda e dal resto dell'area dell'euro)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023.

Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro

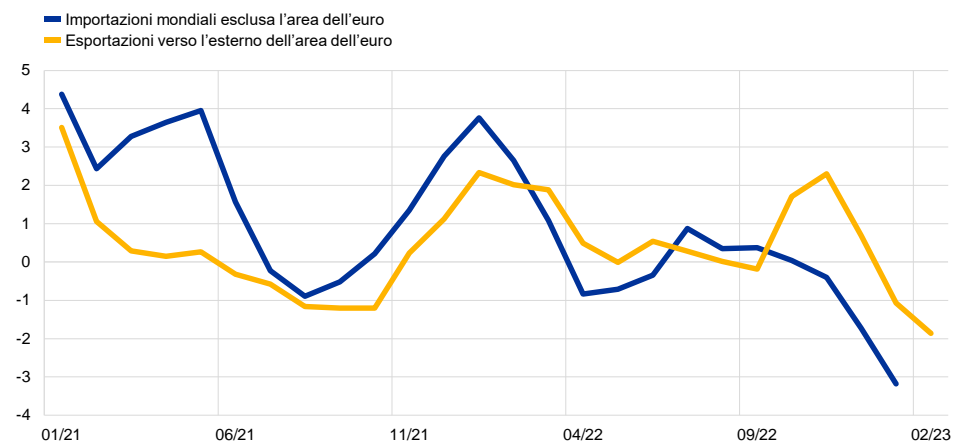
a cura di Lorenz Emter, Vanessa Gunnella e Tobias Schuler

Nello scorso anno l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro è stato rallentato dalla modesta domanda mondiale, dalle strozzature dal lato dell'offerta e dall'aumento dei costi dell'energia. Mentre subito dopo la pandemia di coronavirus (COVID-19) le esportazioni dell'area dell'euro hanno segnato un rapido recupero, negli ultimi due anni si è osservata una crescita relativamente debole. Tale debolezza ha riflesso in parte la modesta dinamica del commercio mondiale, in uno scenario in cui le imprese hanno avuto difficoltà a far fronte alle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento. Nonostante la ripresa nell'estate dello scorso anno, le esportazioni dell'area dell'euro hanno seguito con ritardo la ripresa dell'interscambio mondiale, in un contesto in cui gli esportatori dell'area non hanno recuperato le quote di mercato perse durante la pandemia (cfr. il grafico A). Il recente allentarsi delle strozzature dal lato dell'offerta dovrebbe contribuire, nel breve periodo, a rafforzare le prospettive per il commercio mondiale, area dell'euro inclusa. Tuttavia le imprese esportatrici, in particolare quelle dell'area, si trovano ad affrontare anche le difficoltà derivanti dai costi tuttora elevati dei beni energetici. Il presente riquadro esamina le evidenze empiriche circa il ruolo dello shock energetico nell'influenzare la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro.

Grafico A

Le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro e le importazioni mondiali

(crescita percentuale della media mobile di tre mesi sui tre mesi precedenti)



Fonti: Eurostat e CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis).

I vincoli dal lato dell'offerta di energia incidono sulle esportazioni dell'area dell'euro attraverso due canali principali.

In primo luogo, prezzi mondiali dell'energia più elevati tendono a frenare la domanda mondiale, in quanto il reddito viene ridistribuito dai paesi consumatori di energia ai paesi produttori, che di norma hanno una minore propensione marginale alla spesa. In secondo luogo, poiché i

costi dell'energia sono una componente essenziale dei costi di produzione, prezzi dell'energia più elevati possono anche ridurre la capacità di competere sui mercati mondiali. Questa considerazione ha acquistato particolare rilievo in occasione del recente shock energetico, che ha colpito in modo sproporzionato l'area dell'euro. L'aumento dei prezzi dell'energia nell'area dell'euro nel 2021 e nel 2022 è stato di entità notevolmente maggiore rispetto al brusco aumento verificatosi a livello mondiale. Ad esempio, nel 2022 i prezzi del gas all'ingrosso nell'area dell'euro erano in media 13 volte superiori a quelli del 2020, mentre negli Stati Uniti e in Asia erano 3,5 e 9 volte superiori ai rispettivi livelli del 2020¹.

Le evidenze empiriche suggeriscono che lo shock energetico abbia frenato le esportazioni dell'area dell'euro nell'ultimo anno. Una scomposizione storica degli shock ricavata da un modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) per le esportazioni aggregate di beni verso l'esterno dell'area dell'euro mostra che la dinamica nell'ultimo anno è stata guidata principalmente dall'andamento della domanda mondiale e dagli effetti delle strozzature dal lato dell'offerta (cfr. il grafico B). Un ruolo meno significativo nel frenare la crescita delle esportazioni è riconducibile allo shock dal lato dell'offerta di energia, che ne ha causato una riduzione in media di circa 0,6 punti percentuali nell'ultimo anno. Tale shock, essendo identificato dalle variazioni dei prezzi mondiali del petrolio e della produzione, non coglie appieno l'effetto della crisi energetica legata ai forti rincari del gas a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina². L'analisi cross-section mostra infatti che nell'ultimo anno le esportazioni dell'area dell'euro sono fortemente diminuite nei settori ad alta intensità energetica (cfr. il grafico C). La contrazione delle esportazioni è stata più marcata per le industrie chimica e metallurgica di base, entrambe ad alta intensità energetica, che nell'ultimo trimestre del 2022 hanno registrato un calo del 18 e del 14 per cento rispettivamente³.

¹ Le serie di riferimento utilizzate sono la Natural Gas del Title Transfer Facility (TTF) Virtual Trading Point per l'area dell'euro, la Henry Hub Natural Gas Spot Price per gli Stati Uniti e la Japan Korea Marker (JKM) Spot Price del gas naturale liquefatto per l'Asia.

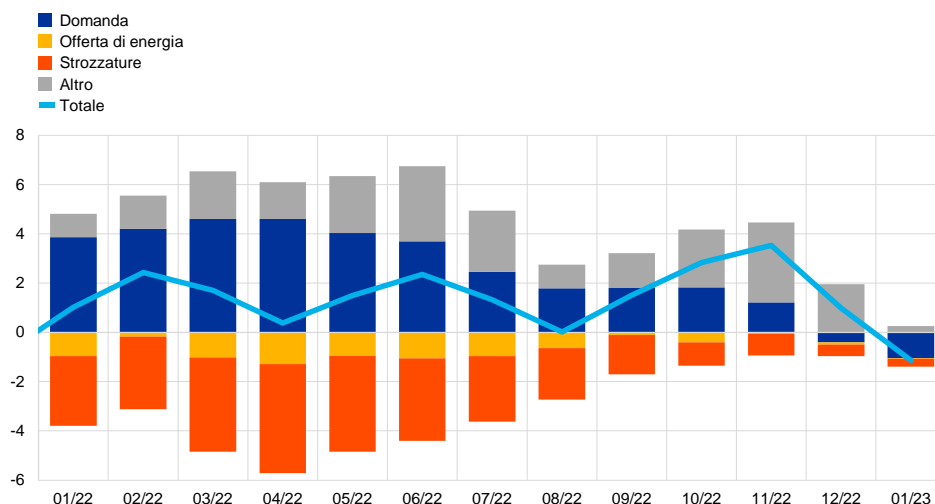
² Risultati simili si ottengono usando un indice sintetico dei prezzi dei prodotti energetici per il petrolio e il gas nell'area dell'euro. Con questa identificazione alternativa, gli shock da strozzature sono definiti, rispetto agli shock dal lato dell'offerta di energia, ipotizzando per i primi un effetto positivo sul rapporto tra la produzione industriale dell'area dell'euro nei comparti ad alta intensità energetica e quella nei restanti settori e per i secondi un segno negativo. Secondo tale specificazione, lo shock dal lato dell'offerta di energia ha ridotto la crescita delle esportazioni di circa 0,8 punti percentuali in media nell'ultimo anno.

³ In alcuni comparti lo shock energetico potrebbe aver esacerbato tendenze di più lungo periodo già in atto. Le evidenze empiriche mostrano inoltre come nei settori a maggiore intensità di utilizzo di energia le importazioni, meno costose, abbiano sostituito la produzione. Cfr. il riquadro 2 *Gli effetti dei rincari energetici sulla produzione industriale e sulle importazioni* nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

Grafico B

Scomposizione storica delle esportazioni di beni in volume verso l'esterno dell'area dell'euro con l'utilizzo di un modello SVAR

(media mobile di tre mesi delle variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



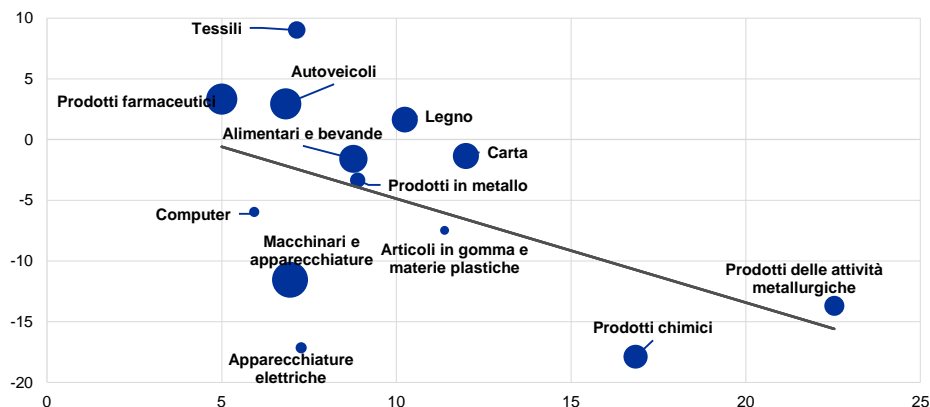
Fonti: Eurostat, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), CPB, Energy Information Administration statunitense, Federal Reserve Bank of New York ed elaborazioni della BCE.

Note: il modello SVAR si basa su dati a livello mondiale e dell'area dell'euro per il periodo compreso fra gennaio 2003 e gennaio 2023. Le restrizioni di segno ipotizzate al momento dell'impatto sono le seguenti: gli shock dal lato della domanda implicano Brent (+), produzione petrolifera (+), importazioni mondiali (+), indice dei prezzi al consumo mondiali (IPC) (+), pressioni nella catena di approvvigionamento (+), esportazioni dell'area dell'euro (+); gli shock legati alle strozzature implicano importazioni mondiali (-), IPC a livello mondiale (+), pressioni sulla catena di approvvigionamento (+), esportazioni dell'area dell'euro (-); gli shock dal lato dell'offerta di energia implicano Brent (+), produzione di petrolio (-), importazioni mondiali in termini reali (-), IPC a livello mondiale (+), pressioni lungo la catena di approvvigionamento (0), esportazioni dell'area dell'euro (-).

Grafico C

Intensità di energia e crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area

(asse delle ascisse: intensità di energia, valori percentuali; asse delle ordinate: crescita sul periodo corrispondente nel quarto trimestre 2022, valori percentuali)



Fonti: Eurostat, banca dati sullo scambio di valore aggiunto (Trade in Value Added, TIVA) dell'OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'intensità di energia è calcolata come quota di input energetici in percentuale degli output totali. I dati sugli input energetici si riferiscono al 2018. La crescita delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro per ciascun settore si riferisce ai volumi. Le dimensioni delle bolle corrispondono alla quota di ciascun settore sul valore delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro.

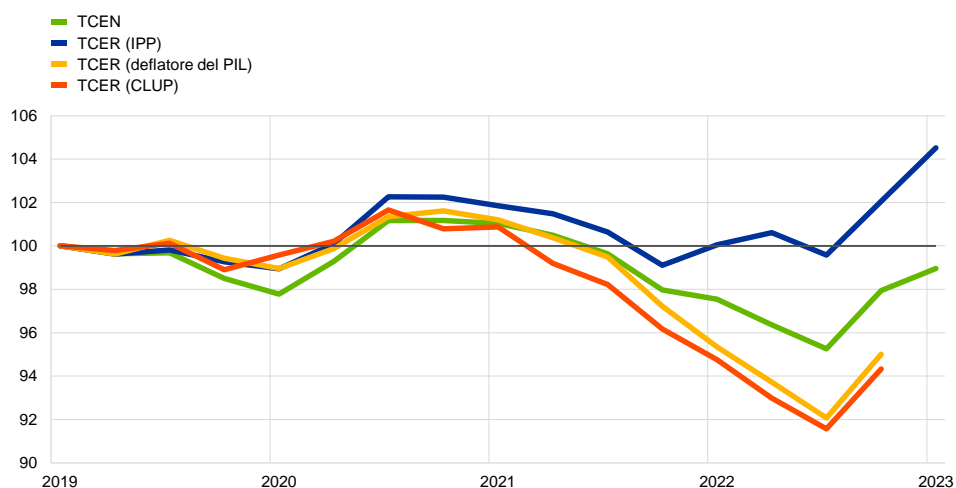
Gli indicatori che riflettono i prezzi alla produzione segnalano un deterioramento della competitività di prezzo delle esportazioni. Le misure del tasso di cambio effettivo reale in base al deflatore del PIL o al costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) suggeriscono che la competitività di prezzo dell'area

dell'euro sia migliorata nel 2021 e nella prima parte del 2022, un effetto parzialmente annullato dal recente apprezzamento dell'euro (cfr. il grafico D). Tali andamenti possono essere ricondotti a numerosi fattori: a) anche gli esportatori esteri che competono sugli stessi mercati hanno registrato un aumento dei costi dei fattori di produzione dovuto all'aumento dei prezzi delle materie prime e dell'energia a livello mondiale; b) gli altri costi di produzione (remunerazione del lavoro e del capitale) sono rimasti contenuti rispetto ai concorrenti; e c) il significativo deprezzamento dell'euro all'inizio della crisi energetica ha rafforzato la competitività di prezzo dell'area dell'euro (cfr. la linea verde del grafico D)⁴. La misura basata sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP), che riflette meglio le pressioni sui prezzi relativi dei beni commerciabili, indica tuttavia un andamento più sfavorevole della competitività dell'area dell'euro. Nel corso del 2022 i guadagni di competitività derivanti dal deprezzamento dell'euro sono stati compensati dagli aumenti relativi dei prezzi alla produzione, il che suggerisce un impatto più pervasivo dello shock energetico per l'area dell'euro rispetto ai suoi concorrenti.

Grafico D

Tasso di cambio effettivo dell'euro

(indice: marzo 2019=100)



Fonti: ECB ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: TCER e TCEN indicano il tasso di cambio effettivo reale/nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 18 più importanti partner commerciali dell'area. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro.

Le prospettive a medio termine per la competitività potrebbero essere meno favorevoli. Al culmine della recente crisi energetica, i prezzi del gas sono aumentati più nell'area dell'euro che negli Stati Uniti o in Asia. Nonostante il calo osservato a partire dall'estate del 2022 (in particolare per il gas), i prezzi dell'energia rimangono elevati rispetto ai livelli precedenti la pandemia: i prezzi del gas TTF, la serie di riferimento utilizzata per l'area dell'euro, sono attualmente tre volte più elevati, mentre il parametro di riferimento statunitense è invariato rispetto al valore registrato a dicembre 2019. Inoltre, l'area dell'euro ha ancora di fronte a sé sfide significative connesse all'approvvigionamento energetico. Sebbene dopo un inverno mite il quadro a breve termine sia relativamente favorevole, nel medio periodo l'area

⁴ Per gli altri costi di produzione dei concorrenti, cfr. il riquadro 1 *Andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

dell'euro deve ancora trovare una sostituzione duratura alle forniture di gas russo. Il ricorso a fonti alternative potrebbe comportare prezzi strutturalmente più elevati (i contratti future sul gas per il 2025 sono tre volte più elevati nell'area dell'euro rispetto a quelli equivalenti negli Stati Uniti) e prezzi all'importazione più volatili. Allo stesso tempo, nel medio termine l'area dell'euro deve anche tenere conto dei costi potenziali della necessaria transizione ecologica, che in Europa potrebbero ammontare al 6,5 per cento del PIL tra il 2021 e il 2050, la spesa più elevata tra le economie avanzate⁵. Si tratta di investimenti che sul lungo periodo potrebbero apportare miglioramenti in termini di efficienza e produrre effetti positivi, anche mediante una diminuzione considerevole dei costi energetici⁶. Un aumento dei costi degli input energetici durante la fase di transizione, tuttavia, comporterebbe costi di produzione più elevati, indebolendo la competitività di prezzo dell'area dell'euro nel medio periodo, come suggeriscono i recenti andamenti delle misure del tasso di cambio effettivo reale basate sull'IPP.

⁵ Stima basata su uno scenario Net Zero 2050 e che fa riferimento alla spesa per le immobilizzazioni materiali per i sistemi energetici e di sfruttamento del suolo. Cfr. "The net-zero transition: What it would cost, what it could bring", McKinsey Global Institute, 2022. Le stime variano a seconda dello scenario (indice di riferimento dell'Accordo di Parigi o scenario Net Zero 2050), delle ipotesi sottostanti e del modo in cui sono definiti i costi. La Commissione europea stima che il fabbisogno medio annuo di investimenti nel sistema energetico e nel settore dei trasporti nell'UE sia pari a 1240 miliardi di euro ai prezzi del 2022 (cfr. "[Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity](#)", documento di lavoro della Commissione europea, marzo 2023).

⁶ Per una valutazione d'impatto, cfr. "[Stepping up Europe's 2030 climate ambition – Investing in a climate-neutral future for the benefit of our people](#)", COM(2020) 562 final, Commissione europea, 17 settembre 2020.

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

a cura di Gabe de Bondt, Friderike Kuik, Gwenaël Le Breton, Richard Morris e Sara Romaniega Sancho

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 61 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 30 marzo e il 13 aprile 2023¹.

In termini aggregati, le società interpellate hanno segnalato una stagnazione o una crescita solo modesta dell'attività nel primo trimestre, ma con differenze tra settori negli andamenti. Per la precisione, gli sviluppi sono stati in media in linea con le aspettative espresse nella precedente tornata di interlocuzioni avuta a gennaio. Gran parte dei soggetti interpellati nei settori dei beni di consumo, del commercio al dettaglio e delle costruzioni ha riferito un calo dell'attività, che è stato tuttavia compensato dall'indicazione di una crescita della domanda di servizi al consumo e della produzione di beni di investimento.

L'attività nel settore industriale ha continuato a essere fortemente influenzata da forze che spingono verso direzioni opposte. Da un lato l'inflazione elevata, unitamente alla saturazione della domanda di alcuni prodotti da parte dei consumatori durante la pandemia di coronavirus (COVID-19), ha continuato a deprimere la domanda di molti beni di consumo. Inoltre, secondo quanto riferito, dalla metà del 2022 molte società hanno ridotto le proprie scorte e tale riduzione era ritenuta ancora in corso in alcuni settori, con conseguenti differenze nell'andamento della domanda di beni intermedi nei settori interessati. L'attività nelle costruzioni ha risentito negativamente del calo della domanda dell'edilizia residenziale, riflesso dell'aumento dei costi degli input e di finanziamento. Dall'altro lato, un'attenuazione relativamente rapida delle precedenti turbative dal lato dell'offerta ha agevolato un aumento della produzione, soprattutto per quanto concerne i beni di investimento. Secondo i contatti avuti, le catene di approvvigionamento sono in gran parte tornate alla normalità. La produzione nel settore automobilistico è quindi in ripresa (sebbene a un livello ancora contenuto), mentre i produttori di macchinari e attrezzature hanno segnalato livelli di produzione elevati o in aumento per far fronte agli ancora considerevoli arretrati negli ordini, in particolare quelli volti a soddisfare le esigenze di investimento dei clienti relativamente alla transizione verso l'azzeramento delle emissioni nette. L'attività nel settore agroalimentare è stata sostenuta dalla generale anelasticità della domanda, dalla riduzione delle importazioni e dai prezzi elevati, che incentivano incrementi produttivi. Quanto al settore energetico, negli ultimi mesi è inoltre cresciuta la generazione di energia eolica e solare.

Secondo quanto indicato dalle società operanti nei servizi, l'attività nel commercio al dettaglio e nel trasporto di beni è stata modesta, ma si è verificata una forte crescita della domanda di viaggi, turismo e servizi

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

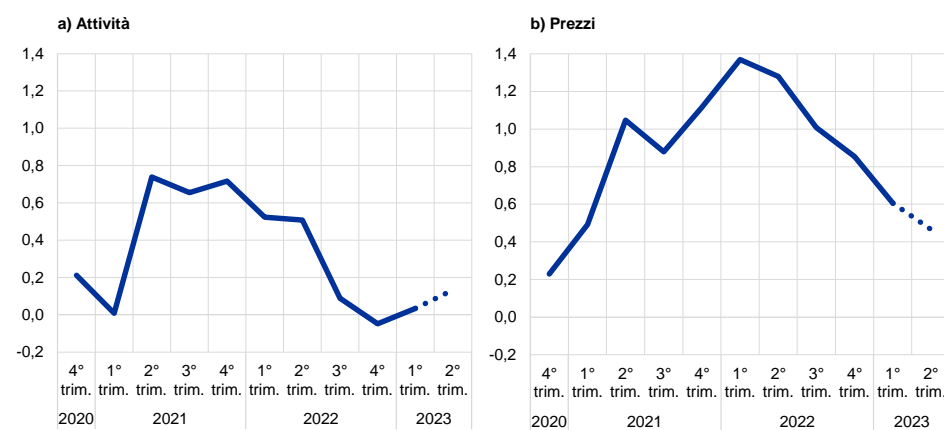
informatici. La maggior parte dei venditori al dettaglio, in particolare quelli che offrono beni non essenziali, ha segnalato una contrazione dell'attività in linea con la valutazione pessimistica fornita dalle aziende nel settore dei beni di consumo. Si tratta di indicazioni coerenti con quelle degli operatori dei trasporti, secondo cui l'attività nel trasporto su strada e in quello marittimo aveva subito un calo o era in via di stabilizzazione su livelli leggermente inferiori rispetto a quelli di alcuni trimestri fa. Per contro, le aziende che si occupano di viaggi e turismo hanno valutato in maniera molto ottimistica la forte crescita della domanda di servizi di viaggio sia durante l'inverno che a Pasqua, come pure le prenotazioni per la stagione estiva, nonostante l'aumento dei prezzi. L'informatica si è confermata come una delle altre determinanti della crescita del settore dei servizi, beneficiando in parte della domanda generata dai requisiti ambientali, sociali e di governance (ESG) e dalle previsioni regolamentari.

In generale, le aziende hanno dichiarato di prevedere una prosecuzione, nel secondo trimestre, delle tendenze nell'attività riscontrate finora, mentre le prospettive per la seconda parte dell'anno erano ancora caratterizzate da un'elevata incertezza. Le aspettative di un'ulteriore ripresa dell'attività nella seconda metà dell'anno sono state contenute, alla luce dei segnali contrastanti ricavati dall'andamento della domanda mondiale e delle perduranti incertezze riguardo ai prezzi/all'offerta di energia, cui si è aggiunto un certo nervosismo causato dai recenti problemi di alcune banche.

Grafico A

Sintesi delle indicazioni fornite circa l'andamento e le prospettive di attività e prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonti: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle aziende contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Un punteggio pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. La linea tratteggiata si riferisce alle aspettative per il trimestre successivo.

L'andamento dell'occupazione e le relative prospettive a breve termine sono stati ritenuti piuttosto stabili nel complesso. Le segnalazioni di una forte crescita dell'occupazione si sono limitate a un numero relativamente esiguo di settori, in particolare quello dell'energia (grazie agli investimenti in energie rinnovabili e infrastrutture per l'energia pulita) e dei viaggi (data la forte ripresa in atto nel turismo). Anche i riscontri riguardo a licenziamenti effettuati e previsti sono stati

scarsi e principalmente concentrati nei settori dei beni intermedi ad alta intensità energetica. Le aziende che volevano ridurre il numero dei propri addetti hanno avuto la possibilità di farlo attraverso il normale ricambio generazionale nella forza lavoro, sebbene alcune fra queste prevedessero di prestare una maggiore attenzione al controllo del costo del lavoro nel corso dell'anno, in vista dell'aumento delle retribuzioni e della moderazione nella crescita dei prezzi. Le agenzie per il lavoro hanno rilevato dinamiche contrastanti, con una debole attività nei collocamenti temporanei ma una crescita ancora vigorosa delle assunzioni a tempo indeterminato. In diversi settori le aziende interpellate hanno continuato a riscontrare difficoltà nell'assumere personale per via della carenza di varie qualifiche richieste, mentre sono stati segnalati casi in cui l'attività ha subito ritardi e i costi del lavoro sono cresciuti a causa degli elevati tassi di congedo per malattia.

Secondo quanto riportato, il tasso di incremento dei prezzi di vendita ha segnato una complessiva moderazione, come ampiamente previsto all'inizio dell'anno. Tale moderazione ha rispecchiato in larga misura la stabilizzazione dei costi degli input diversi dal lavoro e il riequilibrio tra domanda e offerta di molti beni a partire dall'estate scorsa. Questi andamenti sono stati tuttavia in parte compensati dalla crescente pressione sui costi esercitata dalle retribuzioni. Secondo le aziende operanti nei settori dei beni di consumo e del commercio al dettaglio (almeno quelle che producono e/o vendono beni non essenziali), il contesto generale per quanto riguarda i prezzi si è fatto più difficile a fronte di una contrazione della domanda e della forte concorrenza. Ciononostante, in diversi settori i referenti contattati hanno continuato a segnalare forti aumenti dei prezzi di vendita, almeno nella prima metà del 2023. Nel settore industriale, malgrado il fatto che i prezzi dei beni energetici e di molti beni intermedi utilizzati a monte dei processi produttivi siano diminuiti negli ultimi mesi, i prezzi sono rimasti per lo più su livelli storicamente elevati. Pertanto, i prezzi di molti fattori di produzione hanno continuato a crescere man mano che venivano trasmessi i precedenti incrementi dei costi degli input e/o delle retribuzioni. Le società contattate nei comparti a maggiore intensità di lavoro del settore dei servizi alle imprese e ai consumatori hanno dichiarato di prevedere una prosecuzione della forte crescita dei prezzi alla luce del marcato incremento delle retribuzioni. Anche i prezzi nei settori dei viaggi e del turismo hanno continuato a beneficiare di una domanda eccezionalmente elevata e anelastica rispetto ai prezzi.

Se confrontate con la precedente edizione dell'indagine, le aspettative riguardo alle retribuzioni sono rimaste sostanzialmente invariate e la crescita salariale ha continuato a rappresentare il principale fattore di preoccupazione in termini di costi. Da una media semplice dei valori medi delle indicazioni quantitative raccolte emerge che per il 2023 le società interpellate stimano una crescita pari a circa il 5 per cento (in rialzo dai livelli del 2022, corrispondenti approssimativamente al 3 per cento). Inoltre in questi due anni molte imprese hanno versato considerevoli somme a titolo di una tantum ai propri dipendenti.

Nonostante il contesto di crescita dei prezzi in molti settori, secondo i referenti contattati i margini di profitto si sono mantenuti nel complesso piuttosto stabili, soprattutto se si considerano congiuntamente gli andamenti del 2022 e le aspettative per il 2023. Nel 2022 i margini erano aumentati in misura piuttosto

significativa nei settori dell'energia, dei trasporti e dell'agroalimentare, per effetto degli eccezionali andamenti di mercato che li avevano caratterizzati. Tuttavia, almeno per quanto concerne l'energia e il trasporto merci, era già in corso un'inversione di tendenza. Nei settori orientati alle imprese (beni di investimento, beni intermedi, servizi alle imprese), la maggior parte dei soggetti coinvolti ha affermato che nel corso del 2022 il contesto economico era stato favorevole alla trasmissione dell'aumento dei costi ai prezzi, in parte per via di interruzioni nell'approvvigionamento che avevano indotto i clienti ad attribuire maggiore importanza alla disponibilità dei prodotti che non ai loro prezzi. A seconda della rapidità con cui è stato possibile adeguare i prezzi stessi in considerazione degli obblighi contrattuali, questa inflazione dei prezzi e dei costi ha avuto effetti eterogenei sui margini, che nel complesso sono rimasti sostanzialmente stabili nel 2022 e nel 2023. Al contrario, secondo molti dei referenti consultati, nei settori la cui offerta è rivolta ai consumatori (beni e servizi di consumo, compreso il commercio al dettaglio) era stato difficile trasferire pienamente l'aumento dei costi ai prezzi e il quadro d'insieme era stato caratterizzato da una compressione dei margini, soprattutto nel 2022, e dall'attesa che questa tendenza sarebbe proseguita, in una certa misura, anche nel 2023.

5 Indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione sull'inflazione al consumo dei beni

a cura di Ieva Rubene

L'aumento dell'inflazione al consumo dei beni registrato negli ultimi due anni nell'area dell'euro è stato preceduto da un brusco innalzamento dei prezzi alla produzione. L'analisi delle pressioni inflazionistiche condotta dalla BCE si basa su un elemento centrale e consolidato: le proprietà dei prezzi alla produzione dei beni industriali quali indicatori anticipatori dei prezzi al consumo¹. Un'analisi precedente ha introdotto un sistema attraverso cui ottenere un profilo temporale dell'impatto dei prezzi alla produzione su quelli al consumo². Il presente riquadro rappresenta un'evoluzione di tale analisi, in quanto impiega il profilo temporale di tali impatti per ottenere degli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione (indicators for producer price pressures, IPPI), derivati dalla somma delle pressioni totali che i prezzi alla produzione esercitano nel tempo sui prezzi al consumo dei beni alimentari e industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG). Tali indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione integrano un'ampia gamma di misure di vario tipo, utili nel predire e valutare l'entità delle pressioni dei prezzi all'origine nell'economia³.

Gli indici dei prezzi alla produzione (IPP) rilevano i prezzi dei beni per come questi escono dai siti di produzione. Gli IPP rispecchiano i costi di produzione e i relativi margini, mentre i prezzi al consumo includono anche imposte e tasse, nonché oneri e margini imposti dai settori della distribuzione e del commercio al dettaglio. Esistono vari tipi di IPP, che rilevano i prezzi nelle diverse fasi della catena produttiva. Gli indici dei prezzi alla produzione dei beni energetici e intermedi, ad esempio, segnalano i prezzi fissati nelle prime fasi della produzione. L'indice più adatto per i beni industriali non energetici è quello delle vendite sul mercato interno di beni di consumo non alimentari, mentre per i prezzi al consumo dei beni alimentari si fa riferimento all'IPP delle vendite sul mercato interno relative all'industria alimentare⁴. Tali indici mostrano gli andamenti dei prezzi sia nei primi sia negli ultimi stadi della catena di produzione. Gli andamenti degli IPP e delle rispettive voci dello IAPC non sono completamente allineati per via di differenze concettuali, per i pesi diversi attribuiti alle sottocomponenti degli indici dei prezzi alla produzione e al consumo, nonché per il fatto che i prezzi al consumo non si riferiscono solo ai beni prodotti internamente, ma anche a quelli importati (cfr. il grafico A). Tali differenze

¹ Cfr. il riquadro 3 *I prezzi alla produzione per le vendite sui mercati interni ed esteri* nel numero di aprile 2013 del Bollettino mensile della BCE; e il riquadro 4 *Le pressioni inflazionistiche alla luce dei recenti andamenti dei prezzi alla produzione* nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

² Cfr. il riquadro 7 *Andamenti recenti delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici nell'area dell'euro* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

³ Cfr. P.R. Lane, "Underlying inflation", conferenza tenutasi al Trinity College di Dublino il 6 marzo 2023.

⁴ L'indice dei prezzi alla produzione per l'area dell'euro è il risultato di un'aggregazione di dati per singolo paese, che si riferiscono esclusivamente al mercato interno (ad esempio non al mercato interno dell'area dell'euro nel suo complesso).

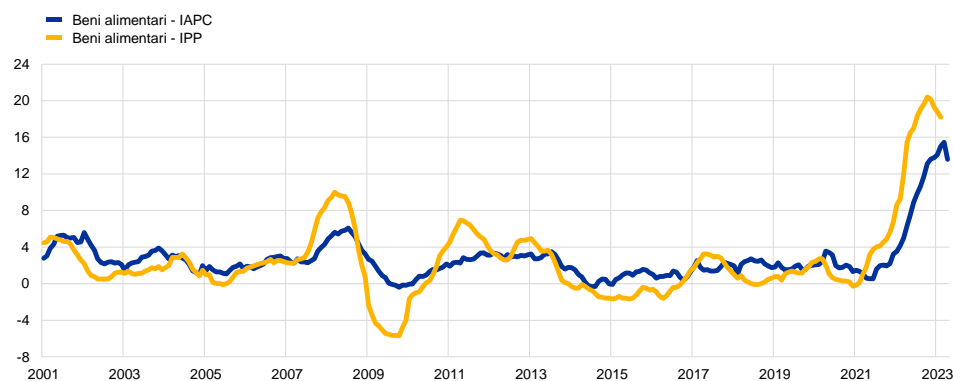
assumono particolare evidenza, ad esempio, negli andamenti lievemente più ampi dei prezzi alla produzione rispetto ai cicli dell'inflazione.

Grafico A

Andamenti degli indici dei prezzi alla produzione (IPP) e relative voci dello IAPC nell'area dell'euro

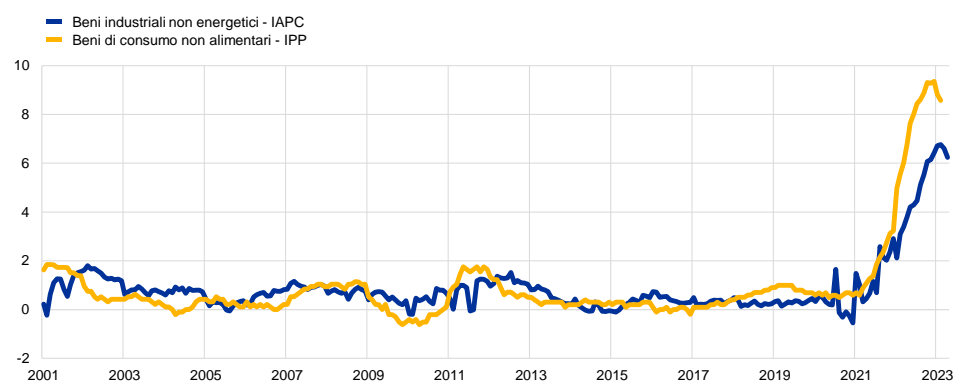
a) Prezzi dei beni alimentari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Prezzi dei beni industriali non energetici

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023 (stima preliminare) per lo IAPC e a febbraio 2023 per i prezzi alla produzione.

Una semplice analisi di correlazione suggerisce che la forza del legame esistente tra gli indici dei prezzi alla produzione e quelli al consumo varia nel tempo (cfr. il grafico B). Nel 2022 si è osservato un brusco aumento dei coefficienti di correlazione contemporanea tra gli IPP e lo IAPC relativi sia ai beni alimentari sia a beni di consumo di altro genere. Ciò suggerisce che l'eccezionale impennata registrata dall'inizio del 2021 in relazione ai costi dell'energia e alle strozzature all'offerta ha rinforzato il legame tra i prezzi alla produzione e al consumo, che mostravano invece andamenti divergenti negli anni precedenti, caratterizzati da livelli di bassa inflazione⁵. Il recente aumento indica inoltre che l'entità delle pressioni all'origine ha ridotto la capacità delle imprese di assorbire i notevoli rialzi dei costi

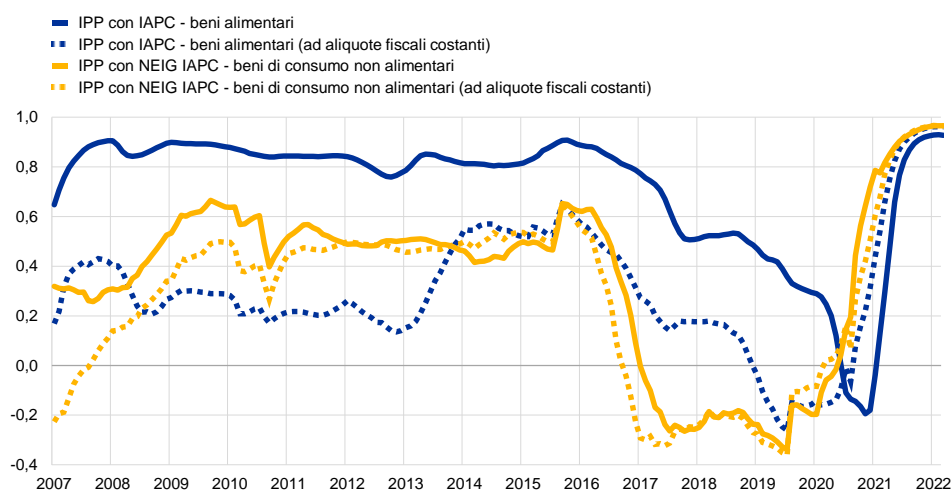
⁵ Da un punto di vista puramente concettuale, il legame esistente tra gli IPP e le variazioni dei prezzi al consumo sarebbe più appropriato se si potessero escludere le modifiche alle imposte indirette dalle serie dello IAPC misurato. Tuttavia, l'approccio adottato nel presente riquadro per derivare le pressioni sui prezzi al consumo si basa sullo IAPC al lordo degli impatti delle modifiche alle imposte indirette. Cionondimeno, avvalendosi delle serie dello IAPC pubblicate da Eurostat ad aliquote fiscali costanti, i risultati sono sostanzialmente simili a quelli esposti nel presente riquadro.

adeguando i profitti e ha determinato un aggiustamento dei prezzi al consumo più marcato rispetto al contesto di bassa inflazione, contribuendo così all'impennata dell'inflazione registrata negli ultimi due anni.

Grafico B

Correlazione contemporanea nel tempo

(coefficiente di correlazione; media mobile a cinque anni)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023. Il coefficiente di correlazione è calcolato per i tassi di variazione sul periodo corrispondente.

Gli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione sono elaborati utilizzando risposte a impulso dinamiche dei prezzi al consumo rispetto ai prezzi alla produzione (elasticità), ottenute con il metodo di stima delle proiezioni locali⁶. Le equazioni mettono in relazione i prezzi al consumo dei beni alimentari e dei beni industriali non energetici con le loro osservazioni precedenti delle rispettive serie e con le variazioni coincidenti e passate degli indici dei prezzi alla produzione. Inoltre, l'equazione per i prezzi al consumo dei NEIG include i prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari, nonché il tasso di disoccupazione per includere le condizioni della domanda. Le stime ottenute suggeriscono che i prezzi dei NEIG reagiscono in misura graduale ai prezzi alla produzione, sebbene la velocità di reazione sia probabilmente aumentata significativamente negli ultimi due anni⁷. I risultati che includono dati relativi al periodo più recente presentano anche un intervallo di confidenza molto più ampio. Questo è in parte dovuto all'inclusione in una stessa specificazione, sia del periodo

⁶ Il metodo delle proiezioni locali genera delle stime per ciascun orizzonte predittivo H, tramite una regressione della variabile dipendente a T+H sulla base delle informazioni disponibili al tempo T, impiegando dati con frequenza trimestrale. Tale approccio rispecchia quello adottato da Colavecchio, R. e Rubene, I. in [Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach](#), *Working Paper Series*, n. 2362, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2020. Le stime basate su dati fino al 2019 suggeriscono che un aumento pari all'1 per cento dei prezzi alla produzione determinerebbe un conseguente aumento dei prezzi al consumo dei NEIG pari a circa lo 0,8 per cento nei due anni successivi. Le stime che impiegano dati fino al secondo trimestre del 2022 indicano un impatto molto più rapido degli IPP sui prezzi dei beni industriali non energetici: in particolare una trasmissione completa entro i primi due trimestri. Ciò implica l'esistenza più di recente di un legame decisamente più forte tra i prezzi alla produzione e quelli al consumo.

⁷ La frequenza maggiore di variazioni dei prezzi nel periodo più recente è stata segnalata anche da grandi società non finanziarie attive nell'area dell'euro. Cfr. il riquadro 3 [Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

precedente caratterizzato da bassa inflazione, sia di quello attuale con alta inflazione, interpretata dal modello come maggiore incertezza. Tale ampliamento degli intervalli di confidenza e l'aumento del coefficiente di correlazione potrebbero essere il segnale di cambiamenti nelle strategie di determinazione dei prezzi da parte delle imprese, in un contesto caratterizzato dai rilevanti shock ai costi osservati a partire dal 2021.

I risultati ottenuti con le proiezioni locali relativi ai prezzi al consumo dei beni alimentari mostrano una reazione più rapida alle variazioni dei prezzi alla produzione rispetto ai beni industriali non energetici. Inoltre, l'inclusione nel campione anche dei dati relativi ai due anni più recenti non sembra alterare l'entità e la rapidità dell'impatto⁸. L'individuazione di eventuali differenze nella reazione dei prezzi al consumo dei beni alimentari a seguito di aumenti o diminuzioni dei prezzi alla produzione mostra che un aumento determina una reazione più rapida. Già entro il primo anno da un aumento pari all'1 per cento dei prezzi alla produzione di beni alimentari si materializza un impatto equivalente, dell'1 per cento, sui prezzi al consumo degli stessi beni, mentre dopo una riduzione pari all'1 per cento dei prezzi alla produzione l'impatto è più graduale e raggiunge appena lo 0,8 per cento entro due anni⁹. Una tale asimmetria nelle reazioni non si è manifestata nel caso dei prezzi al consumo di beni non alimentari.

Gli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione così costruiti segnalano che le pressioni all'origine dal lato dei costi sono aumentate in misura significativa nel corso del 2022 e si sono mantenute su livelli elevati agli inizi del 2023, sia per i beni al consumo non alimentari, sia per quelli alimentari.

Le elasticità per misurare gli impatti dei prezzi alla produzione sui prezzi al consumo possono essere trasformate per elaborare indicatori che rilevino l'impatto cumulato nel tempo delle variazioni dei prezzi alla produzione sul tasso di inflazione sui dodici mesi dei beni di consumo alimentari e non alimentari¹⁰. Gli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione mostrati nel grafico C comprendono le pressioni sui prezzi al consumo derivanti dalle variazioni dei prezzi alla produzione negli otto trimestri precedenti. In base a tali indicatori, gli andamenti dei prezzi alla produzione nel corso del 2021 e del 2022 implicano che le pressioni al rialzo sui prezzi al consumo dei beni industriali non energetici e degli alimentari potrebbero aver raggiunto l'apice rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre del 2023 (cfr. il grafico C).

Se l'indice relativo dei prezzi alla produzione smette di aumentare o inizia addirittura

⁸ La reazione più rapida dei prezzi al consumo in caso di beni alimentari si evince con una stima che prevede un campione di dati fino al 2019, mentre estendendo tale campione fino al secondo trimestre del 2022 la rapidità della reazione per i beni industriali non energetici al rispettivo IPP è prossima a quella relativa ai beni alimentari.

⁹ La stima con proiezioni locali può essere impiegata altresì per valutare se variazioni positive o negative nel rispettivo IPP abbiano la medesima trasmissione ai prezzi al consumo. Per svolgere tale analisi si introducono delle variabili di tipo dummy, come nell'approccio adottato da Colavecchio e Rubene, op. cit.

¹⁰ Le regressioni delle proiezioni locali forniscono una stima dell'impatto cumulato sui prezzi al consumo di una variazione pari all'1 per cento dell'IPP. Le reazioni stimate sembrano stabilizzarsi dopo otto trimestri; pertanto per la derivazione degli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione si adotta tale orizzonte. Al fine di ottenere una stima dell'impatto sui tassi di inflazione sui dodici mesi, i risultati delle proiezioni locali per l'impatto sui livelli dei prezzi al consumo sono trasformati in effetti sul tasso di variazione sui dodici mesi. Tali effetti vengono poi riproporzionati in ogni periodo in base all'entità della variazione sul trimestre precedente e assegnati conseguentemente per gli otto trimestri successivi. Si ottiene, quindi, l'impatto totale sui prezzi al consumo per un dato trimestre, aggiungendo gli effetti ricavati dall'IPP (con un impatto passato adeguato) negli otto trimestri precedenti.

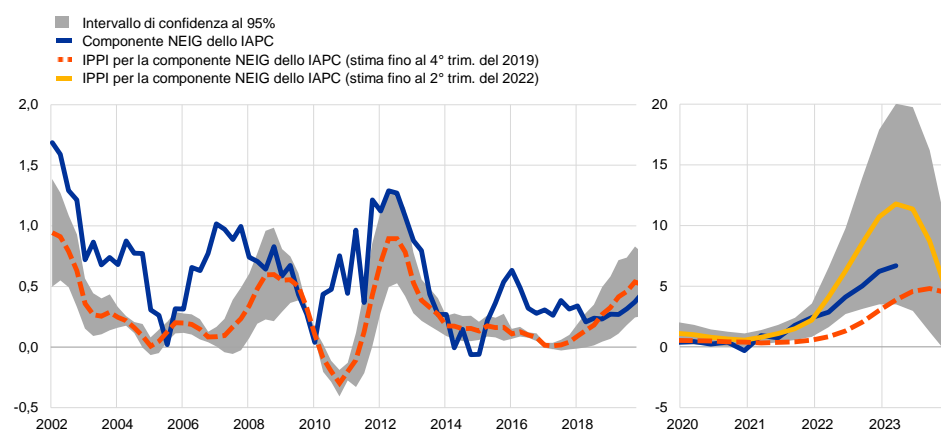
a diminuire rispetto al trimestre precedente, ci si può attendere una conseguente diminuzione delle pressioni all'origine. Storicamente esistono differenze rilevanti tra gli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione e i prezzi al consumo, che in parte rispecchiano una diversa volatilità dei prezzi alla produzione rispetto a quelli al consumo.

Grafico C

Indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione sui prezzi al consumo dei beni (IPPI)

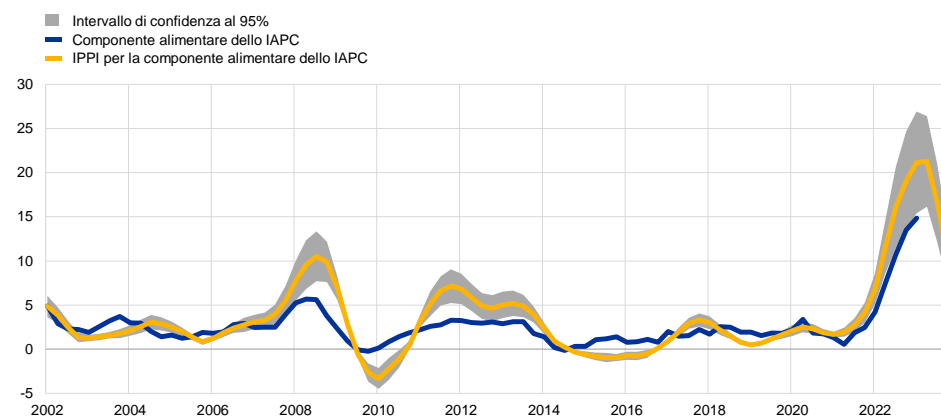
a) IPPI per la componente dei beni industriali non energetici dello IAPC

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) IPPI per la componente alimentare dello IAPC

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al 1° trim. del 2023 per lo IAPC e al 4° trim. del 2023 per l'indicatore delle pressioni dei prezzi alla produzione (IPPI), ottenuto con dati dell'indice dei prezzi alla produzione relativi al 1° trim. del 2023, che si riferiscono alla media per gennaio e febbraio. L'IPPI è stato ottenuto usando le elasticità in un periodo di otto trimestri, sulla base del metodo di stima delle proiezioni locali. Il metodo di stima delle proiezioni locali genera elasticità per una variazione dei prezzi al consumo rispetto alla variazione di quelli alla produzione. Per ottenere l'IPPI queste elasticità sono trasformate nell'impatto di un indice sui tassi di inflazione sui dodici mesi. Si calcola poi l'impatto sui prezzi al consumo per una data variazione dell'IPP per i sette trimestri seguenti (adottando la variazione dell'IPP sul trimestre precedente e moltiplicandola per il profilo temporale degli impatti). Si sommano quindi i profili delle variazioni dell'IPP degli otto trimestri consecutivi precedenti, per ottenere l'impatto cumulato sui prezzi al consumo in un dato trimestre. Per il pannello a) l'indicatore delle pressioni dei prezzi alla produzione basato sul campione di stima fino alla fine del 2019 (linea rossa) è calcolato anche per il periodo seguente, al fine di mostrare le differenze dovute alle variazioni delle elasticità quando l'indicatore si ottiene su un campione esteso (linea gialla). L'intervallo di confidenza al 95 per cento si riferisce all'IPPI basato sulle stime di proiezioni locali fino al 4° trim. del 2019 nel pannello di sinistra e quello fino al 2° trim. del 2022 per il pannello di destra. Per il pannello b) l'indicatore delle pressioni dei prezzi alla produzione è calcolato utilizzando le reazioni maggiori dei prezzi al consumo dei beni alimentari alle variazioni dei prezzi alla produzione dopo degli aumenti dell'IPP, invece delle riduzioni (il profilo degli impatti dei prezzi al consumo nel corso di otto trimestri dalla variazione di un trimestre dell'IPP si ottiene moltiplicando le elasticità maggiori quando la variazione dell'IPP è positiva e le minori quando la variazione è negativa).

Nel complesso, gli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione possono contribuire alla valutazione dell'entità e della direzione delle pressioni all'origine sui prezzi dei beni industriali non energetici e alimentari.

Analizzando tali indicatori è tuttavia opportuno tenere in considerazione una serie di limitazioni. Sebbene siano stati elaborati per produrre ulteriori informazioni in periodi come quello corrente, le oscillazioni eccezionali dei prezzi alla produzione e al consumo, generano stime incerte. L'aumento significativo della reazione dei prezzi al consumo agli IPP, se si includono gli ultimi due anni, soprattutto nel caso dei beni industriali non energetici, suggerisce che le strategie di determinazione dei prezzi adottate dalle imprese potrebbero essersi evolute in direzione di una trasmissione più rapida e un minore assorbimento attraverso i profitti in risposta all'entità e alla durata straordinarie dei recenti shock di costo (come indicato dall'intervallo tra la linea rossa e quella gialla nel pannello a) del grafico C). È necessario un continuo monitoraggio della relazione esistente tra gli indici dei prezzi alla produzione e i prezzi al consumo. Gli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione sono, per la loro stessa struttura, retrospettivi, perché si basano sugli andamenti degli IPP solo fino alla loro osservazione più recente. Qualora nel corso dei prossimi trimestri gli IPP diminuissero, anche gli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione registrerebbero un conseguente adeguamento al ribasso. Più in generale, una valutazione isolata degli indicatori delle pressioni dei prezzi alla produzione non è adeguata, perché tali indicatori dovrebbero essere sempre considerati insieme a tutte le altre informazioni riguardanti le pressioni inflazionistiche sottostanti.

6 L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli

a cura di Matthieu Darracq-Paries, Roberto Motto, Carlos Montes-Galdón, Annukka Ristiniemi, Arthur Saint Guilhem e Srečko Zimic

Il processo di normalizzazione della politica monetaria avviato a dicembre 2021 ha modificato l'orientamento ampiamente accomodante della BCE, portandolo in territorio restrittivo. A dicembre 2021 la BCE ha annunciato l'avvio della normalizzazione del proprio orientamento di politica monetaria attraverso la riduzione del ritmo degli acquisti netti di attività e con la successiva interruzione, nei mesi di marzo e giugno 2022, rispettivamente, degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA)¹. A giugno 2022 la BCE ha rivisto la sua politica sui tassi di interesse e, nel periodo compreso tra luglio 2022 e marzo 2023, ha innalzato i tassi di riferimento di 350 punti base in totale, determinando un rapido inasprimento della politica monetaria e portando infine i tassi in territorio restrittivo. Anche se, da un punto di vista storico, la velocità e l'entità di tale inasprimento sono elevate, il suo effetto si rivelerà appieno solo nei prossimi anni, dato il ritardo con cui si verifica la trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia. Il presente riquadro utilizza vari sistemi empirici di modellizzazione macroeconomica per descrivere l'impatto sull'attività economica e sull'inflazione dell'area dell'euro.

L'incertezza circa l'impatto della politica monetaria sull'economia può essere affrontata ricorrendo a un insieme di modelli. Questo riquadro riporta in dettaglio i risultati di un esercizio stilizzato che analizza l'impatto delle misure restrittive finora adottate e illustra le sfide analitiche che caratterizzano tale valutazione. Tali sfide sono essenzialmente due. La prima è che le variabili finanziarie e macroeconomiche sono determinate da una pluralità di fattori, sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. Questi fattori, che devono essere distinti dall'impatto della politica monetaria stessa, richiedono l'impiego di un approccio di identificazione basato su modelli. In secondo luogo, l'incertezza esistente riguardo ai canali di trasmissione e ai ritardi della politica monetaria rende necessario considerare metodologie alternative, con diversi meccanismi di trasmissione, per ragioni di robustezza. Per questi motivi la presente valutazione utilizza un insieme di modelli: due modelli strutturali DSGE (NAWM II e MMR) e un modello semistrutturale su larga scala

¹ Inoltre, nel dicembre 2022 la BCE ha annunciato l'intenzione di ridurre le dimensioni del portafoglio del PAA, non reinvestendo parte del capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Il ritmo di tale riduzione sarà pari in media a 15 miliardi di euro al mese sino alla fine di giugno 2023; successivamente il Consiglio direttivo prevede di porre fine alla totalità dei reinvestimenti.

(ECB-BASE)². Tale approccio è in linea con le conclusioni del recente riesame della strategia di politica monetaria della BCE, che ha sottolineato l'importanza della robustezza nello svolgimento di analisi basate su modelli all'interno dell'Eurosistema³.

La valutazione viene svolta in due fasi: in primo luogo stimando l'impatto esercitato dalla politica monetaria sulla curva dei rendimenti e, in secondo luogo, traducendo tale impatto in effetti macroeconomici, mediante l'utilizzo di modelli macroeconomici. Il primo passaggio è costituito dall'identificazione delle variazioni indotte dalla politica monetaria nei tassi d'interesse a breve e a lungo termine. L'impatto sui tassi a breve è calibrato sulla base dello spostamento verso l'alto osservato nella curva a termine relativa al tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) per le scadenze a breve e a medio termine a partire da dicembre 2021, che riflette sia gli aumenti effettivi dei tassi di riferimento sia l'anticipazione di incrementi futuri. L'impatto sui tassi a lungo termine deriva dalle pressioni al rialzo sui rendimenti esercitate dalle revisioni delle attese sulle consistenze in titoli ricompresi nel PAA e nel PEPP. In una seconda fase, utilizzando il set di modelli macroeconomici, gli effetti di politica monetaria sui tassi di interesse e sul bilancio dell'Eurosistema vengono tradotti in effetti macroeconomici, direttamente o indirettamente attraverso l'impatto che le aspettative sul bilancio hanno sui tassi a lungo termine⁴. Nei modelli DSGE, shock di politica monetaria, che sono in parte anticipati nell'MMR e inattesi nel NAWM II, influenzano il tasso di interesse a breve termine. Nel modello ECB-BASE si ipotizza che i tassi di interesse a breve e a lungo termine siano esogeni e che lo scenario controfattuale sia imposto come andamento alternativo rispetto allo scenario di base (ossia l'andamento atteso dei tassi di interesse a dicembre 2021). In pratica, anche le ipotesi finanziarie basate sul mercato variano come reazione endogena ad altri fattori, quali i prezzi dell'energia. Al fine di calcolare l'impatto della politica monetaria, questo esercizio

² Per maggiori dettagli sul modello NAWM II, cfr. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., "New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, n. 2200, BCE, novembre 2018 (rivisto nel dicembre 2019); per ulteriori informazioni sul modello MMR, cfr. Mazelis, F., Motto, R. e Ristinieni, A., "Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB", *Working Paper Series*, n. 2797, BCE, marzo 2023; per maggiori dettagli sul modello ECB-BASE cfr. Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, settembre 2019. Il NAWM II è un modello di economia aperta di piccole dimensioni pienamente microfondato con a) un canale di sostituzione intertemporale esplicito, b) un settore bancario dotato di un meccanismo di acceleratore finanziario, c) acquisti di attività da parte della banca centrale, d) decisioni di investimento sensibili ai tassi di interesse ed e) un blocco dell'economia estera che tiene conto degli effetti di propagazione a livello internazionale. Il modello MMR è un modello DSGE di economia chiusa con a) l'ottimizzazione di famiglie e imprese, b) acquisti di attività da parte della banca centrale e c) un tasso di interesse naturale variabile. Esso stima inoltre il grado di attenzione alla comunicazione della banca centrale, contribuendo così ad affrontare il paradosso delle indicazioni prospettiche (*forward guidance*) riscontrato nei modelli DSGE standard. ECB-BASE è un ampio modello semistrutturale concepito per combinare le considerazioni teoriche con una buona adeguatezza empirica e una struttura completa, che riflette il suo ruolo di modello di riferimento nel contesto delle proiezioni e delle simulazioni di politiche condotte dalla BCE. Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria che include è più forte che nei modelli semistrutturali standard, grazie al ruolo esplicito (basato sull'autoregressione vettoriale) svolto dalle aspettative e a una moltitudine di canali finanziari.

³ Cfr. "Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement", *Occasional Paper Series*, n. 267, BCE, settembre 2021.

⁴ Entrambi i modelli strutturali rilevano gli acquisti di attività in maniera diretta, tramite l'inclusione del bilancio della banca centrale. Nel modello ECB-BASE, gli acquisti di attività sono rilevati indirettamente attraverso il loro effetto sui tassi a lungo termine, cosicché l'impatto della normalizzazione della politica monetaria è calcolato utilizzando i tassi di interesse sia a breve che a lungo termine.

quantifica gli effetti macroeconomici di quest'ultima ipotizzando che non siano state osservate le regolarità storiche rilevate dalle ipotesi finanziarie desunte dal mercato. Tale scenario controfattuale è calcolato utilizzando gli shock di politica monetaria. La sensibilità rispetto a tali ipotesi è analizzata in maggior dettaglio più avanti nel riquadro, in particolare per quanto riguarda il ruolo del processo di formazione delle aspettative.

I risultati indicano che l'inasprimento della politica monetaria potrebbe esercitare sostanziali pressioni al ribasso sull'attività in termini reali e sull'inflazione nel periodo 2023-2025. Da dicembre 2021 i tassi di interesse a breve termine sono aumentati in media di circa 270 punti base nell'orizzonte temporale di proiezione 2022-2025. Le attese relative ai tassi a lungo termine, alle quali sono attribuibili gli effetti di anticipazione, sono aumentate di circa 230 punti base nello stesso orizzonte temporale (una percentuale significativa può essere attribuita a variazioni delle aspettative relative al PAA e al PEPP, come mostra la tavola A)⁵. Le aspettative sui tassi di interesse a breve termine hanno iniziato a salire anche prima di luglio 2022, quando i tassi di riferimento sono stati innalzati per la prima volta (cfr. il grafico A); ciò dimostra quanto sia importante tenere conto delle aspettative riguardo alla politica monetaria. L'associato spostamento verso l'alto della curva dei rendimenti ha a sua volta un effetto sulle condizioni di finanziamento più generali ed esercita un tangibile impatto sull'economia. La media dei risultati ottenuti con l'utilizzo dei tre modelli indica che la normalizzazione della politica monetaria ha esercitato significative pressioni al ribasso sull'inflazione e sulla crescita del PIL in termini reali durante l'intero orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico B). Gran parte dell'impatto sull'inflazione dovrebbe essere osservabile nel periodo dal 2023 in poi, con un picco nel 2024. Si stima che l'inasprimento della politica monetaria abbia ridotto l'inflazione di circa 50 punti base nel 2022, mentre per il periodo 2023-2025 l'effetto al ribasso sull'inflazione si collocherebbe in media intorno ai 2 punti percentuali, con stime notevolmente diverse fra i tre modelli. La trasmissione all'attività economica avviene più rapidamente: l'impatto sulla crescita

⁵ L'impatto della politica monetaria sui tassi a breve termine è calcolato sulla base dello spostamento verso l'alto osservato nella curva a termine relativa al tasso €STR nell'orizzonte temporale 2022-2025. Dato che gli aumenti dei tassi di riferimento si trasmettono, tipicamente, uno ad uno al tasso overnight, si ipotizza che tutte le variazioni della curva a termine dell'€STR siano attribuibili all'inasprimento della politica monetaria. Per i tassi a lungo termine, l'impatto restrittivo deriva dalle variazioni delle aspettative sulla contrazione del bilancio. Quest'ultimo fattore è calcolato mappando le variazioni delle aspettative sul bilancio ricavate dall'indagine presso gli analisti monetari ai rendimenti, utilizzando una media tra due modelli: a) un modello della struttura per scadenze con una variabile quantitativa e rischio di durata (cfr. Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. e Vladu, A., "Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve", *Working Paper Series*, n. 2293, BCE, luglio 2019); b) un modello BVAR ampio in cui l'impatto della politica monetaria è identificato utilizzando un event study a elevata densità (cfr. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R. e Saint Guilhem, A., "Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies", *Working Paper Series*, n. 2564, BCE, giugno 2021. Il tasso di cambio può muoversi in modo endogeno.

del PIL dovrebbe toccare il valore massimo nel 2023, con un effetto al ribasso di 2 punti percentuali, in media, nel periodo 2022-2025^{6,7}.

Tavola A

Impatto sulle ipotesi in merito ai tassi a breve e a lungo termine nell'orizzonte temporale 2022-2025

(punti base)	
	Impatto della normalizzazione della politica monetaria fino a mar./mag. 2023
Tassi di interesse a breve termine	91 nel 2022 373 nel 2023 336 nel 2024 277 nel 2025
Rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro - variazioni effettive	228
di cui: variazioni delle aspettative sul PAA e sul PEPP	55

Fonti: Bloomberg, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: l'impatto sui tassi di interesse a breve termine è calcolato come differenza media fra i tassi di interesse a breve termine attesi negli esercizi delle proiezioni macroeconomiche di dicembre 2021 e marzo 2023. La curva dei tassi di interesse a breve termine si basa sui contratti €STR a termine relativi alle decisioni di politica monetaria. L'impatto sui rendimenti a dieci anni è calcolato in base alle variazioni delle aspettative sui bilanci, ricavate dall'indagine presso gli analisti monetari. L'impatto stimato sui rendimenti a dieci anni nel periodo a partire da ottobre 2021 (per tenere conto dell'anticipazione) fino a maggio 2023 è di circa 65 punti base, mentre l'impatto medio sui rendimenti attesi a dieci anni relativi al periodo dal 2022 al 2025 è di 55 p.b. L'impatto è calcolato effettuando una media tra due modelli: un modello della struttura per scadenze (cfr. Eser et al., op. cit.) e un modello BVAR (cfr. Rostagno et al., op. cit.).

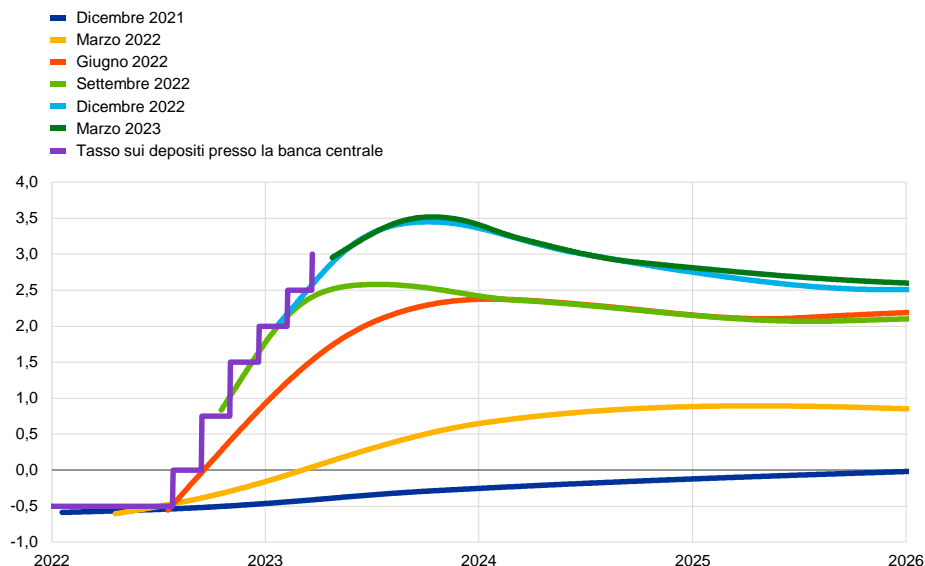
⁶ In tutti i modelli, la politica monetaria ha un effetto neutrale nel lungo periodo. Ciò implica che la crescita del PIL diverrà infine positiva dopo l'impatto negativo iniziale. Questo fenomeno si verifica prima nel modello MMR, dato che l'esercizio è condotto impiegando shock attesi, per cui l'impatto della politica monetaria è più precoce. Come illustrato nel grafico C, in presenza di shock inattesi il profilo di crescita del PIL è più simile a quelli stimati attraverso gli altri modelli.

⁷ Le attese mediane di maggio 2023 relative alla contrazione del bilancio della BCE sono sostanzialmente coerenti con la cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA, a partire da luglio 2023. Tale contrazione dovrebbe di per sé comportare una diminuzione dell'inflazione su base annua leggermente superiore a 10 punti base per ogni anno nel periodo compreso tra il 2023 e il 2025 e ridurre la crescita del PIL nella stessa misura nel periodo 2022-2025.

Grafico A

Impatto sulla curva a termine dei contratti €STR datata in base all'anno di riferimento per la politica monetaria

(valori percentuali in ragione d'anno)



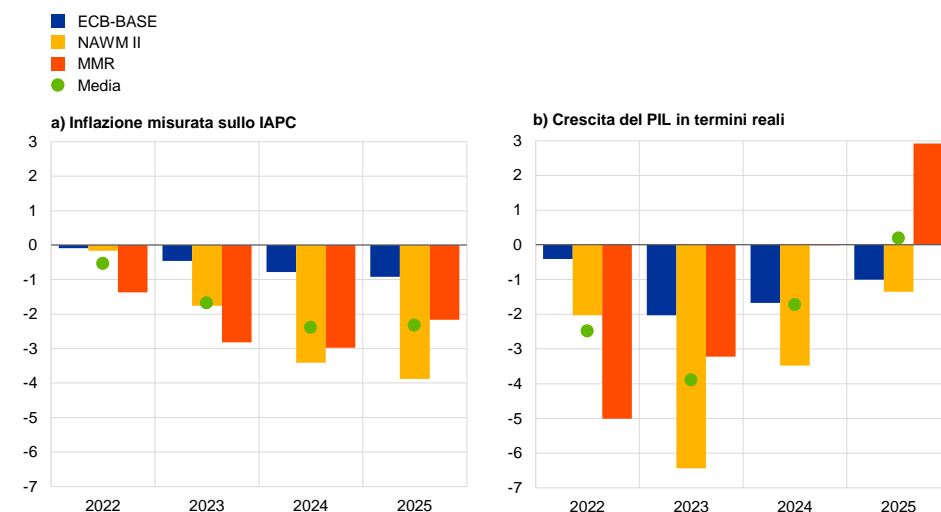
Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra, per ciascuna riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo con aggiornamento delle proiezioni economiche, la curva a termine del tasso €STR il primo giorno del periodo di mantenimento successivo alla riunione. La linea viola rappresenta i valori realizzati per il tasso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR), con dati corretti per il tasso DFR applicando un differenziale di 8 punti base. I dati utilizzati per le diverse linee si basano sulle seguenti date di ultimo aggiornamento delle proiezioni: 23 novembre 2021 (dicembre 2021), 28 febbraio 2022 (marzo 2022), 17 maggio 2022 (giugno 2022), 22 agosto 2022 (settembre 2022), 25 novembre 2022 (dicembre 2022) e 15 febbraio 2023 (marzo 2023).

Grafico B

Impatto dell'inasprimento della politica monetaria secondo un insieme di modelli

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sui modelli NAWM II (cfr. Coenen et al., op. cit.), MMR (cfr. Mazelis et al., op. cit.) ed ECB-BASE (cfr. Angelini et al., op. cit.).

Note: il grafico riporta i risultati di una simulazione che implica variazioni delle aspettative sui tassi a breve termine tra dicembre 2021 e marzo 2023 e sul bilancio della BCE tra ottobre 2021 e maggio 2023. I valori indicati fanno riferimento ai tassi di crescita tendenziali. La voce "Media" indica la media fra i tre modelli.

Le stime sull’impatto sono caratterizzate da notevole incertezza legata alle differenze dei canali di trasmissione impiegati nei diversi modelli, con gli effetti più marcati che si riscontrano nei modelli strutturali. I modelli strutturali sono progettati allo scopo specifico di ricavare correlazioni condizionali tra impulsi di politica monetaria identificati e aggregati macroeconomici, mentre i modelli semistrutturali mirano a individuare una combinazione soddisfacente tra identificazione e adeguatezza empirica. Questa caratteristica può determinare un più limitato impatto dell’inasprimento della politica monetaria, in quanto le stime ottenute con tali modelli combinano, probabilmente, l’effetto di un impulso di politica monetaria “puro” con quello derivante da altre determinanti. In pratica, esiste un trade-off tra la scala del modello e il numero di determinanti che è possibile identificare, dal momento che, in assenza di molte delle restrizioni legate a equazioni incrociate, necessarie a una identificazione strutturale completa, è possibile ottenere una struttura del modello più ampia (ad esempio riguardo ai consumi). Nei modelli DSGE utilizzati per le simulazioni, i consumi sono strettamente correlati ai tassi a breve termine attesi per il futuro, attraverso l’equazione di Eulero. D’altro canto, la più ampia modellizzazione dei consumi nel modello ECB-BASE include il rischio di reddito individuale e diverse propensioni al consumo a seconda delle fonti di reddito⁸. Da ciò si evince che la dinamica dei consumi è meno dipendente dai tassi di interesse a breve termine attesi ma rileva meglio la persistenza osservata dei consumi stessi.

Il più ampio impatto della politica monetaria nei modelli strutturali riflette altresì canali delle aspettative più forti. In particolare, mentre i modelli strutturali sono orientati al futuro, quelli semistrutturali incorporano, tipicamente, un maggior numero di aspettative regressive-adattative, che rallentano la propagazione degli shock⁹. Analogamente, nei modelli DSGE, un calo endogeno delle aspettative di inflazione in risposta a un aumento dei tassi determina un ulteriore incremento dei tassi reali che genera una spirale viziosa; tale canale non è presente nei modelli semistrutturali, poiché questi non incorporano direttamente aspettative sull’andamento futuro dell’inflazione. Il ruolo svolto dalle aspettative può essere illustrato mediante l’analisi di sensitività. Ipotizzando che gli operatori non anticipino le decisioni di politica monetaria, l’impatto che la normalizzazione di quest’ultima esercita sull’inflazione è dimezzato nel modello MMR (cfr. gli istogrammi rosso chiaro nel grafico C), che pertanto restituisce stime più prossime a quelle ricavate dal modello ECB-BASE. Parimenti, nel caso del modello NAWM II, se il meccanismo delle aspettative prospettive viene modificato in modo da incorporare uno schema di apprendimento adattivo che rende le aspettative di famiglie e imprese maggiormente retrospettive, l’impatto della politica monetaria sull’inflazione risulta attenuato (cfr. gli istogrammi giallo chiaro nel grafico C). Per contro, incorporando aspettative più reattive e rafforzando l’impatto che i prezzi delle attività esercitano sulla valutazione della ricchezza nel modello ECB-BASE (cfr. gli istogrammi blu

⁸ Per contro, vi è un minor numero di differenze tra i modelli ECB-BASE e i due modelli DSGE in termini di modellizzazione del settore degli investimenti, visto che il modello ECB-BASE è dotato di un meccanismo di acceleratore finanziario.

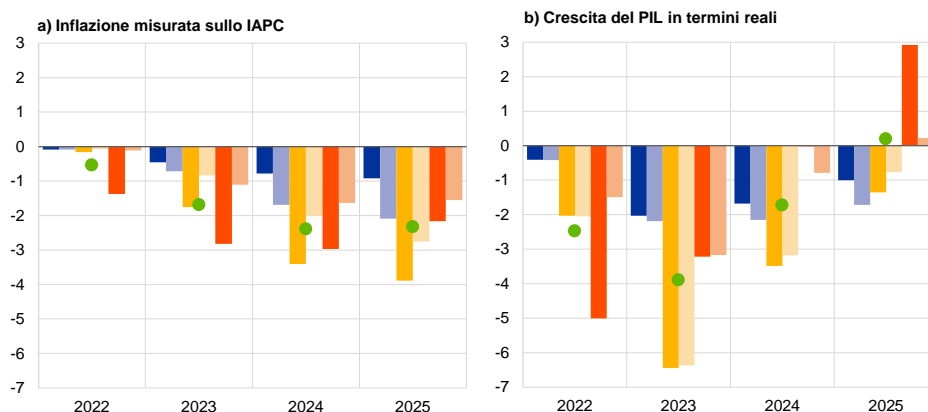
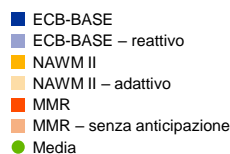
⁹ Nel modello ECB-BASE, le aspettative sono modellizzate tramite autoregressione vettoriale.

chiaro nel grafico C) si ottengono risposte più simili a quelle prodotte dai due modelli DSGE caratterizzati da canale delle aspettative più moderato¹⁰.

Grafico C

Sensività al processo di formazione delle aspettative

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sui modelli NAWM II, MMR ed ECB-BASE.

Note: i valori indicati fanno riferimento ai tassi di crescita sul periodo corrispondente. La voce "Media" indica la media fra le stime ottenute dai tre modelli utilizzando il canale delle aspettative standard ed è pertanto equivalente alla media nel grafico B.

Tale valutazione basata sui modelli può costituire un utile controllo incrociato ma non sostituisce un approccio basato sui dati per la definizione della politica monetaria e della sua trasmissione nel tempo.

In primo luogo, la situazione attuale è caratterizzata da livelli eccezionalmente elevati di incertezza sulle relazioni economiche. La pandemia, il vasto shock energetico, le risposte di bilancio a questi eventi e il ritmo senza precedenti con cui sono stati apportati inasprimenti alla politica monetaria sono tutti elementi che, probabilmente, incideranno sulle decisioni e sulle strutture economiche in modi che trascendono le regolarità storiche catturate dai modelli disponibili. L'incertezza è aggravata dal fatto che i risultati macroeconomici riflettono shock provenienti da diverse fonti, oltre alla politica monetaria, e che tali shock si propagano in maniera differente nei vari modelli. In secondo luogo, le stime non considerano gli effetti di eventuali dinamiche avverse non lineari che si sarebbero potute verificare in assenza di un inasprimento della politica monetaria, ad esempio il rischio di destabilizzazione delle aspettative di inflazione. Infine, i risultati segnalano significativi ritardi nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia. Per tali ragioni, se da un lato questa valutazione basata su modelli può servire da controllo incrociato complementare,

¹⁰ Aspettative più reattive si ottengono aumentando l'elasticità delle aspettative di inflazione a breve termine in relazione ai movimenti dei tassi di interesse (laddove un'elasticità più ampia si ottiene stimando l'autoregressione vettoriale utilizzata per la formazione delle aspettative attraverso un diverso campione e uno stimatore basato sul metodo dei minimi quadrati ordinari) e attribuendo agli andamenti dell'inflazione effettiva un più marcato effetto sulla percezione dell'obiettivo di inflazione a lungo termine. L'impatto dei prezzi delle attività sulla valutazione della ricchezza è rafforzato rendendo endogeni i prezzi delle abitazioni e aumentando l'elasticità del termine di rivalutazione della ricchezza finanziaria in relazione ai movimenti dei rendimenti sulle attività finanziarie.

dall'altro è necessario monitorare indicatori quali le variabili finanziarie e creditizie, nonché gli indicatori anticipatori di attività e prezzi, per definire prospettive di inflazione a medio termine tempestive ed esaustive.

La spesa delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro durante la crisi pandemica – evidenze dal sistema di classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche

a cura di Marta Rodríguez-Vives e Hans Olsson

Il 22 febbraio 2023 l'Eurostat ha pubblicato i dati relativi al 2021 sulla spesa delle amministrazioni pubbliche in base al sistema di classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche (COFOG). La serie si riferisce a tutti gli Stati membri dell'UE per il periodo compreso tra il 1995 e il 2021. I dati sono pubblicati con cadenza annuale, con uno scarto temporale di circa 14 mesi, e forniscono evidenze sulla composizione della spesa pubblica nell'UE e nell'area dell'euro. In particolare, i dati COFOG raggruppano le informazioni di contabilità nazionale relative alla spesa in base agli obiettivi economici perseguiti dalle amministrazioni, estendendo la possibilità di confronti fra i vari paesi¹. Nell'area dell'euro il rapporto tra spesa pubblica e PIL è aumentato notevolmente negli ultimi anni, passando dal 46,9 per cento del 2019 (scenario di base pre-pandemia) al 52,6 nel 2021 e al 50,7 nel 2022. Alla luce dell'elevata spesa pubblica nell'area dell'euro e della molteplicità degli assetti organizzativi e istituzionali delle amministrazioni pubbliche, i dati COFOG forniscono informazioni utili sulle tendenze comuni e su quelle divergenti che caratterizzano le azioni di governo dei vari paesi. In tale contesto, il presente riquadro mostra una visione d'insieme della ripartizione per funzione della spesa pubblica nel 2021 all'interno dell'area dell'euro e fra i vari paesi dell'area stessa. Viene altresì esaminato l'impatto sulla spesa pubblica della pandemia di COVID-19².

Sebbene la spesa per le diverse funzioni delle amministrazioni pubbliche sia eterogenea tra i vari paesi, si rilevano alcune tendenze comuni. Sulla base dei dati COFOG, il grafico A mostra come nel 2021 i governi dei paesi dell'area dell'euro hanno ripartito la propria spesa tra le varie funzioni economiche. La funzione più rilevante in assoluto è stata la redistribuzione, con la protezione sociale che ha rappresentato la componente più cospicua della spesa pubblica in tutti i paesi dell'area dell'euro, pari in media al 21,2 per cento del PIL. Le pensioni costituiscono circa il 60 per cento di questa categoria di spesa. La seconda categoria in ordine di importanza è stata la spesa sanitaria, che rappresenta l'8,3 per cento del PIL. Tra le altre principali funzioni figurano a) le questioni economiche (che includono, tra l'altro,

¹ Ad esempio, un governo può effettuare spese dirette (ad esempio per le abitazioni) che vanno a beneficio di una parte della popolazione, oppure può fornire sussidi destinati a determinati gruppi di persone o rendere detraibili dalle imposte alcune spese per consumi privati. I dati sulla spesa delle amministrazioni pubbliche possono pertanto variare considerevolmente quando si utilizza la classificazione standard di contabilità nazionale. Nei dati COFOG, per contro, tali interventi verrebbero classificati insieme all'interno della funzione "abitazione". Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo 2 *La spesa sociale: i paesi dell'area dell'euro a confronto* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

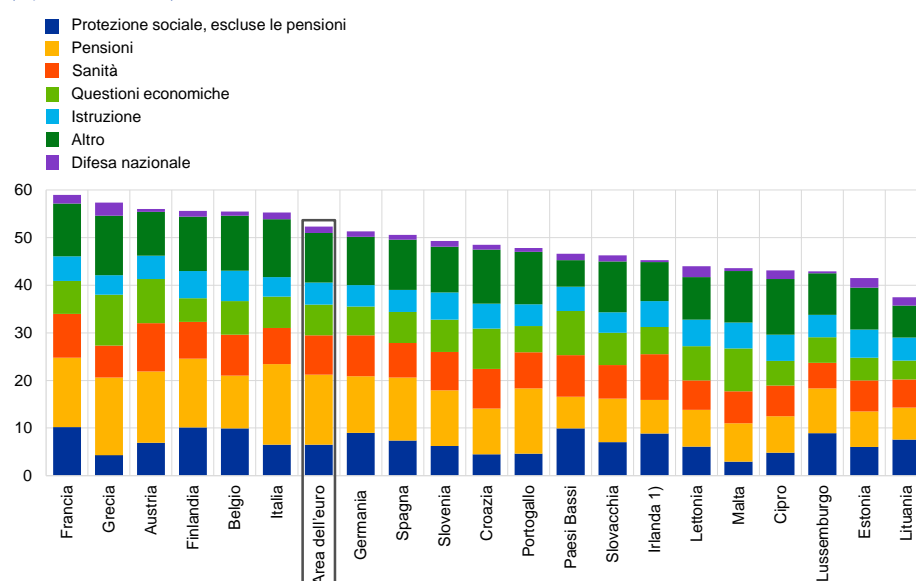
² Sebbene siano stati compiuti sforzi significativi per armonizzare la contabilizzazione delle misure governative volte ad attenuare l'impatto economico e sociale della pandemia di COVID-19, una piena armonizzazione dei dati per gli anni di riferimento 2020 e 2021 non è ancora stata raggiunta. La probabilità di revisioni future è più elevata del solito e i dati sono da considerarsi provvisori. Per maggiori dettagli, cfr. "General government expenditure by function in 2021", Eurostat, 2023.

l'energia, le infrastrutture di trasporto e le comunicazioni); b) l'istruzione e c) i servizi generali delle amministrazioni pubbliche, voce che nel grafico A ricade nella categoria "Altro" e che comprende tra l'altro gli aiuti a paesi stranieri, le ambasciate, gli uffici responsabili della gestione del debito e delle imposte. Nel 2021 la spesa delle amministrazioni pubbliche per la difesa nazionale ha rappresentato circa l'1,3 per cento del PIL dell'area dell'euro.

Grafico A

Composizione della spesa pubblica nei paesi dell'area dell'euro nel 2021

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: la voce "Pensioni" comprende le pensioni di vecchiaia e di reversibilità. La voce "Altro" comprende servizi generali delle amministrazioni pubbliche, pubblica sicurezza e ordine pubblico, tutela ambientale, abitazioni e assetto territoriale, nonché ricreazione, cultura e religione. I dati aggregati dell'area dell'euro includono la Croazia. In Irlanda la spesa delle amministrazioni pubbliche è misurata in percentuale dell'RNL*, una misura modificata del reddito nazionale lordo.

1) In percentuale dell'RNL*.

I principali cambiamenti nella composizione delle finanze pubbliche durante la crisi pandemica dovuta al COVID-19 si sono verificati nelle categorie delle questioni economiche, della protezione sociale e della sanità. Il grafico B

fornisce un'indicazione delle variazioni osservate nel 2021 rispetto al 2019 nella spesa delle amministrazioni pubbliche per le principali funzioni nell'area dell'euro e nelle sue quattro maggiori economie. È importante notare che nel periodo in esame i cambiamenti nella composizione delle finanze pubbliche sono stati influenzati dalle politiche messe in atto dai singoli governi per stabilizzare le rispettive economie a seguito dello shock causato dal COVID-19. Nel 2020 e nel 2021 i governi hanno adottato consistenti pacchetti di bilancio a sostegno di famiglie e imprese³ che si riflettono nei dati COFOG. Rispetto al 2019, nel 2021 la spesa per le questioni economiche è aumentata di 2,3 punti percentuali del PIL, principalmente per effetto dei regimi di cassa integrazione e di altre forme di sostegno alle imprese. Tali misure di supporto rientrano nella categoria delle questioni economiche, commerciali e di

³ Il sostegno di bilancio nell'area dell'euro (perlopiù dal lato della spesa) nel 2020 e nel 2021 è stato pari a circa il 4 per cento del PIL, di cui circa due terzi sotto forma di sostegno diretto a imprese e lavoratori. Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo 3 *Il ruolo degli interventi pubblici per il settore delle società non finanziarie durante la crisi legata al COVID-19* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

lavoro di carattere generale – una sottocategoria delle questioni economiche – che è aumentata di 1,4 punti percentuali del PIL⁴. Il grafico B mostra inoltre che la spesa per la protezione sociale e la sanità pubblica è aumentata notevolmente nei paesi dell'area dell'euro, principalmente come conseguenza diretta della crisi legata al COVID-19. Difatti l'incidenza dei servizi di sanità pubblica nel 2021 è stata la più elevata mai registrata nella serie di dati disponibile⁵. Per quanto riguarda la protezione sociale, il recente aumento della spesa è in parte riconducibile ai sussidi di disoccupazione, sebbene, per ragioni contabili, vi siano differenze nell'incidenza registrata nei vari paesi⁶. Benché non direttamente connessa con la crisi del COVID-19, la spesa pensionistica, che rientra nell'ambito della protezione sociale, è aumentata mediamente di circa 0,8 punti percentuali del PIL, con differenze considerevoli tra i vari paesi. È importante sottolineare che per quanto riguarda l'istruzione e la tutela ambientale le incidenze sono rimaste generalmente stabili dal 2019 al 2021. Questa evidenza è particolarmente rilevante se si considera la natura relativamente favorevole alla crescita economica di queste categorie di spesa⁷. Tali andamenti, registrati tra il 2019 e il 2021, sono diversi da quelli osservati durante la crisi finanziaria mondiale, quando i governi ridussero la spesa destinata all'istruzione e alla sanità apportando tagli ai salari, soprattutto nel periodo 2011-2013.

⁴ La categoria delle questioni economiche è influenzata da operazioni di natura straordinaria, come le iniezioni di capitale contabilizzate come trasferimenti in conto capitale, di cui hanno beneficiato in particolare le società non finanziarie durante la pandemia di COVID-19, i sussidi concessi ai produttori, fra cui i regimi di cassa integrazione contabilizzati come sovvenzioni ai datori di lavoro, e altre sovvenzioni introdotte nel contesto della pandemia di COVID-19.

⁵ La categoria COFOG della sanità comprende prodotti medicinali, attrezzature e apparecchi terapeutici, servizi ambulatoriali, servizi ospedalieri e servizi di sanità pubblica, nonché ricerca e sviluppo in ambito sanitario. L'elevata spesa sanitaria registrata nel 2021 è dovuta, fra gli altri fattori, alla pandemia di COVID-19 (con un aumento della spesa per cure correlate, dispositivi di protezione individuale e vaccini) e al fatto che, rispetto al 2020, un numero maggiore di persone si è sottoposto nel 2021 a cure mediche ordinarie, non collegate al COVID-19.

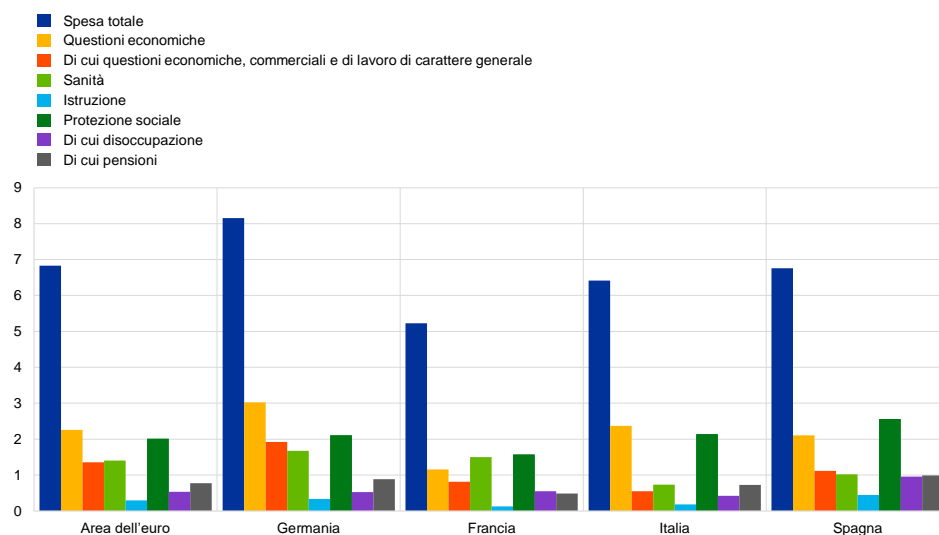
⁶ Nei dati COFOG gli importi erogati durante la crisi del COVID-19 nell'ambito dei regimi di cassa integrazione sono stati in genere ricompresi fra i sussidi di disoccupazione. Tuttavia, a seconda della loro configurazione, sono stati talvolta inclusi tra le questioni economiche, commerciali e di lavoro di carattere generale.

⁷ La qualità della spesa pubblica è legata al concetto di una composizione del bilancio che idealmente favorisce la crescita del prodotto nel lungo termine, preservando allo stesso tempo determinati livelli di equità nella distribuzione del reddito. Ciò include la promozione di strumenti di bilancio favorevoli alla crescita e all'equità, come la sanità o l'istruzione. Per maggiori dettagli, cfr. Rodríguez-Vives, M., "The quality of public finances: where do we stand?", *Economics and Business Letters*, vol. 8, n. 2, 2019, pagg. 97-105.

Grafico B

Variazioni nella composizione per funzione della spesa delle amministrazioni pubbliche nel periodo 2019-2021 (nell'area dell'euro e nelle quattro maggiori economie dell'area: Germania, Francia, Italia e Spagna)

(variazioni cumulate, in punti percentuali del PIL del 2019)



Fonte: Eurostat.

Note: viene fornita una scomposizione delle questioni economiche per dar conto del sostegno fornito alle imprese e al lavoro (ad esempio attraverso misure di integrazione salariale). Analogamente, la protezione sociale è ripartita per distinguere le pensioni (pensioni di vecchiaia e di reversibilità) e i sussidi di disoccupazione. Nei dati COFOG gli importi erogati nell'ambito dei regimi di cassa integrazione durante la crisi del COVID-19 in genere sono stati ricompresi fra i sussidi di disoccupazione, ma talvolta sono considerati tra le questioni economiche, commerciali e di lavoro di carattere generale. I dati aggregati dell'area dell'euro comprendono la Croazia.

Alla luce delle tensioni sulle finanze pubbliche, nell'elaborare le politiche di bilancio sta diventando sempre più importante compiere scelte che permettano di allocare al meglio le risorse pubbliche e la disponibilità dei dati rimane un elemento fondamentale. Allo stato attuale, alcuni governi sono soggetti a maggiori vincoli (ad esempio, un debito pubblico più elevato o un effetto crescente dell'invecchiamento della popolazione sulle finanze pubbliche) e nuove sfide economiche gravano sui conti pubblici (ad esempio, la digitalizzazione, i cambiamenti climatici, la tendenza alla deglobalizzazione, l'aumento degli stanziamenti per la difesa). Tutti questi elementi accresceranno l'importanza di una finanza pubblica che sia più orientata alla crescita⁸.

⁸ Ad esempio, la nuova Data Gaps Initiative del G20 punta a migliorare la disponibilità e la fornitura dei dati relativi al cambiamento climatico.

8 Tendenze demografiche secondo le proiezioni EUROPOP2023 e relative implicazioni economiche per l'area dell'euro

a cura di Maximilian Freier, Benoit Lichtenauer e Joachim Schroth

La recente pandemia di coronavirus (COVID-19) e l'afflusso di migranti stanno incidendo sulle prospettive demografiche dell'area dell'euro, con implicazioni anche per quelle economiche di lungo periodo. Il presente riquadro esamina le tendenze desunte dalle ultime proiezioni demografiche EUROPOP2023, pubblicate da Eurostat il 30 marzo 2023. Tali proiezioni riguardano le dimensioni e la struttura della popolazione di tutti gli Stati membri dell'UE per il periodo compreso tra il 2022 e il 2100. Le correzioni alle proiezioni demografiche sono dovute alle recenti variazioni dei tassi di natalità, di mortalità e dei flussi migratori. Considerato l'orizzonte a lungo termine, esse presentano un elevato grado di incertezza. Il presente riquadro verte principalmente sulle revisioni apportate rispetto al precedente aggiornamento delle proiezioni demografiche, pubblicato nel 2019, e sulle implicazioni per la crescita economica e la sostenibilità delle finanze pubbliche per l'area dell'euro¹.

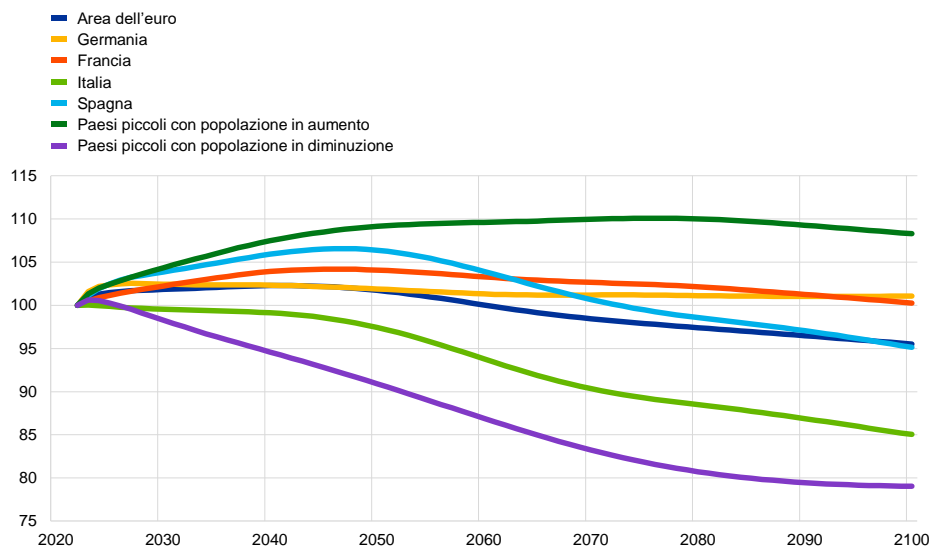
Secondo le proiezioni, coerentemente con le tendenze di lungo periodo già attese, la popolazione dell'area dell'euro dovrebbe continuare a invecchiare e a ridursi in misura significativa nelle generazioni future. In base alle proiezioni aggiornate di Eurostat si prevede che la popolazione dell'area dell'euro diminuirà del 4,5 per cento tra il 2022 e il 2100, riducendosi di 16 milioni di persone; tale flessione sarà particolarmente marcata in alcuni paesi (cfr. il grafico A). A causa dell'invecchiamento demografico, nell'area dell'euro il calo della popolazione in età lavorativa (persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni) sarà più consistente rispetto a quello della popolazione complessiva. Ci si attende che il numero di persone in età lavorativa diminuisca del 19 per cento, passando da 221 milioni nel 2022 a 180 milioni nel 2100. Ciò determinerà un rapido incremento dell'indice di dipendenza degli anziani, che salirà dal 34 per cento nel 2022 a circa il 51 nel 2050 e al 60 nel 2100: da una persona anziana ogni tre persone in età lavorativa nel 2022 si passerà a poco meno di due persone anziane nel 2100.

¹ Le proiezioni demografiche EUROPOP2023 sono calcolate in modo deterministico sulla base dell'ipotesi di una prosecuzione delle tendenze attuali e di una parziale convergenza verso la media dell'UE. Le revisioni sono apportate principalmente per l'effetto combinato di tre eventi demografici: nascite, decessi e flussi migratori, ciascuno dei quali contribuisce a formare la struttura demografica nel tempo. Cfr. "Population projections in the EU - methodology", Eurostat (2023). Alcune revisioni potrebbero anche essere riconducibili a variazioni della metodologia impiegata per le proiezioni.

Grafico A

Proiezioni demografiche per l'area dell'euro

(indice 100 = popolazione nel 2022)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: prospettive demografiche basate sulle proiezioni demografiche EUROPOP2023. La popolazione totale corrisponde alla popolazione al 1° gennaio di ogni anno, come indicato nella rilevazione annuale di dati statistici demografici di Eurostat. La voce "Paesi piccoli con popolazione in aumento" si riferisce alla media ponderata per la popolazione di Belgio, Irlanda, Cipro, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi e Austria (si prevede che le popolazioni di questi paesi aumentino tra il 2022 e il 2100). La voce "Paesi piccoli con popolazione in diminuzione" si riferisce alla media ponderata per la popolazione di Estonia, Grecia, Croazia, Lettonia, Lituania, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia (si prevede che le popolazioni di questi paesi diminuiscano tra il 2022 e il 2100).

La pandemia e l'afflusso di migranti hanno determinato diverse variazioni delle prospettive demografiche dell'area dell'euro rispetto all'aggiornamento del 2019, con un impatto netto positivo.

Secondo le proiezioni la popolazione dell'area dell'euro, inclusa la Croazia, dovrebbe aumentare dai 347 milioni nel 2022 al numero massimo di 355 milioni nel 2041, quattro anni più tardi di quanto atteso nel passato aggiornamento. Attualmente si prevede un incremento della popolazione dell'area dell'euro pari allo 0,7 per cento nel 2025 e all'1,4 per cento nel 2050 rispetto alle proiezioni precedenti. La maggior parte delle revisioni apportate alle tendenze demografiche è attribuibile a un forte aumento dell'immigrazione netta, proveniente dall'Ucraina e da altri paesi (cfr. il grafico B). Le proiezioni indicano una normalizzazione della migrazione netta entro il 2025, pur rimanendo su un livello leggermente superiore alle stime contenute nelle proiezioni EUROPOP2019 nell'orizzonte considerato². Il fatto che la maggior parte dei migranti sia in età lavorativa tende ad alleggerire le pressioni demografiche sull'offerta di lavoro e sulle finanze pubbliche. Allo stesso tempo, la pandemia ha determinato un significativo incremento del tasso di mortalità nei paesi dell'area dell'euro, in particolare tra gli

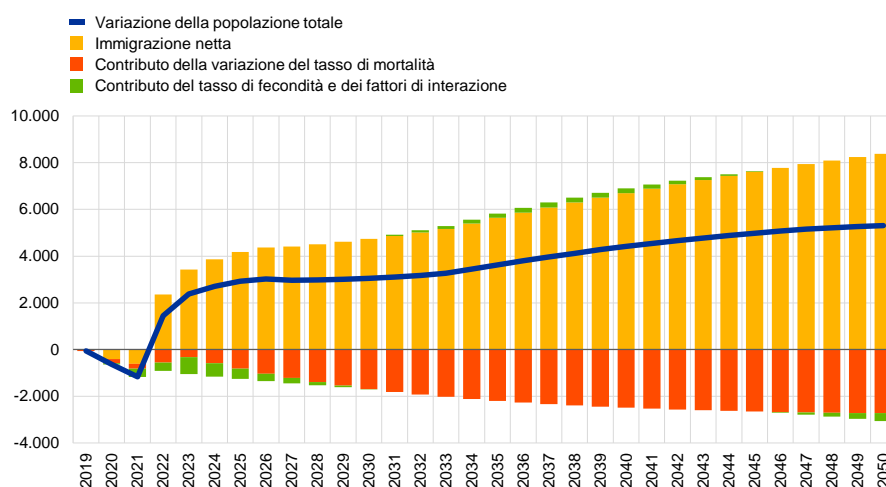
² La correzione al rialzo dell'immigrazione netta scaturisce da ipotesi meccaniche basate sulla migrazione passata e motivate da fattori come i flussi migratori attesi innescati dai cambiamenti climatici. Per gli ucraini in regime di protezione temporanea si ipotizza un rientro graduale di due terzi di questa popolazione nell'arco di dieci anni a partire dal 2025.

anziani³. Tali andamenti compensano l'effetto avverso della pandemia sui tassi di fecondità nella maggior parte dei paesi⁴. Tenendo conto di tutte le diverse tendenze recenti, l'indice di dipendenza degli anziani indicato nelle attuali proiezioni dovrebbe migliorare di 0,6 punti percentuali entro il 2025 e di 1,4 punti percentuali (al 51 per cento) entro il 2050 rispetto all'esercizio del 2019. Alcuni paesi dell'area dell'euro hanno beneficiato in misura maggiore di altri di questi recenti andamenti demografici (cfr. il grafico C)⁵.

Grafico B

Revisioni delle prospettive demografiche per l'area dell'euro

(in milioni)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

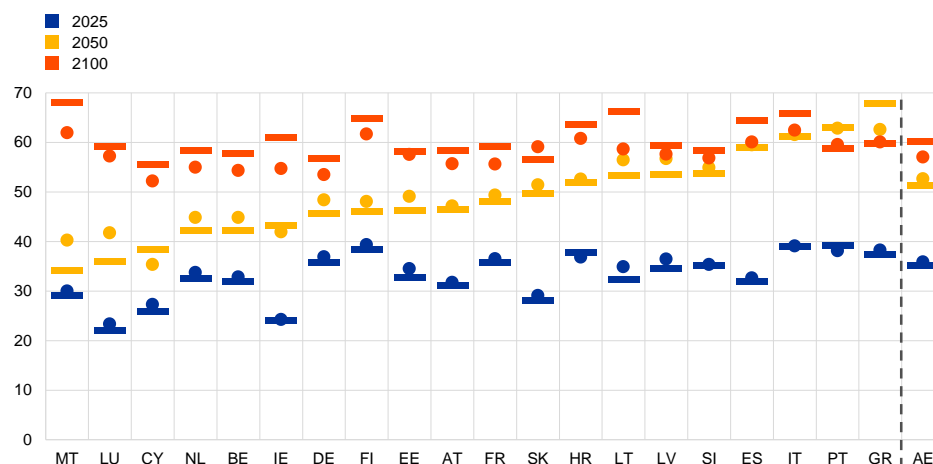
Note: revisione delle prospettive demografiche calcolata come differenza tra le proiezioni demografiche EUROPOP2019 ed EUROPOP2023. La variazione della popolazione totale risulta dalla somma dell'immigrazione netta e del saldo naturale. Il saldo naturale è la differenza tra il numero dei nati vivi e il numero dei morti di un determinato periodo.

- ³ Poiché la speranza di vita continua a crescere, nel tempo l'UE ha registrato una tendenza al ribasso dei tassi di mortalità. Il COVID-19 ha causato un'improvvisa e temporanea diminuzione della speranza di vita nell'Unione dagli 81,3 anni nel 2019 agli 80,1 anni nel 2021. Cfr. *The impact of demographic change in a changing environment*, Commissione europea, 2023. Si ipotizza che i tassi di mortalità convergeranno gradualmente verso il precedente profilo discendente indicato nelle proiezioni EUROPOP2019 di Eurostat.
- ⁴ Nonostante la sostanziale ripresa dei tassi di fecondità registrata alla fine del 2021 nella maggior parte dei paesi, le ultime proiezioni EUROPOP prevedono aumenti nell'orizzonte temporale più contenuti di quanto ipotizzato in passato, in parte compensati dalla maggiore crescita demografica nel tempo dovuta all'immigrazione.
- ⁵ Il paese con le correzioni delle proiezioni demografiche più favorevoli è la Lituania, la cui popolazione, secondo l'esercizio attuale, dovrebbe crescere, anziché ridursi, per l'orizzonte temporale fino al 2025. Le attuali proiezioni indicano un incremento della popolazione in Lussemburgo del 39 per cento (+20 punti percentuali) e a Malta del 43 per cento (+15,0 p.p.) entro il 2050. Per altri paesi è invece prevista una dinamica demografica più debole. Le proiezioni relative alla crescita demografica cumulata per i prossimi 30 anni sono state ribassate al 9 per cento per Cipro (-7,0 p.p.) e al -14 per cento per la Grecia (-5,0 p.p.). In molti paesi la variazione delle prospettive demografiche si riflette in una proiezione lievemente meno sfavorevole per l'indice di dipendenza degli anziani, che per il 2050 è stato ridotto al 34 per cento per Malta (-6,0 p.p.) e al 36 per cento per il Lussemburgo (-5,6 p.p.). La proiezione dell'indice è stata invece innalzata per Cipro, al 38 per cento (+3,0 p.p.), e per la Grecia, al 68 per cento (+5,3 p.p.).

Grafico C

Proiezioni degli indici di dipendenza degli anziani nei paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: gli istogrammi mostrano gli indici di dipendenza degli anziani secondo le proiezioni demografiche EUROPOP2023. Gli indicatori a cerchio mostrano gli indici di dipendenza degli anziani secondo le proiezioni demografiche EUROPOP2019. I paesi sono classificati in base all'indice di dipendenza degli anziani nel 2050 secondo le proiezioni demografiche EUROPOP2023. L'indice di dipendenza degli anziani si definisce come il numero di persone di età pari o superiore ai 65 anni ogni 100 persone in età lavorativa (compresa fra i 15 e i 64 anni).

Il miglioramento delle prospettive demografiche rispetto alle proiezioni EUROPOP2019 dovrebbe avere un lieve impatto positivo sulle prospettive di crescita per l'area dell'euro nei prossimi 30 anni. L'invecchiamento e la riduzione della popolazione hanno ripercussioni negative sulle prospettive economiche attraverso vari canali⁶. In particolare, ci si attende che frenino la crescita del prodotto potenziale, soprattutto per effetto della diminuzione dell'offerta di lavoro e, probabilmente, attraverso altre componenti della crescita potenziale, come l'incremento della produttività del lavoro. Un aumento relativo del numero di lavoratori più anziani, associato a un profilo a campana della produttività in funzione dell'età, avrebbe un impatto negativo sul prodotto potenziale. Tuttavia, cambiamenti strutturali, come una quota più elevata di professioni che possono essere svolte a un'età più avanzata, modificano anche il profilo della produttività specifica per età. Inoltre, poiché l'invecchiamento influisce sulla produttività del lavoro anche attraverso altri canali, quali l'accumulazione di capitale fisico e umano e i profili di consumo, l'effetto complessivo sulla produttività aggregata non è univoco⁷. Le prospettive demografiche potrebbero inoltre avere implicazioni rilevanti per la conduzione della politica monetaria per via del loro impatto sul tasso di interesse naturale e sulle pressioni inflazionistiche⁸; le prospettive demografiche leggermente più favorevoli dovrebbero tuttavia attenuare, almeno in parte, tali pressioni.

Al tempo stesso, è altresì probabile che le migliori prospettive demografiche attenuino le pressioni che l'invecchiamento della popolazione esercita sulle

⁶ Cfr. il riquadro 3 *L'impatto dell'afflusso di rifugiati ucraini sulle forze di lavoro dell'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

⁷ Cfr. Bodnár, K e Nerlich, C., "The macroeconomic and fiscal impact of population ageing", *Occasional Paper Series*, n. 296, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2022.

⁸ Cfr. Goodhart, C. e Pradhan, M., *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan, 2020.

finanze pubbliche. Il rapporto del 2021 sull'invecchiamento (Ageing Report) mostra che, secondo le proiezioni, la spesa pubblica legata all'invecchiamento demografico (per pensioni, assistenza sanitaria, cure a lungo termine e istruzione) dovrebbe aumentare di 2,4 punti percentuali nello scenario di riferimento: da circa il 24,6 per cento del PIL dell'area dell'euro nel 2019 a oltre il 27 per cento nel 2050⁹. Ciò è dovuto principalmente all'aumento della spesa per l'assistenza sanitaria e le cure a lungo termine, mentre gli aumenti della spesa pensionistica sono contenuti a seguito delle passate riforme previdenziali, che hanno incluso misure volte a ridurre il tasso di sostituzione e a innalzare l'età pensionabile¹⁰. Secondo le proiezioni EUROPOP2023, le prospettive demografiche più favorevoli dovrebbero attenuare in parte le pressioni sulla spesa indotte dall'invecchiamento della popolazione. L'aumento del tasso di mortalità dovuto alla pandemia ha avuto conseguenze negative nel breve periodo ma, riguardando soprattutto la popolazione più anziana, ridurrà il fabbisogno futuro di assistenza sanitaria e cure a lungo termine. Nel contempo, le migrazioni di persone in età lavorativa verso Stati membri dell'UE migliorano l'indice di dipendenza degli anziani e riducono le pressioni sul finanziamento dei sistemi pensionistici.

Stime basate su modelli indicano un modesto impatto positivo sulla crescita potenziale del PIL e sulle finanze pubbliche nei prossimi decenni. I risultati sono ottenuti utilizzando il modello a generazioni sovrapposte di de la Croix e Docquier (2007), calibrato per l'area dell'euro con dati storici effettivi e le proiezioni EUROPOP2019 ed EUROPOP2023 (cfr. la tavola A)¹¹. Le simulazioni indicano un aumento della crescita potenziale, rispetto alle proiezioni EUROPOP2019, di circa 0,1 punti percentuali per ogni anno fino al 2050 per effetto delle tendenze demografiche contenute nelle nuove previsioni. Ciò è attribuibile principalmente all'impatto positivo dell'immigrazione netta sulle forze di lavoro. Tuttavia, anche ipotizzando una graduale integrazione dei migranti nel mercato del lavoro, la maggiore offerta riduce di poco la crescita dei salari. Infine, la variazione della struttura demografica ha un impatto lievemente favorevole sulla spesa previdenziale, riducendola di 0,2-0,3 punti percentuali del PIL dell'area dell'euro fino al 2050 per un dato livello pensionistico¹².

⁹ Cfr. Commissione europea, "The 2021 Ageing Report - Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070)", *Institutional Paper*, n. 148, maggio 2021.

¹⁰ Al tempo stesso, alcune delle riforme pensionistiche considerate nel rapporto del 2021 sull'invecchiamento sono state revocate e probabilmente alimenteranno proiezioni più pessimistiche relative alla spesa legata all'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro nel prossimo rapporto, che verrà pubblicato nel 2024.

¹¹ Si tratta di un modello di equilibrio generale calcolabile a generazioni di individui sovrapposte, cfr. de la Croix, D. e Docquier, F., "School Attendance and Skill Premiums in France and the US: A General Equilibrium Approach", *Fiscal Studies*, vol. 28, n. 4, 2007, pagg. 383-416.

¹² Dopo il 2060, a causa dell'invecchiamento dei migranti e di un più marcato effetto della diminuzione dei tassi di fecondità, l'impatto positivo delle mutate prospettive demografiche si inverte e tutti gli effetti cambiano segno, sebbene gradualmente.

Tavola A

Impatto delle proiezioni aggiornate sulla crescita annua del PIL in termini reali, sulle retribuzioni e sulla spesa previdenziale

(in punti percentuali)

	2020	2030	2040	2050
Crescita in termini reali	-0,04	0,13	0,13	0,08
Crescita del reddito per occupato	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02
Risparmio per la spesa relativa alle pensioni	-0,04	0,20	0,32	0,32

Fonte: elaborazioni degli autori basate su de la Croix e Docquier, (2007).

Nel complesso, tuttavia, il calo e l'invecchiamento della popolazione europea continuano a porre sfide significative per l'economia dell'area dell'euro.

Le riforme dei mercati del lavoro e delle pensioni dovrebbero essere orientate ad aumentare il tasso di partecipazione al mercato del lavoro. Nel contempo i governi dovrebbero accelerare il progresso tecnologico e la digitalizzazione, in linea con le politiche definite nei piani nazionali di ripresa e resilienza. È probabile che l'aumento della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione e la riduzione della base imponibile della popolazione in età lavorativa esercitino una pressione crescente sulle finanze pubbliche. In particolare, i paesi che hanno conti pubblici già vulnerabili dovrebbero astenersi dal revocare le riforme previdenziali attuate in passato che hanno significativamente contribuito a migliorare la sostenibilità dei loro sistemi pensionistici. La ricostituzione delle riserve di bilancio, diminuite durante la pandemia e la crisi energetica, concorrerebbe a far fronte all'aumento dei costi dell'assistenza sanitaria e delle cure a lungo termine.

Articoli

1 L'impatto della Brexit sul commercio e sui mercati del lavoro del Regno Unito

a cura di Katrin Forster-van Aerssen e Tajda Spital

1 Introduzione

Sono passati quasi due anni e mezzo da quando il Regno Unito, a seguito della Brexit, ha firmato l'accordo commerciale con l'Unione europea (UE), che si prevedeva avrebbe avuto molteplici effetti sull'economia del paese.

L'Accordo sugli scambi e la cooperazione (Trade and Cooperation Agreement, TCA) tra l'UE e il Regno Unito è stato firmato il 30 dicembre 2020 ed è entrato in vigore in via provvisoria il 1° gennaio 2021. L'uscita dal mercato unico e dall'unione doganale dell'UE ha rappresentato un profondo cambiamento nelle relazioni economiche. Era stato previsto che tale cambiamento avrebbe avuto un impatto sui flussi commerciali tra l'UE e il Regno Unito, ma anche sui flussi migratori, sugli investimenti esteri diretti, sulla regolamentazione, sul settore finanziario, su scienza e istruzione e su altri settori dell'economia del Regno Unito.

Sebbene ci vorrà del tempo prima che tutti gli effetti si manifestino, il presente articolo si concentra sugli andamenti recenti del commercio e dei mercati del lavoro del Regno Unito, per i quali l'impatto della Brexit è stato ampiamente discusso. La pandemia di coronavirus (COVID-19) è un fattore confondente, ma i dati disponibili consentono una prima valutazione degli effetti della Brexit. Sebbene permangano notevoli incertezze riguardo all'entità precisa, le evidenze disponibili suggeriscono che la Brexit ha frenato il commercio del Regno Unito e ha contribuito a un calo dell'offerta di lavoro, entrambi fattori che potrebbero pesare sul potenziale di crescita a lungo termine del paese¹.

2 Andamento dei flussi commerciali del Regno Unito dall'attuazione dell'Accordo sugli scambi e la cooperazione

Sebbene la pandemia e le interruzioni della catena di approvvigionamento abbiano avuto ripercussioni sul commercio mondiale negli ultimi anni, la Brexit ha avuto un ulteriore impatto sul commercio del Regno Unito.

Negli ultimi anni, la recessione mondiale e la successiva ripresa in seguito alla pandemia, unitamente alle interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali, in linea generale hanno accresciuto la volatilità del commercio a livello mondiale. Per il Regno Unito, gli approfonditi e protratti negoziati sulle modalità di recesso e

¹ Per un'ulteriore trattazione dell'impatto sulla crescita potenziale, cfr. *Monetary Policy Report*, Bank of England, febbraio 2023.

sulle future relazioni commerciali hanno generato un'incertezza ancora maggiore, riscontrata anche in un brusco deprezzamento del tasso di cambio del paese, che aveva già inciso negativamente sugli investimenti, sulle importazioni e sulle esportazioni nel periodo precedente l'uscita formale del Regno Unito dall'UE². Il tasso di crescita degli investimenti del Regno Unito era basso ben prima della Brexit, il che è anche alla base della stagnazione della crescita della produttività del paese. A seguito del referendum sulla Brexit, un prolungato periodo di incertezza circa le relazioni tra l'UE e il Regno Unito ha ulteriormente frenato gli investimenti. Anche le esportazioni hanno risentito della ridotta attrattiva del Regno Unito quale destinazione degli investimenti per le imprese estere³.

A partire da gennaio 2021 il commercio tra l'UE e il Regno Unito viene disciplinato dall'Accordo sugli scambi e la cooperazione tra l'UE e il Regno Unito, che ha formalizzato le relazioni commerciali e regolamentari. Il TCA garantisce l'azzeramento dei dazi e delle quote sulle merci scambiate tra l'UE e il Regno Unito. Tuttavia, per beneficiare dell'accesso in esenzione tariffaria le merci del Regno Unito devono soddisfare i requisiti riguardanti la norma d'origine, definiti nei dettagliati allegati dell'accordo. Pertanto, a differenza del mercato unico, le imprese sono sottoposte a ulteriori oneri amministrativi e a ritardi alla frontiera a causa di controlli doganali e regolamentari. Il Regno Unito e l'UE hanno attuato l'accordo con ritmi diversi. Mentre i paesi dell'UE hanno immediatamente adottato tutti i requisiti doganali e i controlli sulle importazioni dal Regno Unito, quest'ultimo ne ha ritardato l'introduzione sulle proprie importazioni dall'UE fino a gennaio 2022, con ulteriori controlli in materia di salute, sicurezza e protezione posticipati fino alla fine del 2023.

I volumi degli scambi di merci del Regno Unito con l'UE sono diminuiti significativamente dopo l'attuazione dell'Accordo, rimanendo al di sotto del livello precedente la pandemia fino all'inizio del 2022. Per quanto riguarda le importazioni, nonostante il ritardo nell'applicazione delle disposizioni dell'Accordo sugli scambi e la cooperazione da parte del Regno Unito, nei primi mesi del 2021 le importazioni del paese dall'UE sono notevolmente diminuite, in contrasto con un aumento delle importazioni di merci da paesi al di fuori dell'UE (cfr. i pannelli a) e c) del grafico 1). Ciò potrebbe indicare una certa sostituzione delle importazioni dall'UE con quelle da paesi al di fuori dell'UE, con un riorientamento delle merci dai transiti attraverso i paesi dell'UE. Tuttavia, anche le diverse condizioni cicliche durante la pandemia (dovute alle differenze in termini di numero di casi e restrizioni) e le diverse esposizioni alle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale potrebbero aver svolto un ruolo importante. Poiché negli ultimi mesi il divario tra le importazioni provenienti dall'UE e quelle da paesi al di fuori dell'UE si è colmato, l'impatto di tutti

² Cfr., ad esempio, Graziano, A.G., Handley, K. e Limão, N., "Brexit uncertainty and trade disintegration", *The Economic Journal*, vol. 131, n. 635, aprile 2021, pagg. 1150-1185. Per una rassegna degli andamenti della domanda di importazioni del Regno Unito e della bilancia dei pagamenti a partire dal referendum, cfr. l'articolo 1 [Comprendere la debolezza della domanda di importazioni del Regno Unito dopo il referendum e i rischi legati alla bilancia dei pagamenti di tale paese per l'area dell'euro](#) nel numero 3/2021 di questo Bollettino. Anziché beneficiare del forte deprezzamento della sterlina, anche le esportazioni hanno risentito dell'elevata incertezza e delle aspettative delle imprese circa la necessità di un discostamento.

³ Cfr. Driffield, N. e Karoglou, M., "Brexit and Foreign Investment in the UK", *Journal of the Royal Statistical Society Series A: Statistics in Society*, vol. 182, n. 2, ottobre 2018, pagg. 559-582.

questi fattori sembra essere stato di durata piuttosto breve⁴. Dal lato delle esportazioni, quelle del Regno Unito verso i paesi dell'UE sono nettamente diminuite subito dopo l'introduzione dell'Accordo, poiché molti esportatori hanno avuto difficoltà a soddisfare i nuovi requisiti di documentazione attestante il rispetto delle norme dell'UE (cfr. il pannello b) del grafico 1). Successivamente, le esportazioni di beni del Regno Unito verso l'UE hanno registrato una lieve ripresa, mostrando da allora un andamento sostanzialmente analogo a quello delle esportazioni verso i partner non appartenenti all'UE, sebbene siano rimaste relativamente contenute rispetto agli andamenti osservati prima della Brexit (cfr. il pannello d) del grafico 1). La Brexit rimane pertanto un fattore importante. Secondo una recente indagine della Camera di commercio britannica su oltre 1.100 imprese, a due anni dalla firma dell'Accordo, il 77 per cento delle imprese che commerciano con l'UE ha affermato che l'Accordo non li ha aiutati ad aumentare le vendite o a espandere la propria attività. Oltre la metà delle imprese ha segnalato difficoltà di adeguamento alle nuove regole per l'esportazione di beni (45 per cento per i servizi)⁵.

⁴ Tale andamento, tuttavia, deve essere interpretato con una certa cautela, in quanto i dati sulle importazioni di merci dall'UE risultavano gonfiati, nel primo semestre del 2022, a causa di ritardi nelle dichiarazioni doganali della seconda metà del 2021. Più in generale, nell'interpretare i recenti andamenti degli scambi commerciali del Regno Unito, è importante considerare che a gennaio 2022 l'agenzia delle entrate fiscali e doganali britannica ha introdotto una modifica nella raccolta dei dati che incide sui dati riguardanti le importazioni dall'UE nel Regno Unito. Ciò ha fatto seguito a un'analoga variazione nella raccolta di dati a gennaio 2021 per i dati sulle esportazioni di merci dal Regno Unito verso l'UE. L'Ufficio per le statistiche nazionali del Regno Unito (Office for National Statistics, ONS) ha applicato adeguamenti alle importazioni dell'UE del 2021 per confrontare le statistiche sulle importazioni e sulle esportazioni in termini omogenei di raffronto. La serie temporale completa per le importazioni dall'UE presenta ancora una discontinuità a partire da gennaio 2021.

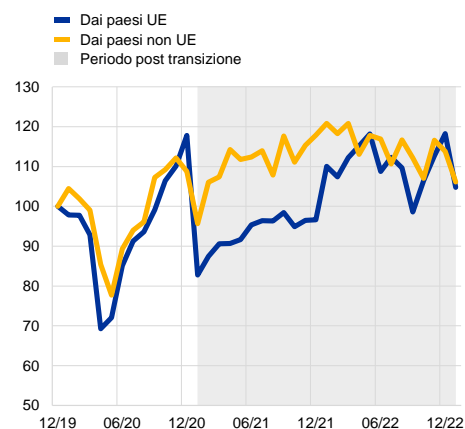
⁵ Cfr. *The Trade and Cooperation Agreement: Two Years On – Proposals for Reform by UK Business*, British Chambers of Commerce, 2022.

Grafico 1

Commercio di beni del Regno Unito con paesi interni ed esterni all'UE

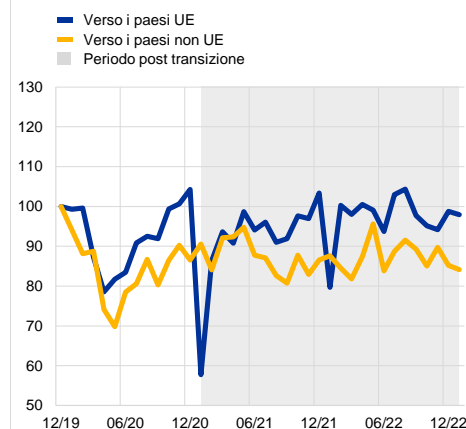
a) Volumi importati

(indice: 2019=100; dati mensili)



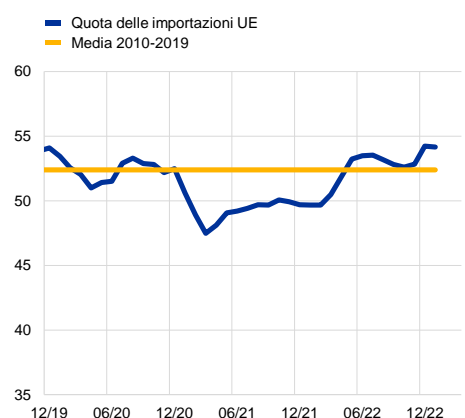
b) Volumi esportati

(indice: 2019=100; dati mensili)



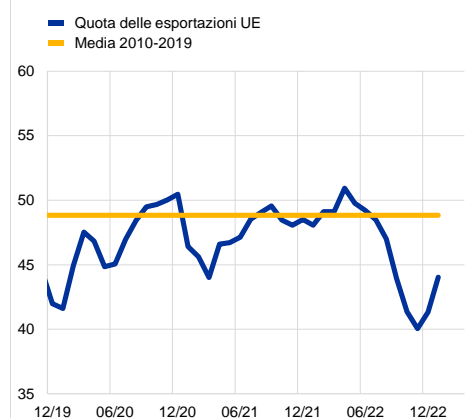
c) Quota delle importazioni dall'UE sul totale delle importazioni del Regno Unito

(valori percentuali; medie mobili di tre mesi)



d) Quota delle esportazioni verso l'UE sul totale delle esportazioni del Regno Unito

(valori percentuali; medie mobili di tre mesi)



Fonti: ONS.

Note: il periodo successivo alla transizione è iniziato a gennaio 2021, quando l'Accordo è entrato in vigore in via provvisoria. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

Gli scambi di servizi con l'UE sono rimasti leggermente più deboli rispetto a quelli con i partner al di fuori dell'UE. Gran parte del più marcato calo iniziale degli scambi di servizi con l'UE è sembrato connesso alla pandemia, in particolare alla luce della quota più elevata dei settori di viaggi e trasporti nel commercio dell'UE rispetto al commercio dei paesi al di fuori dell'UE e delle restrizioni ai viaggi durante la pandemia (cfr. il grafico 2). Congiuntamente alla ripresa del turismo, l'interscambio di servizi nel Regno Unito ha segnato un recupero, superando di gran lunga i livelli precedenti la pandemia. Ciò riflette inoltre l'aumento dei prezzi dei viaggi dopo la pandemia. Altre importanti categorie di esportazioni di servizi verso l'UE, come i servizi finanziari, sono diminuite ulteriormente o non sono cresciute quanto le esportazioni verso il resto del mondo fino alla fine del 2021, mantenendosi al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. Sembra pertanto che in questo la Brexit abbia avuto un certo ruolo, forse anche a causa della mancanza di accordi riguardanti gli

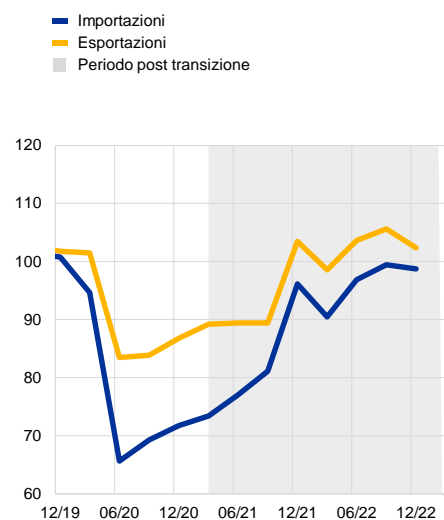
scambi di servizi. Nel settore dei servizi finanziari, che rappresenta circa il 20 per cento delle esportazioni totali di servizi del Regno Unito, le disposizioni dell'Accordo sugli scambi e la cooperazione sono state limitate. Il Regno Unito e l'UE hanno convenuto che, insieme all'Accordo, concluderanno un memorandum d'intesa sulla cooperazione in materia di regolamentazione, che però non è stato ancora firmato. A partire dalla Brexit l'importanza dell'UE quale partner commerciale del Regno Unito è diminuita e nel 2022 ha costituito il 29 per cento delle esportazioni totali di servizi finanziari del paese, rispetto al 37 per cento del 2019.

Grafico 2

Interscambio di servizi e esportazioni di servizi del Regno Unito per determinati settori

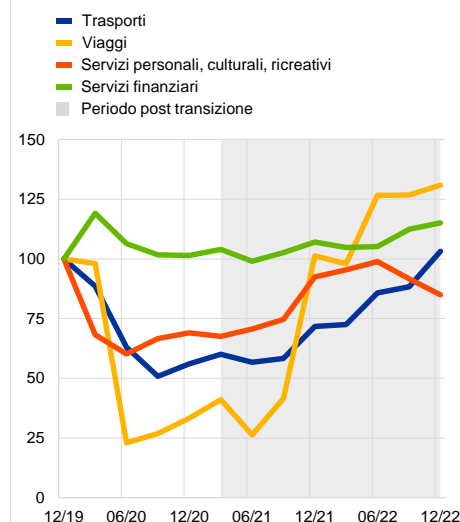
a) Volumi totali delle esportazioni e delle importazioni di servizi

(indice: 2019=100, dati mensili)



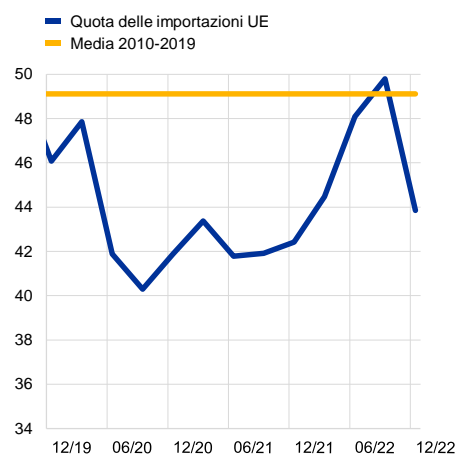
b) Esportazioni di servizi (valori) per determinati settori

(indice: 4° trim. 2019 = 100, dati trimestrali)



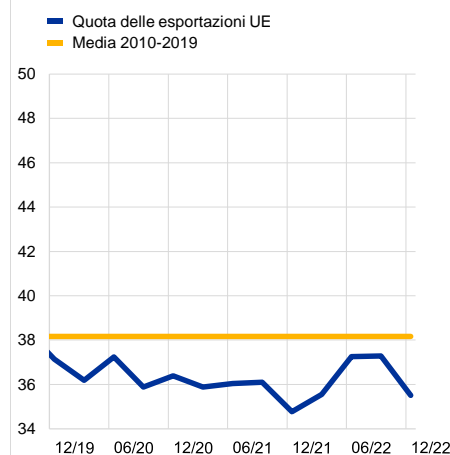
c) Quota delle importazioni di servizi del Regno Unito dall'UE sul totale delle importazioni di servizi del Regno Unito

(valori percentuali; medie mobili di tre mesi)



d) Quota delle esportazioni di servizi del Regno Unito verso l'UE sul totale delle esportazioni di servizi del Regno Unito

(valori percentuali; medie mobili di tre mesi)



Fonti: ONS.

Note: la scomposizione degli interscambi di servizi in esportazioni verso i partner all'interno e all'esterno dell'UE e importazioni dai partner all'interno e all'esterno dell'UE è disponibile solo in termini di valori. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023 per i volumi e al quarto trimestre 2022 per i valori delle esportazioni di servizi.

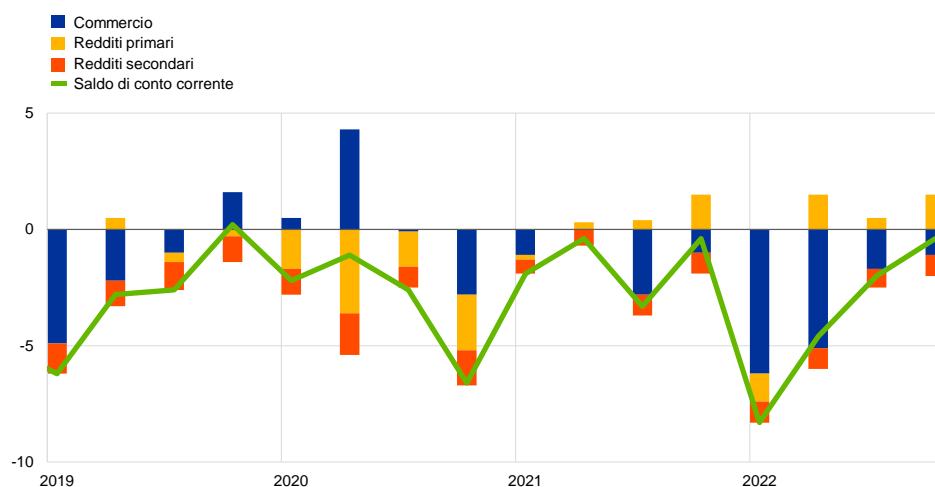
Il disavanzo di conto corrente del Regno Unito è aumentato a partire dall'attuazione dell'Accordo, principalmente a causa dell'andamento del saldo dei beni. Nel primo trimestre del 2022 il disavanzo di conto corrente del Regno Unito ha raggiunto il massimo storico del 7,7 per cento del PIL, a causa di un peggioramento sia del disavanzo commerciale sia del saldo dei redditi (cfr. il grafico 3). Sebbene la maggior parte del recente aumento del disavanzo commerciale possa essere attribuita agli elevati prezzi dell'energia, il deterioramento

del saldo dei beni a partire dall'attuazione dell'Accordo, in generale, è stato il principale fattore alla base dell'andamento di conto corrente del Regno Unito. Il saldo dei servizi è rimasto piuttosto stabile dall'inizio del 2021, attestandosi a circa il 6 per cento del PIL del Regno Unito, segnando la fine della tendenza, precedentemente osservata, all'aumento degli avanzi nel saldo dei servizi del paese.

Grafico 3
Conto corrente del Regno Unito

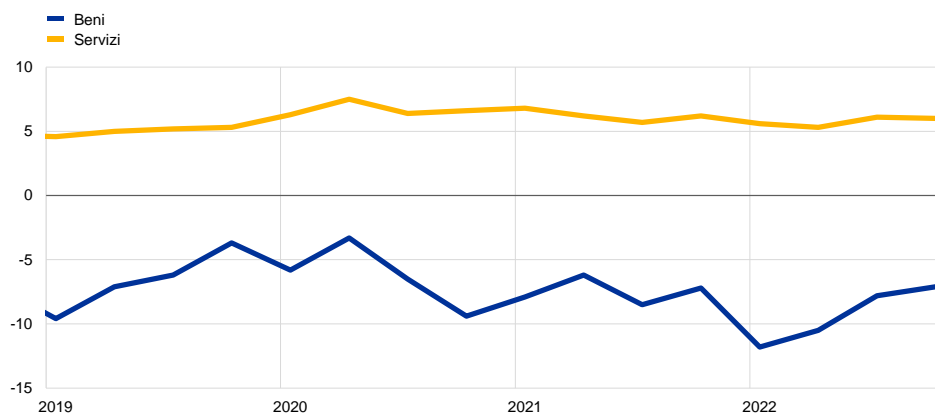
a) Scomposizione del conto corrente del Regno Unito

(in percentuale del PIL)



b) Saldi di beni e servizi

(in percentuale del PIL)



Fonte: ONS.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

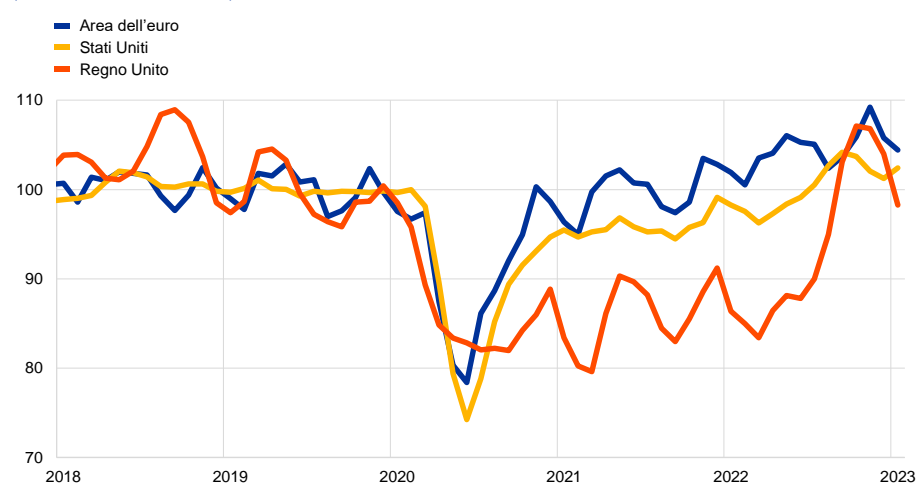
La ripresa del commercio del Regno Unito dopo la pandemia ha subito dei ritardi rispetto a quella di altre economie avanzate. Mentre il Regno Unito ha registrato un crollo delle esportazioni simile a quello di altri paesi all'inizio della pandemia, ha beneficiato molto meno della successiva ripresa del commercio mondiale (cfr. il grafico 4). Alla fine del 2021 le esportazioni di altre economie avanzate avevano registrato un recupero quasi pari ai livelli precedenti la pandemia, mentre quelle del Regno Unito sono rimaste al di sotto di tale livello di circa il 10 per cento. Di conseguenza, tra il 2019 e la fine del 2021 gli scambi commerciali del

Regno Unito in percentuale del PIL sono diminuiti dell'11 per cento, un calo significativamente superiore a quello osservato nell'area dell'euro o negli Stati Uniti. Alla fine del 2022 il divario tra le esportazioni del Regno Unito e quelle di altri paesi avanzati sembra essersi colmato, il che potrebbe indicare che le turbolenze legate al periodo di transizione della Brexit stiano venendo meno. Tuttavia ciò va interpretato con cautela. Anche i temporanei effetti di recupero dalla pandemia e i recenti cambiamenti nelle statistiche sul commercio del Regno Unito potrebbero essere all'origine di tale andamento.

Grafico 4

Volumi delle esportazioni di beni nelle economie avanzate

(indice: 2019=100; dati mensili)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

3 Debolezza del commercio del Regno Unito rispetto ad altre economie avanzate: il ruolo della Brexit

In letteratura sono stati adottati due approcci principali per isolare l'impatto della Brexit dagli effetti legati alla pandemia. Vari ricercatori hanno impiegato un approccio di differenza nelle differenze, utilizzando diverse serie di dati e specifiche. Ad esempio, Freeman et al., Du e Shepotylo, e Du et al. mettono a confronto l'evoluzione del commercio tra il Regno Unito e l'UE con gli interscambi tra il Regno Unito e il resto del mondo. Kren e Lawless, di contro, utilizzano il commercio dell'UE con il resto del mondo come gruppo di controllo⁶. Utilizzando dati ad alta frequenza a livello di prodotto sul commercio di beni, si applica una serie completa di effetti fissi prodotto-tempo e prodotto-partner per tenere conto dei cambiamenti negli andamenti commerciali diversi dalla Brexit, in particolare le variazioni dei flussi commerciali a

⁶ Cfr. Freeman, R., Manova, K., Prayer, T. e Sampson, T., "UK trade in the wake of Brexit", *Discussion Paper*, n. 1847, Centre for Economic Performance, aprile 2022; Du, J. e Shepotylo, O., "TCA, Non-tariff Measures and UK Trade", *ERC Research Paper*, n. 98, Enterprise Research Centre, giugno 2022; Du, J., Satoglu, E.B. e Shepotylo, O., "Post-Brexit UK Trade: An Update", *Insight Paper*, Centre for Business Prosperity, Aston University, novembre 2022; e Kren, J. e Lawless, M., "How has Brexit changed EU-UK trade flows?", *ESRI Working Paper*, n. 735, Economic and Social Research Institute, ottobre 2022.

seguito della pandemia di COVID-19. Seguendo un approccio alternativo, Springford ha fornito diversi aggiornamenti delle stime degli impatti della Brexit utilizzando un metodo “doppelgänger” in cui un algoritmo seleziona i paesi i cui risultati economici si allineavano maggiormente a quelli del Regno Unito prima della Brexit⁷.

Tenendo conto delle differenze metodologiche, l'evidenza empirica disponibile suggerisce che la Brexit ha ridotto il commercio tra il Regno Unito e l'UE in entrambe le direzioni.

La tavola 1 offre una panoramica dei recenti risultati, ottenuti utilizzando diversi approcci. Secondo le stime, il calo degli scambi commerciali tra il Regno Unito e l'UE varia dal 10 al 25 per cento⁸. Come mostrano gli aggiornamenti di Springford e Du et al., i risultati dipendono anche dall'orizzonte temporale considerato. Dato che le imprese sia del Regno Unito sia dell'UE si stanno ancora adeguando al nuovo contesto, il divario tra le valutazioni potrebbe riassorbirsi nel tempo. Oltre a fornire stime degli effetti della Brexit a partire dal 2021, gli studi disponibili in genere non rilevano prove di effetti di anticipazione, ovvero di un calo del commercio tra il Regno Unito e l'UE in rapporto al commercio totale del Regno Unito prima dell'attuazione provvisoria del TCA all'inizio del 2021. Nei diversi Stati membri dell'UE, la Brexit ha determinato un calo significativo degli scambi con il Regno Unito in quasi tutti i casi, sebbene di entità diversa. Il calo è stato più evidente nei paesi che storicamente hanno contribuito a una quota maggiore degli scambi commerciali (ovvero commercio in entrambe le direzioni con l'Irlanda, le esportazioni verso Cipro e Malta, le importazioni dal Belgio e dai Paesi Bassi)⁹. A livello di prodotto, sembra che vi sia stata una sostanziale riduzione del numero di prodotti esportati dal Regno Unito verso l'UE. Lo stesso non vale per le esportazioni di prodotti dall'UE verso il Regno Unito. Nel complesso ciò è, in linea di massima, coerente con l'aumento dei requisiti doganali da parte dell'UE, che ha un maggiore impatto sui flussi commerciali di basso valore, e spesso li blocca completamente. Contemporaneamente, si è registrata una crescente concentrazione delle esportazioni in un numero minore di grandi esportatori.

⁷ Cfr. Springford, J., “The cost of Brexit to June 2022”, *Insight*, Centre for European Reform, dicembre 2022. Per maggiori dettagli sulla metodologia, cfr. Springford, J., *What can we know about the cost of Brexit so far?*, Centre for European Reform, giugno 2022.

⁸ Rientrano in tale intervallo anche i risultati di un'analisi preliminare interna condotta nel contesto della rete UE-Regno Unito con l'uso di dati aggregati.

⁹ Cfr. Kren e Lawless, op. cit., tavola 4.

Tavola 1

Una selezione delle stime recenti (ossia posteriori alla Brexit) degli effetti della Brexit sull'interscambio di beni tra l'UE e il Regno Unito

Autori	Metodo	Effetti della Brexit
Kren e Lawless	Metodo della differenza nelle differenze; dati a livello di prodotto; gruppo di controllo: scambi commerciali dell'UE con il resto del mondo	Le esportazioni del Regno Unito verso l'UE sono diminuite del 16 per cento; le importazioni del Regno Unito dall'UE sono diminuite del 20 per cento
Freeman et al.	Metodo della differenza nelle differenze; dati a livello di prodotto; gruppo di controllo: scambi commerciali tra il Regno Unito e il resto del mondo	Calo persistente del 25 per cento delle importazioni relative del Regno Unito dall'UE, ma calo solo temporaneo delle esportazioni relative del Regno Unito verso l'UE
Du e Shepotylo	Metodo della differenza nelle differenze; dati a livello di prodotto; gruppo di controllo: scambi commerciali tra il Regno Unito e il resto del mondo; copertura del periodo fino al 3° trimestre 2021	Calo del 22 per cento delle esportazioni relative del Regno Unito verso l'UE rispetto al resto del mondo; calo del 26 per cento delle importazioni relative del Regno Unito
Du et al.	Metodo della differenza nelle differenze; dati a livello di prodotto; gruppo di controllo: scambi commerciali tra il Regno Unito e il resto del mondo; aggiornamento dell'analisi di Du e Shepotylo fino al 1° trimestre 2022	Calo del 22,9 per cento delle esportazioni relative del Regno Unito verso l'UE rispetto al resto del mondo; impatto negativo sulle importazioni del Regno Unito si è attenuato
Springford	Metodo "doppelgänger"	Fino a giugno 2022: totale degli scambi (esportazioni + importazioni) inferiore del 7 per cento rispetto al caso in cui il Regno Unito non avesse lasciato l'UE Fino al 4° trimestre 2021: totale degli scambi inferiore del 13,6 per cento rispetto al caso in cui il Regno Unito non avesse lasciato l'UE

Fonti: compilazione degli autori.

Da un confronto tra questi risultati e quelli delle analisi condotte prima della Brexit emerge che gli effetti iniziali, a seguito dell'Accordo, sono stati più gravi del previsto.

Prima della Brexit, sono state effettuate numerose simulazioni con tipologie di modelli diversi, ipotizzando livelli differenti di barriere tariffarie e non tariffarie¹⁰. Ad esempio, sulla base di un modello DSGE neo-keynesiano, che per il commercio di beni con l'area dell'euro ipotizza uno scenario simile a quello dell'Accordo, di norma ci si aspettava che la Brexit determinasse una diminuzione delle esportazioni e delle importazioni complessive del Regno Unito (nel lungo periodo) di circa il 3 per cento, con effetti minori sulle esportazioni di beni verso l'area dell'euro ma flessioni più consistenti per le esportazioni di servizi verso l'area¹¹. I dati finora disponibili suggeriscono che l'impatto negativo iniziale sulle esportazioni di beni del Regno Unito è stato più consistente, a indicare che gli esportatori britannici, almeno inizialmente, hanno incontrato difficoltà a soddisfare i maggiori requisiti amministrativi legati all'introduzione dei controlli doganali alle frontiere dell'UE. Poiché l'andamento dei servizi sembra essere stato fortemente

¹⁰ Per una sintesi dei risultati di analisi precedenti, cfr. "A review of economic analyses on the potential impact of Brexit", *Occasional Paper Series*, n. 249, BCE, ottobre 2020. Gli studi precedenti la Brexit riguardavano in genere effetti di equilibrio di più lungo periodo e la maggior parte prevedeva alcune difficoltà più marcate prima del referendum.

¹¹ Cfr. Pisani, M. e Vergara Caffarelli, F., "Le conseguenze macroeconomiche della Brexit per il Regno Unito e l'area dell'euro", *Temi di Discussione (Working Papers)*, n. 1163, Banca d'Italia, gennaio 2018.

determinato da fattori legati alla pandemia, sarebbero necessarie ulteriori analisi per distinguere l'impatto della Brexit dagli effetti della pandemia in questo settore¹².

4 Andamenti recenti del mercato del lavoro nel Regno Unito

Le condizioni del mercato del lavoro nel Regno Unito sono diventate sempre più tese a partire dalla riapertura dopo la pandemia, che ha coinciso anche con una diminuzione del numero di migranti provenienti dall'UE che lavorano nel paese. Nel secondo trimestre del 2021, a seguito della ripresa della domanda successiva alla pandemia, i datori di lavoro del Regno Unito hanno dovuto far fronte a un mercato del lavoro insolitamente teso, caratterizzato da un numero storicamente elevato di posti di lavoro vacanti e da un tasso di disoccupazione basso. Il grado di tensione sul mercato del lavoro, misurato in termini di posti disponibili per disoccupato, ha mostrato segnali limitati di allentamento, mentre le imprese hanno continuato a risentire di difficoltà nelle assunzioni (cfr. il pannello a) del grafico 5).

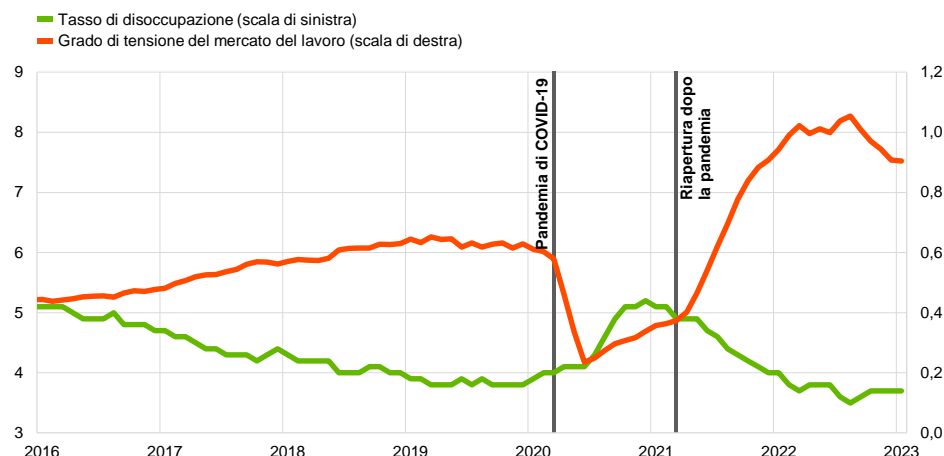
¹² Non vi sono analisi recenti dell'impatto della Brexit sugli scambi di servizi. Du e Shepotylo hanno studiato l'effetto del referendum del 2016, riguardante la Brexit, sul commercio di servizi nel Regno Unito e in Irlanda per il periodo fino al secondo trimestre del 2020, rilevando che essa aveva già avuto effetti negativi su tale commercio nel Regno Unito prima della fine del periodo di transizione. Cfr. Du, J. e Shepotylo, O., "Feeding the Celtic Tiger – Brexit, Ireland and Services Trade", *Research Paper*, Aston Business School, maggio 2021.

Grafico 5

Andamenti recenti del mercato del lavoro nel Regno Unito

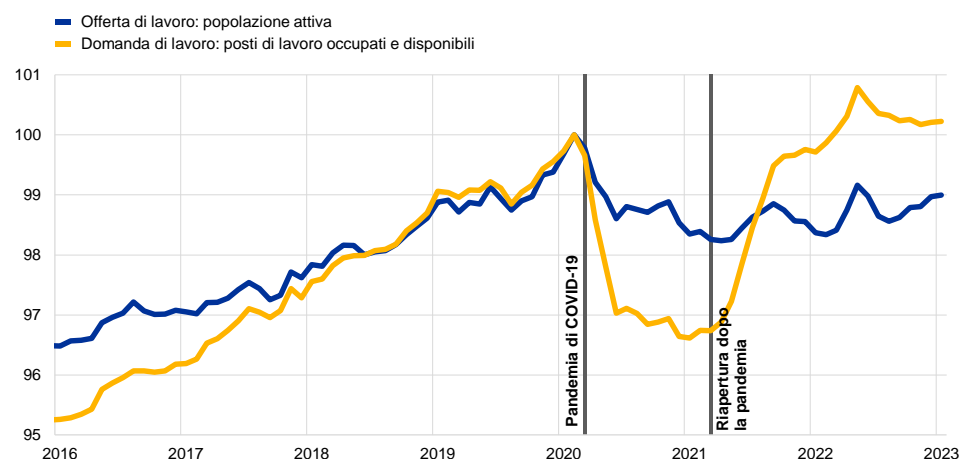
a) Tensioni sul mercato del lavoro e disoccupazione

(scala di sinistra: punti percentuali; scala di destra: rapporto tra posti di lavoro disponibili e disoccupazione, dati mensili)



b) Domanda e offerta di lavoro

(indice: febbraio 2020=100; dati mensili)



Fonti: ONS.

Note: tutte le serie sono riportate come medie mobili a tre mesi. Il grado di tensione nel mercato del lavoro è calcolato come il numero di posti vacanti per disoccupato. I dati si riferiscono alla popolazione del Regno Unito di età superiore ai 16 anni. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

La debolezza dell'offerta di manodopera è stata la principale determinante delle tensioni sul mercato del lavoro nel Regno Unito, mentre il ruolo svolto dall'impennata della domanda aggregata dopo la pandemia è stato solo limitato. Anche molte altre economie avanzate hanno registrato tensioni sui mercati del lavoro dopo il periodo pandemico. Nello stesso modo in cui il crollo della domanda aggregata all'inizio della pandemia ha ridotto l'assunzione di nuovi lavoratori, la riapertura delle attività economiche ha accelerato la domanda e incoraggiato le imprese a riassumere personale. Tuttavia, la persistenza e l'entità delle tensioni sul mercato del lavoro rendono il Regno Unito un'anomalia, comparabile solo all'economia statunitense¹³. Uno dei motivi potrebbe essere

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

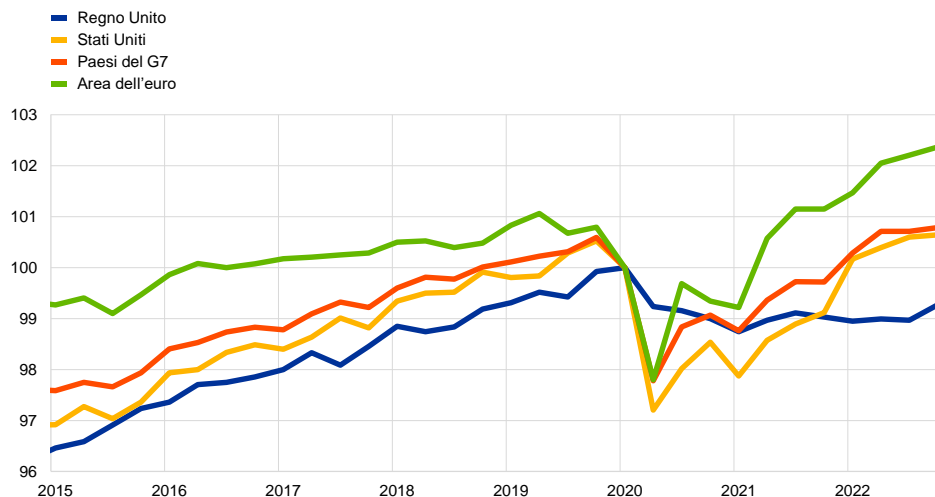
rintracciato nella lenta ripresa dell'offerta di lavoro nel paese, che ha evidenziato ritardi rispetto a quella di altre economie avanzate (cfr. il grafico 6). Durante la pandemia molte persone sono diventate inattive e con la ripresa dell'economia il tasso di partecipazione alle forze di lavoro, a differenza del tasso di occupazione, non ha raggiunto i livelli precedenti l'emergenza sanitaria (cfr. il pannello b) del grafico 5). Una scomposizione storica degli shock basata su un'analisi di autoregressione vettoriale bayesiana (Bayesian vector autoregression, BVAR) mostra che il drastico aumento del grado di tensione sul mercato del lavoro nel Regno Unito dopo la pandemia può essere principalmente attribuito a un bacino più ridotto di lavoratori disponibili. Mentre una ripresa più rapida del previsto è stata responsabile dell'iniziale aumento della domanda dopo la riapertura delle attività economiche, l'analisi suggerisce che un ruolo particolarmente importante è stato svolto dall'offerta di lavoro. Per contro, i vincoli dal lato dell'offerta aggregata e gli squilibri tra domanda e offerta di lavoro sembrano essere stati meno significativi (cfr. il grafico 7)¹⁴. Le tensioni sul mercato del lavoro del Regno Unito hanno pertanto sollevato interrogativi circa il ruolo della Brexit nelle carenze di manodopera nel paese. La sezione successiva illustra il potenziale ruolo svolto dalla Brexit e dalla nuova politica migratoria nel determinare questi andamenti dell'offerta di lavoro.

¹⁴ Viene presentato un modello BVAR per il mercato del lavoro del Regno Unito che prevede l'identificazione strutturale attraverso restrizioni di segno. Il modello include quattro variabili: prodotto, inflazione, grado di tensione sul mercato del lavoro e salari. Con questo insieme di variabili si punta a individuare quattro shock: uno shock dal lato della domanda aggregata, uno shock dal lato dell'offerta aggregata, uno shock dal lato dell'offerta di lavoro e uno shock dal lato dello squilibrio tra domanda e offerta di lavoro. Uno shock positivo dal lato della domanda rappresenta uno spostamento verso l'alto della curva della domanda, che spinge al rialzo il prodotto e l'inflazione. Uno shock positivo dal lato dell'offerta aggregata riflette le variazioni della produttività o della capacità potenziale nell'economia, aumentando il prodotto e riducendo l'inflazione attraverso costi marginali inferiori per le imprese. Per shock positivo dal lato dell'offerta di lavoro si intende un aumento esogeno dell'offerta di lavoro che accresce il numero di partecipanti al mercato del lavoro, determinando un incremento del numero di persone in cerca di occupazione. Ciò facilita la copertura dei posti vacanti da parte delle imprese, inducendo un calo sia del grado di tensione sul mercato del lavoro sia dei salari e un aumento del prodotto. Per shock positivo dal lato dello squilibrio tra domanda e offerta di lavoro si intendono i cambiamenti esogeni che incidono sul processo di incontro tra occupazioni disponibili e lavoratori, spostando la curva della creazione di posti di lavoro verso l'alto e aumentando sia il grado di tensione sul mercato del lavoro sia i salari nell'economia.

Grafico 6

Offerta di lavoro nelle economie avanzate

(indice: 1° trim. 2020 = 100, dati trimestrali)



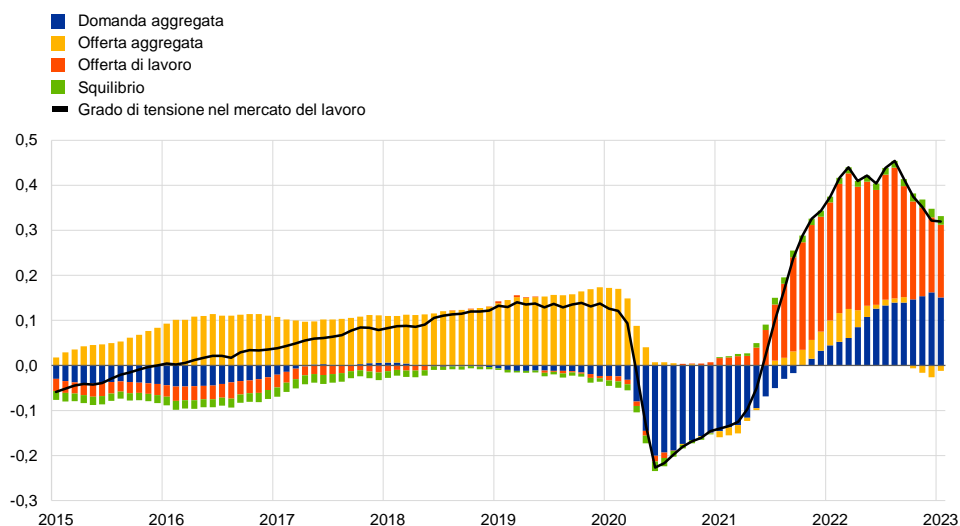
Fonte: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico.

Note: per tutti i paesi i dati si riferiscono alla popolazione attiva di età compresa tra i 15 e i 64 anni che è occupata o cerca attivamente un impiego. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

Grafico 7

Grado di tensione nel mercato del lavoro, scomposizione storica basata su un'autoregressione vettoriale bayesiana (BVAR)

(deviazioni percentuali dalla media e contributi in punti percentuali, dati mensili)



Fonti: ONS ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la distribuzione mediana a posteriori della scomposizione storica del grado di tensione nel mercato del lavoro in termini di deviazione dalla sua condizione iniziale. Dati basati su una stima BVAR con restrizioni di segno, calcolata utilizzando un campione mensile tra gennaio 2002 e gennaio 2023. Gli shock strutturali sono individuati utilizzando restrizioni di segno. In particolare, gli shock dal lato della domanda aggregata sono individuati ipotizzando che il PIL e l'indice dei prezzi al consumo (IPC) si muovano nella stessa direzione, mentre gli shock dal lato dell'offerta aggregata ipotizzano il loro movimento in direzioni opposte. Si ipotizza che gli shock dal lato dell'offerta di lavoro non incidano sulle variabili aggregate (PIL e IPC) al momento dell'impatto e spingano il grado di tensione e i salari nella stessa direzione. Gli shock dal lato dello squilibrio tra domanda e offerta di lavoro incidono sui salari e sul grado di tensione sul mercato del lavoro. Quest'ultimo è misurato in livelli, mentre le altre variabili sono misurate in tassi di crescita sul mese precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

5 La debolezza dell'offerta di lavoro nel Regno Unito: il ruolo della Brexit

Il referendum sulla Brexit e la pandemia hanno provocato un rallentamento della crescita dell'occupazione dei cittadini dell'UE, in quanto molti lavoratori comunitari hanno ritenuto meno interessante lavorare nel Regno Unito.

Prima del referendum del 2016, gli allargamenti dell'UE che si erano susseguiti avevano accelerato la circolazione delle persone tra il Regno Unito e il resto dell'UE¹⁵. La prospettiva del referendum sulla Brexit a giugno 2016 ha determinato un calo della migrazione netta proveniente dall'UE, in quanto i cittadini comunitari hanno ritenuto meno interessante lavorare nel Regno Unito¹⁶. La flessione dei nuovi arrivi è stata accelerata dall'inizio della pandemia nei primi mesi del 2020 e dall'attuazione dell'Accordo sugli scambi e la cooperazione tra l'UE e il Regno Unito a gennaio 2021¹⁷. L'accordo ha introdotto modifiche alla politica del paese in materia di immigrazione e ha posto fine alla libera circolazione automatica dei cittadini dell'UE non ancora residenti oltremare. È evidente che la crescita dell'occupazione dei cittadini comunitari nel Regno Unito, se si considerano le sue variazioni, ha subito un notevole rallentamento dopo il referendum sulla Brexit. A un brusco calo all'inizio della pandemia è seguita una lenta ripresa dei livelli di occupazione dei lavoratori dell'UE (cfr. il grafico 8).

¹⁵ Il rapido aumento della circolazione delle persone può essere ricondotto a diversi fattori, quali la decisione del Regno Unito di accogliere immediatamente i cittadini dei nuovi Stati membri nel 2004, la flessibilità del suo mercato del lavoro, l'attrattiva esercitata da Londra, dalla lingua inglese e dalle università del paese. Cfr. Sumption, M., Forde, C., Alberti, G. e Walsh, P.W., "How is the End of Free Movement Affecting the Low-wage Labour Force in the UK?", *Report*, The Migration Observatory at the University of Oxford e ReWAGE, agosto 2022.

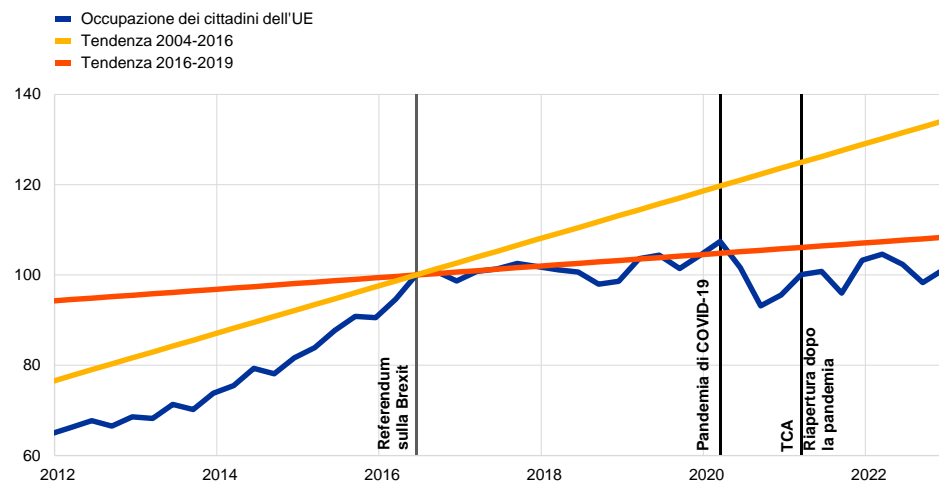
¹⁶ La sfiducia dei lavoratori comunitari è dovuta principalmente all'incertezza politica e giuridica legata alla Brexit, ma anche alla diminuzione del valore della sterlina britannica e ai risultati economici relativamente migliori di altre economie dell'UE.

¹⁷ L'uscita dei cittadini dell'UE legata alla pandemia è in parte attribuibile alla loro elevata quota di occupazione nei settori dei servizi con molti contatti con il pubblico, che sono stati soggetti a regimi di cassa integrazione e licenziamenti. Durante la prima ondata della pandemia, inoltre, il Regno Unito ha registrato risultati relativamente negativi in termini di capacità del settore sanitario.

Grafico 8

Occupazione dei cittadini dell'UE prima e dopo il referendum sulla Brexit

(indice: 2° trim. 2016 = 100, dati trimestrali)



Fonte: ONS.

Note: il grafico mostra l'occupazione dei cittadini dell'UE nel Regno Unito prima e dopo il referendum sulla Brexit. Le serie non sono destagionalizzate. I dati sono riportati su base trimestrale e devono essere interpretati con una certa cautela perché si basano sulle risposte all'indagine sulle forze di lavoro (Labour Force Survey) ponderate sulle tendenze demografiche del 2018, precedenti la pandemia di COVID-19. La voce "Tendenza 2004-2016" si riferisce al periodo compreso tra il primo trimestre del 2004 e il secondo trimestre del 2016. La voce "Tendenza 2016-2019" si riferisce al periodo compreso tra il terzo trimestre del 2016 e il primo trimestre del 2020. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2022.

Nel Regno Unito l'aumento dei posti di lavoro vacanti e del grado di tensione nel mercato del lavoro è stato maggiore nei settori che più ricorrevano ai lavoratori dell'UE, ma tale incremento può essere anche ascrivibile a una forte ripresa della domanda nei settori più colpiti dalla pandemia. Nella seconda metà del 2021 vi sono state numerose segnalazioni di carenze di manodopera nel Regno Unito, che spaziavano dagli autotrasportatori agli operatori del settore sanitario e di quello ricettivo¹⁸. A un primo sguardo, il drastico aumento dei posti vacanti è sembrato essere prevalentemente limitato alle occupazioni e ai settori che prima della pandemia dipendevano maggiormente dai lavoratori dell'UE, dal momento che l'accresciuta domanda di lavoro rispecchiava potenzialmente la ridotta offerta di tali lavoratori. Questi settori hanno inoltre registrato un incremento più marcato del grado di tensione nel mercato del lavoro (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 9). Ciò potrebbe implicare un calo dell'efficienza nell'incontro tra domanda e offerta in tali comparti, per effetto di un aumento degli squilibri in termini di competenze e a livello settoriale tra chi cerca un'occupazione e i posti di lavoro disponibili¹⁹. Le conseguenze della Brexit sono state evidenziate dai dati delle indagini, dato che, in media, il 15 per cento delle imprese del Regno Unito ha indicato l'indisponibilità di lavoratori dell'UE come uno dei motivi alla base delle difficoltà di reperimento del personale. Ciò è stato particolarmente evidente per i settori che prima della pandemia mostravano un'elevata percentuale di lavoratori comunitari, come i servizi

¹⁸ Ad esempio, la grave carenza di autotrasportatori ha inciso sull'offerta di beni al dettaglio, prodotti alimentari e carburante presso le stazioni di servizio e ha limitato la capacità dei porti del Regno Unito. La carenza di macellai e di lavoratori impiegati nell'industria della trasformazione della carne ha costretto le aziende agricole all'abbattimento di migliaia di capi di bestiame. Inoltre, si sono registrate gravi difficoltà di reperimento del personale nei settori dell'ospitalità, delle costruzioni, dell'agricoltura e dei servizi aziendali e professionali.

¹⁹ Cfr. anche *Monetary Policy Report*, Bank of England, febbraio 2023.

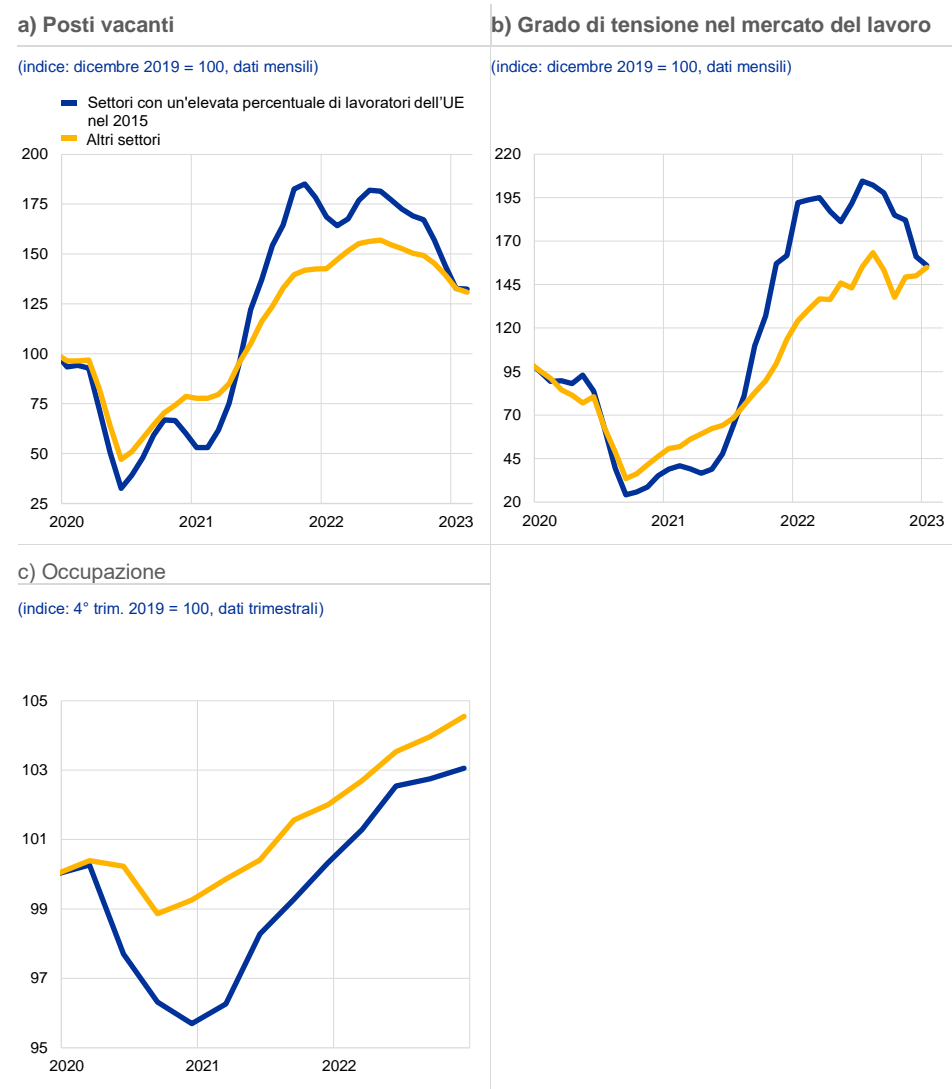
di alloggio e di ristorazione (cfr. il grafico 10)²⁰. Tuttavia, questi comparti sono stati anche quelli più colpiti dall'emergenza sanitaria, dal momento che i cittadini dell'UE erano sovrarappresentati nei settori a elevata intensità di contatti, che hanno registrato il maggiore calo dell'occupazione durante i provvedimenti di chiusura (lockdown) (cfr. il pannello c) del grafico 9). Insieme alla Brexit, anche la rapida ripresa della domanda dei consumatori dopo la pandemia può pertanto spiegare il rapido aumento dei posti vacanti e del grado di tensione nel mercato del lavoro, giacché in tali settori le imprese hanno avuto difficoltà a riassumere il personale licenziato in precedenza²¹.

²⁰ Altri settori con valori superiori alla media sono stati: il comparto manifatturiero; i servizi di trasporto e magazzinaggio; la fornitura di acqua, la gestione delle reti fognarie, le attività di trattamento dei rifiuti e decontaminazione; le attività immobiliari; l'istruzione. Per i risultati dell'indagine Business Insights and Conditions Survey, cfr. "[Business insight and impact on the UK economy: 9 February 2023](#)", *statistical bulletin*, ONS, febbraio 2023.

²¹ Le variazioni dell'occupazione non includono gli 11,7 milioni di posti di lavoro interessati dai regimi di cassa integrazione nell'ambito delle misure di integrazione salariale legate alla pandemia (Coronavirus Job Retention Scheme) in vigore dal 1° marzo 2020 al 30 settembre 2021.

Grafico 9

Andamenti del mercato del lavoro in settori con percentuali tradizionalmente elevate di lavoratori dell'UE



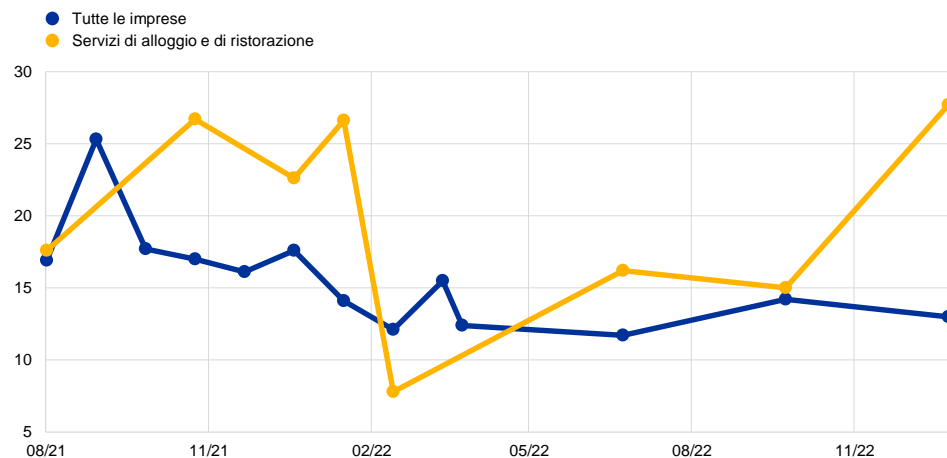
Fonte: ONS.

Note: i settori che nel 2015 avevano la quota maggiore di dipendenti dell'UE erano le attività di alloggio e di ristorazione (12,8 per cento); il comparto manifatturiero (10 per cento); le attività amministrative e i servizi di supporto (9,8 per cento); il trasporto e il magazzino (8,5 per cento). La voce "Altri settori" include la fornitura di acqua, la gestione delle reti fognarie, le attività di trattamento dei rifiuti e decontaminazione; le costruzioni; il commercio all'ingrosso e al dettaglio e la riparazione dei veicoli; i servizi di informazione e comunicazione; le attività finanziarie e assicurative; le attività immobiliari; le attività professionali, scientifiche e tecniche; l'amministrazione pubblica e la difesa; l'istruzione; la sanità e l'assistenza sociale; le attività artistiche, di intrattenimento e divertimento. Alcuni settori sono esclusi a causa dell'insufficiente rappresentatività del campione. I dati relativi ai posti vacanti e al grado di tensione sono indicati come medie mobili di tre mesi. I dati relativi alla disoccupazione sono riportati su base trimestrale. Le serie mensili non sono stagionalizzate. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023 per i posti vacanti, a gennaio 2023 per il grado di tensione sul mercato del lavoro e al quarto trimestre del 2022 per l'occupazione.

Grafico 10

Difficoltà di reperimento del personale dovuto al minor numero di candidati dell'UE

(in percentuale delle imprese)



Fonte: indagine Business Insights and Conditions Survey (ONS).

Note: il grafico mostra le risposte all'indagine, condotta a intervalli irregolari, in particolare per i dati settoriali. La serie mostra la percentuale di imprese che hanno segnalato difficoltà nel reperimento di dipendenti e indicato come uno dei fattori principali il numero ridotto di candidati dell'UE. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 dicembre 2022.

Il rallentamento della migrazione proveniente dall'UE è stato in qualche misura compensato da un aumento della migrazione da paesi non comunitari.

La migrazione internazionale è stata un elemento chiave della crescita dell'occupazione nella maggior parte dei settori del Regno Unito prima del 2019²². I settori più specializzati assumevano lavoratori provenienti da paesi sia interni sia esterni all'UE, mentre di norma i settori a minore specializzazione dipendevano fortemente da lavoratori comunitari, dato che, in genere, ai lavoratori meno qualificati provenienti da paesi al di fuori dell'UE non era consentito l'accesso al mercato del lavoro del Regno Unito²³. A seguito del referendum sulla Brexit, l'entità della forza lavoro migrante proveniente dall'UE ha iniziato a ridursi, mentre è andata gradualmente aumentando la quota di dipendenti non comunitari. L'andamento della migrazione netta complessiva indica che alla fine del 2021 i flussi migratori erano tornati sui livelli precedenti la pandemia o li avevano addirittura superati. Se si considerano i soli migranti in cerca di occupazione, tuttavia, i flussi sono molto più contenuti, sebbene ancora rilevanti per le dinamiche del mercato del lavoro (cfr. il grafico 11)²⁴. Ciò induce a chiedersi se i datori di lavoro abbiano iniziato a sostituire i

²² I lavoratori immigrati nel Regno Unito hanno rappresentato il 70 per cento dell'aumento dell'occupazione tra il 2004 e il 2019. Il contributo fornito dai lavoratori dell'UE è stato lievemente superiore al 35 per cento.

²³ Erano ammesse eccezioni per i visti di lunga durata sovvenzionati dai datori di lavoro a fronte di carenze e per i giovani di età inferiore ai 26 anni, mentre i visti di lungo periodo non patrocinati erano disponibili per i possessori dei requisiti di accesso al visto "Talento globale" ("Global Talent"), per gli imprenditori e per i cittadini del Commonwealth. Anche alcuni lavoratori non comunitari potevano beneficiare di visti di lavoro temporanei. Cfr. Sumption, M. e Strain-Fajth, Z., "Work visas and migrant workers in the UK", *Briefing*, The Migration Observatory at the University of Oxford, settembre 2022.

²⁴ Sebbene la migrazione netta sia stata positiva nel 2022, il forte aumento degli afflussi provenienti da paesi esterni all'UE riflette anche altri fattori, come l'arrivo di persone per protezione umanitaria (dall'Ucraina e da Hong Kong) e il marcato incremento del numero di studenti internazionali dopo la pandemia.

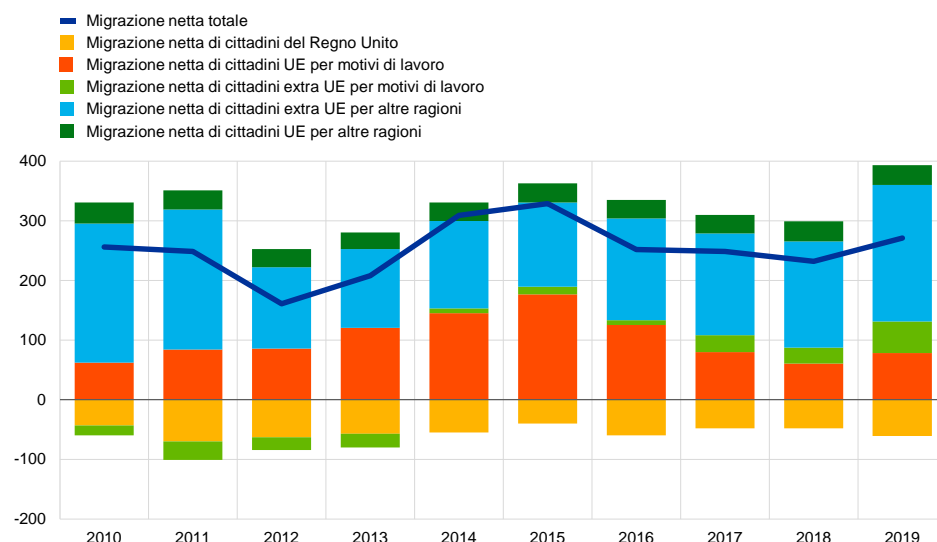
lavoratori comunitari con lavoratori non appartenenti all'UE o se le dinamiche aggregate nascondano le asimmetrie registrate a livello settoriale.

Grafico 11

Migrazione netta verso il Regno Unito per nazionalità

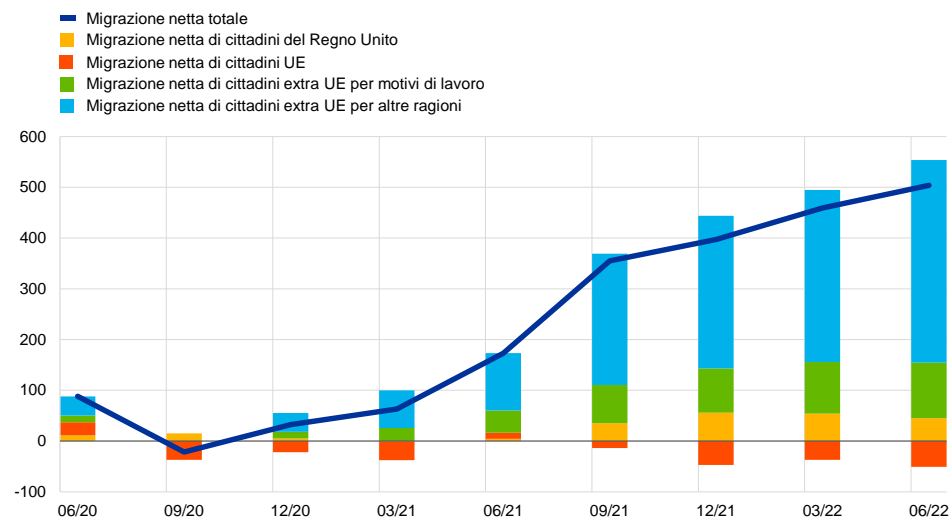
a) Vecchia metodologia di raccolta dei dati

(migliaia, dati annui)



b) Nuova metodologia di raccolta dei dati

(migliaia, dati trimestrali)



Fonte: Centre for International Migration (ONS).

Note: il pannello a) mostra dati annui, mentre il pannello b) mostra valori trimestrali a partire dal secondo trimestre del 2020.

Ciascuna rilevazione si riferisce ai valori di fine anno in uno specifico trimestre. Nel pannello b) i dati sulla migrazione di cittadini extra UE per motivi di lavoro sono approssimati dagli esperti della BCE sulla base della quota di migrazione per motivi di lavoro nei dati dell'indagine internazionale sui passeggeri (International Passenger Survey). Tali dati non sono disponibili per la migrazione di cittadini dell'UE secondo la nuova metodologia di raccolta dei dati. Nel 2020 e nel 2021 lo studio (45 per cento) è stato il motivo principale della migrazione da paesi extra UE, mentre al lavoro (26 per cento) e alle altre ragioni (29 per cento) sono riconducibili quote tra loro analoghe. Gli ultimi dati disponibili mostrano che alle altre ragioni è collegata una quota superiore (39 per cento), probabilmente a causa di un maggiore afflusso di persone in arrivo per protezione umanitaria. Le vecchie stime sono calcolate utilizzando metodi diversi da quelli delle nuove stime; dovrebbero, pertanto, essere evitati confronti tra i due pannelli. È inoltre opportuno rilevare che le nuove stime sono sperimentali e provvisorie; si basano su dati amministrativi e dati ricavati dalle indagini provenienti da fonti diverse, supportati da modelli statistici nei casi in cui i dati siano incompleti. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

Sebbene, in media, l'aumento degli arrivi da paesi esterni all'UE abbia più che compensato il calo della migrazione proveniente dall'UE, la nuova politica

migratoria ha ridotto l'offerta di manodopera in alcuni settori. Le nuove norme in materia di immigrazione hanno avuto un impatto particolarmente negativo sull'offerta di lavoro nei settori a minore specializzazione. L'inversione dei flussi migratori potrebbe essere spiegata dal nuovo sistema di immigrazione che ha liberalizzato l'accesso al mercato del lavoro del Regno Unito per i cittadini qualificati non appartenenti all'UE, ma richiede il visto ai cittadini comunitari che in precedenza non erano soggetti a restrizioni. Solo coloro che superano un determinato livello di competenza e retribuzione possono ora ottenere un permesso di lavoro²⁵. Ciò ha fatto in modo che la maggior parte dei settori meno specializzati, in passato prevalentemente dipendenti da lavoratori comunitari, non fosse in grado di rilasciare visti di lavoro e ha determinato un aumento della migrazione da paesi esterni all'UE, riducendo le carenze in alcuni settori e occupazioni (cfr. il pannello a) del grafico 12). Nella maggior parte dei casi, i settori che hanno trainato l'aumento dell'occupazione dei cittadini non appartenenti all'UE non sono stati gli stessi all'origine del calo dell'occupazione dei cittadini comunitari. Poiché le nuove condizioni per la concessione dei visti hanno reso più difficile l'assunzione di lavoratori meno qualificati provenienti dall'UE, la loro assenza è divenuta particolarmente evidente in settori quali i servizi di alloggio e di ristorazione (cfr. il grafico 10). Le imprese del settore ricettivo, pertanto, non sono state inizialmente in grado di sostituire i lavoratori comunitari, sebbene l'industria abbia assistito a un aumento dell'occupazione di cittadini di paesi non appartenenti all'UE nell'ultimo anno (cfr. il pannello b) del grafico 12)²⁶. Per contro, alcuni altri settori, come la sanità e l'assistenza sociale, non hanno risentito negativamente delle nuove norme in materia di immigrazione o hanno persino beneficiato dell'afflusso di lavoratori qualificati non provenienti dall'UE (cfr. il pannello c) del grafico 12)²⁷. Sebbene, in media, l'aumento dell'occupazione di lavoratori extra UE abbia più che compensato il calo dell'occupazione di lavoratori comunitari, la nuova politica

²⁵ Il nuovo sistema di immigrazione introdotto a gennaio 2021 consente ai potenziali migranti economici di chiedere un "Visto per lavoratori qualificati", se hanno già un'offerta di lavoro al di sopra di una determinata soglia salariale e di competenze, oppure un "Visto per lavoratori stagionali", che è destinato a impieghi di breve durata nei settori dell'agricoltura e della produzione alimentare. La revoca della libera circolazione è stata quindi compensata dal regime più liberale dei visti concessi ai lavoratori qualificati, di cui beneficiano soprattutto i cittadini provenienti da paesi al di fuori dell'UE.

²⁶ All'inizio, i cali più consistenti dell'occupazione di lavoratori dell'UE hanno riguardato i servizi di alloggio e di ristorazione, nonché i servizi amministrativi e di supporto. I datori di lavoro di entrambi i settori facevano ampio ricorso ai cittadini comunitari prima della Brexit e non si sono serviti del sistema dei visti per lavoro in vigore dal termine della pandemia, perché una quota relativamente esigua degli impieghi in questione soddisfa i criteri di competenza e retribuzione previsti per il rilascio di tali i visti e per la scarsa esperienza pregressa nell'utilizzo del sistema dei visti da parte di questi datori di lavoro. Cfr. Sumption, M., Forde, C., Alberti, G. e Walsh, P.W., "How is the End of Free Movement Affecting the Low-wage Labour Force in the UK?", op. cit. Nel 2022 tali settori hanno registrato un aumento dell'occupazione di lavoratori non appartenenti all'UE, che potrebbe essere attribuito all'afflusso di tali lavoratori attraverso il programma per la mobilità giovanile (Youth Mobility Scheme), i visti di protezione umanitaria o come persone a carico dei principali richiedenti. I loro diritti di lavoro flessibili hanno verosimilmente consentito a questi lavoratori di cercare impieghi scarsamente qualificati. Cfr. "Migration Advisory Committee (MAC) annual report, 2022", *corporate report*, Migration Advisory Committee, gennaio 2023.

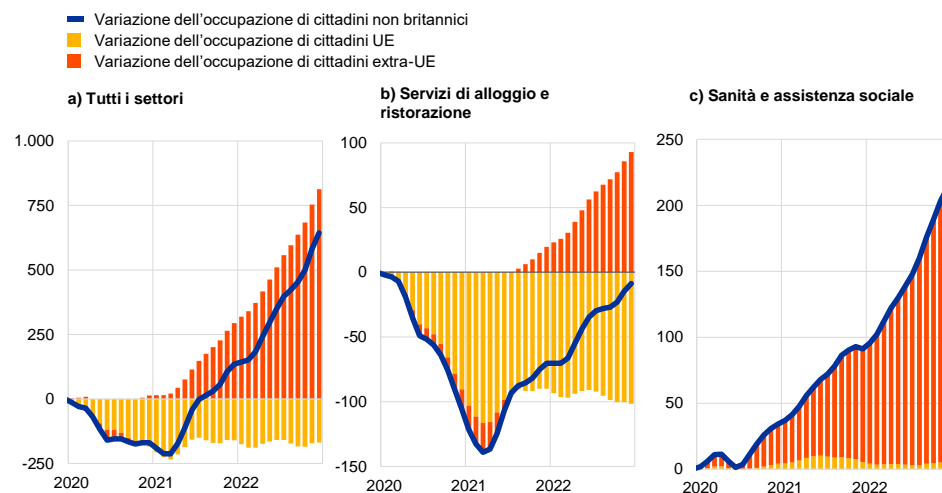
²⁷ L'aumento dei lavoratori non provenienti dall'UE è stato trainato principalmente dal settore sanitario, in quanto l'elevata percentuale di posizioni idonee al visto per i lavoratori qualificati ha contribuito al passaggio dai migranti comunitari, con minori livelli di qualifica, alle assunzioni di cittadini extra UE. I datori di lavoro del settore sanitario, inoltre, sono in media più grandi e hanno maggiore esperienza di norme in materia di visti.

migratoria ha ridotto l'offerta di manodopera in alcuni settori²⁸. Nondimeno, le evidenze finora disponibili suggeriscono che le variazioni dei flussi migratori sono solo uno dei molteplici fattori alla base del maggiore grado di tensione nel mercato del lavoro.

Grafico 12

Occupazione nel Regno Unito per nazionalità

(variazione da dicembre 2019, migliaia, dati mensili)



Fonte: HM Revenue and Customs.

Note: i dati non sono destagionalizzati e sono riportati come medie mobili di tre mesi. Includono solo l'occupazione dipendente nel quadro del sistema delle ritenute alla fonte (Pay As You Earn system) e non comprendono altre componenti dell'occupazione, come il lavoro autonomo. Tuttavia, i dati includono le persone interessate dai regimi di cassa integrazione nell'ambito delle misure di integrazione salariale legate alla pandemia (Coronavirus Job Retention Scheme). È inoltre opportuno rilevare che si tratta di stime sperimentali e provvisorie. Sono escluse le variazioni dell'occupazione netta dei cittadini del Regno Unito al fine di evidenziare le variazioni dell'occupazione dei cittadini stranieri. Il settore dei servizi di alloggio e ristorazione rappresenta l'8 per cento dell'occupazione totale nel Regno Unito, mentre il settore della sanità e dell'assistenza sociale rappresenta il 14 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2022.

Alla Brexit può essere ricondotta solo in parte la debolezza della ripresa dell'offerta di lavoro nel Regno Unito, mentre l'invecchiamento della popolazione e gli effetti della pandemia sembrano svolgere un ruolo importante nello spiegare il calo della partecipazione alle forze di lavoro nel paese. Le variazioni dei flussi migratori provenienti dall'UE non sono l'unico

fattore alla base dei recenti cambiamenti nell'offerta di lavoro nel Regno Unito. La crescita delle forze di lavoro aveva già iniziato a diminuire prima della pandemia, quando la generazione del "baby boom" del Regno Unito ha iniziato ad andare in pensione (come osservato anche in molte altre economie avanzate), determinando una marcata contrazione della popolazione in età lavorativa nata nel paese. L'invecchiamento della popolazione è stato in una certa misura contrastato con l'innalzamento dell'età pensionabile sia maschile sia femminile e con l'incremento dei livelli di istruzione, ma l'impatto di tali misure si era in gran parte esaurito prima dell'inizio della pandemia²⁹. I più elevati tassi di inattività tra le persone di età

²⁸ L'analisi che mette a confronto gli scenari controfattuali antecedenti la pandemia con i risultati effettivi indica una perdita netta di lavoratori pari all'1 per cento delle forze di lavoro. Cfr. Portes, J. e Springford, J., "The Impact of the Post-Brexit Migration System on the UK Labour Market", *Discussion Paper Series*, n. 15883, IZA Institute of Labor Economics, gennaio 2023.

²⁹ Cfr. Saunders, M., "Some reflections on Monetary Policy past, present and future", intervento pronunciato presso la Resolution Foundation, 18 luglio 2022.

superiore ai 50 anni hanno contribuito in misura considerevole all'aumento della popolazione inattiva (cfr. il pannello a) del grafico 13). Anche altri fattori innescati dalla pandemia hanno favorito il calo della partecipazione alle forze di lavoro. Sebbene la pandemia e i lunghi tempi di attesa per i servizi sanitari sembrano aver aumentato il numero di persone con problemi di salute a lungo termine nella popolazione inattiva, si ritiene che tale aumento sia prevalentemente legato a persone che erano già inattive prima della pandemia. Se si considerano i flussi in uscita dalle forze di lavoro, ai prepensionamenti è riconducibile una quota molto maggiore (cfr. il pannello b) del grafico 13)³⁰.

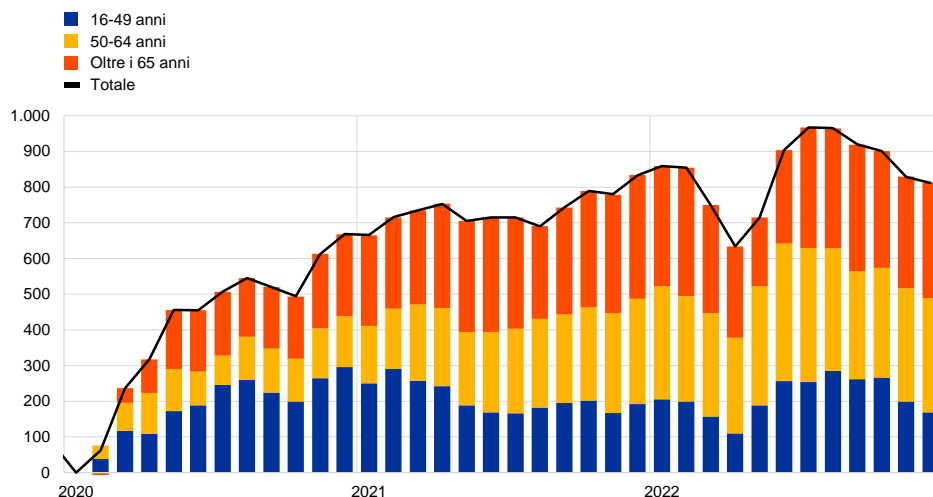
³⁰ Cfr. Boileau, B. e Cribb, J., "The rise in economic inactivity among people in their 50s and 60s", *IFS Briefing Note*, n. BN345, Institute for Fiscal Studies, giugno 2022.

Grafico 13

Altri fattori alla base di un aumento dell'inattività nel mercato del lavoro

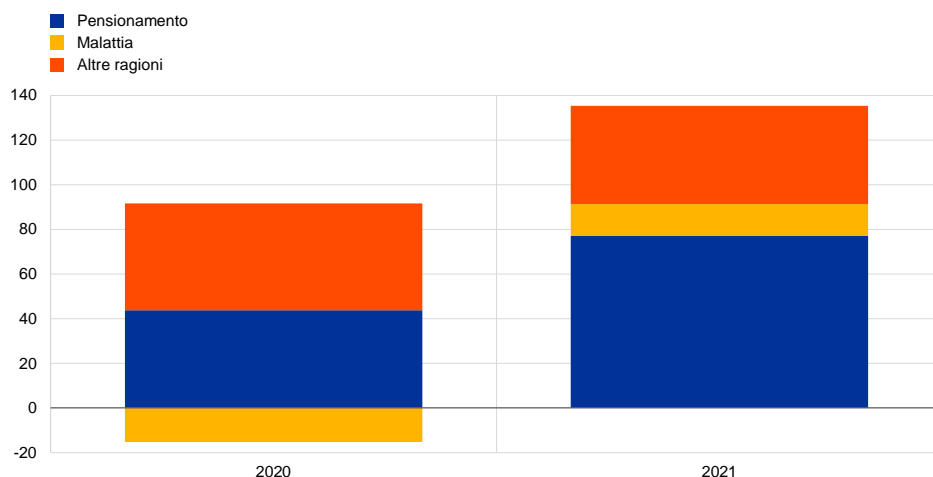
a) Popolazione inattiva per fascia di età

(variazione da febbraio 2020, migliaia, dati mensili)



b) Ragioni del passaggio all'inattività delle persone di età compresa tra i 50 e i 70 anni

(variazione rispetto alla media del periodo 2016-2019, migliaia, dati annui)



Fonte: indagine Longitudinal Labour Force Survey (ONS).

Note: nel pannello a) i dati sono riportati come medie mobili di tre mesi. Sebbene nel Regno Unito l'età pensionabile sia attualmente pari a 66 anni, gli unici dati disponibili riguardano tutti coloro di età superiore ai 65. I dati del pannello b) si riferiscono alla variazione del numero di persone economicamente inattive di età compresa tra i 50 e i 70 anni raggruppate per motivo dell'inattività rispetto alla media del periodo 2016-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023 per il pannello a) e a dicembre 2021 per il pannello b).

6 Osservazioni conclusive

A quasi due anni e mezzo dall'uscita del Regno Unito dal mercato unico e dall'unione doganale dell'UE, vi sono evidenze crescenti degli effetti negativi che la Brexit ha avuto sul commercio e sul mercato del lavoro del paese.

Quanto al primo, tenuto conto degli effetti legati alla pandemia, la Brexit sembra aver causato un calo significativo dell'interscambio tra l'UE e il Regno Unito in entrambe le direzioni, che tuttavia potrebbe registrare una certa ripresa nel corso del tempo,

una volta che le imprese delle due economie si saranno pienamente adattate al nuovo contesto. Anche la percentuale degli scambi in termini di PIL è diminuita e alcune piccole e medie imprese del Regno Unito hanno abbandonato il commercio estero con l'UE. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, risulta che anche la fine della libera circolazione dei cittadini dell'UE ha contribuito alla recente impennata delle carenze di manodopera, in particolare nei settori che impiegano lavoratori meno qualificati. Tuttavia, vi sono state anche altre determinanti, potenzialmente più importanti, del calo della partecipazione alle forze di lavoro nel Regno Unito. Permangono notevoli incertezze circa gli effetti a lungo termine, inclusa la misura in cui il rallentamento del commercio con l'UE e dell'immigrazione comunitaria potrebbero incidere sull'offerta potenziale di manodopera e sulla produttività futura.

2 Differenze di impatto sulle famiglie del recente aumento dell'inflazione

a cura di Alina Bobasu, Virginia di Nino e Chiara Osbat

1 Introduzione

Il presente articolo analizza il differente impatto sulle famiglie dell'aumento dell'inflazione osservato nell'area dell'euro dalla metà del 2021. Gli elevati livelli di inflazione sono stati alimentati dall'effetto congiunto di vari fattori. A partire dal 2021 ha avuto luogo una riapertura delle economie nell'area dell'euro e a livello mondiale, dopo il periodo caratterizzato dalle misure di chiusura (lockdown) e in un contesto di persistenti strozzature dal lato dell'offerta. Agli inizi del 2022, a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, il prezzo dei beni energetici importati, che già era salito, ha registrato un'impennata, determinando un forte shock negativo alle ragioni di scambio nell'area dell'euro¹. Sebbene in un primo momento i principali fattori responsabili dell'aumento dell'inflazione siano stati di portata mondiale, col passare del tempo la domanda interna ha assunto un ruolo sempre più rilevante, per via della ripresa delle attività economiche in seguito alla revoca delle restrizioni connesse alla pandemia di COVID-19².

Le origini dell'inflazione, unitamente alle caratteristiche delle famiglie, contribuiscono a determinare gli effetti in termini di benessere sociale e le implicazioni a livello di distribuzione di livelli di inflazione persistentemente elevati. L'esposizione agli shock inflazionistici dipende dal livello e dalla composizione di tre caratteristiche principali delle famiglie: consumi, reddito e ricchezza. Nell'attuale episodio di inflazione si osservano conseguenze in termini di distribuzione particolarmente gravi dal punto di vista del canale dei consumi, perché l'impatto sulle ragioni di scambio ha colpito prevalentemente beni di prima necessità, quali l'energia e gli alimenti. Le famiglie a basso reddito spendono di più, in proporzione, per tali necessità e hanno un margine ridotto per modificare la spesa relativa a queste voci³.

Inoltre, i margini di adattamento agli shock inflazionistici variano tra le famiglie, in base alle caratteristiche di reddito e patrimonio che le

¹ Nel valutare l'impatto delle variazioni dei prezzi dei beni energetici sul potere d'acquisto delle famiglie, un'indicazione utile proviene dal rapporto tra il deflatore del PIL e quello dei consumi privati (o tra il deflatore del reddito e quello della spesa).

² Cfr. il riquadro 7 *Il ruolo di domanda e offerta per l'inflazione di fondo: una scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari nelle sue varie voci* nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

³ Per la scomposizione delle quote di consumi in base al quintile di reddito, cfr. il riquadro 4 *L'impatto del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie a basso reddito* nel numero 7/2022 di questo Bollettino. Cfr. anche Strasser, G., Messner, T., Rumler, F. e Ampudia, M., "Inflation heterogeneity at the household level", *Occasional Paper Series*, BCE, 2023, di prossima pubblicazione.

contraddistinguono⁴. Oltre a ridurre i consumi, le famiglie possono indebitarsi, attingere ai propri risparmi, lavorare più ore e chiedere aumenti di stipendio. Tuttavia, le famiglie a basso reddito tendono ad avere un margine ridotto o nullo per consumare meno, utilizzare quanto messo da parte, accedere a crediti e contrattare salari maggiori. Sono, inoltre, maggiormente a rischio di disoccupazione, in caso di recessione economica causata dall'aumento dell'inflazione, circostanza più probabile se l'aumento dei prezzi è determinato, in larga misura, da shock dal lato dell'offerta provenienti dall'estero⁵. Infine, le famiglie possono tutelarsi dall'elevata inflazione attraverso il canale della ricchezza. Possedere attività reali quali immobili, oppure azioni, rappresenta una migliore linea di difesa contro il rialzo dei prezzi piuttosto che detenere contante. In genere, le famiglie ad alto reddito riescono più facilmente a difendersi dall'inflazione con la ricchezza, mentre i nuclei con redditi bassi tendono a detenere più contanti o attività liquide, in termini relativi.

Il presente articolo offre una valutazione degli effetti del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie dell'area dell'euro attraverso questi canali.

La sezione 2 esamina le evidenze empiriche legate al canale della spesa, con particolare attenzione all'eterogeneità dell'inflazione e alle sue implicazioni in termini di benessere sociale per le diverse famiglie. La sezione 3 fornisce evidenze relative al canale del reddito. La sezione 4 analizza gli effetti dell'inflazione, in termini di distribuzione, sulla ricchezza delle famiglie, attraverso le composizioni dei portafogli e le implicazioni dell'aumento dell'inflazione sui debitori. La sezione 5 è dedicata alle osservazioni conclusive.

2 Il canale della spesa

Nei casi in cui l'inflazione ha origine da brusche variazioni dei prezzi relativi, le famiglie percepiscono tassi di inflazione più eterogenei, in base ai rispettivi panieri di consumo. La letteratura sull'eterogeneità dell'inflazione osserva che in media, nel corso del tempo, non esiste un divario sistematico nell'inflazione registrata dalle famiglie in base al proprio reddito⁶. Gli effetti di tassi inflazionistici più elevati sul benessere sociale tendono, tuttavia, a colpire maggiormente le famiglie a reddito più basso nei casi in cui i prezzi di energia e alimenti aumentano rispetto alla media dell'inflazione (cfr. il pannello a) del grafico 1) e quando l'inflazione presenta

⁴ Per un'analisi recente delle implicazioni dello shock ai prezzi dell'energia in modelli ad agenti eterogenei, cfr. Auclert, A., Monnery, H., Rognlie, M. e Straub, L., "[Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy](#)", *mimeo*, 2023.

⁵ Cfr. Bernanke, B.S., Gertler, M. e Watson, M., "[Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil price Shocks](#)", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 1997, pagg. 91-142; Hamilton, J.D. e Herrera, A.M., "[Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy](#)", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, n. 2, aprile 2004, pagg. 265-286; Hamilton, J.D., "[Historical oil shocks](#)", *NBER WP*, n. 16790, febbraio 2011; Kilian, L., "[The Economic Effects of Energy Price Shocks](#)", *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n. 4, dicembre 2008, pagg. 871-909; ed Edelstein, P. e Kilian, L., "[How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?](#)", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n. 6, settembre 2009, pagg. 766-779.

⁶ Cfr. Hobbijn, B. e Lagakos, D., "[Inflation inequality in the United States](#)", *The review of income and wealth*, vol. 51, numero 4, dicembre 2005.

una maggiore volatilità in generale⁷. Ciò riflette il fatto che le famiglie a basso reddito spendono di più, in proporzione, per i beni di prima necessità. In base all'indagine sui bilanci delle famiglie (Household Budget Survey, HBS) svolta nel 2015 per l'area dell'euro, le famiglie che si collocano nel quintile di reddito più basso destinano circa il 50 per cento della propria spesa totale a canoni di locazione, cibo e utenze, contro il 25 per cento circa delle famiglie che appartengono al quintile di reddito più alto (cfr. il pannello b) del grafico 1).

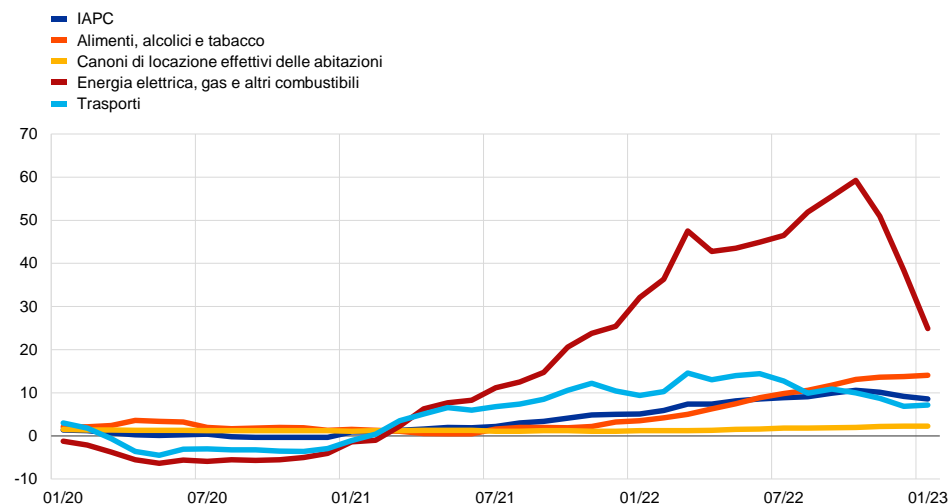
⁷ Cfr. Gürer, E. e Weichenrieder, A., "Pro-rich inflation in Europe: Implications for the measurement of inequality", *German Economic Review*, vol. 21, numero 1, 2020; Strasser et. al., *op. cit.*; Osbat, C., "Measuring inflation with heterogeneous preferences, taste shifts and product innovation: methodological challenges and evidence from micro data", *Occasional Paper Series*, BCE, 2023, di prossima pubblicazione; Jaravel, X., "Inflation Inequality: Measurement, Causes, and Policy Implications", *Annual Review of Economics*, vol. 13, n. 1, agosto 2021, pagg. 599-629.

Grafico 1

Inflazione ed esposizione del paniere dei consumi per alcune componenti

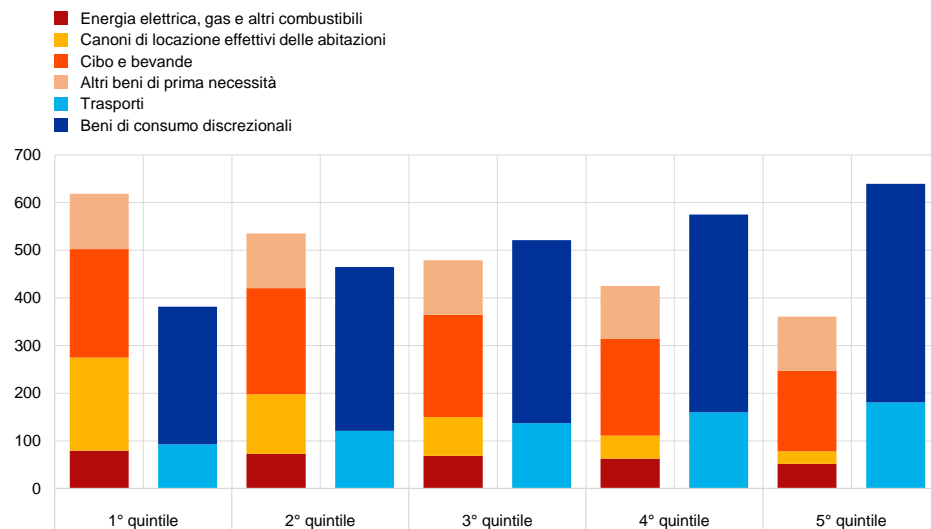
a) Inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sullo IAPC, utenze energetiche, alimenti e canoni di locazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Panieri di consumo nell'area dell'euro per quintile di reddito

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la somma dei pesi della classificazione dei consumi individuali secondo la funzione (Classification of Individual Consumption by Purpose, COICOP) ammonta a 1000. La voce "Altri beni di prima necessità" include: salute, comunicazioni, istruzione, fornitura d'acqua e servizi vari relativi all'alloggio. La voce "Beni di consumo discrezionali" include tutte le categorie COICOP residue. Il pannello b) si riferisce al 2015. Le ultime osservazioni per il pannello a) si riferiscono a febbraio 2023.

Il divario fra l'inflazione registrata delle famiglie collocate nel 20 per cento inferiore e superiore della distribuzione del reddito ha raggiunto il suo apice alla fine del 2022, collocandosi sui livelli più alti osservati dalla metà degli anni

2000 (cfr. il pannello a) del grafico 2)⁸. Tale dato è integrato dalle evidenze basate sull'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), che mostrano come il differenziale di crescita della spesa tra consumatori appartenenti ai quintili inferiori e superiori della distribuzione del reddito sia lievemente meno ampio rispetto al divario corrispondente relativo all'inflazione percepita⁹. Oltre alle differenze nella composizione del paniere di spesa, i consumatori con redditi più elevati hanno riferito di cercare delle offerte vantaggiose per contenere la spesa totale quando l'inflazione aumenta (cfr. il riquadro 1).

⁸ Il divario nell'inflazione registrata relativo agli anni più recenti può essere misurato solo in modo approssimativo, perché i pesi attribuiti alla spesa per consumi in base alla classe di reddito per l'area dell'euro sono pubblicati con un ritardo notevole. In questa sede sono stati aggiornati i pesi del 2015 impiegando le variazioni dei prezzi relativi corrispondenti per ogni categoria di consumo. Ciò presuppone che il tasso di inflazione di ogni categoria non vari in base alle famiglie (ad esempio la componente alimentare rimane la stessa per ogni nucleo, mentre varia soltanto la quota di spesa destinata ai prodotti alimentari).

⁹ Cfr. [l'indagine sulle aspettative dei consumatori](#) condotta dalla BCE.

Grafico 2

Divario nell'inflazione sui dodici mesi tra le famiglie appartenenti al quintile di reddito più basso e più alto e sua scomposizione

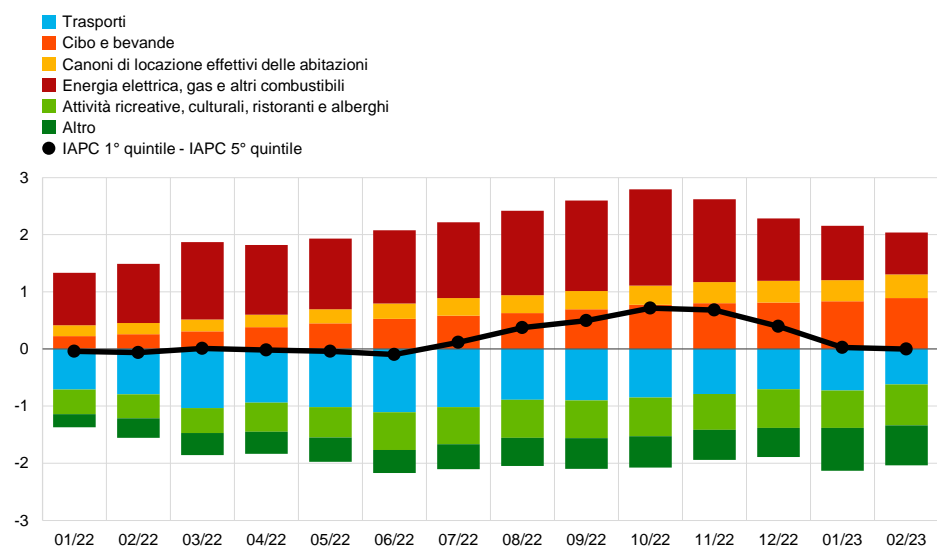
a) Divario inflazionistico tra le famiglie appartenenti al quintile di reddito più basso e più alto nell'area dell'euro

(valori percentuali)



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

(valori percentuali)



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

Nota: i contributi delle singole componenti sono calcolati moltiplicando il tasso di inflazione a livello di singola componente per la differenza tra i pesi applicati alla componente in questione nel paniere di consumo specifico del quintile preso in esame. Il tasso di inflazione specifico di ogni quintile è calcolato includendo i canoni di locazione, ma escludendo le spese relative alla voce "Canoni di locazione imputati e costi abitativi degli immobili residenziali di proprietà". I pesi si basano sull'HBS del 2015 e sono aggiornati meccanicamente impiegando gli andamenti dei prezzi relativi in ogni sottocomponente della COICOP. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023.

Le famiglie con redditi più elevati hanno maggiore margine per fronteggiare l'aumento dei prezzi.

Possono effettuare sostituzioni nell'ambito delle classi di consumo, ridurre le spese risparmiando sui beni discrezionali, quali viaggi aerei o attività ricreative, e possono anche optare per soluzioni più vantaggiose ("trade down") in ogni categoria di spesa. Ad esempio, in base all'indagine CES condotta dalla BCE, i consumatori appartenenti a nuclei familiari con redditi che si collocano nel 20 per cento superiore della distribuzione possono decidere di ridurre i propri consumi futuri di beni durevoli per limitare la spesa totale in una misura quasi tre

volte superiore a chi si trova nel quintile più basso della distribuzione del reddito. Le famiglie con redditi maggiori, inoltre, pagano prezzi più elevati per beni alimentari analoghi e possono reagire optando per soluzioni più vantaggiose rispetto alle varietà più care, ad esempio passando da cibi biologici a prodotti economici, scegliendo punti vendita meno costosi o dedicando più tempo agli acquisti, alla ricerca di offerte vantaggiose¹⁰. Il fenomeno del “trading down” come strumento per fare fronte agli shock al reddito avversi è stato riscontrato anche durante la crisi finanziaria mondiale¹¹. Più di recente, Kouvavas lo ha individuato come fonte di distorsione nelle misure dell’inflazione, in ragione di uno spostamento nella composizione a favore di beni e servizi di qualità inferiore¹².

La perdita in termini di benessere derivante dall’aumento dell’inflazione può essere quantificata calcolando il trasferimento forfettario ipotetico necessario a ripristinare il livello di benessere osservato prima dell’episodio

inflazionistico. Evidenze basate sull’indagine CES condotta dalla BCE mostrano che il trasferimento forfettario necessario per compensare gli aumenti dell’inflazione nel 2022 per le famiglie che si collocano nel quintile più basso della distribuzione del reddito sarebbe tre volte superiore, in proporzione del loro reddito, rispetto a quello che spetterebbe alle famiglie nel quintile più alto (cfr. il grafico 3)¹³. Il differenziale si amplia fino a dieci volte se si confrontano i redditi nel 5 per cento superiore e inferiore della distribuzione.

¹⁰ L’istituto di ricerche di mercato GfK (Gesellschaft für Konsumforschung) fornisce informazioni sulla spesa in beni di consumo a elevata rotazione da parte di singole famiglie tedesche appartenenti a diverse classi di reddito. Nel 2018 la quota di spesa presso negozi economici (discount) era pari al 47 per cento circa per le due classi di reddito più basse e al 33 per cento circa per le due con redditi più elevati, a indicare che le categorie con reddito più alto hanno maggiore margine per ridurre il costo del paniere di spesa, modificando le proprie abitudini di acquisto.

¹¹ Cfr. l’articolo *I prezzi del comparto alimentare nell’area dell’euro: risultati dell’analisi di una base dati disaggregata sui prezzi* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

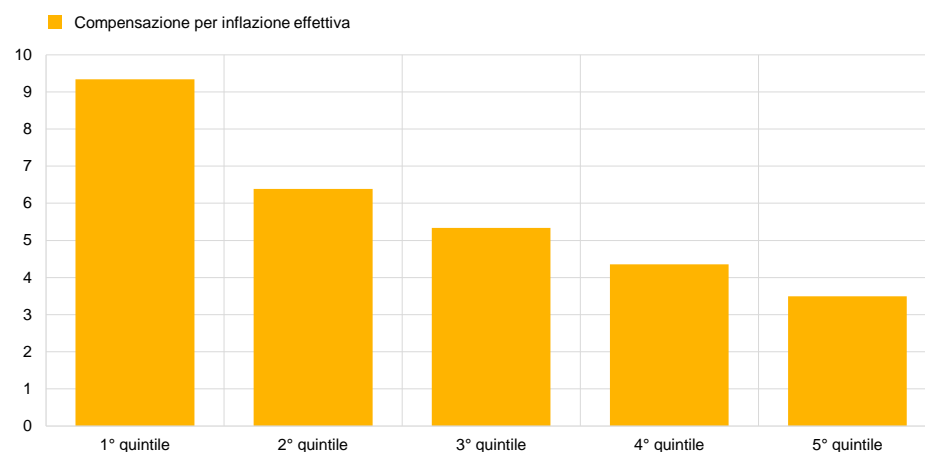
¹² Cfr. Kouvavas, O., *Trading Down and Inflation*, University of Warwick, mimeo, 2020.

¹³ Adottando una funzione di utilità di tipo Cobb-Douglas, i trasferimenti ipotetici sono calcolati — separatamente per l’inflazione registrata e quella percepita — come somma ponderata dell’inflazione per categoria di spesa, moltiplicata per la quota di spesa di ciascuna categoria rispetto al reddito totale. La spesa per categoria principale è riportata con frequenza trimestrale nell’indagine CES. L’inflazione registrata nei 12 mesi precedenti per categoria di spesa è stata esaminata a dicembre 2021 e a dicembre 2022. L’inflazione registrata si basa sulle statistiche ufficiali dell’inflazione per categoria di spesa. Cfr. Causa, O., Soldani, E., Luu, N. e Soriolo C., “A cost-of-living squeeze? Distributional implications of rising inflation”, *OCSE Economics Department Working Papers*, n. 1744, dicembre 2022.

Grafico 3

Trasferimento forfettario ipotetico in compensazione dell'inflazione del 2022 per quintili di reddito

(in percentuale del reddito netto nominale)



Fonti: Eurostat e indagine CES.

Note: i trasferimenti forfettari si riferiscono all'intera popolazione e sono calcolati adottando una funzione di utilità di tipo Cobb-Douglas. Ne risultano risarcimenti di reddito che equivalgono alla somma ponderata dei tassi di inflazione (registrata e percepita) per categoria di spesa tra t1 e t0, moltiplicata per la quota sulla spesa totale di ogni fascia di reddito netto a t0.

Tali trasferimenti forfettari, tuttavia, potrebbero fornire una stima troppo elevata delle perdite in termini di benessere effettivamente sostenute dalle famiglie ad alto reddito, che nel 2022 hanno speso di più per soddisfare la propria domanda repressa, in particolare per viaggi e attività ricreative.

Le evidenze tratte dall'indagine CES condotta dalla BCE mostrano che nel 2022 il rapporto tra spesa e reddito è salito in misura maggiore rispetto alla norma per ogni aumento in punti percentuali della quota di spesa destinata alle utenze.

Si evidenziano, inoltre, tassi di risparmio insolitamente bassi per le famiglie che hanno speso di più in mobili, ristoranti e viaggi. Entrambe queste tipologie di spesa hanno contribuito all'aumento dell'inflazione, ma nel primo caso la spesa maggiore è stata destinata a beni di prima necessità, a seguito di un aumento esogeno dei relativi prezzi, mentre nel secondo caso l'aumento della spesa ha rispecchiato un'attività di ottimizzazione da parte dei consumatori, che hanno destinato tempo e risorse finanziarie ad attività ricreative, a seguito della revoca delle restrizioni dovute alla pandemia. Le implicazioni sono molto diverse nei due casi, perché le perdite in termini di benessere sono notevolmente maggiori nella circostanza di un aumento esogeno nel prezzo di un bene di prima necessità, rispetto a un bene di lusso¹⁴.

Il trasferimento forfettario dovrebbe pertanto essere adeguato in modo da tenere in considerazione le scelte relative ai beni di consumo discrezionali.

¹⁴ Cfr. Attanasio, O.P. e Pistaferri, L., "Consumption Inequality", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, n. 2, 2016, pagg. 3-28 e Fang, L., Hannusch A. e Sil, P., "Luxuries, Necessities, and the Allocation of Time", *Working Paper 2021-28*, Federal Reserve Bank of Atlanta, dicembre 2021.

Riquadro 1

Effetti dell'inflazione sul comportamento dei consumatori

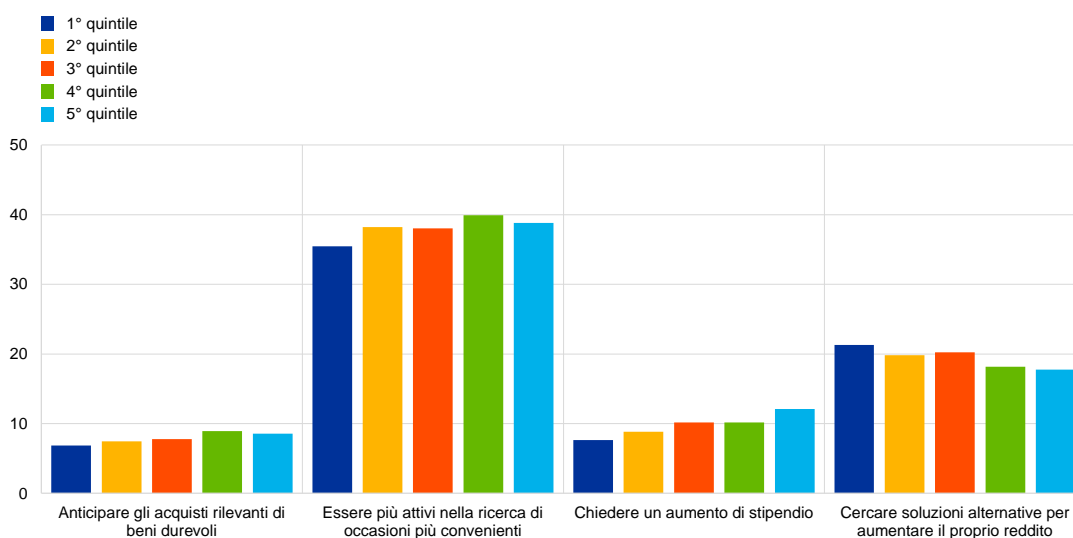
a cura di Virginia Di Nino

Ai partecipanti dell'edizione di dicembre 2022 dell'indagine CES è stato chiesto di considerare le proprie aspettative di inflazione su un orizzonte temporale di 12 mesi e di indicare le misure che avrebbero potuto adottare per contenere gli effetti dell'inflazione attesa sulla loro spesa totale. In base alle fasce di reddito di appartenenza sono state scelte azioni diverse, in misura diversa (cfr. il grafico A). La strategia di effettuare spese cercando occasioni convenienti è stata quella maggiormente selezionata, soprattutto dai consumatori appartenenti al 20 per cento superiore della distribuzione del reddito, che hanno segnalato di avvalersene nel 40 per cento dei casi, rispetto al 35 per cento segnalato dai consumatori collocati nel 20 per cento inferiore della distribuzione. Ciò riflette il maggiore margine a disposizione di chi percepisce guadagni maggiori per poter cercare soluzioni più vantaggiose nell'ambito del proprio paniere di spesa, a differenza dei consumatori a basso reddito, che già ricorrono principalmente a prodotti economici. Anche l'opzione di anticipare gli acquisti rilevanti di beni durevoli è stata selezionata almeno nel doppio dei casi da consumatori con un reddito superiore alla mediana, che, in genere, comprano beni durevoli e più costosi più frequentemente rispetto a chi si colloca nei quintili di reddito più bassi. Quanto all'adeguamento del reddito, solo un consumatore su dieci chiederebbe in modo diretto un aumento di stipendio e in un numero maggiore di casi si tratta di persone con reddito elevato, a riprova del loro potere di contrattazione relativamente maggiore. Per contro, i consumatori con redditi bassi ricorrerebbero a soluzioni alternative, come, ad esempio, un secondo impiego o orari di lavoro più lunghi, al fine di sostenere il costo della vita più oneroso. In media, i consumatori con redditi più bassi hanno selezionato tale strategia con una frequenza quasi tre volte superiore rispetto alla richiesta di un aumento stipendiale. Nel complesso, i risultati dell'indagine sembrano confermare che i consumatori che percepiscono redditi elevati dispongono di un maggiore margine per assorbire l'impatto dell'aumento dei prezzi sul proprio benessere economico.

Grafico A

Strategie per contrastare l'aumento dei prezzi, per quintile di reddito

(valori percentuali)



Fonte: indagine CES.

Nota: il quesito posto nell'indagine CES era il seguente: "Si prega di considerare le proprie aspettative riguardo alle variazioni dei prezzi in generale nei prossimi 12 mesi. Verrebbe adottata, o si sta considerando di adottare, almeno una delle seguenti misure nei prossimi 12 mesi? Se sì, quale? Si prega di

selezionare tutte le voci pertinenti. 1. Anticipare gli acquisti rilevanti di beni durevoli. 2. Ridurre la spesa abituale e risparmiare di più. 3. Essere più attivi nella ricerca di beni e servizi più convenienti da acquistare. 4. Ridurre la quantità di denaro solitamente destinata al risparmio e incrementare quella destinata alla spesa. 5. Liquidare (in tutto o in parte) i risparmi per finanziare le spese. 6. Chiedere un aumento di stipendio al proprio datore di lavoro. 7. Cercare soluzioni alternative per aumentare il proprio reddito (ad esempio cercare un altro impiego, in sostituzione o in aggiunta rispetto al proprio, aumentare il numero di ore lavorate presso il datore di lavoro attuale). 8. Nessuno dei precedenti."

3 Il canale del reddito

Gli shock inflazionistici si trasmettono alle famiglie in misura diversa, in base al reddito e alla composizione del nucleo. I salari e i contributi sociali rappresentano la voce di reddito principale per le famiglie che si collocano nella fascia inferiore e media (cfr. il grafico 4). Mentre i salari minimi e le pensioni sono indicizzati all'inflazione in molti paesi, fornendo una certa protezione alle famiglie che appartengono al segmento inferiore della distribuzione del reddito, le restanti retribuzioni di norma si adeguano all'inflazione in misura parziale e con ritardo¹⁵. Per contro, chi percepisce un reddito più elevato ne deriva circa il 40 per cento da investimenti finanziari e attività imprenditoriali, che si adeguano più rapidamente all'inflazione, offrendo così una linea di difesa migliore, anche grazie alla diversificazione delle fonti reddituali (cfr. la sezione 4)¹⁶. Nell'attuale episodio inflazionistico, caratterizzato da una tenuta della domanda, molte imprese sono riuscite ad aumentare i propri margini di profitto, recuperando anche le perdite subite durante le restrizioni dovute alla pandemia. Parte di tali profitti sono stati distribuiti come dividendi, a beneficio delle famiglie con portafogli azionari.

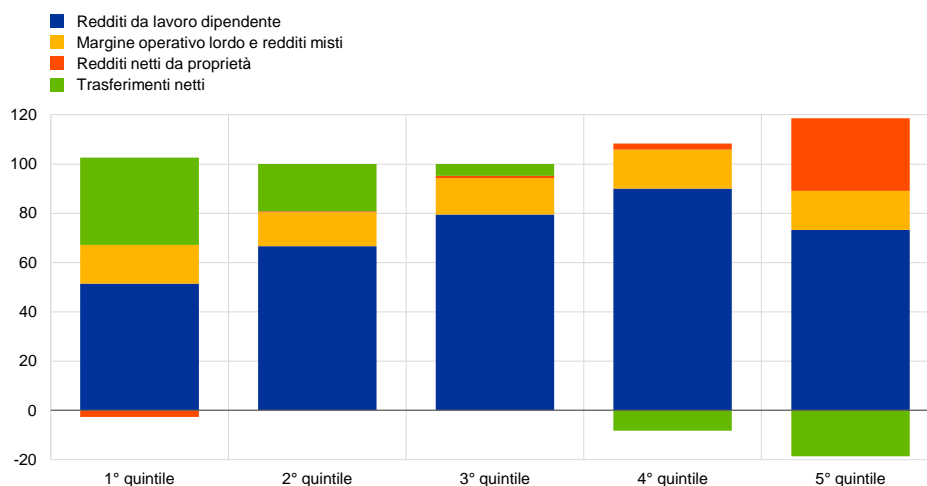
¹⁵ In generale, la debolezza dei salari impedisce l'adeguamento. Ciò si applica all'aumento dei prezzi e anche nel caso di shock avversi alla crescita. Cfr. Consolo, A., Koester, G., Nickel, C., Porqueddu, M. e Smets, F., "The need for an inflation buffer in the ECB's price stability objective – the role of nominal rigidities and inflation differentials", *Occasional Paper Series*, n. 279, BCE, settembre 2021 e Gautier, E., Conflitti, C., Faber, R.P., Fabo, B., Fadejeva, L., Jouvanceau, V., Menz, J., Messner, T., Petroulas, P., Roldan-Blanco, P., Rumler, F., Santoro, S., Wieland, E. e Zimmer, H., "New facts on consumer price rigidity in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2669, BCE, giugno 2022.

¹⁶ Molti studi documentano una correlazione positiva tra l'inflazione e la disuguaglianza di reddito. In Romer, C.D. e Romer, D.H., "Monetary Policy and the Well-being of the Poor", *Working Paper Series*, n. 6793, *National Bureau of Economic Research*, 1998, si rileva che, negli Stati Uniti, a un aumento inatteso dell'inflazione corrisponde una quota di reddito maggiore per i poveri e un coefficiente di Gini inferiore. Secondo quanto riportato in Bulir, A., "Income inequality: Does inflation matter?", *Working Paper Series*, n. 1998/007, Fondo monetario internazionale, 1998, l'inflazione registrata in passato incide sui livelli attuali di disuguaglianza di reddito. Secondo Binder, C., "Inequality and the inflation tax", *Journal of Macroeconomics*, vol. 61, 2019, la correlazione tra inflazione e disuguaglianza di reddito si è modificata nel tempo, divenendo negativa soprattutto in Europa.

Grafico 4

Scomposizione del reddito lordo in base alle fonti per quintili della distribuzione

(valori percentuali)



Fonti: dati Eurostat su reddito, consumi e indagini

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 2021.

I percettori di reddito di fascia bassa e media si dichiarano più vulnerabili alle perdite in termini di potere d'acquisto.

Sebbene i lavoratori a basso reddito possano fare affidamento su un potere di contrattazione salariale collettivo tramite i sindacati, sulla base delle evidenze desunte dall'indagine CES condotta dalla BCE, tali lavoratori sembrano consapevoli del fatto che, a livello individuale, le loro leve siano limitate. Le loro aspettative di reddito reagiscono in misura meno significativa ai rialzi dell'inflazione e a domanda rispondono che più probabilmente cercherebbero una fonte di reddito alternativa (ad esempio lavorando più a lungo o assumendo un secondo impiego), invece di chiedere un aumento. Per contro, è più probabile che a chiedere una compensazione salariale siano le famiglie ad alto reddito (cfr. il riquadro 1). Inoltre, l'indagine CES condotta dalla BCE rileva che la probabilità di perdere il lavoro in una fase di recessione economica diminuisce in misura costante con l'aumento del reddito e i soggetti a basso reddito segnalano con regolarità tassi di disoccupazione attesi più elevati.

Nella fase ciclica attuale gli andamenti dell'occupazione non hanno contribuito alla disuguaglianza attraverso il canale del reddito.

A tale riguardo, è interessante confrontare l'evoluzione dell'occupazione in base alle fasce di reddito in diversi episodi. All'inizio dei periodi di lockdown dovuti alla pandemia nei servizi a elevata intensità di contatti si è osservato uno sbilanciamento dei rischi di disoccupazione e delle perdite in termini di reddito a scapito dei lavoratori appartenenti ai quintili di reddito inferiori, che tendono a essere impiegati più frequentemente in alberghi e ristoranti^{17,18}. Nei settori con buone retribuzioni, tuttavia, l'occupazione ha mostrato maggiore capacità di tenuta, a differenza di

¹⁷ L'[analisi della Commissione europea](#) basata sulle statistiche dell'Unione europea sul reddito e sulle condizioni di vita (European Union Statistics on Income and Living Conditions, EU-SILC) rivela che durante le prime fasi della pandemia, nell'insieme degli Stati membri dell'UE, le perdite in termini di reddito per le fasce più basse erano da tre a sei volte superiori rispetto alle fasce con redditi elevati.

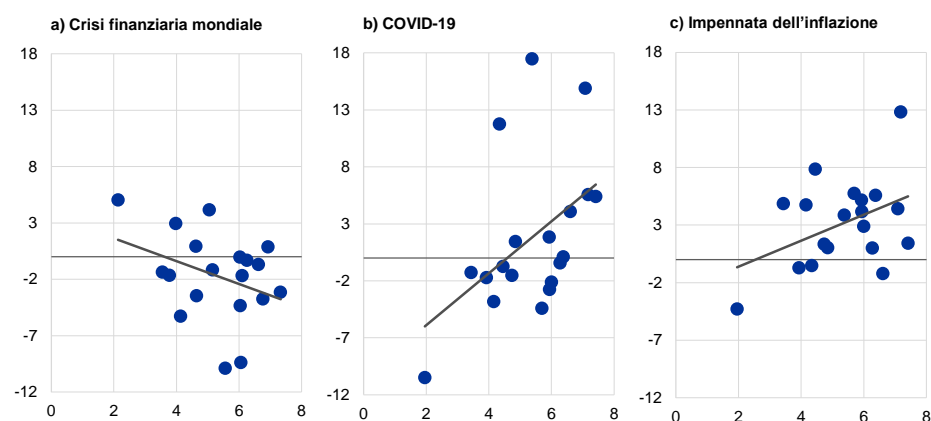
¹⁸ Cfr. il riquadro 1 "COVID-19 e disuguaglianze reddituali nell'area dell'euro" all'interno dell'articolo 1 [Politica monetaria e disuguaglianze](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

quanto accaduto durante la crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico 5). Nel contempo, grazie all'adozione su ampia scala di misure di integrazione salariale, in particolare dei regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro introdotti in quasi tutti gli Stati membri dell'UE, si è riusciti a prevenire i licenziamenti e a contenere la disoccupazione, a tutela dei lavoratori più vulnerabili¹⁹. Ne è conseguita una diminuzione dell'occupazione meno intensa nei settori economici caratterizzati da redditi medi più bassi. Dalla seconda metà del 2021, con la revoca delle restrizioni dovute alla pandemia, tale fenomeno si è accentuato e l'occupazione ha registrato una ripresa soprattutto nei settori a elevata intensità di contatti, che in prima battuta avevano risentito maggiormente della pandemia. L'indagine CES della BCE mostra che nel secondo semestre del 2020 i tassi di disoccupazione sono aumentati in misura più significativa per i lavoratori con redditi inferiori alla mediana e che, per la stessa fascia di reddito, essi sono poi scesi in misura più marcata nel corso del 2021 (cfr. il grafico 6)²⁰. Allo stesso tempo, nel 2022 non si sono manifestati ulteriori miglioramenti e nella seconda metà dell'anno sono emersi i primi segnali di un generale deterioramento.

Grafico 5

Andamento del reddito medio e dell'occupazione per attività economica

(asse delle ascisse: decili di reddito medio; asse delle ordinate: variazione percentuale dell'occupazione)



Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat (Labour Force Survey, LFS) e indagine sul reddito e sulle condizioni di vita (EU Survey on Income and Living Conditions, EU SILC).

Note: per "Crisi finanziaria mondiale" si intende il periodo che va dal quarto trimestre del 2008 al quarto trimestre del 2010; per "COVID-19" si intende il periodo dal quarto trimestre del 2019 al secondo trimestre del 2021; con "Impennata dell'inflazione" si intende il periodo che va dal terzo trimestre del 2021 al terzo trimestre del 2022. Le ultime osservazioni per decile di reddito medio si riferiscono al 2021. Le ultime osservazioni dell'occupazione per settore si riferiscono al terzo trimestre del 2022. I settori sono definiti in base alla classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (NACE).

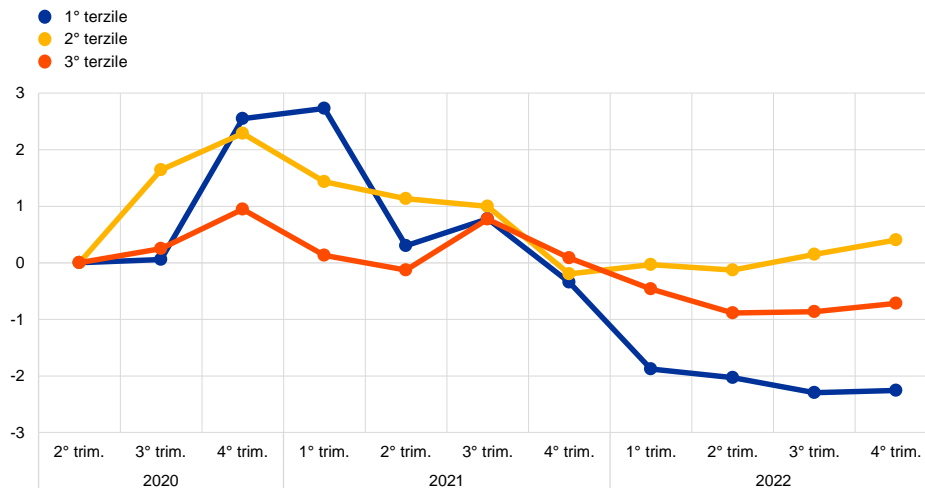
¹⁹ Cfr. l'articolo 3 [Gli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro e la crisi del COVID-19](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

²⁰ Le statistiche [EU-SILC del 2021](#) evidenziano un miglioramento complessivo dell'uguaglianza tra il 2019 e il 2021, rispecchiato dalla riduzione dei "tassi di rischio di povertà" e dall'aumento dei redditi da lavoro e disponibili mediani, soprattutto per il primo quintile. Al conseguimento di tali obiettivi ha contribuito in larga misura il sostegno pubblico, destinato ai soggetti collocati nei quintili di reddito inferiori. Cfr. anche il riquadro 6 [La ripresa del mercato del lavoro nell'area dell'euro secondo i risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE](#) nel numero 2/2022 di questo Bollettino.

Grafico 6

Dinamica dei tassi di disoccupazione per classe di reddito

(punti percentuali)



Fonte: indagine CES.

Note: per tasso di disoccupazione si intende il rapporto tra la popolazione disoccupata e la forza lavoro, calcolato separatamente per ciascuna classe di reddito. Le differenze nei tassi di disoccupazione fanno riferimento al tasso di disoccupazione nel secondo trimestre del 2020. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

Le famiglie con bassi livelli di reddito dispongono di meno risparmi e hanno quindi maggior bisogno di interventi pubblici volti a prevenire eventuali difficoltà finanziarie.

Le famiglie a più basso reddito presentano inoltre tassi di risparmio più contenuti, dispongono di accantonamenti più limitati e pertanto hanno margini di manovra più ristretti per far fronte a eventuali incrementi dei costi in caso di shock avversi²¹. Con un tasso di risparmio mediano negativo pari al -5,86 per cento per il quintile di reddito inferiore, le famiglie meno benestanti si trovano spesso a dover attingere alle risorse accantonate, mentre quelle che si collocano nel quintile superiore della distribuzione del reddito risparmiano il 40 per cento circa del loro reddito netto disponibile²². Sulla scorta dei flussi di risparmio segnalati su base trimestrale nell'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE, si stima che nel 2022 la quota di famiglie rientranti nel quintile di reddito inferiore che non riescono ad accantonare risorse abbia toccato il 25 per cento, aumentando di 5 punti percentuali rispetto al 2021. Il tasso di risparmio delle famiglie appartenenti a questo stesso quintile di reddito che invece riescono a risparmiare è diminuito di 10 punti percentuali, una misura di quattro volte superiore al calo stimato per i consumatori che si collocano nel quintile di reddito più elevato. Nell'ambito dell'indagine CES della BCE è stato chiesto agli intervistati di valutare l'adeguatezza percepita degli interventi di bilancio nel tutelare la loro situazione finanziaria a fronte degli elevati prezzi dell'energia²³. Malgrado l'aumento molto marcato di questi ultimi, l'adeguatezza media percepita alla fine del 2022 è

²¹ Cfr. Battistini, N., Di Nino, V., Dossche, M. e Kolndrekaj, A., *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

²² Cfr. le *statistiche sperimentali Eurostat su reddito, consumi e ricchezza*.

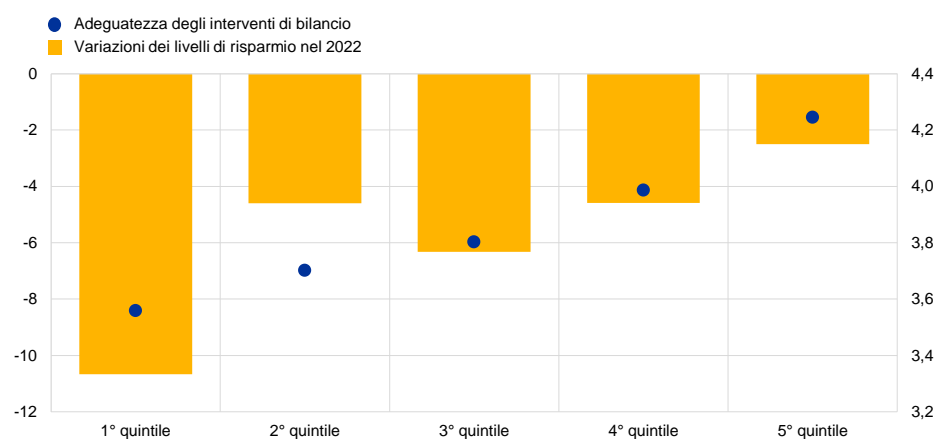
²³ Nelle edizioni di ottobre 2021 e dicembre 2022 è stato chiesto ai consumatori di valutare l'adeguatezza degli interventi di bilancio nazionali nel preservare la loro situazione finanziaria dagli effetti negativi degli elevati prezzi energetici utilizzando una scala compresa tra 0 (del tutto inadeguati) a 10 (perfettamente adeguati).

migliorata rispetto all'anno precedente²⁴. La correlazione negativa tra l'entità del calo del risparmio nel 2022 e la percezione dell'adeguatezza degli interventi pubblici indica che le famiglie a più basso reddito necessitano maggiormente di misure di sostegno (cfr. il grafico 7). Più elevato è il reddito, minori sono i sacrifici necessari per risparmiare e migliore è la valutazione media di adeguatezza.

Grafico 7

Variazioni dei livelli di risparmio e valutazione di adeguatezza degli interventi di bilancio

(scala di sinistra: percentuale del reddito nominale netto; scala di destra: adeguatezza percepita degli interventi su una scala da 0 a 10)



Fonti: Eurostat e indagine CES.

Note: per la voce "Adeguatezza degli interventi di bilancio" il quesito posto era il seguente: "Attualmente molti governi stanno adottando misure volte a ridurre gli oneri a carico delle famiglie derivanti dai rincari dell'energia. In quale misura ritiene che i provvedimenti adottati nel suo paese saranno sufficienti a mantenere invariata la consueta spesa per beni e servizi del suo nucleo familiare su una scala da 0 (= del tutto insufficienti) a 10 (pienamente sufficienti)?". Per misurare la variazione del tasso di risparmio nel 2022 sono stati considerati soltanto i consumatori che hanno realizzato risparmi netti. Nell'indagine CES i flussi di risparmio trimestrali vengono rilevati a intervalli, che sono poi mappati in misure puntuali attraverso un modello Tobit con doppia regressione censurata dei risparmi, sulla base delle caratteristiche delle famiglie e della loro spesa totale. Nella stima si presume che i risparmi siano compresi in un intervallo delimitato dal valore più alto e quello più basso.

Riquadro 2

Inflazione, politica fiscale e disuguaglianza

a cura di Virginia Di Nino e Maximilian Freier²⁵

In tutta l'area dell'euro i governi sono intervenuti per ridurre gli effetti dell'elevata inflazione mediante misure volte a contenere gli aumenti dei prezzi e sostenendo famiglie e imprese attraverso trasferimenti diretti e sgravi fiscali²⁶. Nel presente riquadro viene valutato l'impatto di queste misure di bilancio sulla disuguaglianza di reddito esistente tra le famiglie nel 2022, confrontandola con la percezione dei suoi effetti emersa dall'indagine CES della BCE.

Complessivamente i provvedimenti di bilancio adottati dai governi hanno colmato il divario sperequativo indotto dall'elevata inflazione al consumo. Il gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working group on public finance, WGPF) del SEBC, in collaborazione con il Joint Research Centre

²⁴ Cfr. l'articolo 1 *Politiche di bilancio e inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

²⁵ Gli autori desiderano ringraziare Simeon Bischl e Aleksandra Kolndrekaj per la preziosa assistenza fornita nell'attività di ricerca e per il contributo dato al presente riquadro.

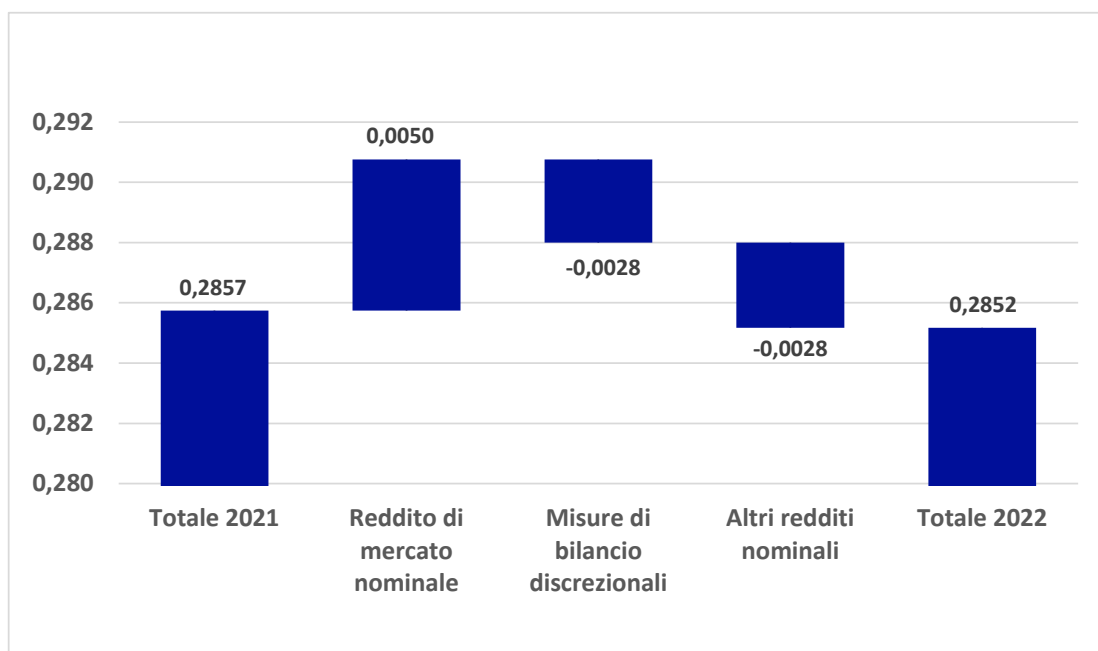
²⁶ Cfr. il riquadro "Impatto distributivo delle misure di bilancio attuate per compensare l'elevata inflazione al consumo" all'interno dell'articolo 1 *Politiche di bilancio e inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

della Commissione europea, ha valutato gli effetti distributivi di questi provvedimenti nel compensare l'elevata inflazione al consumo nel 2022²⁷. Sebbene l'entità e l'impatto dei pacchetti di sgravi fiscali contro il rincaro dell'energia siano stati eterogenei tra i vari paesi, queste misure di compensazione dell'inflazione hanno limitato l'accentuazione della disuguaglianza in termini di reddito al netto delle imposte nell'area dell'euro. Il pannello a) del grafico A mostra la variazione del coefficiente di Gini relativo al reddito disponibile delle famiglie fra il 2021 e il 2022. Per l'area dell'euro, lo shock inflazionistico ha provocato un aumento della disparità reddituale²⁸, che è stato compensato dal sostegno di bilancio discrezionale contro il rincaro dell'energia a favore delle famiglie. I nuclei familiari a più basso reddito hanno inoltre beneficiato maggiormente di altri trasferimenti pubblici e di provvedimenti adottati in ambiti diversi da quello dell'energia, per cui il divario sotto il profilo della disuguaglianza reddituale è stato azzerato. Il rapporto interquintile di reddito, una misura alternativa della disuguaglianza con cui viene calcolato il rapporto tra il reddito totale percepito dal 20 per cento della popolazione più benestante e il reddito totale percepito dal 20 per cento della popolazione meno benestante, fornisce un quadro molto simile (cfr. il pannello b) del grafico A).

Grafico A

Effetto delle misure di bilancio sul coefficiente di Gini e sul tasso di rischio di povertà nell'area dell'euro

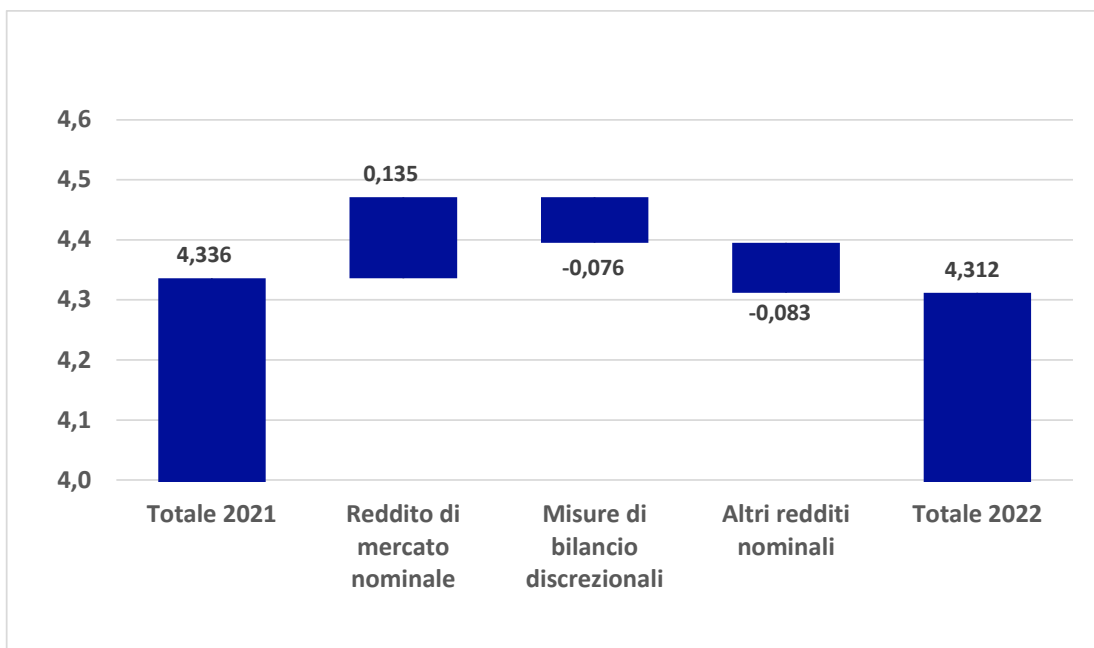
a) Coefficiente di Gini



²⁷ Nella valutazione è stato impiegato un modello di microsimulazione degli sgravi fiscali EUROMOD dotato di funzionalità estese e strumenti per la simulazione delle imposte indirette utilizzando come input microdati ricavati congiuntamente dall'indagine EU-SILC e da quella sui bilanci delle famiglie. L'analisi completa è illustrata in Amores, A. et al., "The distributional impact of fiscal measures to compensate consumer inflation", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

²⁸ I redditi di mercato sono aumentati in modo diseguale all'interno della distribuzione. Nel 2022 il reddito di mercato del quintile inferiore è cresciuto dell'1 per cento circa, rispetto al 4 per cento circa di quello del quintile delle famiglie più benestanti.

b) Rapporto interquintilico di reddito



Fonte: Amores, A. et al. (di prossima pubblicazione).

Note: i risultati sono calcolati sulla base di microsimulazioni ottenute mediante il modello EUROMOD utilizzando dati EU-SILC. La crescita della voce "Altri redditi nominali" deriva da variazioni delle politiche non legate a misure straordinarie di compensazione dell'inflazione, come ad esempio modifiche alle prestazioni sociali o ai regimi fiscali. Valori inferiori del coefficiente di Gini indicano minori livelli di disuguaglianza. L'aggregato dell'area dell'euro è approssimato da Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia e Portogallo.

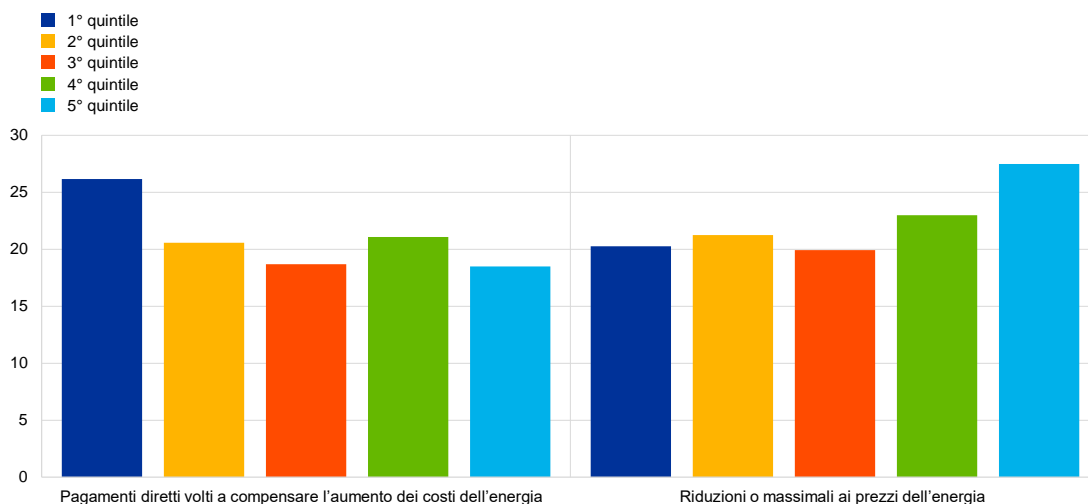
Nell'ambito dell'indagine CES della BCE è stato chiesto agli intervistati di indicare quale tipo di sostegno pubblico fosse stato loro riconosciuto per far fronte agli effetti del caro energia sul bilancio familiare. In linea con i dati macroeconomici, gli intervistati appartenenti al quintile inferiore della distribuzione del reddito hanno dichiarato di aver percepito con maggiore frequenza pagamenti diretti e/o prestazioni sociali a compensazione della maggiore spesa energetica. Viceversa, le famiglie appartenenti al 20 per cento superiore della distribuzione del reddito hanno dichiarato di aver beneficiato principalmente di misure valide nei confronti di tutti i consumatori, come il tetto al prezzo dell'energia e del carburante (cfr. il grafico B)²⁹. Inoltre, coerentemente con il fatto che questa classe di reddito è stata destinataria di misure di compensazione, la percezione dell'adeguatezza del sostegno di bilancio è aumentata maggiormente fra gli intervistati a basso reddito che hanno dichiarato di aver percepito pagamenti diretti.

²⁹ Nell'edizione di dicembre 2022 ai consumatori è stato inoltre chiesto di indicare il tipo di sostegno percepito. Nella maggior parte dei casi si è trattato di pagamenti diretti volti a compensare l'aumento dei costi dell'energia o di prestazioni sociali e sconti sui consumi di energia e/o carburante, seguiti da sussidi per l'utilizzo dei trasporti pubblici.

Grafico B

Sostegno di bilancio per quintile di reddito

(percentuale degli intervistati)



Fonte: indagine CES.

Nota: l'asse verticale riporta la percentuale di consumatori che hanno dichiarato di aver beneficiato di forme di sostegno di bilancio.

In conclusione, come emerso dai dati dell'indagine, anche se la gran parte degli interventi pubblici non ha interessato soltanto le famiglie a più basso reddito, detti interventi hanno in effetti attenuato in certa misura il divario inflazionistico indotto dall'elevata variazione dei prezzi al consumo dovuta alla componente energetica. Tuttavia, i risultati dell'indagine mostrano anche che il sostegno di bilancio non era esclusivamente rivolto alle categorie sociali più vulnerabili e che di questo sostegno hanno beneficiato famiglie appartenenti all'intero spettro del reddito. Di fatto, alcune misure hanno favorito i percettori di redditi più elevati rispetto alle famiglie meno benestanti, sollevando interrogativi sia in merito all'efficienza delle misure stesse, sia ai loro effetti collaterali in termini economici.

4 Il canale della ricchezza

Il patrimonio delle famiglie e la composizione dei portafogli presentano una considerevole disuguaglianza lungo la distribuzione della ricchezza. Nel 2022 i conti di distribuzione della ricchezza (distributional wealth accounts, DWA) della BCE hanno evidenziato che il quintile inferiore delle famiglie dell'area dell'euro deteneva solo l'1 per cento circa delle attività totali, mentre al quintile superiore era ascrivibile circa il 70 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 8). La ricchezza finanziaria è ancora più concentrata, giacché detenuta per il 90 per cento circa dalle famiglie nel quintile superiore. Nell'area dell'euro, l'indice di leva finanziaria delle famiglie che si collocano nel 20 per cento superiore della distribuzione della ricchezza si è mantenuto basso, a un livello inferiore al 10 per cento, e ampiamente costante nel tempo. L'indice di leva finanziaria relativo alle famiglie nel 20 per cento inferiore è aumentato nel tempo, portandosi quasi al 160 per cento, a indicazione del fatto che questo gruppo ha fatto ampio ricorso al debito per finanziare i propri piani di

investimento, esponendosi in maniera eccessiva agli aumenti dei tassi di interesse³⁰. La presente sezione valuta in primo luogo come l'inflazione possa incidere direttamente sulle valutazioni della ricchezza netta e alterarne la distribuzione tra la popolazione riducendo il valore reale delle attività e delle passività. Passa poi ad analizzare un canale indiretto di trasmissione dell'inflazione alla disuguaglianza della ricchezza, che opera attraverso l'esposizione eterogenea delle famiglie alle variazioni della politica monetaria.

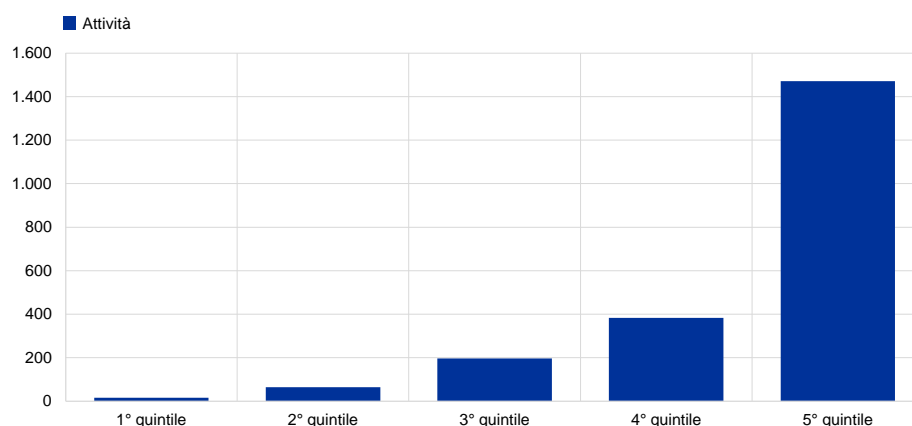
³⁰ Circa il 60 per cento della leva finanziaria complessiva nel quintile inferiore della distribuzione della ricchezza si deve ai mutui ipotecari.

Grafico 8

Attività e passività e composizione del portafoglio in base alla distribuzione della ricchezza netta

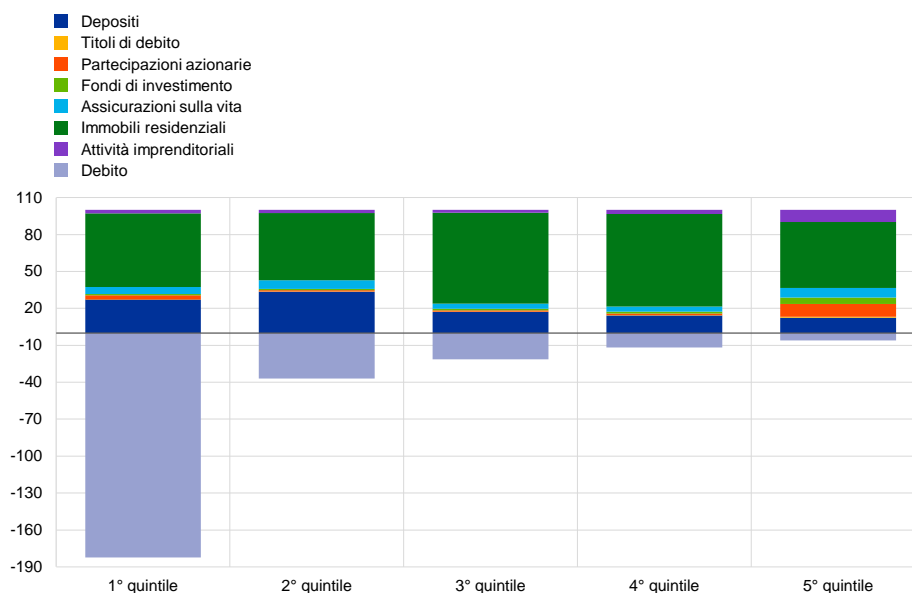
a) Attività per quintile di ricchezza netta

(migliaia di euro per famiglia)



b) Composizione del portafoglio per quintile di ricchezza netta

(in percentuale delle attività)



Fonti: conti di distribuzione della ricchezza (distributional wealth accounts, DWA) sperimentali ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) è indicato il totale delle attività/passività (finanziarie e non finanziarie nette) corretto in base al concetto di ricchezza netta, per famiglia. Nel pannello b) il debito include sia i mutui ipotecari sia il credito al consumo ed è indicato con un segno meno. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022.

La composizione di attività e passività nella distribuzione della ricchezza determina la misura in cui l'inflazione elevata può incidere sulla disuguaglianza in termini di ricchezza.

In generale, a causa dell'incertezza del reddito e delle barriere all'ingresso nella maggior parte dei mercati delle attività finanziarie non monetarie, le famiglie più povere detengono una quota maggiore della loro ricchezza in contante o in depositi bancari, che, sebbene facilmente accessibili, sono anche soggetti a erosione del potere d'acquisto causata dall'inflazione. Per contro, è più probabile che le famiglie più abbienti diversifichino il risparmio tra azioni, fondi di investimento e obbligazioni, che offrono una migliore

linea di difesa contro l'inflazione, per via della composizione diversificata del portafoglio (cfr. il pannello b) del grafico 8). I primi studi sul tema, che hanno analizzato il periodo tra la metà degli anni '50 e gli anni '70 del Novecento, hanno concluso che un'inflazione elevata conduce a un'attenuazione della disuguaglianza in termini di ricchezza, perché questa viene redistribuita dai prestatori ai debitori attraverso la variazione del valore reale delle attività e delle passività nominali³¹. Tuttavia, se da un lato un tasso di inflazione più elevato erode il valore reale delle attività nominali, in alcune circostanze esso può anche ridurre il valore reale delle passività nominali, come i mutui ipotecari. Alcune analisi empiriche confermano che una moderata inflazione inattesa produce una considerevole redistribuzione della ricchezza dalle famiglie più agiate e di età più avanzata, che rappresentano dei creditori netti, alle famiglie più giovani, di classe media, con debito ipotecario a tasso fisso³². Tuttavia, se le aspettative si adeguano, un premio per il rischio di inflazione annullerà il vantaggio iniziale per i debitori accrescendo l'onere del debito. L'indagine CES evidenzia che un numero relativamente minore di soggetti a più basso reddito risulta indebitato, ma quelli che lo sono destinano una quota maggiore del proprio reddito al rimborso del debito. Nella fascia inferiore della distribuzione del reddito, un terzo di quanto percepito è utilizzato per il rimborso del debito (inclusi i prestiti al consumo non ipotecari), mentre nella fascia superiore è destinata al rimborso del debito una quota inferiore al 15 per cento (cfr. il grafico 9). Infine, quando un'inflazione inaspettatamente più elevata riduce il reddito da interessi reale delle famiglie a basso e medio reddito e aumenta il reddito derivante dagli utili delle famiglie a reddito elevato, il canale dell'effetto Fisher si indebolisce³³. A tal riguardo, la composizione della ricchezza svolge un ruolo di rilievo nella trasmissione degli shock inflazionistici.

³¹ Cfr. Bach, G.L. e Ando, A., "The Redistributive Effects of Inflation", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, n. 1, 1957 e Wolff, E., "The Distributional Effects of the 1969-75 Inflation on Holdings of Household Wealth in the United States", *Review of Income and Wealth*, vol. 25, n. 2, 2005, pagg. 195-207.

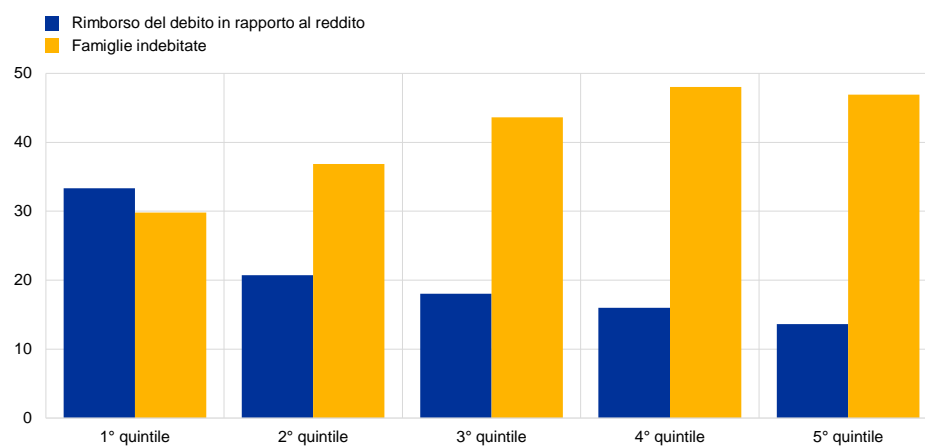
³² Cfr. Doepke, M. e Schneider, M., "Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth", *Journal of Political Economy*, vol. 114, n. 6, 2006, pagg. 1069-1097, nonché Cardoso, M., Ferreira, C., Leiva, J.M., Nuño, G., Ortiz, Á. e Rodrigo, T., "The heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets", *Working Paper Series, n. 176, Red Nacional de Investigadores en Economía*, 2022, si noti che i risultati sono determinati principalmente dalle famiglie nel quintile di reddito superiore.

³³ Cfr. Heer, B. e Süssmuth, B., "Effects of inflation on wealth distribution: Do stock market participation fees and capital income taxation matter?", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 31, numero 1, 2007, pagg. 277-303.

Grafico 9

Incidenza del rimborso del debito sul reddito e quota di famiglie indebitate nella distribuzione del reddito

(valori percentuali)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra la quota del reddito netto delle famiglie con debito positivo destinato al rimborso del debito e la quota di famiglie con debito positivo.

Il canale della ricchezza tende a operare in modo asimmetrico quando l'inflazione è determinata in larga misura da shock esterni dal lato dell'offerta, come nel caso dell'episodio attuale. Ciò è dovuto al fatto che il canale dell'effetto Fisher funziona appieno soltanto se il reddito si adegua all'inflazione, sollevando dall'onere dei pagamenti le famiglie indebitate, che sono generalmente quelle nella fascia più bassa della distribuzione della ricchezza. Questa condizione si verificherebbe più naturalmente quando l'inflazione è determinata da shock alla domanda. Tuttavia, come discusso nella sezione 3, nell'ambito dell'attuale episodio di inflazione i redditi hanno sinora ristagnato. Nel contempo, la disuguaglianza in termini di risparmio è stata esacerbata da shock inflazionistici dovuti a un aumento dei costi, nella misura in cui le famiglie a basso reddito hanno dovuto attingere maggiormente ai loro risparmi liquidi³⁴.

Sulla distribuzione della ricchezza incidono fortemente le valutazioni delle attività. Le variazioni della ricchezza netta delle famiglie dell'area dell'euro sono determinate principalmente da profitti e perdite derivanti da immobili e partecipazioni azionarie, nonché da effetti di ribilanciamento dei portafogli che, a loro volta, hanno seguito molto da vicino gli andamenti dei prezzi delle abitazioni e delle azioni. Tuttavia, poiché i prezzi delle abitazioni sono meno volatili di quelli delle azioni e la ricchezza immobiliare è distribuita più equamente tra le famiglie, la loro correlazione con la disuguaglianza in termini di proprietà immobiliari è più debole rispetto a quella intercorrente tra i prezzi e le consistenze delle partecipazioni azionarie, detenute principalmente dalle famiglie più agiate³⁵. La disuguaglianza in termini di ricchezza finanziaria sotto forma di azioni, misurata dal coefficiente di Gini,

³⁴ Cfr. il riquadro 3 *Le recenti determinanti del risparmio delle famiglie secondo la distribuzione della ricchezza* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

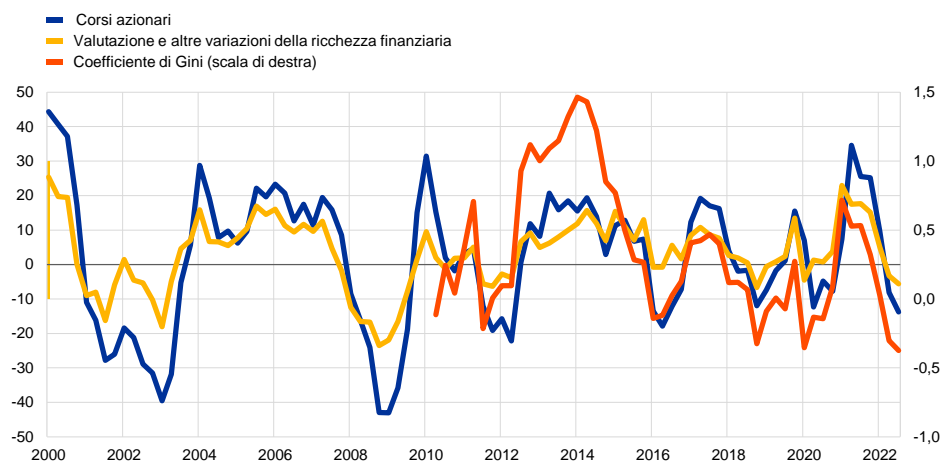
³⁵ Cfr. Adam, K. e Tzamourani, P., "Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area", *European Economic Review*, vol. 89, 2016, pagg. 172-192.

è aumentata stabilmente durante la crisi del debito sovrano, ma da allora ha subito variazioni significativamente inferiori (cfr. il grafico 10).

Grafico 10

Variazioni di prezzi delle attività, ricchezza finanziaria e disuguaglianza nell'area dell'euro

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scala di destra: coefficiente di Gini, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, conti di distribuzione della ricchezza (distributional wealth accounts, DWA) sperimentali ed elaborazioni della BCE. Note: il coefficiente di Gini è calcolato in base alle statistiche relative ai conti di distribuzione della ricchezza, disponibili solo con riferimento al 2009. I prezzi delle azioni sono misurati in base all'indice Dow Jones EURO STOXX 50 che, sebbene relativamente ristretto, è correlato all'indicatore di valutazione della ricchezza finanziaria. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022.

5 Osservazioni conclusive

Il presente articolo esamina i diversi canali dell'impatto eterogeneo dell'inflazione sulle famiglie e ne valuta gli effetti nel contesto dell'attuale episodio inflazionistico. L'analisi di dati provenienti da varie fonti indica che i tre canali principali hanno fornito apporti differenti.

Il canale della spesa ha avuto un impatto particolarmente forte perché le famiglie a basso reddito sono maggiormente esposte agli aumenti dei prezzi di beni di prima necessità, quali energia e alimenti. I prezzi di tali beni sono aumentati molto più di altri in seguito al brusco rialzo di quelli delle materie prime che si è verificato a partire dalla metà del 2021. Questo effetto è amplificato dal fatto che le famiglie a basso reddito dispongono di un limitato margine di manovra nella scelta di soluzioni più vantaggiose rispetto alle varietà più care o nella sostituzione della spesa tra le diverse voci.

Per contro, un mercato del lavoro solido e le misure di sostegno di bilancio messe in campo hanno attenuato gli effetti distributivi avversi dell'inflazione elevata sulle famiglie attraverso il canale del reddito. Tuttavia, nella valutazione dell'impatto dell'inflazione elevata, nel 2022, sui comportamenti di risparmio, le famiglie a basso reddito sembrano ancora una volta colpite in maniera sproporzionata. Nonostante gli sgravi fiscali disponibili, un maggior numero di famiglie ha intaccato i propri risparmi e quelle con risparmi limitati hanno dovuto

compiere i sacrifici più significativi³⁶. Ciò è coerente con l'aumento della percezione che il sostegno pubblico sia stato inadeguato a compensare le perdite in termini di potere d'acquisto subite dai consumatori appartenenti alle fasce di reddito più basse.

Finora, l'impatto dell'inflazione attraverso il canale della ricchezza è stato meno chiaro, in quanto l'inflazione ha agito in modo asimmetrico. Non ha determinato una redistribuzione della ricchezza nominale ai debitori attraverso la riduzione del valore reale del loro debito, dato che i redditi finora non si sono sufficientemente adeguati. Tuttavia ha ridotto il valore reale delle attività nette, detenute prevalentemente dalle famiglie a reddito più elevato. Quando l'inflazione è determinata principalmente da uno shock alle ragioni di scambio i redditi non aumentano abbastanza da beneficiare della riduzione del valore reale del debito.

Sia alla politica monetaria, sia a quella di bilancio è assegnato un ruolo nel contrastare l'impatto dell'inflazione elevata. La politica di bilancio può offrire il suo miglior contributo nel ridurre l'impatto di uno shock avverso alle ragioni di scambio, specie per le famiglie meno abbienti, attraverso misure di sostegno al reddito mirate, temporanee e studiate su misura. La politica monetaria può contribuire al meglio riportando l'inflazione a un livello in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi³⁷. Di fondamentale importanza è l'ancoraggio delle aspettative di inflazione, che evita il manifestarsi di una spirale salari-prezzi. Attraverso il sostegno specifico delle famiglie a più basso reddito, la cui sussistenza dipende fortemente dal potere d'acquisto dei salari, anche la politica di bilancio contribuisce indirettamente a scongiurare il rischio di una spirale salari-prezzi.

³⁶ Cfr. anche il riquadro 5 *Chi paga il conto? L'impatto disomogeneo del recente shock sui prezzi dell'energia* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

³⁷ In linea con la letteratura che riscontra la tendenza, per la disparità di reddito, a ridursi visibilmente in presenza di una politica monetaria efficace nell'ancorare le aspettative di inflazione a livelli bassi e stabili, cfr. Hobbijn, B. e Lagakos, D., "Inflation Inequality in the United States", *Review of Income and Wealth*, vol. 51, numero 4, 2005, pagg. 581-606 e "The distributional footprint of monetary policy", *Annual Economic Report*, Banca dei regolamenti internazionali, 2021.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
3 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	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,3	5,9	7,6	2,1	8,1	5,4	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	2,1	4,1	1,0	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 2° trim.	-0,2	-0,1	0,1	1,2	-2,3	0,9	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,1	8,0
3° trim.	1,4	0,8	-0,1	-0,3	3,9	0,4	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,6	9,3
4° trim.	0,3	0,6	0,1	0,0	0,6	0,0	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 1° trim.	.	0,3	.	.	2,2	0,1	.	.	5,8	10,2	3,6	1,7	8,0
2022 nov.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,7	7,1	10,7	3,8	1,5	10,1
dic.	-	-	-	-	-	-	9,4	7,2	6,5	10,5	4,0	1,8	9,2
2023 gen.	-	-	-	-	-	-	9,2	7,2	6,4	10,1	4,3	2,2	8,6
feb.	-	-	-	-	-	-	8,8	7,3	6,0	10,4	3,3	2,1	8,5
mar.	-	-	-	-	-	-	.	.	5,0	10,1	3,2	0,8	6,9
apr ³⁾	-	-	-	-	-	-	7,0

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2020	11.507,4	11.101,1	5.954,5	2.577,8	2.527,5	1.228,4	687,8	604,5	41,3	406,3	5.208,4	4.802,1
2021	12.376,1	11.899,2	6.317,1	2.730,6	2.722,7	1.382,6	766,1	566,7	128,8	476,9	6.102,5	5.625,6
2022	13.399,1	13.186,8	7.041,4	2.881,9	3.038,8	1.559,1	844,8	627,1	224,7	212,3	7.338,0	7.125,7
2022 1° trim.	3.255,1	3.177,3	1.690,5	705,3	724,4	377,0	200,5	145,0	57,1	77,8	1.722,4	1.644,6
2° trim.	3.321,6	3.256,0	1.741,4	713,7	747,5	389,0	207,3	149,2	53,4	65,6	1.835,5	1.769,9
3° trim.	3.370,2	3.363,4	1.788,6	722,3	787,4	393,2	217,3	174,9	65,1	6,8	1.898,7	1.891,9
4° trim.	3.441,4	3.374,5	1.818,8	741,2	770,2	395,6	216,7	156,0	44,3	66,9	1.894,1	1.827,3
<i>in percentuale del PIL</i>												
2022	100,0	98,4	52,6	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,7	1,6	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 2° trim.	0,9	0,9	1,1	0,1	0,9	-0,2	1,7	2,6	-	-	1,8	1,9
3° trim.	0,4	1,6	0,9	-0,1	4,0	-0,9	3,2	17,1	-	-	1,7	4,2
4° trim.	0,0	-1,0	-0,9	0,8	-3,5	-0,9	-1,5	-11,5	-	-	0,0	-1,9
2023 1° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,4	4,2	3,7	4,3	3,9	6,4	9,3	-7,4	-	-	10,7	8,4
2022	3,5	3,8	4,3	1,4	3,7	2,1	4,1	7,1	-	-	7,0	8,0
2022 2° trim.	4,4	4,6	5,9	1,0	2,9	2,1	2,2	6,1	-	-	7,7	8,5
3° trim.	2,5	3,9	2,3	0,5	7,7	1,5	7,8	23,1	-	-	7,6	11,2
4° trim.	1,8	1,2	1,2	1,0	0,5	0,3	4,7	-3,8	-	-	4,9	3,6
2023 1° trim.	1,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 2° trim.	0,9	0,9	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-	-
3° trim.	0,4	1,5	0,5	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,1	-	-
4° trim.	0,0	-1,0	-0,5	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,1	0,9	-	-
2023 1° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,4	4,3	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,4	-	-
2022	3,5	3,7	2,2	0,3	0,8	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,2	-	-
2022 2° trim.	4,4	4,4	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,6	0,0	-	-
3° trim.	2,5	3,8	1,2	0,1	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,3	-	-
4° trim.	1,8	1,1	0,6	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,2	0,7	-	-
2023 1° trim.	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2020	10.369,0	176,8	2.002,6	546,3	1.802,4	547,0	485,4	1.211,9	1.203,7	2.068,6	324,5	1.138,4
2021	11.092,1	190,0	2.177,8	596,6	2.005,6	589,5	497,6	1.247,6	1.290,2	2.161,1	336,2	1.283,9
2022	12.058,2	221,1	2.421,4	657,9	2.327,5	623,4	512,6	1.304,4	1.379,5	2.243,8	366,5	1.340,9
2022 1° trim.	2.914,7	51,3	584,5	159,5	551,4	151,8	124,3	317,2	337,4	550,2	87,1	340,4
2° trim.	2.980,7	54,1	602,5	163,0	576,4	155,3	125,7	320,5	342,8	549,8	90,7	340,9
3° trim.	3.036,1	56,9	604,1	165,3	594,7	156,0	128,2	326,5	346,8	563,9	93,6	334,1
4° trim.	3.111,9	58,4	634,8	168,8	603,1	159,1	133,8	335,1	352,6	573,2	93,0	329,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2022	100,0	1,8	20,1	5,5	19,3	5,2	4,3	10,8	11,4	18,6	3,0	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 1° trim.	0,9	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,5	-0,1	0,8	1,1	0,8	2,4	-2,0
2° trim.	0,8	-0,7	0,5	-0,7	2,0	2,1	0,3	0,3	0,8	-0,2	4,3	2,0
3° trim.	0,7	0,7	0,9	-1,1	1,1	0,2	-0,1	-0,1	0,3	1,5	2,9	-2,7
4° trim.	-0,3	-0,4	0,0	-0,5	-1,2	1,8	-0,5	0,3	0,1	-0,2	-2,8	1,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,0	0,0	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,4	-0,9	-5,6	-2,7	-17,6	-7,0
2021	5,2	0,2	7,2	5,0	7,9	7,1	2,7	1,7	6,0	3,5	3,6	6,6
2022	3,6	-1,1	2,0	1,6	8,2	5,8	0,0	1,9	4,2	1,6	11,7	2,1
2022 1° trim.	5,4	-0,7	2,0	4,6	14,4	6,7	0,3	2,9	6,4	2,0	17,5	6,1
2° trim.	4,6	-1,7	2,2	1,9	11,8	6,9	0,5	2,2	5,0	1,2	16,5	3,1
3° trim.	2,7	-0,9	2,4	0,7	5,0	5,3	-0,1	1,4	3,2	1,3	7,0	0,3
4° trim.	2,1	-1,4	2,1	-0,4	2,9	4,7	-0,5	1,3	2,3	1,9	6,7	-0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
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.	0,8	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
3° trim.	0,7	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
4° trim.	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
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	1,5	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,5	0,3	0,0	0,2	0,5	0,3	0,4	-
2022 1° trim.	5,4	0,0	0,4	0,2	2,5	0,4	0,0	0,3	0,7	0,4	0,5	-
2° trim.	4,6	0,0	0,4	0,1	2,1	0,4	0,0	0,3	0,6	0,2	0,5	-
3° trim.	2,7	0,0	0,5	0,0	0,9	0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,2	-
4° trim.	2,1	0,0	0,4	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,3	0,4	0,2	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

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													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
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
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,1	6,3	24,4	3,2	2,3	1,0	14,2	24,8	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	0,0	-0,4	3,2	0,5	4,7	0,8	0,9	3,0	2,1	0,8
2022	2,3	2,5	0,9	-0,9	1,2	3,0	3,3	5,7	0,0	3,0	3,0	1,5	1,5
2022 1° trim.	3,1	3,4	1,3	-0,9	1,3	3,4	5,1	6,1	-0,2	2,2	4,4	1,8	2,9
2° trim.	2,7	3,0	0,8	-0,3	1,2	3,4	4,7	6,0	0,3	2,5	3,3	1,6	1,6
3° trim.	1,8	1,9	0,9	-1,1	1,4	3,1	1,9	6,2	-0,4	3,9	2,4	1,4	0,6
4° trim.	1,5	1,7	0,5	-1,2	1,0	2,1	1,7	4,5	0,3	3,4	2,0	1,3	0,9
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
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
2022	100,0	81,8	18,2	3,9	14,5	7,2	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-8,1	-7,4	-11,1	-3,2	-7,5	-6,5	-14,8	-1,7	-2,4	-6,0	-8,3	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	0,3	4,4	8,8	6,8	7,5	2,8	6,5	7,5	3,6	5,5
2022	3,4	3,6	2,8	-1,7	1,1	3,1	7,5	5,5	-0,6	4,9	4,1	0,7	6,1
2022 1° trim.	6,5	6,5	6,5	-2,0	2,0	4,7	16,1	6,3	-0,5	6,1	6,7	1,3	13,6
2° trim.	3,6	3,8	2,7	-1,9	0,3	2,7	9,8	5,1	-1,5	5,1	3,9	-0,2	6,9
3° trim.	2,5	2,9	1,0	-1,2	2,1	3,4	3,2	7,1	-0,3	5,0	3,8	1,3	2,5
4° trim.	2,2	2,3	2,0	-1,2	1,3	2,8	3,1	4,6	0,9	4,3	3,0	1,2	3,1
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	0,3	4,8	5,5	6,3	2,7	2,0	5,5	4,4	1,5	4,6
2022	1,2	1,1	1,9	-0,8	-0,2	0,1	4,0	-0,2	-0,6	1,9	1,0	-0,8	4,6
2022 1° trim.	3,4	3,1	5,1	-1,1	0,7	1,2	10,4	0,3	-0,3	3,9	2,2	-0,5	10,4
2° trim.	0,9	0,8	1,9	-1,7	-0,9	-0,7	4,9	-0,9	-1,7	2,5	0,5	-1,7	5,1
3° trim.	0,7	0,9	0,1	-0,1	0,7	0,2	1,3	0,8	0,1	1,1	1,4	-0,2	1,9
4° trim.	0,7	0,6	1,5	0,0	0,3	0,8	1,3	0,0	0,6	0,9	1,0	-0,1	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,757	3,5	12,964	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,128	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,484	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,907	3,1	11,340	6,8	2,7	9,082	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 2° trim.	167,912	3,1	11,299	6,7	2,7	9,040	5,9	2,259	14,6	5,706	6,4	5,593	7,1	3,2
3° trim.	168,052	3,0	11,427	6,8	2,5	9,054	5,9	2,373	15,2	5,743	6,4	5,684	7,2	3,1
4° trim.	168,605	3,0	11,222	6,7	2,5	8,967	5,9	2,255	14,3	5,592	6,2	5,630	7,1	3,1
2023 1° trim.	.	.	.	6,6	.	.	5,8	.	14,4	.	6,1	.	7,0	.
2022 ott.	-	-	11,198	6,7	-	8,930	5,8	2,267	14,5	5,593	6,2	5,605	7,1	-
nov.	-	-	11,257	6,7	-	8,975	5,9	2,281	14,5	5,632	6,3	5,625	7,1	-
dic.	-	-	11,246	6,7	-	8,989	5,9	2,257	14,3	5,606	6,2	5,640	7,1	-
2023 gen.	-	-	11,176	6,6	-	8,899	5,8	2,276	14,4	5,553	6,2	5,623	7,1	-
feb.	-	-	11,131	6,6	-	8,853	5,8	2,278	14,4	5,533	6,1	5,599	7,1	-
mar.	-	-	11,010	6,5	-	8,746	5,7	2,264	14,3	5,481	6,1	5,529	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 delle 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	-7,6	-8,2	-7,2	-11,2	-4,2	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,2	-14,4	-9,8	-25,1
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	5,9	5,1	0,9	7,8	9,6	8,0	-3,1
2022	2,2	3,0	-1,3	5,4	5,4	-3,5	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,7	10,0	-4,1
2022 2° trim.	1,6	2,1	1,1	0,3	6,5	-1,5	6,0	5,7	-1,7	11,1	12,6	12,3	-13,0
3° trim.	2,0	2,6	-0,2	4,5	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,8	2,9	7,9	13,3	-16,3
4° trim.	3,3	3,9	-1,8	9,8	3,0	-1,4	0,9	-0,6	-1,6	-0,7	3,7	9,1	2,2
2023 1° trim.	2,1	3,4	-4,4	7,1	8,7	-9,1	0,4	-2,6	-5,0	-1,6	3,7	6,3	16,3
2022 ott.	4,2	5,5	-3,2	11,5	9,3	-8,5	0,7	-2,6	-3,9	-2,2	2,4	7,2	14,9
nov.	3,6	5,4	-3,5	10,8	9,7	-11,4	1,4	-2,4	-4,5	-2,0	4,2	6,3	17,9
dic.	-2,1	-1,1	-7,0	-1,4	7,0	-7,5	-0,6	-2,8	-6,5	-0,8	4,6	5,5	16,1
2023 gen.	0,9	2,2	-5,4	8,2	3,3	-7,2	0,5	-1,8	-4,8	-0,2	6,2	7,5	.
feb.	2,0	2,7	-4,9	10,4	2,5	-3,3	2,3	-3,0	-4,9	-1,8	1,1	.	.
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2022 ott.	-1,7	-1,6	-1,4	0,2	-0,2	-4,4	0,9	-1,5	-1,3	-2,0	-0,1	-	-0,2
nov.	1,3	1,6	0,5	0,5	1,6	-1,3	0,3	0,6	-0,5	1,6	0,9	-	3,4
dic.	-1,4	-1,6	-2,8	-0,2	-1,1	3,3	-2,5	-1,5	-1,8	-2,3	0,6	-	3,7
2023 gen.	1,0	0,0	1,5	0,1	-2,2	-0,2	3,8	0,8	1,8	0,9	-0,9	-	-8,0
feb.	1,5	1,3	1,1	2,2	1,7	1,1	2,3	-0,8	-0,6	-0,7	-1,8	-	3,2
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-0,9

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,8	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 2° trim.	103,9	6,7	82,4	-22,7	5,4	-5,1	12,4	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
3° trim.	97,0	1,7	81,9	-27,0	2,8	-6,9	7,2	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
4° trim.	95,3	-0,9	81,2	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 1° trim.	99,5	0,2	81,1	-19,6	1,3	-0,8	9,9	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2022 nov.	95,1	-1,4	-	-23,7	2,7	-5,8	4,1	-	47,1	46,0	48,5	47,8
dic.	97,0	-0,8	-	-22,0	3,6	-2,7	7,6	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 gen.	99,7	0,9	81,0	-20,6	1,3	-0,7	10,5	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
feb.	99,6	0,3	-	-19,0	1,6	-0,2	9,6	-	48,5	50,1	52,7	52,0
mar.	99,2	-0,5	-	-19,1	1,0	-1,5	9,6	-	47,3	50,4	55,0	53,7
apr.	99,3	-2,6	81,2	-17,5	1,0	-1,0	10,5	90,0	45,8	48,5	56,6	54,4

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

2.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto 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	2,6	3,9	6,6	4,6	47,7	24,2	74,4	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,5	-0,1	4,1	-2,6	5,5	4,8	46,2	24,7	81,3	3,5	-12,2	2,4
2021	17,7	95,8	1,5	3,7	18,2	8,0	8,4	49,1	26,3	79,0	4,9	8,0	3,1
2022 1° trim.	16,1	95,6	0,4	3,0	18,3	6,4	9,8	49,0	26,0	77,9	4,6	15,1	3,0
2° trim.	14,9	95,3	0,3	2,7	16,8	4,0	10,2	49,1	24,5	76,6	4,5	-5,5	3,1
3° trim.	14,4	94,6	-0,3	2,7	11,1	2,6	9,2	49,3	24,0	76,6	4,4	29,8	3,2
4° trim.	14,0	93,1	-0,6	2,5	5,9	1,2	6,8	49,1	23,8	74,7	3,1	5,5	2,1

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
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 1° trim.	1.224,8	1.224,3	0,5	683,1	683,6	296,4	258,3	208,9	209,8	36,4	72,7	28,2	20,2
2° trim.	1.276,5	1.317,5	-41,0	717,0	747,3	306,5	270,6	212,5	215,4	40,5	84,2	116,2	11,7
3° trim.	1.327,7	1.420,6	-92,9	752,5	804,2	312,0	310,4	223,4	220,8	39,8	85,1	20,2	16,6
4° trim.	1.354,1	1.370,0	-15,8	745,8	750,6	310,4	268,0	255,7	268,9	42,3	82,5	55,8	35,5
2022 set.	448,4	478,7	-30,3	254,9	266,0	104,5	110,5	75,6	75,1	13,4	27,2	7,5	6,0
ott.	454,1	468,3	-14,2	249,8	259,4	105,0	91,0	85,2	91,1	14,2	26,8	10,0	4,8
nov.	456,7	459,3	-2,6	254,2	251,5	104,6	89,4	83,6	90,1	14,2	28,3	7,6	4,9
dic.	443,3	442,4	0,9	241,8	239,7	100,8	87,6	86,9	87,7	13,9	27,4	38,2	25,8
2023 gen.	460,4	441,7	18,6	256,7	243,1	108,9	95,0	80,5	79,9	14,2	23,7	11,7	13,3
feb.	454,0	429,7	24,3	256,9	228,4	108,2	96,2	75,7	80,2	13,2	24,9	7,5	4,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2023 feb.	5.280,3	5.394,5	-114,1	2.955,3	3.006,5	1.245,5	1.127,6	916,4	936,4	163,1	324,0	224,2	91,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2023 feb.	39,4	40,3	-0,9	22,1	22,5	9,3	8,4	6,8	7,0	1,2	2,4	1,7	0,7

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 1° trim.	17,0	40,8	676,2	342,6	124,7	196,4	555,2	726,2	451,5	105,2	152,6	484,0	82,8
2° trim.	20,3	45,5	716,8	360,0	126,8	217,4	575,5	810,7	510,2	111,7	164,0	517,5	108,2
3° trim.	20,2	47,6	731,9	368,2	134,1	218,3	588,3	854,9	540,5	116,8	168,7	532,5	108,3
4° trim.	14,9	20,3	741,7	363,6	141,0	223,2	602,9	797,8	487,8	113,5	169,7	517,5	97,5
2022 set.	23,8	45,3	249,7	125,1	45,9	74,5	203,0	285,3	178,9	39,8	56,9	178,5	32,9
ott.	18,2	31,4	246,5	122,8	45,5	73,4	201,7	275,0	166,7	39,5	57,7	177,4	34,2
nov.	17,5	20,9	251,2	123,4	48,6	74,6	205,2	265,6	161,1	38,7	56,5	174,0	32,4
dic.	9,0	9,1	244,0	117,4	46,9	75,2	196,0	257,1	160,0	35,3	55,4	166,0	30,9
2023 gen.	10,8	10,0	241,0	115,3	45,0	75,3	194,8	252,6	149,0	39,0	53,5	169,1	29,9
feb.	7,7	1,1	243,9	.	.	.	.	243,9	.	.	.	.	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 1° trim.	2,4	10,5	106,1	106,9	103,5	111,7	105,9	117,0	117,1	119,5	117,3	119,4	131,5
2° trim.	2,2	11,5	106,7	105,9	101,9	117,3	106,1	121,6	121,8	124,6	120,6	123,2	143,6
3° trim.	2,8	14,8	106,5	104,8	106,1	114,5	106,3	123,9	121,6	124,8	120,9	123,1	141,1
4° trim.	1,5	2,9	107,2	104,1	109,5	114,6	106,9	119,1	115,9	119,7	121,4	120,3	145,6
2022 ago.	6,1	19,1	107,1	105,0	106,8	114,9	107,3	126,2	122,6	129,9	122,7	126,1	139,4
set.	6,5	14,2	108,7	106,4	108,2	117,0	109,1	123,2	120,5	125,5	121,7	122,9	140,2
ott.	2,9	9,9	107,7	106,1	107,8	114,0	107,2	122,2	118,1	124,8	123,2	123,4	147,5
nov.	2,7	4,2	108,4	105,2	113,1	114,0	108,3	119,6	115,8	121,5	121,2	121,2	140,0
dic.	-1,2	-5,2	105,6	101,0	107,6	115,8	105,2	115,5	113,9	112,8	120,0	116,5	149,4
2023 gen.	2,8	3,7	106,1	101,8	103,4	117,1	104,8	117,3	114,2	121,7	116,8	118,0	150,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
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 2° trim.	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,5	4,5	1,4	7,1	1,1	8,2	7,1	
3° trim.	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,7	1,8	4,4	1,1	9,5	7,8	
4° trim.	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,9	1,4	4,6	1,4	10,0	9,5	
2023 1° trim.	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,4	2,7	1,8	-6,0	1,2	8,1	7,3	
2022 nov.	121,0	10,1	5,0	14,2	4,2	0,2	1,3	-0,2	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	-0,6	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4	
2023 gen.	120,3	8,6	5,3	11,7	4,4	0,6	1,1	0,3	0,8	0,6	0,3	8,7	8,2	
feb.	121,2	8,5	5,6	11,1	4,8	0,6	1,1	3,1	0,6	-1,1	0,6	8,6	7,8	
mar.	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,3	0,3	-2,2	0,4	7,0	5,9	
apr. ³⁾	123,2	7,0	5,6	.	5,2	0,3	0,5	-1,6	0,2	-0,8	0,8	.	.	

	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 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
2023 1° trim.	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
2022 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.	14,1	15,0	11,3	10,4	6,7	18,9	3,4	2,3	5,4	0,2	6,5	3,7
feb.	15,0	15,4	13,9	8,9	6,8	13,7	3,6	2,6	6,0	0,2	7,3	3,8
mar.	15,5	15,7	14,7	4,3	6,6	-0,9	3,7	2,7	5,9	0,3	7,8	3,9
apr. ³⁾	13,6	14,7	10,0	.	6,2	2,5	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.pdf#page=18>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) 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			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	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	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,8
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	.
2022 1° trim.	140,9	33,1	15,4	12,7	21,4	6,1	7,4	10,0	5,5	92,4	10,1	9,8	3,4
2° trim.	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	16,3	7,5	95,4	12,5	9,2	-0,1
3° trim.	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	-2,0
4° trim.	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,0	11,6	2,9	.
2022 set.	167,5	41,8	17,0	14,4	19,0	7,6	14,6	19,6	8,9	107,9	-	-	-
ott.	162,4	30,4	16,2	14,0	17,4	7,6	15,3	20,4	9,3	64,9	-	-	-
nov.	160,8	26,9	14,4	13,1	15,2	7,6	15,4	20,1	9,3	55,5	-	-	-
dic.	162,6	24,5	13,0	12,4	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,5	-	-	-
2023 gen.	158,1	15,1	11,6	11,1	11,2	7,3	14,7	18,8	8,8	20,7	-	-	-
feb.	157,3	13,2	9,8	10,2	9,3	7,3	14,5	18,2	8,6	17,4	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,4	2,0	2,8	2,2	1,5	3,7	5,8	7,9	59,8	.	.	37,2	.	.	37,1
2022	114,5	4,6	6,8	6,9	4,1	7,6	12,5	17,5	95,0	.	.	9,0	.	.	9,9
2022 2° trim.	113,6	4,5	6,9	6,4	3,6	8,3	14,7	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
3° trim.	114,9	4,6	7,4	7,6	4,6	7,5	13,5	19,6	98,3	.	.	1,5	.	.	2,3
4° trim.	117,4	5,8	7,1	8,8	5,6	7,5	9,7	12,6	86,6	.	.	-2,3	.	.	-3,1
2023 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	75,8	-9,9	-4,0	-15,1	-10,3	-4,6	-16,4
2022 nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,3	12,5	0,5	5,9	11,1	0,0
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	0,0	6,4	-5,6	-1,3	4,0	-7,0
2023 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,1	1,4	-8,9	-5,2	-0,2	-10,4
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,5	-0,9	-13,4	-7,9	-1,5	-14,7
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-17,1	-11,5	-22,1	-16,9	-11,1	-23,2
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Bloomberg (col. 9).

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

1) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2009-2011; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2009-2011.

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	1,9	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 2° trim.	56,4	57,0	29,1	48,9	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
3° trim.	46,0	54,0	27,4	40,7	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
4° trim.	40,2	51,6	29,0	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 1° trim.	24,0	44,2	26,3	27,3	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2022 nov.	39,5	50,6	29,3	43,0	78,4	64,5	74,3	63,6	62,3
dic.	36,9	48,7	27,9	37,3	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 gen.	30,8	46,2	28,7	34,2	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
feb.	23,1	44,0	26,2	26,0	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
mar.	18,1	42,2	24,0	21,6	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
apr.	12,0	35,6	20,2	15,6	78,3	44,0	67,6	51,6	58,2

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,4	0,9	1,1	1,5	1,5
2022	117,1	4,5	3,7	6,8	4,8	3,7	2,8
2022 1° trim.	108,5	3,7	2,7	7,3	4,4	2,4	2,9
2° trim.	120,2	4,7	4,1	6,4	5,3	3,2	2,5
3° trim.	113,4	3,8	3,0	5,9	3,8	3,4	2,9
4° trim.	126,3	5,7	5,1	7,6	5,7	5,6	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									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2020	110,3	4,6	-1,0	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	4,0	6,2	16,0
2021	110,3	0,0	3,3	-3,1	2,8	-1,5	2,0	1,2	4,3	1,2	0,5	0,6
2022	113,9	3,2	4,2	2,8	5,2	1,5	3,0	3,8	5,5	4,3	3,6	-3,4
2022 1° trim.	112,4	2,0	3,5	3,7	3,1	-1,1	2,5	3,3	4,7	2,6	2,4	-5,3
2° trim.	112,7	2,9	5,5	3,2	5,0	1,0	1,8	4,5	5,0	4,1	3,1	-6,8
3° trim.	114,1	3,2	3,5	1,6	5,6	1,6	4,1	3,7	7,1	4,2	3,7	-0,9
4° trim.	116,3	4,6	4,7	2,3	7,0	4,3	3,7	3,7	5,1	6,2	4,9	-1,0
Redditi per occupato												
2020	107,2	-0,2	1,5	-2,0	-0,9	-4,0	0,5	0,3	0,6	0,3	2,3	-1,4
2021	111,4	3,9	3,2	4,3	4,5	5,8	4,5	3,1	5,2	4,2	2,0	3,5
2022	116,3	4,5	3,9	3,6	3,7	6,3	3,2	3,9	4,4	5,5	3,7	6,2
2022 1° trim.	114,4	4,4	3,5	4,3	4,1	7,7	3,2	4,0	5,4	4,7	2,7	8,1
2° trim.	115,3	4,6	4,0	4,2	3,6	7,8	2,7	4,7	4,7	5,8	2,8	6,9
3° trim.	116,8	3,9	3,6	2,7	3,2	4,6	3,2	3,9	4,7	5,1	3,6	5,4
4° trim.	118,7	5,0	4,4	3,5	4,4	5,5	3,8	2,9	3,0	6,5	5,5	4,7
Produttività del lavoro per occupato												
2020	97,2	-4,6	2,5	-4,5	-6,2	-10,6	0,2	0,4	-0,8	-3,5	-3,7	-15,0
2021	101,0	3,9	0,0	7,6	1,7	7,4	2,5	1,9	0,8	3,0	1,4	2,8
2022	102,2	1,2	-0,4	0,8	-1,4	4,7	0,2	0,0	-1,0	1,1	0,1	10,0
2022 1° trim.	101,8	2,4	0,0	0,6	1,0	8,8	0,7	0,7	0,7	2,0	0,2	14,2
2° trim.	102,3	1,7	-1,4	1,0	-1,4	6,8	0,9	0,2	-0,3	1,7	-0,3	14,7
3° trim.	102,4	0,7	0,1	1,1	-2,3	3,0	-0,9	0,2	-2,3	0,8	-0,1	6,4
4° trim.	102,1	0,3	-0,2	1,2	-2,4	1,1	0,1	-0,8	-2,0	0,3	0,6	5,8
Redditi per ora lavorata												
2020	113,9	5,9	3,9	3,3	5,3	6,9	3,4	2,2	5,6	6,2	5,2	6,4
2021	114,3	0,3	1,2	-0,1	-0,3	0,2	1,9	1,3	0,8	0,4	0,8	-0,3
2022	118,2	3,4	4,6	3,9	3,9	1,9	3,6	4,4	3,5	4,3	4,6	2,6
2022 1° trim.	116,5	1,3	3,8	3,9	3,2	-2,3	3,0	4,3	2,9	2,2	3,3	-0,3
2° trim.	116,9	3,8	5,7	5,0	5,4	2,2	4,0	6,3	3,7	5,1	4,7	2,8
3° trim.	118,8	3,0	3,6	2,1	2,9	2,5	2,7	3,4	4,1	3,3	3,8	4,1
4° trim.	120,8	4,4	5,3	3,1	3,3	4,1	4,1	2,7	2,3	5,6	5,8	3,0
Produttività per ora lavorata												
2020	104,6	2,0	3,2	1,1	0,8	0,6	3,9	2,9	5,4	2,9	-0,6	-6,5
2021	104,6	-0,1	-0,3	2,7	-3,6	1,2	-0,2	-0,2	-4,5	-1,3	0,0	-1,6
2022	104,6	0,0	0,5	1,0	-1,5	0,7	0,4	0,6	-2,8	0,1	0,9	5,2
2022 1° trim.	104,3	-0,9	1,1	-0,1	-0,3	-1,3	0,4	0,9	-3,1	-0,2	0,7	3,6
2° trim.	104,6	0,8	0,2	1,8	-0,7	1,9	1,9	2,0	-2,7	1,1	1,4	9,1
3° trim.	105,1	-0,1	0,2	0,5	-2,5	1,7	-1,6	0,1	-3,3	-0,5	0,1	4,4
4° trim.	104,6	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-0,2	0,1	-1,3	-2,9	-0,7	0,7	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

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	0,09	0,35	0,68	1,10	2,40	-0,02
2022 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	1,72	2,06	2,56	3,02	4,74	-0,04
2023 gen.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,81	-
feb.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,89	-
mar.	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	5,05	-
apr.	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	5,25	-

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

4.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali in ragione d'anno; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ^{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 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	-0,96	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
feb.	2,66	3,16	3,08	2,80	2,76	-0,40	-1,10	-0,26	3,28	2,77	2,63	2,77
mar.	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
apr.	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS Ltd e rating forniti da Fitch Ratings.

4.3 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti percentuali; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 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
feb.	455,8	4.238,1	983,5	291,6	170,5	122,4	192,5	814,0	849,1	357,3	288,7	817,0	4.079,7	27.509,1
mar.	448,5	4.201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3.968,6	27.693,2
apr.	460,9	4.358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4.121,5	28.275,8

Fonte: Refinitiv.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 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	5,88	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	6,16	2,51	1,69	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	5,75	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	6,68	5,92	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	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67
nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,43	6,55	7,13	3,96	2,93	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
dic.	0,07	0,80	1,41	1,91	5,95	15,90	6,66	6,42	7,00	3,99	3,07	3,16	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 gen.	0,10	0,86	1,58	2,08	6,34	15,98	7,44	6,97	7,61	4,28	3,46	3,31	3,39	2,77	3,39	3,10
feb. ^(p)	0,12	1,17	1,88	2,21	6,59	16,06	7,44	7,07	7,80	4,57	3,66	3,47	3,52	2,94	3,55	3,24

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 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	2,30	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	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,75	4,01	3,12	3,37	3,06	2,88	3,30	3,29	3,10
dic.	0,19	1,80	2,61	3,21	3,73	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,58	3,29	3,41
2023 gen.	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,38	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
feb. ^(p)	0,31	2,29	2,80	3,82	4,39	4,35	4,64	4,05	4,09	3,69	3,68	3,54	3,58	3,85

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														
2020	1.489,1	429,8	126,9	52,5	96,4	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.412,4	427,9	132,0	50,0	87,7	764,7	674,9	387,3	138,4	79,5	26,4	31,8	137,6	104,8
2022	1.361,4	464,0	142,1	49,7	88,3	667,0	621,7	481,7	182,3	117,7	48,0	47,7	133,9	97,2
2022 ott.	1.359,5	459,9	146,1	53,9	100,8	652,7	592,7	559,1	248,0	135,4	59,0	57,8	117,8	91,2
nov.	1.401,6	483,0	144,2	52,2	96,6	677,9	628,6	612,9	266,4	144,9	64,0	49,0	152,6	132,1
dic.	1.361,4	464,0	142,1	49,7	88,3	667,0	621,7	428,3	162,9	137,8	61,2	43,5	84,2	71,1
2023 gen.	1.377,8	513,7	133,7	47,8	89,5	640,9	594,0	511,1	221,2	108,0	39,8	50,2	131,7	112,2
feb.	1.370,6	528,5	138,1	50,0	89,6	614,3	569,2	499,1	225,9	100,3	34,7	48,9	124,1	96,2
mar.	1.399,7	536,1	133,2	46,5	85,2	645,1	598,9	566,6	240,4	117,7	34,4	48,0	160,5	127,1
A lungo termine														
2020	19.385,1	4.071,0	3.211,6	1.253,8	1.541,5	10.560,9	9.773,7	.	.	.	.	.	.	.
2021	20.042,5	4.176,4	3.512,7	1.340,4	1.596,1	10.757,4	9.936,4	315,8	67,0	84,2	34,1	22,8	141,9	128,4
2022	18.043,6	3.970,3	3.427,9	1.336,4	1.382,6	9.262,8	8.551,3	300,7	78,3	75,7	29,0	16,1	130,6	121,1
2022 ott.	18.231,8	4.026,0	3.415,2	1.309,6	1.366,3	9.424,2	8.698,7	332,0	79,0	69,0	24,1	12,6	171,5	163,4
nov.	18.599,6	4.087,0	3.471,8	1.329,9	1.411,0	9.629,8	8.892,2	327,2	78,3	91,3	39,8	23,1	134,4	120,8
dic.	18.043,6	3.970,3	3.427,9	1.336,4	1.382,6	9.262,8	8.551,3	196,4	48,4	77,1	41,1	11,2	59,6	57,3
2023 gen.	18.416,0	4.084,0	3.449,3	1.323,9	1.414,1	9.468,6	8.743,5	375,5	154,0	46,0	9,8	26,4	149,0	133,3
feb.	18.328,7	4.077,0	3.448,8	1.328,1	1.403,8	9.399,2	8.676,2	357,5	100,3	53,3	11,7	18,1	185,8	168,7
mar.	18.565,1	4.096,7	3.452,2	1.334,8	1.401,6	9.609,6	8.874,6	324,6	79,9	66,6	25,5	15,4	162,8	150,3

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											
2020	20.874,3	4.500,8	3.338,5	1.306,3	1.637,9	11.397,1	10.496,2	8.517,8	473,6	1.310,3	6.732,9
2021	21.454,9	4.604,2	3.644,7	1.390,4	1.683,8	11.522,1	10.611,2	10.395,4	612,4	1.552,9	8.229,1
2022	19.405,0	4.434,3	3.570,1	1.386,2	1.470,9	9.929,8	9.173,0	8.762,2	537,3	1.350,9	6.873,3
2022 ott.	19.591,2	4.485,9	3.561,3	1.363,5	1.467,1	10.076,9	9.291,4	8.513,4	509,7	1.264,0	6.739,0
nov.	20.001,2	4.570,0	3.616,1	1.382,1	1.507,6	10.307,6	9.520,9	9.097,2	542,8	1.373,0	7.180,8
dic.	19.405,0	4.434,3	3.570,1	1.386,2	1.470,9	9.929,8	9.173,0	8.762,2	537,3	1.350,9	6.873,3
2023 gen.	19.793,9	4.597,7	3.583,0	1.371,7	1.503,6	10.109,5	9.337,4	9.500,6	608,6	1.457,2	7.434,2
feb.	19.699,3	4.605,5	3.586,9	1.378,1	1.493,5	10.013,5	9.245,4	9.637,8	642,6	1.482,6	7.512,0
mar.	19.964,8	4.632,7	3.590,4	1.381,3	1.486,9	10.254,8	9.473,5	9.660,3	571,4	1.437,7	7.650,6
Tasso di crescita¹⁾											
2022 ago.	3,7	3,2	8,4	6,0	2,2	2,7	3,1	0,7	-0,7	2,6	0,5
set.	3,4	3,9	7,1	3,4	1,5	2,4	2,8	0,4	-0,9	2,3	0,2
ott.	3,5	4,6	5,2	1,7	0,6	2,8	3,3	0,4	-1,1	2,3	0,2
nov.	3,9	5,4	6,0	1,9	0,2	3,2	3,8	0,2	-1,3	1,7	0,0
dic.	3,8	4,8	5,3	0,3	0,7	3,2	3,8	0,3	-1,6	1,5	0,2
2023 gen.	4,1	7,2	4,6	-0,1	0,5	3,1	3,7	0,2	-2,0	0,9	0,2
feb.	4,2	7,9	3,7	-0,9	1,1	3,3	3,9	0,2	-2,2	1,1	0,3
mar.	3,7	7,0	2,9	-1,4	-0,7	3,3	3,9	0,2	-2,2	1,0	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-19						TCE-42	
	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	89,4	75,9	87,8	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,6	71,1	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,1	83,7	66,1	81,4	116,8	90,8
2022 2° trim.	95,6	90,3	93,2	83,4	66,5	81,1	116,5	90,2
3° trim.	94,0	89,3	92,2	81,8	64,2	79,9	114,5	88,9
4° trim.	95,9	91,8	94,6	84,5	65,0	81,8	117,3	91,7
2023 1° trim.	97,4	92,6	96,5	.	.	.	120,2	93,1
2022 nov.	96,0	92,0	94,5	-	-	-	117,2	91,8
dic.	97,0	92,3	95,4	-	-	-	119,2	92,6
2023 gen.	97,3	92,5	96,3	-	-	-	119,9	92,9
feb.	97,3	92,6	96,4	-	-	-	120,1	93,1
mar.	97,5	92,7	96,7	-	-	-	120,5	93,3
apr.	98,6	93,8	97,9	-	-	-	122,3	94,6
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 apr.	1,1	1,1	1,2	-	-	-	1,5	1,4
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 apr.	3,5	4,2	5,8	-	-	-	4,9	4,8

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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 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
2023 1° trim.	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
2022 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
feb.	7,324	23,712	7,445	384,914	142,377	4,742	0,886	4,9087	11,172	0,990	1,072
mar.	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	4,9263	11,228	0,991	1,071
apr.	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2023 apr.	2,4	-1,0	0,1	-2,5	2,4	-1,2	-0,1	0,2	1,0	-0,6	2,4
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2023 apr.	8,6	-4,1	0,2	0,1	7,3	-0,4	5,3	-0,2	9,9	-3,6	1,4

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)												
2022 1° trim.	34.374,4	34.199,6	174,9	11.998,6	9.931,6	12.335,5	13.992,7	-56,4	6.850,8	8.131,4	1.102,0	16.351,9
2° trim.	34.621,2	34.203,6	417,6	12.364,3	10.175,0	11.510,6	13.097,5	-18,1	7.032,8	8.320,5	1.120,9	16.445,2
3° trim.	35.380,7	34.905,8	474,9	12.679,9	10.483,3	11.188,1	12.779,6	-6,0	7.144,4	8.402,9	1.134,3	16.561,5
4° trim.	33.589,3	33.324,0	265,3	12.067,9	9.891,1	11.100,5	12.722,1	20,6	6.580,7	8.003,8	1.112,6	15.755,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2022 4° trim.	250,7	248,7	2,0	90,1	73,8	82,8	94,9	0,2	49,1	59,7	8,3	117,6
Transazioni												
2022 1° trim.	369,2	378,9	-9,7	55,6	42,6	-17,8	28,8	-1,6	334,0	307,5	-0,9	-
2° trim.	-32,9	-62,0	29,0	64,0	-47,2	-126,8	-86,5	28,8	-1,2	71,7	2,3	-
3° trim.	2,4	55,2	-52,8	68,0	86,7	-184,0	-8,3	43,9	67,1	-23,3	7,4	-
4° trim.	-639,0	-686,4	47,3	-377,9	-398,7	93,6	108,4	-8,3	-355,4	-396,1	9,1	-
2022 set.	-210,1	-159,7	-50,5	1,3	-23,3	-117,7	34,9	17,5	-114,9	-171,3	3,6	-
ott.	-30,2	-47,0	16,8	-122,5	-120,9	1,4	21,2	0,8	86,2	52,7	3,9	-
nov.	-32,8	-3,0	-29,8	7,4	4,5	39,3	93,5	0,0	-80,0	-101,0	0,5	-
dic.	-576,1	-636,4	60,3	-262,8	-282,3	52,9	-6,3	-9,1	-361,6	-347,8	4,6	-
2023 gen.	231,0	222,0	9,0	-1,2	16,2	50,6	41,9	9,7	180,5	164,0	-8,6	-
feb.	74,4	79,6	-5,2	41,4	7,1	6,2	49,6	11,2	27,0	22,9	-11,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2023 feb.	-358,7	-362,1	3,4	-209,3	-343,6	-201,7	175,2	82,7	-29,1	-193,6	-1,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 feb.	-2,7	-2,7	0,0	-1,6	-2,6	-1,5	1,3	0,6	-0,2	-1,4	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	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	8	9	10					
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	733,1	14.449,2
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	916,1	2.506,4	3.422,5	14.676,2	118,0	647,2	21,5	786,7	15.462,9
2022	1.538,5	9.780,7	11.319,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.263,5	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,7
2022 2° trim.	1.528,0	10.051,8	11.579,7	972,9	2.530,6	3.503,5	15.083,2	115,9	609,1	64,6	789,7	15.872,9
3° trim.	1.538,2	10.177,5	11.715,7	1.175,8	2.552,7	3.728,4	15.444,1	120,4	598,0	48,9	767,4	16.211,5
4° trim.	1.538,5	9.780,7	11.319,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.263,5	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,7
2023 1° trim. ^(a)	1.544,0	9.453,1	10.997,1	1.642,9	2.548,3	4.191,2	15.188,3	103,2	682,2	92,6	878,1	16.066,4
2022 ott.	1.541,3	10.022,4	11.563,7	1.253,7	2.556,2	3.810,0	15.373,7	125,0	622,6	19,6	767,3	16.141,0
nov.	1.541,3	9.907,9	11.449,2	1.327,9	2.551,5	3.879,4	15.328,5	138,8	638,8	38,5	816,1	16.144,6
dic.	1.538,5	9.780,7	11.319,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.263,5	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,7
2023 gen.	1.540,7	9.729,7	11.270,4	1.457,7	2.560,6	4.018,3	15.288,7	133,8	636,3	50,0	820,2	16.108,9
feb.	1.539,6	9.594,0	11.133,6	1.544,0	2.557,5	4.101,5	15.235,1	124,2	653,5	80,8	858,4	16.093,5
mar. ^(a)	1.544,0	9.453,1	10.997,1	1.642,9	2.548,3	4.191,2	15.188,3	103,2	682,2	92,6	878,1	16.066,4
Transazioni												
2020	139,2	1.243,9	1.383,2	-33,8	86,3	52,5	1.435,7	19,6	111,0	1,2	131,7	1.567,4
2021	107,4	898,7	1.006,1	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	20,9	14,4	47,3	998,4
2022	68,8	-1,9	66,9	427,2	56,7	484,0	550,8	3,7	3,0	77,9	84,7	635,6
2022 2° trim.	7,6	111,4	118,9	30,6	10,5	41,1	160,0	-8,6	18,0	16,9	26,3	186,4
3° trim.	10,2	117,9	128,1	160,5	21,8	182,3	310,4	2,7	-11,0	38,8	30,4	340,8
4° trim.	0,3	-361,2	-360,9	212,4	13,9	226,3	-134,6	4,8	52,0	-0,9	55,8	-78,8
2023 1° trim. ^(a)	4,2	-371,5	-367,3	259,7	-12,9	246,8	-120,5	-20,6	32,3	44,5	56,2	-64,3
2022 ott.	3,1	-150,7	-147,6	80,3	3,2	83,6	-64,0	5,0	24,6	-28,1	1,6	-62,4
nov.	-0,1	-99,8	-99,9	79,0	-4,6	74,4	-25,5	14,6	16,2	16,7	47,6	22,1
dic.	-2,8	-110,7	-113,5	53,1	15,3	68,3	-45,2	-14,8	11,1	10,4	6,7	-38,5
2023 gen.	0,9	-99,0	-98,1	74,6	-0,9	73,6	-24,5	9,9	-13,6	4,6	0,9	-23,6
feb.	-1,1	-138,4	-139,5	83,9	-3,2	80,7	-58,8	-10,1	17,1	28,6	35,6	-23,1
mar. ^(a)	4,4	-134,1	-129,7	101,2	-8,8	92,5	-37,3	-20,4	28,7	11,3	19,7	-17,6
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	3,3	371,3	6,5	6,9
2022	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2022 2° trim.	7,8	7,2	7,3	2,5	1,8	2,0	6,0	-2,6	-1,2	115,6	2,9	5,8
3° trim.	6,5	5,5	5,7	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	332,1	7,5	6,3
4° trim.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 1° trim. ^(a)	1,5	-5,1	-4,2	68,7	1,3	20,0	1,4	-17,5	15,4	494,6	23,4	2,5
2022 ott.	6,0	3,5	3,8	30,2	2,3	9,9	5,2	-7,9	-0,6	58,4	3,0	5,1
nov.	5,4	2,0	2,4	38,6	1,9	12,0	4,7	8,2	-1,0	241,8	8,3	4,8
dic.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 gen.	3,8	-1,5	-0,8	49,6	2,1	15,2	2,9	2,6	6,0	246,4	13,7	3,4
feb.	2,9	-3,5	-2,7	59,0	1,7	17,5	2,0	-6,1	11,8	459,9	21,2	2,9
mar. ^(a)	1,5	-5,1	-4,2	68,7	1,3	20,0	1,4	-17,5	15,4	494,6	23,4	2,5

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2020	2.966,0	2.514,2	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.090,4	235,3	497,3
2021	3.231,5	2.807,0	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.228,4	227,8	546,3
2022	3.362,5	2.725,5	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.298,6	235,0	560,0
2022 2° trim.	3.312,2	2.866,1	304,4	131,0	10,8	8.255,4	5.540,2	354,0	2.360,5	0,7	1.301,9	231,3	570,3
3° trim.	3.368,1	2.837,4	388,3	133,7	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.490,5	243,9	551,9
4° trim.	3.362,5	2.725,5	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.298,6	235,0	560,0
2023 1° trim. ^(a)	3.340,8	2.598,9	600,8	132,6	8,4	8.392,8	5.447,4	567,4	2.377,1	0,9	1.202,6	231,8	579,5
2022 ott.	3.392,8	2.805,2	446,3	132,0	9,3	8.385,4	5.613,9	384,9	2.385,6	1,1	1.367,1	255,0	557,1
nov.	3.393,3	2.764,9	488,3	132,1	8,1	8.379,1	5.582,2	413,4	2.382,5	1,0	1.345,5	250,5	557,7
dic.	3.362,5	2.725,5	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.298,6	235,0	560,0
2023 gen.	3.375,8	2.697,2	536,6	134,6	7,4	8.439,1	5.564,2	485,0	2.389,1	0,8	1.271,0	237,1	558,9
feb.	3.380,1	2.663,2	573,2	134,5	9,2	8.419,1	5.511,4	521,2	2.385,8	0,7	1.223,4	225,1	571,9
mar. ^(a)	3.340,8	2.598,9	600,8	132,6	8,4	8.392,8	5.447,4	567,4	2.377,1	0,9	1.202,6	231,8	579,5
Transazioni													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	138,6	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	142,4	-9,5	46,6
2022	120,0	-90,1	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	45,1	7,6	14,7
2022 2° trim.	15,3	1,8	12,5	0,8	0,2	62,8	57,8	-4,8	10,1	-0,3	49,8	-0,6	16,5
3° trim.	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	150,3	11,4	-18,5
4° trim.	11,5	-100,5	112,9	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-167,6	-7,4	8,4
2023 1° trim. ^(a)	-34,1	-137,1	104,7	-4,2	2,6	-32,9	-141,0	119,1	-11,1	0,1	-95,6	-1,9	19,2
2022 ott.	28,1	-30,1	59,2	-1,6	0,6	14,4	-5,2	15,2	4,3	0,1	-121,3	11,3	5,3
nov.	8,2	-35,1	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	-11,9	-3,9	0,7
dic.	-24,9	-35,3	9,3	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-34,4	-14,9	2,4
2023 gen.	0,7	-40,8	40,5	-0,6	1,6	13,0	-24,7	36,9	0,9	-0,1	-27,9	1,1	-2,4
feb.	1,5	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,7	-53,2	35,9	-3,3	-0,1	-51,0	-10,1	12,6
mar. ^(a)	-36,2	-60,7	28,7	-3,5	-0,7	-25,2	-63,2	46,3	-8,6	0,2	-16,6	7,1	8,9
Variazioni percentuali													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,9	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	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2022 2° trim.	6,1	6,8	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	12,0	2,7	16,0
3° trim.	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
4° trim.	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 1° trim. ^(a)	1,2	-9,4	106,0	0,6	-19,3	2,1	-1,2	56,6	1,3	-10,7	-4,7	0,7	4,6
2022 ott.	5,9	1,3	50,9	1,8	2,6	4,1	5,1	1,2	2,5	7,6	7,1	8,4	7,5
nov.	5,4	-0,9	66,9	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,4	2,2	7,9	6,4	8,7	6,9
dic.	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 gen.	3,2	-4,9	82,0	3,9	-28,1	3,3	1,9	31,6	2,2	-3,1	-0,5	-0,1	3,4
feb.	2,6	-7,0	98,1	4,1	-20,6	2,6	0,4	42,7	1,8	-25,6	-5,1	-2,8	4,7
mar. ^(a)	1,2	-9,4	106,0	0,6	-19,3	2,1	-1,2	56,6	1,3	-10,7	-4,7	0,7	4,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito			
					Totale	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
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	14.802,7	12.332,1	12.716,3	4.861,3	6.373,6	937,6	159,7	1.582,4	888,1	
2022	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.388,0	12.981,7	13.155,0	5.127,1	6.633,3	1.075,0	146,5	1.569,9	836,4	
2022 2° trim.	6.503,0	1.000,6	5.478,2	15.182,4	12.790,2	12.928,3	5.020,2	6.553,3	1.053,1	163,6	1.561,3	830,9	
3° trim.	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.421,7	13.051,1	13.186,1	5.165,7	6.613,7	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6	
4° trim.	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.388,0	12.981,7	13.155,0	5.127,1	6.633,3	1.075,0	146,5	1.569,9	836,4	
2023 1° trim. ^(a)	6.359,2	995,7	5.338,6	15.408,7	13.012,5	13.178,7	5.129,9	6.665,8	1.078,3	138,5	1.546,0	850,2	
2022 ott.	6.378,8	996,3	5.358,1	15.411,9	13.040,9	13.174,5	5.187,9	6.622,5	1.071,0	159,5	1.537,2	833,8	
nov.	6.423,3	994,6	5.403,7	15.441,5	13.043,0	13.193,2	5.162,9	6.632,2	1.098,1	149,7	1.561,1	837,4	
dic.	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.388,0	12.981,7	13.155,0	5.127,1	6.633,3	1.075,0	146,5	1.569,9	836,4	
2023 gen.	6.379,7	996,3	5.358,5	15.422,3	13.028,0	13.200,1	5.141,1	6.655,4	1.084,5	147,0	1.557,8	836,6	
feb.	6.347,5	997,4	5.325,3	15.416,9	13.022,6	13.190,0	5.139,3	6.659,9	1.074,9	148,6	1.548,6	845,7	
mar. ^(a)	6.359,2	995,7	5.338,6	15.408,7	13.012,5	13.178,7	5.129,9	6.665,8	1.078,3	138,5	1.546,0	850,2	
Transazioni													
2020	1.040,0	13,5	1.026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2	
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2	
2022	177,8	9,9	167,0	634,6	623,2	678,1	268,5	242,3	125,5	-13,0	17,8	-6,4	
2022 2° trim.	68,6	-0,9	69,5	211,5	230,2	238,7	100,7	84,5	34,8	10,3	-13,9	-4,8	
3° trim.	-36,6	2,1	-38,9	222,8	232,6	236,8	139,2	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5	
4° trim.	45,1	4,2	40,2	3,6	-31,6	10,1	-17,4	27,4	-27,4	-14,2	22,6	12,6	
2023 1° trim. ^(a)	-78,2	-18,2	-59,9	-11,9	6,2	2,9	-3,5	14,0	3,4	-7,8	-26,9	8,8	
2022 ott.	11,8	-5,9	17,8	-4,8	-3,3	-1,9	25,6	10,2	-37,5	-1,6	-9,7	8,2	
nov.	7,7	-2,0	9,0	38,4	17,0	32,8	-18,0	13,0	31,5	-9,5	19,5	1,9	
dic.	25,6	12,1	13,4	-30,0	-45,3	-20,9	-25,0	4,2	-21,4	-3,1	12,8	2,6	
2023 gen.	-57,2	-17,6	-39,4	-4,0	12,7	7,5	1,3	1,5	9,3	0,6	-15,4	-1,3	
feb.	1,8	1,1	0,7	-9,0	-8,1	-8,4	-3,0	4,4	-11,1	1,6	-8,0	7,1	
mar. ^(a)	-22,8	-1,6	-21,2	1,1	1,6	3,8	-1,8	8,2	5,2	-10,0	-3,5	3,0	
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	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1	
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6	
2022 2° trim.	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,3	5,9	4,6	13,8	7,8	5,0	-2,7	
3° trim.	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,1	8,0	4,4	14,9	10,0	3,4	-3,0	
4° trim.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6	
2023 1° trim. ^(a)	0,0	-1,3	0,2	2,8	3,5	3,8	4,4	2,9	4,9	-9,8	-1,7	2,0	
2022 ott.	4,6	0,9	5,3	5,2	6,2	6,6	8,1	4,1	11,3	3,1	0,9	-1,7	
nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,3	7,2	4,0	12,4	-6,4	2,8	-0,9	
dic.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6	
2023 gen.	1,4	-0,6	1,8	3,8	4,4	4,9	5,3	3,4	9,7	-12,6	0,9	-0,7	
feb.	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	4,9	3,2	6,3	-11,0	0,3	0,6	
mar. ^(a)	0,0	-1,3	0,2	2,8	3,5	3,8	4,4	2,9	4,9	-9,8	-1,7	2,0	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	4.861,3	4.993,1	885,3	1.005,5	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	703,9
2022	5.127,1	5.119,1	963,3	1.079,5	3.084,2	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2022 2° trim.	5.020,2	4.995,6	949,8	1.028,1	3.042,2	6.553,3	6.742,9	709,0	5.139,2	705,1
3° trim.	5.165,7	5.136,5	1.008,1	1.068,1	3.089,5	6.613,7	6.802,4	714,0	5.195,4	704,2
4° trim.	5.127,1	5.119,1	963,3	1.079,5	3.084,2	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 1° trim. ^(p)	5.129,9	5.125,9	939,7	1.092,7	3.097,5	6.665,8	6.867,1	723,5	5.233,1	709,2
2022 ott.	5.187,9	5.154,2	1.006,4	1.077,6	3.103,8	6.622,5	6.813,0	715,5	5.203,1	704,0
nov.	5.162,9	5.142,9	993,0	1.071,3	3.098,7	6.632,2	6.826,4	716,9	5.211,3	704,0
dic.	5.127,1	5.119,1	963,3	1.079,5	3.084,2	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 gen.	5.141,1	5.134,8	955,1	1.086,2	3.099,9	6.655,4	6.859,9	720,0	5.220,3	715,0
feb.	5.139,3	5.131,3	945,5	1.091,4	3.102,4	6.659,9	6.864,0	721,7	5.225,6	712,6
mar. ^(p)	5.129,9	5.125,9	939,7	1.092,7	3.097,5	6.665,8	6.867,1	723,5	5.233,1	709,2
Transazioni										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	306,8	78,5	77,6	112,4	242,3	249,4	22,7	218,5	1,1
2022 2° trim.	100,7	106,5	40,5	22,4	37,7	84,5	74,0	7,4	75,9	1,2
3° trim.	139,2	139,5	55,4	39,9	43,8	58,7	59,4	4,9	55,6	-1,8
4° trim.	-17,4	6,2	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	21,9	0,2
2023 1° trim. ^(p)	-3,5	2,7	-21,3	10,9	7,0	14,0	21,9	4,1	16,1	-6,2
2022 ott.	25,6	24,3	-0,5	10,6	15,6	10,2	11,8	1,5	8,3	0,3
nov.	-18,0	-5,8	-12,8	-2,6	-2,6	13,0	18,0	2,2	9,0	1,8
dic.	-25,0	-12,2	-24,9	10,2	-10,4	4,2	6,2	1,5	4,6	-1,9
2023 gen.	1,3	-0,8	-7,8	2,8	6,3	1,5	10,3	0,0	2,8	-1,3
feb.	-3,0	-2,5	-10,4	5,2	2,2	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
mar. ^(p)	-1,8	5,9	-3,2	2,9	-1,5	8,2	5,3	2,6	8,2	-2,6
Variazioni percentuali										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 2° trim.	5,9	6,9	14,1	5,9	3,6	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
3° trim.	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
4° trim.	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 1° trim. ^(p)	4,4	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,9
2022 ott.	8,1	8,9	16,9	11,0	4,6	4,1	4,2	3,3	4,9	0,0
nov.	7,2	8,3	14,1	9,8	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
dic.	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 gen.	5,3	6,1	7,5	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,0
feb.	4,9	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,4
mar. ^(p)	4,4	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		
								Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni 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	6.883,5	1.837,3	37,1	1.997,2	3.011,8	1.372,0	391,7	128,5	136,8
2022	683,7	6.753,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.822,0	1.334,0	424,2	137,8	147,6
2022 2° trim.	757,5	6.800,6	1.843,9	30,6	2.008,5	2.917,5	1.313,6	432,1	166,5	157,3
3° trim.	642,5	6.781,8	1.801,9	30,6	2.096,5	2.852,9	1.318,9	535,4	148,0	146,7
4° trim.	683,7	6.753,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.822,0	1.334,0	424,2	137,8	147,6
2023 1° trim. ^(p)	580,2	6.915,3	1.792,8	35,0	2.174,5	2.913,0	1.440,0	353,9	152,1	165,8
2022 ott.	676,5	6.745,4	1.789,4	30,8	2.101,2	2.824,0	1.283,8	488,3	144,4	156,1
nov.	692,4	6.792,6	1.788,3	30,9	2.109,5	2.863,9	1.316,2	448,7	161,2	170,6
dic.	683,7	6.753,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.822,0	1.334,0	424,2	137,8	147,6
2023 gen.	564,7	6.859,8	1.784,5	32,5	2.158,3	2.884,5	1.351,6	379,8	155,5	157,0
feb.	553,8	6.837,2	1.785,8	33,9	2.176,9	2.840,6	1.337,6	382,4	154,6	159,6
mar. ^(p)	580,2	6.915,3	1.792,8	35,0	2.174,5	2.913,0	1.440,0	353,9	152,1	165,8
Transazioni										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-59,7	117,3	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,6	-116,3	-110,1	-8,3	-4,3
2022	-75,8	50,9	-89,8	-5,2	14,6	131,3	-66,2	-135,6	10,5	17,9
2022 2° trim.	17,2	20,0	-8,0	-4,2	-16,0	48,2	-61,1	4,5	7,2	-7,1
3° trim.	-115,0	-4,2	-47,1	0,0	-2,2	45,1	-26,2	61,6	-18,6	-10,6
4° trim.	41,0	63,6	-15,2	0,3	57,8	20,7	51,8	-74,6	-10,2	1,0
2023 1° trim. ^(p)	-110,1	89,2	8,4	4,0	67,3	9,4	75,3	-70,4	15,0	18,9
2022 ott.	34,0	-10,0	-11,8	0,1	12,5	-10,8	8,7	-54,2	-3,6	9,4
nov.	15,5	36,9	2,0	0,1	33,2	1,6	18,7	9,7	16,9	14,5
dic.	-8,4	36,7	-5,4	0,1	12,0	30,0	24,4	-30,1	-23,4	-22,9
2023 gen.	-125,1	47,1	0,3	1,6	48,4	-3,1	3,1	-43,4	17,7	9,4
feb.	-11,3	18,0	0,2	1,3	6,3	10,2	7,5	-16,7	-0,2	3,0
mar. ^(p)	26,3	24,1	8,0	1,1	12,7	2,3	64,7	-10,3	-2,5	6,5
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	-10,0	0,8	-4,8	-14,3	0,6	4,5	-	-	7,9	12,7
2022 2° trim.	12,2	-0,1	-3,0	-21,5	-1,5	3,1	-	-	26,0	21,7
3° trim.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
4° trim.	-10,0	0,8	-4,8	-14,3	0,6	4,5	-	-	7,9	12,7
2023 1° trim. ^(p)	-22,6	2,5	-3,3	0,6	5,1	4,3	-	-	-4,2	1,3
2022 ott.	-8,2	-0,4	-5,0	-17,1	-2,3	3,9	-	-	2,4	9,6
nov.	-2,8	0,2	-4,4	-15,8	-0,7	3,8	-	-	11,3	18,5
dic.	-10,0	0,8	-4,8	-14,3	0,6	4,5	-	-	7,9	12,7
2023 gen.	-23,0	1,5	-4,4	-8,9	2,9	4,3	-	-	-7,2	-1,8
feb.	-25,2	2,0	-3,8	-4,3	3,5	4,6	-	-	-7,6	0,2
mar. ^(p)	-22,6	2,5	-3,3	0,6	5,1	4,3	-	-	-4,2	1,3

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
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,3	-5,3	-0,1	0,0	0,0	-3,9
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 1° trim.	-4,2	.	.	.	.	-2,8
2° trim.	-3,2	.	.	.	.	-1,6
3° trim.	-3,2	.	.	.	.	-1,7
4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,9

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.
Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

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	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	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	4,6
2021	47,3	46,5	13,2	13,2	15,2	0,8	52,6	47,5	10,3	6,0	1,5	24,1	5,1
2022	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,7	45,7	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 1° trim.	47,2	46,5	13,3	13,2	15,1	0,8	51,5	46,5	10,1	5,9	1,5	23,7	5,0
2° trim.	47,4	46,6	13,5	13,2	15,0	0,8	50,6	45,7	10,0	5,9	1,5	23,3	4,9
3° trim.	47,4	46,7	13,7	13,2	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
4° trim.	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	23,0	5,1

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.
Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze in essere a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,0	3,0	13,2	67,8	45,7	30,9	38,3	7,8	76,3	15,6	27,8	40,7	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,2	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,4	95,5	1,7
2021	95,4	3,0	13,9	78,5	55,6	41,7	39,8	9,9	85,5	17,6	30,3	47,5	94,0	1,4
2022	91,5	2,7	13,3	75,5	53,8	40,8	37,7	8,7	82,8	16,4	29,0	46,0	90,5	0,9
2022 1° trim.	95,2	2,9	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	94,2	2,9	13,6	77,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	92,9	2,9	13,6	76,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	91,5	2,7	13,3	75,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.
Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

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
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,6	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,5
2021	-1,7	3,9	-0,3	0,7	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,8	-5,3	5,1
2022	-4,0	1,9	-0,3	-0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,6	2,8
2022 1° trim.	-4,5	2,8	0,1	0,8	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,6	-7,4	4,4
2° trim.	-3,8	1,6	0,5	1,0	0,8	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,6	-6,0	3,6
3° trim.	-4,5	1,7	-0,2	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,5	-5,9	2,8
4° trim.	-4,0	1,9	-0,3	-0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,6	2,8

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

Nota: i dati per l'area dell'euro includono la Croazia.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo/debito.

2) Calcolata come differenza fra il rapporto debito/PIL alla fine del periodo di riferimento e quello dell'anno precedente.

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media in anni ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	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
2022	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2021 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.	13,6	12,4	4,6	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,4
2° trim.	13,6	12,3	4,4	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4
3° trim.	13,0	11,8	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
2022 ott.	13,4	12,1	3,5	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,1	1,9	1,9	0,7	0,5
nov.	13,4	12,1	3,6	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5
dic.	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 gen.	13,2	11,9	4,3	1,3	0,3	8,0	1,7	1,2	0,6	1,9	1,9	1,4	0,6
feb.	13,3	12,0	4,6	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,8	1,9	2,1	1,7	0,7
mar.	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,9	1,9	2,0	2,0	0,7

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	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,7	-5,8
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,6	-7,1	-6,9	-6,5	-2,5	-9,0	-2,0
2022	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2022 1° trim.	-4,7	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,5	-5,2	-1,7	-8,3	-0,3
2° trim.	-4,0	-1,7	-0,5	0,6	-2,8	-4,9	-4,1	-0,3	-7,4	0,9
3° trim.	-3,7	-2,2	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,2	0,5	-7,8	2,6
4° trim.	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
Debito pubblico										
2019	97,6	59,6	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	71,0	134,1	90,8
2020	112,0	68,7	18,5	58,4	206,3	120,4	114,6	87,0	154,9	113,8
2021	109,1	69,3	17,6	55,4	194,6	118,3	112,9	78,4	149,9	101,2
2022	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
2022 1° trim.	109,0	67,9	17,2	53,1	189,4	117,4	114,6	76,0	151,4	102,0
2° trim.	108,5	67,7	16,8	51,2	183,0	116,1	113,1	73,2	149,3	95,4
3° trim.	106,5	67,0	15,9	49,1	175,8	115,6	113,4	70,4	145,9	91,4
4° trim.	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2019	-0,6	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,7	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,6
2021	-7,1	-1,2	0,7	-7,8	-2,4	-5,8	-2,9	-4,6	-5,4	-2,8
2022	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,9
2022 1° trim.	-5,3	-0,1	0,8	-7,7	-1,4	-3,8	-1,7	-3,7	-4,6	-1,9
2° trim.	-4,4	0,8	1,0	-6,5	0,1	-1,9	0,1	-3,2	-3,3	-1,2
3° trim.	-4,1	0,8	0,8	-5,7	0,3	-2,5	1,0	-3,0	-2,8	-0,9
4° trim.	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,1	-0,9
Debito pubblico										
2019	36,5	35,8	22,4	40,3	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	52,9	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	43,7	43,7	24,5	55,1	52,5	82,3	125,4	74,5	61,0	72,6
2022	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	57,8	73,0
2022 1° trim.	41,8	39,8	22,6	56,1	50,9	83,4	124,6	74,6	61,6	72,5
2° trim.	41,7	39,6	25,3	53,8	51,0	82,6	123,1	73,5	60,3	72,8
3° trim.	40,0	37,3	24,6	52,9	49,1	81,3	119,9	72,4	58,6	72,0
4° trim.	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	58,8	73,0

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 3 maggio 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-23-003-IT-N (online)