



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 4 / 2023



# Indice

<b>Indice</b>	<b>1</b>
<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Quadro generale	3
1    Contesto esterno	10
2    Attività economica	18
3    Prezzi e costi	27
4    Andamenti del mercato finanziario	34
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	40
6    Andamenti della finanza pubblica	49
<b>Riquadri</b>	<b>53</b>
1    L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia: la rilevanza della composizione	53
2    Annunci degli utili agli investitori: nuove evidenze sui profitti, gli investimenti e le condizioni di finanziamento delle imprese	60
3    Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro	66
4    Andamento della quota dei salari nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia	76
5    Le aspettative delle imprese sui prezzi di vendita: evidenze dall'indagine SAFE	82
6    L'ingente ridimensionamento dei flussi finanziari con l'esterno dell'area dell'euro nel 2022: evidenze dai dati più granulari di bilancia dei pagamenti	87
7    Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dall'8 febbraio al 9 maggio 2023	94
8    Inflazione e competitività: differenze fra i paesi dell'area dell'euro	101
<b>Articolo</b>	<b>106</b>
1    Il ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro	106

<b>Riquadro 1</b>	Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dopo la pandemia: un confronto	114
<b>Riquadro 2</b>	L'impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita del PIL in termini reali dal 2020 al 2022	116
<b>Riquadro 3</b>	Una valutazione basata su modelli delle determinanti dell'attività economica	124
<b>Statistiche</b>		<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Quadro generale

L'inflazione è in calo ma dovrebbe rimanere troppo elevata per un periodo di tempo troppo prolungato. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Nella riunione del 15 giugno 2023 ha pertanto deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE.

L'incremento dei tassi rispecchia la valutazione aggiornata, da parte del Consiglio direttivo, delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro ci si attende che l'inflazione complessiva si attesti in media al 5,4 per cento nel 2023, al 3,0 per cento nel 2024 e al 2,2 per cento nel 2025. Gli indicatori delle pressioni di fondo sui prezzi rimangono elevati, sebbene alcuni di essi mostrino timidi segnali di attenuazione. Gli esperti hanno rivisto al rialzo le proiezioni per l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare, in particolare per quest'anno e il prossimo, in ragione dei passati inattesi aumenti e delle implicazioni del vigoroso mercato del lavoro per il ritmo della disinflazione. Nel 2023 si collocherebbe quindi al 5,1 per cento, per poi ridursi al 3,0 per cento nel 2024 e al 2,3 per cento nel 2025. Gli esperti hanno rivisto lievemente al ribasso le proiezioni per la crescita economica per quest'anno e il prossimo, indicando ora una variazione percentuale sul periodo corrispondente dello 0,9 per cento nel 2023, dell'1,5 per cento nel 2024 e dell'1,6 per cento nel 2025.

Al tempo stesso, i passati incrementi dei tassi di interesse decisi dal Consiglio direttivo si stanno trasmettendo con forza alle condizioni di finanziamento e stanno gradualmente influenzando tutta l'economia. I costi di indebitamento sono aumentati bruscamente e la crescita dei prestiti rallenta. Le condizioni di finanziamento più restrittive sono una ragione fondamentale per cui l'inflazione dovrebbe ridiscendere ulteriormente verso l'obiettivo, in ragione dell'azione frenante che, secondo le attese, dovrebbero esercitare in misura crescente sulla domanda.

Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE 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 livello e durata adeguati della restrizione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse seguiranno a essere basate sulla sua valutazione delle 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.

Il Consiglio direttivo ha confermato che porrà fine ai reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) a partire da luglio 2023.

## Attività economica

Agli inizi di quest'anno l'economia mondiale ha evidenziato una maggiore solidità rispetto al quarto trimestre del 2022, grazie alla riapertura dell'economia cinese e alla tenuta dei mercati del lavoro negli Stati Uniti. L'attività a livello internazionale è stata trainata principalmente dal settore dei servizi, mentre il prodotto nel settore manifatturiero rimane relativamente contenuto. Le ricadute delle difficoltà che hanno interessato il settore bancario statunitense agli inizi di marzo hanno portato a un breve periodo di gravi tensioni nei mercati finanziari mondiali. Da allora, la maggior parte dei prezzi delle attività ha recuperato le perdite registrate nel periodo. Nel contempo, gli operatori dei mercati finanziari hanno anche rivisto al ribasso le proprie aspettative sull'evoluzione futura dell'inasprimento della politica monetaria da parte del Federal Reserve System. Ciononostante, la perdurante incertezza si aggiunge alle circostanze avverse alla crescita a livello mondiale, fra cui figurano l'elevata inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie su scala internazionale e le tensioni geopolitiche. In tale contesto, le prospettive di inflazione e di crescita a livello mondiale incorporate nelle proiezioni di giugno 2023 rimangono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate per l'area a marzo 2023 dagli esperti della BCE. La lieve revisione al rialzo della crescita mondiale per il 2023 è riconducibile principalmente alla ripresa della domanda in Cina, che nel primo trimestre è stata più vigorosa del previsto e che è stata in parte compensata dall'impatto negativo dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e creditizie negli Stati Uniti e in altre economie avanzate. Le prospettive di inflazione sono state riviste lievemente al rialzo per il 2024, in un contesto caratterizzato da condizioni tese nei mercati del lavoro e da una crescita salariale ancora elevata nelle economie avanzate, mentre il calo dei prezzi delle materie prime spiega la lieve revisione al ribasso delle proiezioni sull'inflazione per il 2023. Quest'anno l'interscambio mondiale dovrebbe crescere a un ritmo molto più contenuto rispetto al PIL in termini reali, giacché la composizione della domanda mondiale è caratterizzata da una minore intensità di scambi. Le prospettive per l'interscambio mondiale per il 2023 sono state riviste al ribasso, sebbene in larga misura ciò sia dovuto a forti effetti negativi di trascinarsi dal quarto trimestre del 2022 e ai risultati modesti registrati nelle principali economie nel primo trimestre.

L'economia dell'area dell'euro ha registrato una stagnazione negli ultimi mesi. Come nel quarto trimestre dello scorso anno, ha evidenziato una contrazione dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2023 a fronte di un calo dei consumi privati e collettivi. È probabile che la crescita economica resti debole nel breve periodo, rafforzandosi però nel corso dell'anno con il calo dell'inflazione e il continuo attenuarsi delle turbative dal lato dell'offerta. I diversi settori dell'economia presentano condizioni disomogenee: il comparto manifatturiero continua a indebolirsi, anche a causa della minore domanda mondiale e delle condizioni di finanziamento più restrittive nell'area dell'euro, mentre i servizi seguitano a mostrare capacità di tenuta.

Il mercato del lavoro rimane un punto di forza per l'economia. Sono stati creati quasi un milione di nuovi posti di lavoro nel primo trimestre dell'anno e ad aprile il tasso di disoccupazione si è collocato al minimo storico del 6,5 per cento. È inoltre aumentato il numero medio di ore lavorate, sebbene rimanga ancora leggermente inferiore al livello precedente la pandemia.

Secondo le proiezioni formulate a giugno 2023, l'economia tornerebbe a crescere nei prossimi trimestri in presenza di una moderazione dei prezzi dell'energia, di un rafforzamento della domanda estera e della risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta, che permetterebbe alle imprese di continuare a smaltire il considerevole arretrato di ordini inevasi, e di un contesto in cui prosegue il calo dell'incertezza, compresa quella legata alle recenti tensioni nel settore bancario. Ci si attende inoltre un miglioramento dei redditi reali, sorretti dai solidi andamenti nel mercato del lavoro, con tassi di disoccupazione su nuovi minimi storici nell'orizzonte temporale di proiezione. L'inasprimento della politica monetaria della BCE si trasmetterà sempre di più all'economia reale e, unitamente al ritiro graduale delle misure di sostegno di finanza pubblica, ciò inciderà negativamente sulla crescita dell'economia nel medio periodo. Si prevede che, nel complesso, il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali scenda allo 0,9 per cento nel 2023 (dal 3,5 per cento nel 2022), per poi risalire all'1,5 per cento nel 2024 e all'1,6 per cento nel 2025. Rispetto alle proiezioni di marzo 2023, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2023 e per il 2024, principalmente in ragione dell'inasprirsi delle condizioni di finanziamento, mentre rimangono invariate per il 2025, dal momento che questi effetti dovrebbero essere in parte compensati dall'impatto dell'aumento del reddito disponibile reale e della diminuzione dell'incertezza.

Le prospettive per le finanze pubbliche nell'area dell'euro dovrebbero migliorare nell'orizzonte temporale di proiezione. Dopo un calo considerevole nel 2022, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe continuare a ridursi più lentamente nel periodo 2023-2024 e in misura solo marginale nel 2025 (al 2,5 per cento del PIL). La diminuzione del saldo di bilancio alla fine del periodo considerato, rispetto al 2022, va ricondotta al miglioramento del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo e, in misura più limitata, a una migliore componente ciclica, mentre la spesa per interessi in percentuale del PIL registra un aumento graduale nel periodo in esame. Il debito dell'area dovrebbe continuare a diminuire, seppur più lentamente dopo il 2022, risultando pari all'87,3 per cento del PIL nel 2025. Ciò è ascrivibile principalmente ai differenziali negativi tra tasso di interesse e tasso di crescita, i quali più che compensano i persistenti disavanzi primari. Nondimeno, nel 2025 sia il disavanzo, sia il debito in rapporto al PIL rimarrebbero superiori ai livelli antecedenti la pandemia. Nel confronto con l'esercizio di marzo 2023, il saldo di bilancio rimane sostanzialmente invariato alla fine dell'orizzonte temporale di proiezione; il rapporto debito/PIL è stato invece rivisto lievemente al rialzo per il periodo 2023-2025, principalmente a causa di differenziali fra tasso di interesse e tasso di crescita meno favorevoli.

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 concepite in modo da rendere l'economia dell'area dell'euro più produttiva e ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. 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. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe concludersi a breve.

## Inflazione

In base alla stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione si è ridotta ulteriormente al 6,1 per cento a maggio, dal 7,0 per cento di aprile, in maniera generalizzata. Dopo l'aumento di aprile, l'inflazione dei beni energetici è tornata a scendere, registrando un valore negativo a maggio. Per quanto riguarda i beni alimentari ha continuato a diminuire pur restando su un livello elevato, al 12,5 per cento.

L'inflazione al netto della componente energetica e alimentare si è ridotta a maggio per il secondo mese consecutivo, collocandosi al 5,3 per cento rispetto al 5,6 per cento di aprile. L'inflazione dei beni si è moderata ulteriormente, passando dal 6,2 per cento di aprile al 5,8 per cento. Quanto ai servizi, è arretrata per la prima volta da diversi mesi, portandosi dal 5,2 per cento al 5,0 per cento. Gli indicatori delle pressioni di fondo sui prezzi rimangono elevati, sebbene alcuni di essi mostrino timidi segnali di attenuazione.

I passati incrementi dei costi energetici continuano a spingere al rialzo i prezzi in tutta l'economia. Anche la domanda repressa riconducibile alla riapertura delle attività economiche seguita ad alimentare l'inflazione, soprattutto nel settore dei servizi. Le spinte salariali, che in parte riflettono pagamenti *una tantum*, diventano una fonte di inflazione sempre più rilevante. I redditi per occupato sono aumentati del 5,2 per cento nel primo trimestre dell'anno e le retribuzioni contrattuali del 4,3 per cento. Inoltre, le imprese di alcuni settori sono riuscite a mantenere profitti relativamente alti, specialmente nei casi in cui la domanda ha superato l'offerta. Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collochi attualmente intorno al 2 per cento, alcuni indicatori rimangono elevati e vanno seguiti con attenzione.

Secondo le proiezioni formulate a giugno 2023, con il tasso di variazione dei prezzi dei beni energetici che dovrebbe diventare sempre più negativo nel corso del 2023 e quello dei beni alimentari che dovrebbe subire una netta moderazione, l'inflazione complessiva dovrebbe continuare a diminuire, collocandosi a circa il 3 per cento nell'ultimo trimestre dell'anno. Nondimeno, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe superare quella complessiva nel breve periodo e mantenersi al di sopra di quest'ultima fino agli inizi del 2024, pur seguendo un graduale percorso discendente a partire dalla seconda metà del 2023. In un contesto in cui gli effetti indiretti dei passati shock ai prezzi dell'energia e le altre pressioni inflazionistiche vengono gradualmente meno, quali determinanti del calo atteso, il costo del lavoro diventerà il fattore principale alla base dell'inflazione

misurata sullo IAPC al netto della componente energetica e alimentare. La crescita dei salari dovrebbe rimanere pari a oltre il doppio della sua media storica per gran parte dell'orizzonte temporale di proiezione, grazie agli effetti della compensazione per l'inflazione e alle condizioni tese nel mercato del lavoro, oltre che agli aumenti delle retribuzioni minime. Nondimeno, i margini di profitto, che si erano notevolmente ampliati nel 2022, nel medio periodo dovrebbero in parte assorbire la trasmissione di questi costi. Si prevede inoltre che la politica monetaria freni ulteriormente l'inflazione di fondo nei prossimi anni. Nell'insieme, l'inflazione complessiva dovrebbe scendere dall'8,4 per cento del 2022 a una media del 5,4 per cento nel 2023, del 3,0 per cento nel 2024 e del 2,2 per cento nel 2025. Rispetto alle proiezioni dello scorso marzo, l'inflazione complessiva è stata rivista lievemente verso l'alto per l'intero periodo in esame. Ciò si deve principalmente alla considerevole correzione al rialzo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto della componente energetica e alimentare, che riflette revisioni riconducibili ai recenti livelli di inflazione superiori alle attese e alla dinamica lievemente più sostenuta del costo del lavoro per unità di prodotto, che hanno più che compensato l'effetto delle ipotesi di prezzi dell'energia più contenuti e dell'inasprirsi delle condizioni di finanziamento.

## Valutazione dei rischi

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive per la crescita economica e l'inflazione restino estremamente incerte. Fra i rischi al ribasso per la crescita vi sono la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e l'incremento delle tensioni geopolitiche su più ampia scala, rischi che potrebbero frammentare il commercio internazionale e quindi gravare sull'economia dell'area dell'euro. Inoltre, l'espansione economica potrebbe risultare più lenta se gli effetti della politica monetaria fossero più forti del previsto. Le rinnovate tensioni nei mercati finanziari potrebbero determinare condizioni di finanziamento persino più restrittive di quanto anticipato e incrinare la fiducia. Inoltre, una crescita più debole a livello mondiale potrebbe frenare ulteriormente l'attività economica dell'area dell'euro. Tuttavia, l'espansione economica potrebbe rivelarsi maggiore del previsto qualora il vigore del mercato del lavoro e il venir meno dell'incertezza si riflettessero in una maggiore fiducia di famiglie e imprese e in maggiori consumi.

Fra i rischi al rialzo per l'inflazione vi sono possibili nuove pressioni verso l'alto sui costi dei beni energetici e alimentari, connesse anche alla guerra russa contro l'Ucraina. 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 salariali in alcuni paesi hanno contribuito ad aumentare i rischi al rialzo per l'inflazione. Per contro, le rinnovate tensioni nei mercati finanziari potrebbero far calare l'inflazione più rapidamente di quanto stimato nelle proiezioni. Anche una domanda più debole, riconducibile ad esempio alla più intensa trasmissione della politica monetaria, condurrebbe a un allentamento delle pressioni sui prezzi, soprattutto nel medio periodo. Inoltre, l'inflazione si ridurrebbe più velocemente se il calo delle quotazioni dei beni



energetici e i minori rincari dei beni alimentari si trasmettessero ad altri beni e servizi più rapidamente di quanto anticipato.

## Condizioni finanziarie e monetarie

L'inasprimento della politica monetaria continua a riflettersi nei tassi di interesse privi di rischio e nelle condizioni di finanziamento più generali. Per le banche le condizioni di finanziamento sono più restrittive e il costo del credito aumenta per le imprese e le famiglie. Ad aprile i tassi sui prestiti hanno raggiunto il livello più elevato da oltre dieci anni, toccando il 4,4 per cento per i prestiti alle imprese e il 3,4 per cento per i mutui ipotecari.

L'incremento dei tassi debitori, unitamente alle condizioni di offerta più restrittive e alla minore domanda, hanno ulteriormente indebolito la dinamica del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è tornato a diminuire ad aprile, portandosi al 4,6 per cento. Le variazioni sul mese precedente sono state in media negative a partire da novembre 2022. Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie, ad aprile il tasso di crescita è stato pari al 2,5 per cento sui dodici mesi ed è aumentato solo in misura esigua sul mese precedente. Il debole andamento del credito bancario e la riduzione del bilancio dell'Eurosistema hanno indotto una continua flessione della crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio, che ad aprile si è collocata all'1,9 per cento. Le variazioni sul mese precedente di tale aggregato sono negative dallo scorso dicembre.

In linea con la sua strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dei nessi tra la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Dall'ultima analisi, condotta a dicembre 2022, le prospettive per la stabilità finanziaria rimangono impegnative. Le condizioni di finanziamento più restrittive fanno aumentare i costi della provvista bancaria e il rischio di credito connesso ai prestiti in essere. Questi fattori, unitamente alle recenti tensioni nel sistema bancario statunitense, potrebbero generare stress sistemico e deprimere la crescita economica nel breve periodo. Un altro fattore che pesa sulla tenuta del settore finanziario è rappresentato dalla contrazione dei mercati immobiliari, che potrebbe essere amplificata dai maggiori costi di indebitamento e dall'aumento della disoccupazione. Allo stesso tempo, le banche dell'area dell'euro vantano solide posizioni di capitale e liquidità, che mitigano tali rischi per la stabilità finanziaria. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie.

## Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 15 giugno 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 4,00 per cento, al 4,25 per cento e al 3,50 per cento, con effetto dal 21 giugno 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 porrà 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 sino alla fine del 2024. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.

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

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 all'orientamento della politica monetaria dalle operazioni mirate e dai relativi rimborsi in atto.

## Conclusioni

L'inflazione è in calo ma dovrebbe rimanere troppo elevata per un periodo di tempo troppo prolungato. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso nella riunione del 15 giugno 2023 di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, vista la sua determinazione ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine.

Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE 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 livello e durata adeguati della restrizione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse continueranno a essere basate sulla valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'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 di quest'anno l'economia mondiale ha evidenziato una maggiore solidità rispetto al quarto trimestre del 2022, grazie alla riapertura dell'economia cinese e alla capacità di tenuta dei mercati del lavoro negli Stati Uniti. L'attività a livello internazionale è stata trainata principalmente dal settore dei servizi, mentre il prodotto nel settore manifatturiero rimane relativamente modesto. Le ricadute delle difficoltà verificatesi nel settore bancario statunitense agli inizi di marzo hanno portato a un breve periodo di gravi tensioni nei mercati finanziari mondiali. Da allora, la maggior parte dei prezzi delle attività ha recuperato le perdite registrate in quel periodo. Nel contempo, gli operatori dei mercati finanziari hanno anche rivisto al ribasso le proprie aspettative sull'evoluzione futura dell'inasprimento della politica monetaria da parte del Federal Reserve System. Ciononostante, la persistente incertezza sta acuitizzando le circostanze avverse alla crescita a livello mondiale, fra cui figurano l'elevata inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie su scala internazionale e le tensioni geopolitiche. In tale contesto, le prospettive di inflazione e di crescita a livello mondiale incorporate nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio condotto a marzo 2023 dagli esperti della BCE. La lieve revisione al rialzo della crescita mondiale per il 2023 è riconducibile principalmente alla ripresa della domanda in Cina, che nel primo trimestre è stata più vigorosa del previsto e che in parte è stata compensata dall'impatto negativo dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e creditizie negli Stati Uniti e in altre economie avanzate. Le prospettive di inflazione sono state riviste lievemente al rialzo per il 2024, in un contesto caratterizzato da condizioni tese nei mercati del lavoro e da una crescita salariale ancora elevata nelle economie avanzate, mentre il calo dei prezzi delle materie prime spiega la lieve revisione al ribasso delle proiezioni sull'inflazione per il 2023. Quest'anno l'interscambio mondiale dovrebbe crescere a un ritmo molto più contenuto rispetto al PIL in termini reali, giacché la composizione della domanda mondiale è caratterizzata da una minore intensità di scambi. Le prospettive per l'interscambio mondiale per il 2023 sono state riviste al ribasso, sebbene in larga misura ciò sia dovuto a forti effetti negativi di trascinamento dal quarto trimestre del 2022 e ai risultati modesti registrati nel primo trimestre nelle principali economie.*

### **L'economia mondiale ha evidenziato una maggiore solidità agli inizi di quest'anno rispetto al quarto trimestre del 2022, grazie alla riapertura dell'economia cinese e alla capacità di tenuta dei mercati del lavoro negli Stati Uniti.**

Sin dall'inizio dell'anno i dati provenienti da questi paesi hanno riservato sorprese positive, riconducibili a una ripresa della domanda cinese più rapida e vigorosa delle aspettative, in relazione al fatto che le turbative connesse con la pandemia si sono dimostrate di breve durata. Negli Stati Uniti la tenuta dei mercati del lavoro dà sostegno alla domanda di consumi, in un contesto caratterizzato da un notevole inasprimento della politica monetaria. L'attività è stata trainata principalmente dal settore dei servizi, mentre il prodotto nel settore manifatturiero rimane relativamente modesto (cfr. il grafico 1). Si stima che la crescita mondiale nel primo trimestre sia salita allo 0,9 per cento dallo 0,5 del trimestre precedente,

collocandosi su un livello di 0,2 punti percentuali superiore rispetto alle proiezioni di marzo<sup>1</sup>.

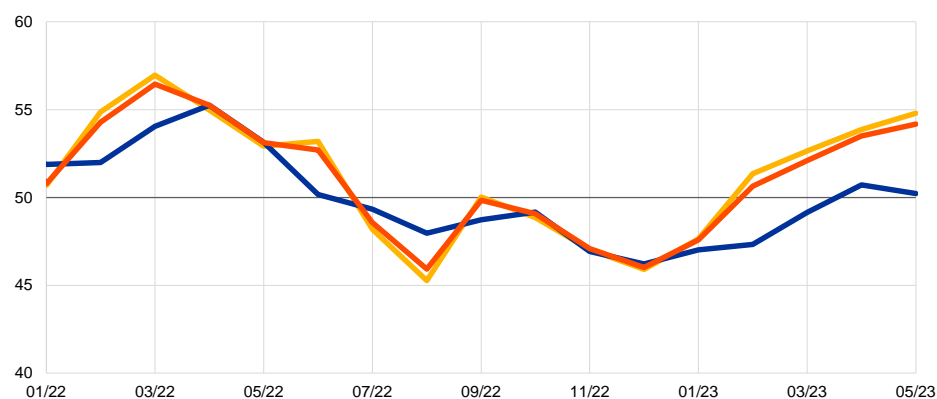
### Grafico 1

Indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per settore nelle economie avanzate e in quelle emergenti

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

(indici di diffusione)

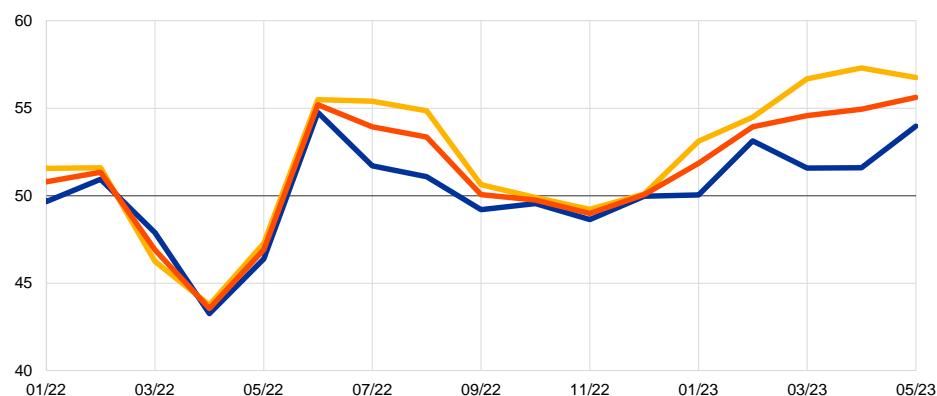
— Servizi  
— Settore manifatturiero  
— Composito



#### b) Economie emergenti

(indici di diffusione)

— Servizi  
— Settore manifatturiero  
— Composito



Fonti: S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023.

**Sebbene le forti tensioni finanziarie innescate nei mercati mondiali dalle tensioni nel settore bancario statunitense si siano attenuate, l'incertezza rimane elevata.** Le ricadute delle difficoltà che hanno interessato il settore bancario statunitense hanno portato a un breve periodo di gravi tensioni nei mercati finanziari mondiali. Da allora, la maggior parte delle classi di attività, ad eccezione dei titoli finanziari, ha recuperato le perdite registrate nel periodo, mentre gli operatori dei mercati finanziari hanno anche rivisto al ribasso le proprie aspettative sull'evoluzione

<sup>1</sup> Poiché la presente sezione verte sugli andamenti del contesto mondiale, tutti i riferimenti agli indicatori economici mondiali e/o aggregati a livello internazionale non includono l'area dell'euro.

futura dell'inasprimento della politica monetaria da parte del Federal Reserve System. L'elevata incertezza riguardo agli andamenti del settore bancario statunitense sta acuitizzando le circostanze avverse alla crescita su scala mondiale, tra cui figurano l'elevata inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e la forte incertezza geopolitica. I dati più recenti indicano infatti che la crescita mondiale ha perso slancio nell'ultimo periodo.

**Le prospettive di inflazione e di crescita a livello mondiale rimangono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni formulate lo scorso marzo.**

L'economia mondiale dovrebbe espandersi, raggiungendo il 3,1 per cento nel 2023 e 2024, per poi incrementare lievemente fino a segnare il 3,3 per cento nel 2025. La crescita è stata rivista lievemente al rialzo per il 2023 (di 0,1 punti percentuali) e leggermente al ribasso per il 2024 (di 0,1 punti percentuali), mentre rimane invariata per il 2025. La ripresa della domanda in Cina nel primo trimestre dell'anno, più vigorosa del previsto, è un fattore chiave alla base della revisione al rialzo della crescita mondiale per il 2023, mentre sul breve periodo tali prospettive di crescita sono state riviste, in misura contenuta, al ribasso. La crescita mondiale in leggero rallentamento nel 2024, rispetto a quanto precedentemente prospettato dalle proiezioni, è da mettere in relazione con l'impatto dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e creditizie negli Stati Uniti e in altre economie avanzate.

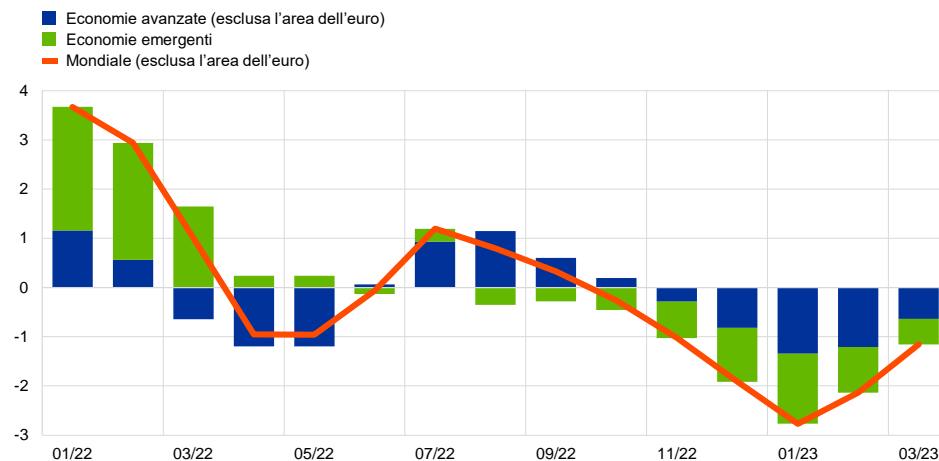
**Poiché l'attività mondiale è trainata principalmente dal settore dei servizi, caratterizzato da una minore intensità di scambi rispetto al settore manifatturiero, il commercio internazionale si conferma debole. Il**

disallineamento tra attività economica e commercio può essere ricondotto a tre effetti di composizione combinati, in quanto l'attività è trainata da aree geografiche a minore intensità di scambi (paesi emergenti), componenti della domanda (consumo) e prodotti (servizi). Tali effetti di composizione avversi dovrebbero gravare sull'interscambio mondiale nel breve periodo, per poi esaurire gradualmente il loro impatto. Al tempo stesso, l'atteso aumento della domanda di servizi commerciabili (come il turismo, che continua il suo rimbalzo dopo la pandemia), il continuo attenuarsi delle strozzature dal lato dell'offerta e la normalizzazione del ciclo mondiale delle scorte dovrebbero sostenere l'interscambio su scala mondiale. I dati e le stime più recenti indicano infatti che la dinamica espansiva del commercio mondiale di beni è già divenuta meno negativa e dovrebbe migliorare gradualmente in futuro (cfr. il grafico 2).

## Grafico 2

### Dinamica dell'interscambio di merci

(importazioni in termini reali, variazioni percentuali su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi)



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

### **Secondo le proiezioni, quest'anno l'interscambio mondiale dovrebbe crescere a un ritmo molto più contenuto rispetto al PIL in termini reali, giacché la composizione della domanda mondiale è caratterizzata da una minore intensità di scambi.**

Le proiezioni prevedono che le importazioni aumentino su scala mondiale, segnando l'1,3 per cento nel 2023, un ritmo particolarmente modesto se lo si confronta con la sua media di lungo periodo (4,8 per cento) e anche con la crescita a livello mondiale. In prospettiva, secondo le proiezioni il commercio internazionale dovrebbe crescere del 3,4 per cento sia nel 2024, sia nel 2025. Nell'orizzonte temporale di proiezione, l'elasticità implicita del commercio, ossia il rapporto fra la crescita delle importazioni mondiali in termini reali e la crescita del PIL mondiale in termini reali, è prossima all'unità. Ciò è coerente con l'elasticità del commercio osservata nel decennio precedente la pandemia, ma molto minore rispetto al periodo della pandemia. La domanda estera dell'area dell'euro segue un andamento analogo, con un aumento dello 0,5 per cento quest'anno e un rialzo fino al 3,1 per cento nel 2024 e nel 2025. Le proiezioni sia per l'interscambio mondiale, sia per la domanda estera dell'area dell'euro sono state riviste al ribasso per il 2023, principalmente a causa di considerevoli effetti di trascinamento negativi derivanti dagli andamenti del commercio, più deboli del previsto nel quarto trimestre del 2022, e anche dai risultati più modesti registrati nel primo trimestre di quest'anno nelle principali economie. Per la restante parte dell'orizzonte temporale esaminato, le proiezioni relative al commercio sono sostanzialmente in linea con l'esercizio di marzo 2023.

### **Nell'economia mondiale le pressioni inflazionistiche di fondo restano forti, mentre le componenti energetica e alimentare continuano a spingere verso il basso l'inflazione complessiva.**

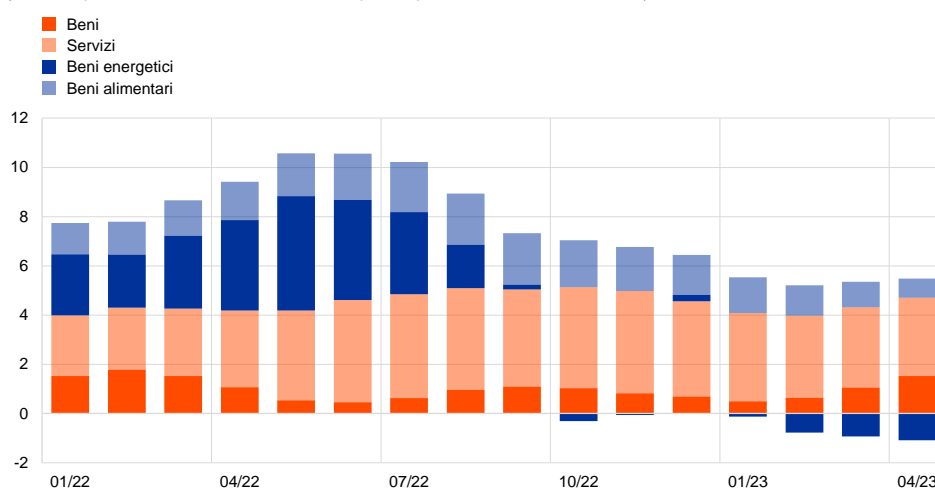
Ad aprile nei paesi dell'OCSE si è osservata una flessione al 7,4 per cento, dal 7,7 di marzo, dell'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC). Mentre quest'ultima continua a diminuire, grazie al calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari, l'inflazione di fondo è

rimasta sostanzialmente stabile al 7,1 per cento e la sua dinamica, misurata come variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, ha continuato ad aumentare (cfr. gli istogrammi rossi e arancioni del grafico 3), indicando che le pressioni di fondo sui prezzi nell'economia rimangono elevate a livello mondiale. Anche se i prezzi dei beni commerciabili continuano a normalizzarsi, grazie all'attenuarsi delle turbative dal lato dell'offerta e al calo dei prezzi del trasporto marittimo, è probabile che l'inflazione rimanga elevata a causa della maggiore persistenza della componente dei servizi, che riflette condizioni tese sul mercato del lavoro e una forte crescita salariale, soprattutto nelle economie avanzate. L'aumento dei prezzi all'esportazione dei paesi concorrenti dell'area dell'euro (in valuta nazionale) si è rapidamente ridotto, dopo il picco raggiunto nel secondo trimestre del 2022, a causa di effetti base negativi per i corsi delle materie prime e ci si attende che continui a diminuire nel breve periodo, riflettendo gli andamenti illustrati nelle ipotesi tecniche. I prezzi dei paesi concorrenti dovrebbero crescere a tassi maggiormente in linea con le medie storiche nel resto dell'orizzonte di proiezione, in quanto le forti pressioni inflazionistiche a livello sia interno sia internazionale dovrebbero venir meno.

### Grafico 3

#### Dinamica dell'inflazione complessiva nei paesi dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: i contributi delle rispettive componenti della dinamica dell'inflazione complessiva nei paesi dell'OCSE riportati nel grafico sono costruiti dal basso verso l'alto utilizzando i dati nazionali disponibili, che nel loro insieme rappresentano l'84 per cento dell'aggregato dell'area OCSE. L'inflazione dei beni è misurata come differenza tra il contributo dei beni totali meno quello dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

**I prezzi del greggio sono inferiori rispetto alle proiezioni di marzo, in quanto i timori per la crescita mondiale hanno compensato l'impatto della riduzione dell'offerta da parte dell'OPEC+.** Nei paesi dell'OCSE la domanda di petrolio nel primo trimestre si è rivelata più debole rispetto a quanto previsto all'inizio dell'anno dall'Agenzia internazionale per l'energia. Inoltre, la produzione russa di petrolio è stata superiore alle attese. Sebbene gran parte delle esportazioni russe di greggio sia andata verso Cina, India e Turchia, ciò ha contribuito a contenere l'impatto sui prezzi mondiali della più vigorosa domanda cinese dopo la riapertura della sua economia. Oltre a ciò, i timori circa le prospettive di crescita a livello mondiale a

fronte degli andamenti del settore bancario statunitense hanno intensificato le pressioni al ribasso sui corsi petroliferi. In Europa i prezzi del gas sono ulteriormente diminuiti, portandosi su livelli più prossimi alla media antecedente la pandemia. Sulla scia di consumi persistentemente ridotti e di un'efficace sostituzione del gas russo, l'Unione europea (UE) ha aperto la stagione di ricostituzione delle proprie scorte di gas con livelli di stoccaggio storicamente elevati, pari al 55 per cento. Ha inoltre prorogato il suo piano di risparmio di gas fino alla fine di marzo 2024, imponendo agli Stati membri di ridurre i consumi del 15 per cento rispetto alla media del periodo 2017-2021. Ciò implica che, anche senza importazioni di gas dalla Russia, l'UE sembra ben posizionata per raggiungere l'obiettivo di stoccaggio del 90 per cento prima della prossima stagione di riscaldamento, che avrà inizio a novembre, e che la necessità di importare da altri fornitori di gas dovrebbe essere più contenuta rispetto all'anno scorso.

**Le condizioni finanziarie internazionali hanno fatto registrare un lieve inasprimento sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti.** Benché la propensione al rischio a livello mondiale si sia recentemente stabilizzata, dopo un breve periodo di forti tensioni innescate dal fallimento della Silicon Valley Bank agli inizi di marzo, l'incertezza si conferma elevata. Negli Stati Uniti l'inasprimento delle condizioni finanziarie osservato dopo le proiezioni di marzo riflette principalmente i più ampi differenziali sulle obbligazioni societarie, in aggiunta al contributo fornito in qualche misura dai più elevati rendimenti a breve termine. Nel complesso i mercati finanziari mondiali appaiono cautamente ottimisti, nonostante il persistere dell'incertezza. Allo stesso tempo le aspettative del mercato riguardo all'inasprimento della politica monetaria statunitense sono lievemente aumentate, in concomitanza con l'attenuarsi delle forti tensioni nel settore bancario del paese, pur permanendo al di sotto dei livelli segnati agli inizi di marzo.

**Negli Stati Uniti il PIL in termini reali dovrebbe segnare un rallentamento nella prima metà di quest'anno, seguito da una ripresa modesta.** Ci si attende che la crescita dei consumi delle famiglie rimanga positiva grazie alla buona tenuta del mercato del lavoro. L'inasprimento delle condizioni finanziarie ha determinato un calo degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale, destinato a durare, secondo le attese attuali, per tutto il 2023, mentre il perdurare dell'incertezza dovrebbe indurre un irrigidimento aggiuntivo dei criteri per la concessione del credito, con ulteriori effetti negativi sulla crescita. L'accordo sulla sospensione del tetto al debito statunitense fino a gennaio 2025 ha attenuato l'incertezza sui mercati finanziari. Tale accordo riduce in misura modesta la spesa in settori diversi dalla difesa, lasciando inalterate le spese per la difesa e quelle per la previdenza sociale obbligatoria e la sanità. Ad aprile l'inflazione complessiva misurata sull'IPC si è collocata al 4,9 per cento, mentre quella di fondo, pari al 5,5 per cento, rimane elevata e persistente. I servizi sono il principale motivo di persistenza dell'inflazione, a causa della vischiosità dei prezzi di quelli abitativi e della lenta moderazione dell'elevata dinamica salariale. Inoltre, l'inflazione dei beni è tornata ad aumentare per il secondo mese consecutivo, in presenza di un nuovo considerevole incremento dei prezzi dei veicoli nuovi e di un minore contributo negativo apportato dai veicoli usati e dagli automezzi pesanti.



### **In Cina la ripresa prosegue, trainata dai consumi, ma sembra perdere vigore.**

Dopo la rapida ripresa della spesa per consumi che ha fatto seguito alla riapertura delle attività economiche, lo slancio di tale recupero si è affievolito nel secondo trimestre e la ripresa trainata dai servizi e dai consumi non si è trasmessa al settore manifatturiero. L'indice PMI per il settore dei servizi segnala una crescita robusta, mentre quello relativo al settore manifatturiero è sceso lievemente in territorio negativo. Ad aprile le vendite al dettaglio sono considerevolmente aumentate su base annua, anche se tale incremento riflette soprattutto una base di confronto ridotta a causa delle diffuse misure di chiusura (lockdown) in vigore a Shanghai lo scorso anno. La dinamica espansiva delle vendite al dettaglio ha segnato un rallentamento e i dati ad alta frequenza suggeriscono che tale tendenza è proseguita nel mese di maggio. Dopo i primi segnali di ripresa, l'attività nel mercato degli immobili residenziali ha fatto un passo indietro. In particolare, gli investimenti in edilizia residenziale hanno subito un calo significativo e le vendite di abitazioni, che a marzo avevano quasi arrestato la propria flessione sui dodici mesi, si sono nuovamente ridotte. La perdurante debolezza del mercato immobiliare continua a frenare l'economia. Ad aprile la crescita dei prezzi delle abitazioni ha subito un rallentamento, raffreddando il clima di fiducia dei consumatori. Nello stesso mese l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa allo 0,1 per cento, segnando il livello più basso in quasi due anni, trainata dal brusco calo delle componenti alimentare ed energetica. L'inflazione di fondo (calcolata al netto di beni alimentari ed energetici) è rimasta stabile allo 0,7 per cento.

### **In Giappone l'attività economica dovrebbe continuare a crescere a un ritmo moderato, sostenuta dalla domanda repressa e dal perdurante sostegno fornito dalle politiche economiche.**

Nel primo trimestre del 2023 il PIL in termini reali è aumentato, di riflesso alle dinamiche legate alla riapertura, e dovrebbe continuare a crescere a un ritmo moderato. A maggio l'indice PMI per il settore dei servizi è salito ulteriormente, a livelli molto elevati, in un contesto in cui le imprese hanno menzionato l'esaurirsi delle turbative legate al coronavirus (COVID-19) e la ripresa del turismo interno ed estero quali fattori chiave alla base del forte slancio di crescita del settore, mentre l'attività manifatturiera si conferma modesta. Ad aprile l'inflazione è rimasta relativamente elevata e l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è salita al 3,5 per cento. Anche l'inflazione di fondo misurata sull'IPC (calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica) ha continuato ad aumentare, collocandosi al 2,5 per cento. Gli ultimi indicatori delle trattative salariali annuali di primavera continuano a indicare significativi incrementi delle retribuzioni rispetto alle medie storiche.

### **Nel Regno Unito l'economia dovrebbe evitare una recessione nel 2023, malgrado il persistere di condizioni avverse alla crescita.**

Tali circostanze sono connesse a un'inflazione al consumo ancora elevata che grava sui redditi disponibili, all'aumento dei costi di finanziamento e alla correzione del mercato immobiliare. A fronte di prospettive di crescita che nel breve periodo sono meno sfavorevoli rispetto alle attese precedenti, l'attività economica non dovrebbe evidenziare alcuna tendenza significativa. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC ha segnato un picco nel quarto trimestre del 2022 ed è stata rivista significativamente al ribasso per quest'anno rispetto alle proiezioni di marzo 2023, a causa dell'estensione della

garanzia sui prezzi dell'energia inclusa nel bilancio di primavera.  
Ciononostante, l'inflazione complessiva dovrebbe rimanere elevata, dato il contributo offerto dalle condizioni tese sul mercato del lavoro e dalle forti pressioni salariali al persistere dell'inflazione interna.

*L'economia dell'area dell'euro ha registrato una stagnazione negli ultimi mesi. Come nel quarto trimestre dello scorso anno, ha registrato una contrazione dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2023 a seguito di un calo dei consumi privati e collettivi. È probabile che la crescita economica resti debole nel breve periodo, rafforzandosi però nel corso dell'anno con il diminuire dell'inflazione e il continuo attenuarsi delle criticità dal lato dell'offerta. I diversi settori dell'economia presentano condizioni disomogenee: il comparto manifatturiero continua a indebolirsi, anche a causa della minore domanda mondiale e delle condizioni di finanziamento più restrittive nell'area dell'euro, mentre i servizi seguitano a mostrare capacità di tenuta. Il mercato del lavoro rimane un punto di forza per l'economia. È stato creato quasi un milione di nuovi posti di lavoro nel primo trimestre dell'anno e ad aprile il tasso di disoccupazione si è collocato al minimo storico del 6,5 per cento. È inoltre aumentato il numero medio di ore lavorate, sebbene rimanga ancora lievemente inferiore al livello precedente la pandemia.*

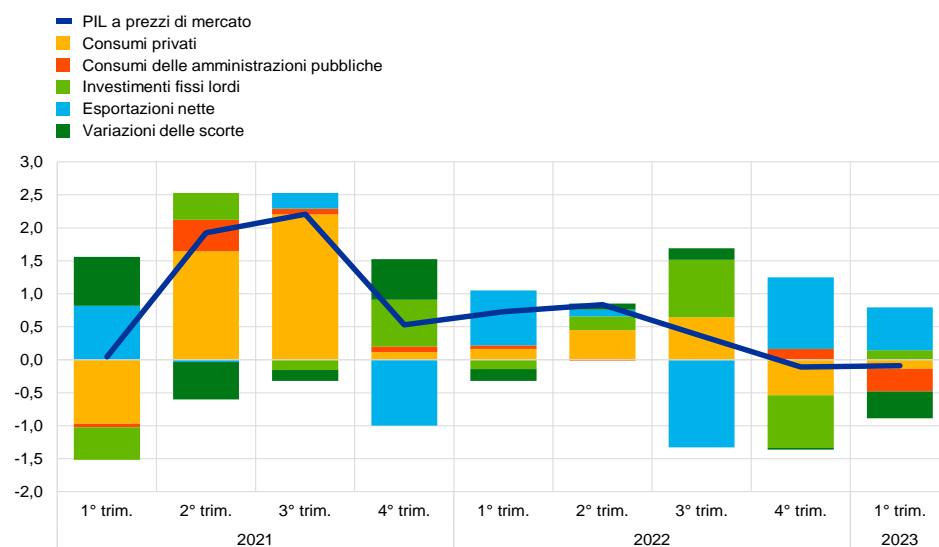
*Tale valutazione trova sostanziale riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono che la crescita su base annua del PIL in termini reali rallenti allo 0,9 per cento nell'anno in corso, per poi risalire all'1,5 nel 2024 e all'1,6 nel 2025. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023, le prospettive di crescita sono state riviste verso il basso di 0,1 punti percentuali per il 2023 e per il 2024, mentre rimangono invariate per il 2025. Le prospettive per la crescita economica restano estremamente incerte.*

**L'economia dell'area dell'euro ha subito una lieve contrazione nel primo trimestre del 2023.** In base ai dati rivisti dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2023 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito dello 0,1 per cento, dopo un calo analogo nel trimestre precedente. Tale flessione si è verificata malgrado il sostegno fornito al PIL in termini reali dai minori prezzi dei beni energetici, dall'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e dalle politiche di bilancio. La scomposizione della spesa mostra contributi positivi dell'interscambio netto e degli investimenti (cfr. il grafico 4). Ciò è stato, tuttavia, controbilanciato dai contributi negativi dati dai consumi privati e collettivi e dalla variazione delle scorte. Rispetto al trimestre precedente il PIL è aumentato dello 0,6 per cento in Italia, dello 0,5 in Spagna e dello 0,2 in Francia, registrando, di contro, una flessione dello 0,3 per cento in Germania e dello 0,7 nei Paesi Bassi. I risultati deboli riportati dall'area dell'euro sono in parte riconducibili anche alla marcata diminuzione del PIL irlandese, pari al -4,6 per cento, di nuovo legata agli andamenti dei settori dominati dalle multinazionali. Nel primo trimestre il valore aggiunto lordo è cresciuto dello 0,2 per cento, riflettendo un solido aumento del prodotto nei settori delle costruzioni e dei servizi, a fronte di un calo del valore aggiunto nell'industria. La discrepanza relativamente ampia riscontrata tra la crescita del PIL e quella del valore aggiunto è dovuta a una forte flessione delle imposte nette sui prodotti, derivante principalmente dai maggiori sussidi legati all'energia.

## Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

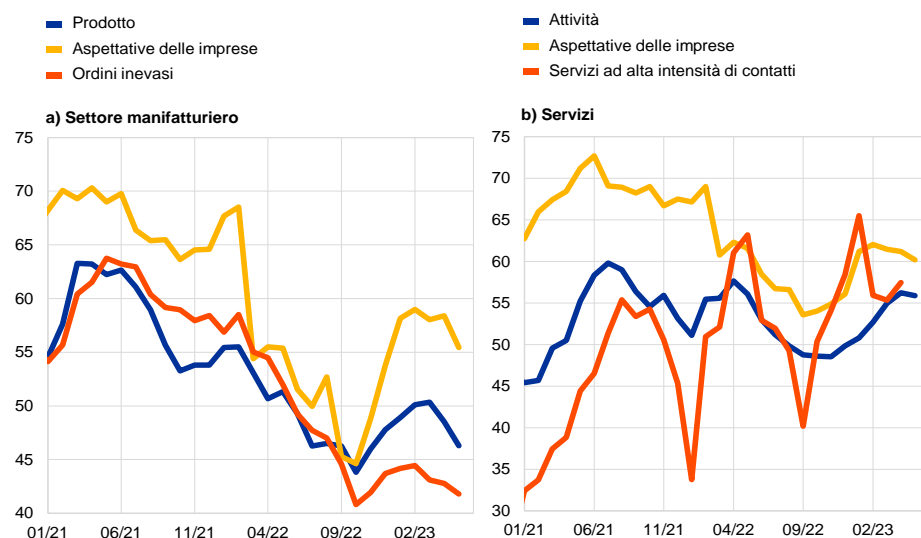
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023.

**Nel secondo trimestre del 2023 si prevede una crescita moderata del prodotto dell'area dell'euro, sospinto principalmente dal settore dei servizi.** I dati ricavati dalle indagini più recenti suggeriscono che l'economia dell'area dell'euro potrebbe aver registrato una modesta espansione nel secondo trimestre dell'anno. A maggio l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per l'area dell'euro era pari a 52,8, valore superiore al risultato registrato nel primo trimestre e alla sua media di lungo periodo. Tale segnale di crescita cela, tuttavia, una ripresa a due velocità. L'indice relativo alla produzione manifatturiera, che ha segnato una diminuzione per due mesi consecutivi, a maggio si è collocato a 46,4, lasciando presagire una possibile ulteriore diminuzione (cfr. il pannello a) del grafico 5). Anche gli ultimi risultati del PMI rivelano aspettative di calo della produzione futura e degli ordini arretrati. Nel contempo, l'indice dell'attività nel settore dei servizi era pari a 55,1, in crescita da 52,8 nel primo trimestre, a indicare il proseguimento dell'espansione (cfr. il pannello b) del grafico 5). Tale miglioramento è in parte riconducibile alla ripresa della domanda nei servizi ad alta intensità di contatti, a seguito della revoca delle restrizioni legate al COVID-19. In questo settore stanno altresì aumentando i nuovi ordinativi, nonché le aspettative che la crescita continui, benché a un ritmo più lento.

## Grafico 5

### Indicatori del PMI in diversi settori dell'economia

(indici di diffusione)



Fonte: S&P Global.

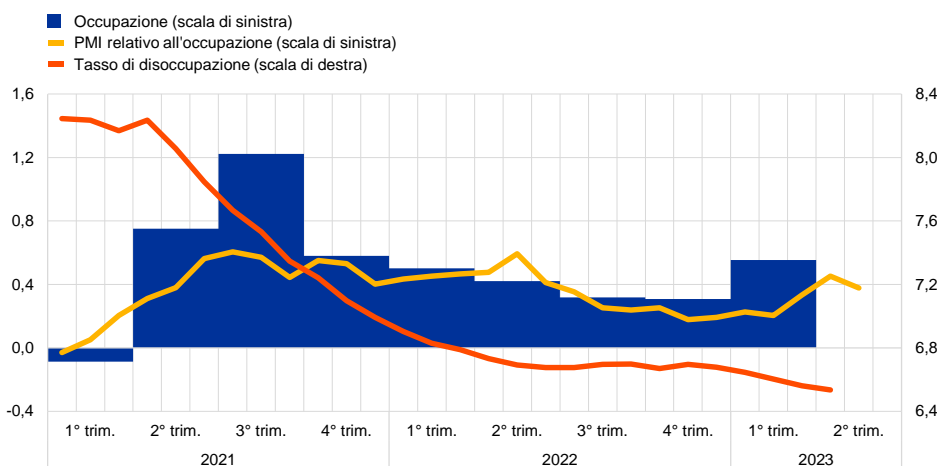
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023 per la voce "Servizi ad alta intensità di contatti" e a maggio 2023 per tutte le altre voci.

**Nel primo trimestre del 2023, nonostante il calo del PIL, è proseguita la fase espansiva del mercato del lavoro, che ha continuato a mostrare capacità di tenuta.** Il numero di occupati e quello delle ore lavorate totali sono entrambi aumentati dello 0,6 per cento nel primo trimestre del 2023, assestandosi rispettivamente su valori superiori del 2,9 e dell'1,5 per cento nel confronto con l'ultimo trimestre del 2019 (cfr. il grafico 6). Le ore lavorate pro-capite sono pertanto ancora dell'1,6 per cento inferiori rispetto ai mesi precedenti la pandemia. Tale flessione riflette in parte una vigorosa creazione di posti di lavoro nel settore pubblico, che generalmente mostra un orario di lavoro mediamente inferiore rispetto al totale dell'economia ed elevati livelli di congedi per malattia. È proseguita la crescita dell'offerta di lavoro, che continua a rappresentare il principale contributo alla creazione dell'occupazione. Dopo aver registrato ulteriori cali di lievissima entità negli ultimi trimestri, ad aprile il tasso di disoccupazione era pari al 6,5 per cento, inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto a dodici mesi prima. La domanda di lavoro si conferma solida, con il tasso di posti vacanti sostanzialmente stabile al 3,0 per cento, prossimo al livello più alto dell'intera serie storica.

## Grafico 6

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

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente, indice di diffusione; scala di destra: 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. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023 per l'occupazione, a maggio 2023 per il PMI relativo all'occupazione e ad aprile 2023 per il tasso di disoccupazione.

#### Sulla base degli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro la dinamica dell'occupazione continuerebbe a crescere nel secondo trimestre del 2023.

L'indicatore mensile PMI composito relativo all'occupazione è sceso a 53,8 a maggio, da 54,5 di aprile, rimanendo tuttavia notevolmente al di sopra del valore soglia di 50 che indica un'espansione della domanda di lavoro. Tale indicatore è in territorio di crescita da febbraio 2021 e ha raggiunto il proprio massimo a maggio 2022. Il rallentamento complessivo indica una moderazione della crescita occupazionale. Esaminando le dinamiche nei diversi settori, l'occupazione continuerebbe a crescere nel settore industriale e soprattutto in quello dei servizi; a fronte di una lieve flessione nel settore delle costruzioni.

#### Nel primo trimestre del 2023 i consumi privati hanno registrato una contrazione a causa del calo della spesa per beni.

All'inizio dell'anno i livelli di inflazione ancora elevati e il persistere dell'incertezza hanno continuato a indebolire il reddito disponibile e incoraggiare il risparmio. In tale contesto i consumi privati si sono contratti dello 0,3 per cento nel primo trimestre, a causa del calo della spesa per beni (cfr. il pannello a) del grafico 7). Su base trimestrale, le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,2 per cento nel primo trimestre del 2023 e hanno ristagnato ad aprile, mentre le immatricolazioni di nuove autovetture hanno registrato una diminuzione del 3,8 per cento nei primi tre mesi dell'anno, seguita da un ulteriore calo dell'1,1 per cento su base mensile in aprile. I consumi di servizi da parte delle famiglie sono invece aumentati, di nuovo grazie ai benefici derivanti dagli effetti duraturi della riapertura delle attività.

**I dati più recenti mostrano alcuni segnali di una modesta ripresa della spesa per consumi.** L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha segnato una ripresa ad aprile, sostenuto principalmente

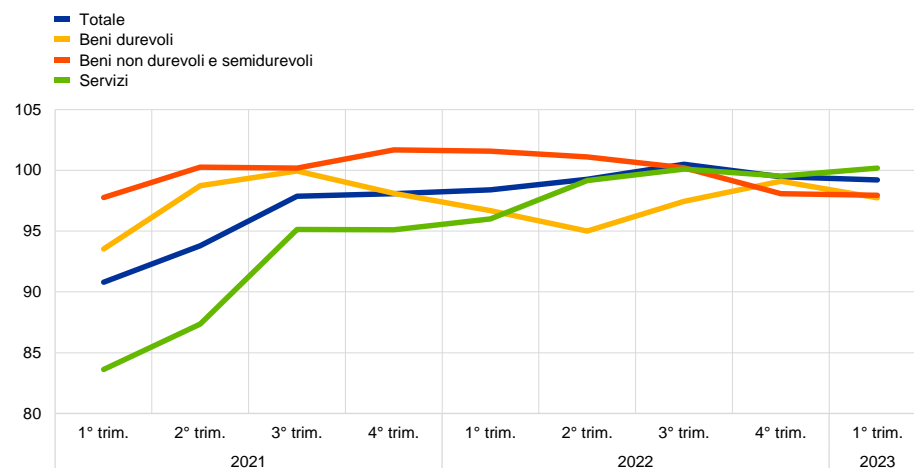
dal miglioramento delle aspettative circa le prospettive economiche generali e le condizioni finanziarie delle famiglie; a maggio, tuttavia, si è appiattito, attestandosi su livelli bassi. Le prospettive per i servizi al consumo si confermano migliori di quelle per i beni: l'indicatore elaborato dalla Commissione per la domanda attesa di servizi ad alta intensità di contatti ad aprile e maggio è rimasto al di sopra del proprio livello medio storico, nonostante una lieve diminuzione. Per contro, le attese relative agli acquisti di importo rilevante da parte dei consumatori e le aspettative per il commercio al dettaglio sono peggiorate a maggio, rimanendo inferiori alle medie storiche (cfr. il pannello b) del grafico 7). Analogamente, l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) di aprile indica una previsione di prenotazioni per le vacanze in aumento, ma nessuna variazione degli acquisti attesi di elettrodomestici, ancora su livelli bassi, e conferma la dicotomia in atto tra la domanda di servizi e quella di beni. La trasmissione all'economia reale dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento probabilmente conterrebbe la richiesta di prestiti da parte delle famiglie, aumenterebbe i risparmi e frenerebbe la spesa per consumi. Secondo le ultime evidenze desunte dall'indagine CES, è in aumento la quota di famiglie con mutuo a tasso variabile che prevedono ritardi nel rimborso del proprio debito.

## Grafico 7

### Indicatori dei consumi privati in termini reali

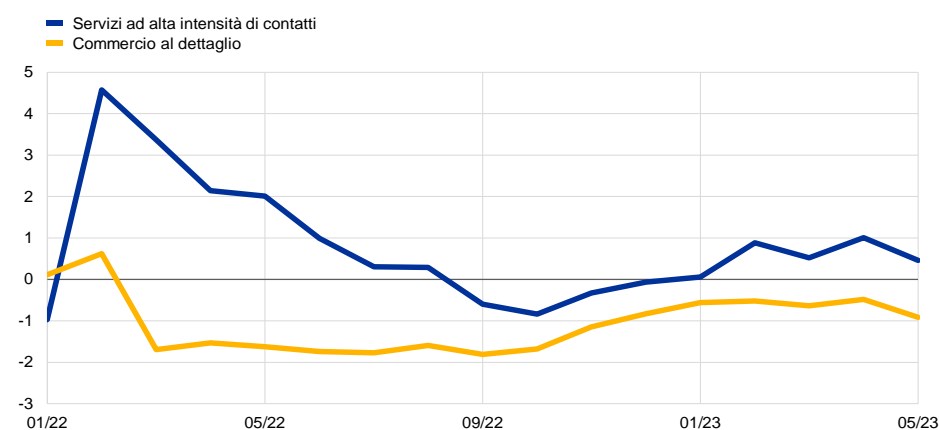
#### a) Componenti dei consumi privati in termini reali

(numeri indice: quarto trimestre 2019 = 100)



#### b) Aspettative delle imprese relative alla domanda e all'attività economica

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea (Direzione generale degli Affari economici e finanziari) ed elaborazioni della BCE.  
Note: nel pannello b) le aspettative relative alla domanda di servizi ad alta intensità di contatti nei tre mesi successivi sono standardizzate sul periodo 2005-2019, mentre quelle per la situazione del commercio al dettaglio nei tre mesi successivi sono standardizzate sul periodo 1985-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023 per il pannello a) e a maggio 2023 per il pannello b).

**Gli investimenti delle imprese sono cresciuti agli inizi del 2023, dopo una contrazione nel quarto trimestre del 2022.** Gli investimenti diversi dalle costruzioni sono aumentati dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2023, rispetto al periodo precedente. Tale dato sarebbe tuttavia maggiore se si escludesse il contributo degli investimenti immateriali in Irlanda, caratterizzato da volatilità. Per il trimestre in corso ci si attende un indebolimento degli investimenti delle imprese. La produzione di beni di investimento è diminuita notevolmente a marzo, determinando un effetto di trascinarsi negativo nel secondo trimestre. Nello stesso periodo il livello degli ordini, il clima di fiducia nel settore manifatturiero, le aspettative sull'attività economica e sulla produzione in essere nel settore dei beni di investimento sono complessivamente diminuiti (cfr. il grafico 8). Un nuovo indice di fiducia delle imprese sugli utili societari, basato sugli annunci degli utili agli investitori delle grandi imprese dell'area dell'euro, mostra che, seppure in diminuzione rispetto agli elevati livelli

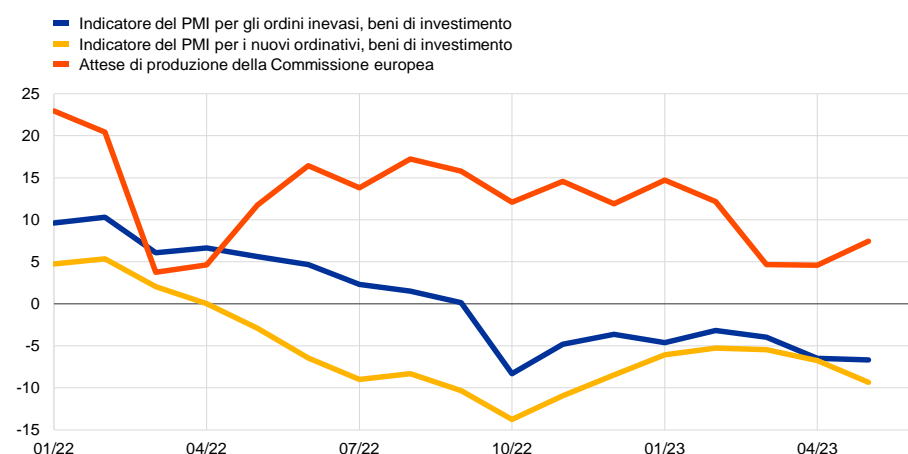


registrati negli scorsi anni, i profitti delle imprese sono ancora relativamente solidi<sup>2</sup>. Ciò dovrebbe mitigare l'effetto crescente dell'aumento dei costi di indebitamento e dell'irrigidimento delle condizioni di concessione del credito sugli investimenti delle imprese. L'indagine semestrale sugli investimenti condotta dalla Commissione europea, pubblicata il 27 aprile 2023, suggerisce un miglioramento del saldo tra il numero di risposte positive e negative rispetto all'indagine di ottobre 2022. I risultati indicano una crescita positiva dei piani di investimento per il 2023, sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. I saldi più elevati sono stati registrati nei comparti dei servizi quali telecomunicazioni e infrastrutture, caratterizzati da esigenze di investimento a più lungo termine connesse alle transizioni digitale ed energetica e che beneficiano dei fondi del programma Next Generation EU. L'indagine è inoltre compatibile con una possibile forte espansione degli investimenti sia in macchinari sia in attività intangibili nell'anno in corso.

## Grafico 8

### Indicatori di breve periodo per il settore dei beni di investimento

(deviazioni dalle medie)



Fonti: Markit, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indicatori del PMI sono mostrati come deviazioni dalla soglia di crescita nulla, pari a 50. L'indicatore delle attese di produzione elaborato dalla Commissione europea è calcolato come deviazione dalla propria media di lungo periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023.

### Nel primo trimestre del 2023 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un aumento, mentre dovrebbero contrarsi nuovamente nel breve periodo.

Su base trimestrale, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono aumentati dell'1,3 per cento nei primi tre mesi del 2023, dopo il calo dell'1,6 registrato nel quarto trimestre dell'anno precedente. Tale aumento è stato probabilmente dovuto alle condizioni meteorologiche favorevoli, assieme a una situazione positiva nella gestione dell'arretrato degli ordinativi. Quest'ultima si riflette nel livello delle ore lavorative richieste dall'attuale arretrato, che secondo l'indagine trimestrale della Commissione europea è rimasto prossimo al picco storico osservato tra gennaio e aprile. Il prodotto nel settore delle costruzioni è aumentato significativamente in media nel primo trimestre, ma è diminuito bruscamente a marzo, suggerendo un punto di partenza debole per il

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 2 *Annunci degli utili agli investitori: nuove evidenze sui profitti, gli investimenti e le condizioni di finanziamento delle imprese* in questo numero del Bollettino.

secondo trimestre del 2023. Inoltre, l'indicatore della Commissione relativo all'attività nel settore delle costruzioni negli ultimi tre mesi è diminuito in misura marcata nella media di aprile e maggio, rispetto alla media del primo trimestre. A ciò si aggiunge l'ulteriore calo in territorio negativo del PMI per le costruzioni residenziali. Con la diminuzione della domanda, le strozzature dal lato dell'offerta, in termini ad esempio di carenze di materiali e tempi di consegna più lunghi, stanno diminuendo significativamente, con il numero di transazioni nel settore degli immobili residenziali diminuito a tassi a due cifre su base annua nel quarto trimestre del 2022 in molti paesi. Il clima di fiducia, misurato dall'indagine trimestrale della Commissione europea sulle intenzioni delle famiglie di ristrutturare, acquistare o costruire un'abitazione, è lievemente migliorato tra gennaio e aprile, ma è ancora debole. La diminuzione della domanda è dovuta all'aumento dei tassi sui mutui che, insieme alla diminuzione del reddito in termini reali e all'aumento dei prezzi delle abitazioni, concorre a incidere sull'accessibilità economica. Ciò si riflette altresì nel calo significativo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni.

**La crescita del volume delle esportazioni dell'area dell'euro ha continuato a essere modesta nel primo trimestre dell'anno a causa dell'indebolimento della domanda mondiale.**

Le esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro hanno subito una contenuta diminuzione nel primo trimestre, in conseguenza della debolezza della domanda estera a livello mondiale. L'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta ha supportato le esportazioni di beni manifatturieri, mentre il perdurare degli effetti connessi allo shock dell'offerta energetica e l'apprezzamento dell'euro hanno contribuito all'indebolimento delle esportazioni. Nell'area dell'euro le esportazioni totali sono state sostenute da quelle dei servizi. Le importazioni dell'area hanno subito un brusco calo nel primo trimestre, rispecchiando il rallentamento della domanda interna e la diminuzione delle importazioni di beni energetici per via dell'inverno mite e degli adeguati livelli di scorte. Con la contrazione del volume delle importazioni, l'interscambio netto ha contribuito positivamente alla crescita del PIL nel primo trimestre, nonostante la crescita contenuta delle esportazioni. L'ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio dell'area dell'euro è riconducibile a una nuova diminuzione dei prezzi all'importazione dell'energia, che ha contribuito a un rapido ritorno in positivo del conto corrente nel primo trimestre del 2023. Gli indicatori prospettici segnalano il perdurare della debolezza nel breve periodo nel volume di esportazioni dell'area dell'euro. A maggio i tempi di consegna dei fornitori hanno continuato a ridursi e nel breve termine l'andamento delle esportazioni dovrebbe beneficiare degli ordinativi in essere, ancora elevati in alcuni settori chiave. Tuttavia, i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero sono tornati a evidenziare una contrazione, segnalando il permanere della debolezza della domanda di esportazioni di beni dell'area dell'euro. Nel contempo, l'aumento di nuovi ordinativi per le esportazioni di servizi indica una dinamica positiva in tale settore, in ragione di un'attività sostenuta per viaggi e trasporti, nonché per altri servizi commerciabili, quali le tecnologie dell'informazione e della comunicazione.

**Oltre il breve periodo la crescita del PIL dovrebbe gradualmente rafforzarsi.**

L'economia dovrebbe tornare a crescere nei prossimi trimestri a fronte di una moderazione dei prezzi dell'energia, di un rafforzamento della domanda estera,

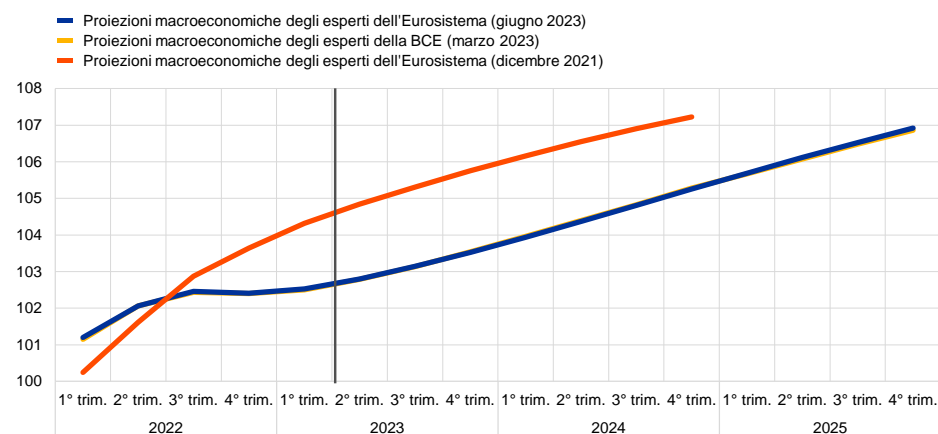
del riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta e di un contesto in cui continua a calare l'incertezza, compresa quella connessa alle recenti tensioni nel settore bancario. Ci si attende inoltre un miglioramento del reddito reale, sorretto dagli andamenti robusti nel mercato del lavoro e tassi di disoccupazione su nuovi minimi storici. Anche se l'inasprimento della politica monetaria della BCE si trasmetterà sempre di più all'economia reale, gli effetti di freno esercitati dalle condizioni di offerta di credito più restrittive dovrebbero essere limitati. Assieme al ritiro graduale del sostegno di bilancio, questo inciderà negativamente sulla crescita dell'economia nel medio periodo.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2023 prevedono che la crescita su base annua del PIL in termini reali rallenti allo 0,9 per cento nel 2023 (dal 3,5 nel 2022), per poi risalire all'1,5 per cento nel 2024 e all'1,6 nel 2025 (cfr. il grafico 9).** Rispetto alle proiezioni degli esperti della BCE di marzo 2023, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2023 e per il 2024, di riflesso principalmente all'inasprirsi delle condizioni di finanziamento. Secondo le proiezioni la crescita del PIL rimarrà invariata per il 2025, giacché gli effetti dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovrebbero essere in parte compensati dagli effetti dell'aumento del reddito disponibile reale e della diminuzione dell'incertezza.

### Grafico 9

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

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



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023*.

Nota: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2023.

### 3 Prezzi e costi

*Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione si è collocata al 6,1 per cento a maggio 2023, tornando sul profilo discendente intrapreso a ottobre 2022.*

*Alla diminuzione dell'inflazione complessiva hanno contribuito tutte le principali componenti, ovvero quella energetica, alimentare, dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) e dei servizi. Le pressioni sui prezzi si sono mantenute forti, ma si sono manifestati alcuni timidi segnali di attenuazione, per il graduale venire meno degli effetti derivanti dai costi elevati dell'energia, dalle strozzature dal lato dell'offerta e dalla riapertura dell'attività economica. Le pressioni salariali sono divenute una fonte di inflazione di rilevanza crescente, mentre i profitti si sono mantenuti relativamente alti in settori con squilibri tra offerta e domanda. Gli ultimi dati disponibili per gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno mostrato timidi segnali di stabilizzazione, pur confermandosi su livelli elevati. Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sia mantenuta intorno al 2 per cento, alcuni indicatori sono rimasti alti e richiedono un continuo monitoraggio. Le proiezioni macroeconomiche elaborate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva continui la sua tendenza al ribasso, collocandosi su una media del 5,4 per cento nel 2023, del 3,0 nel 2024 e del 2,2 nel 2025.*

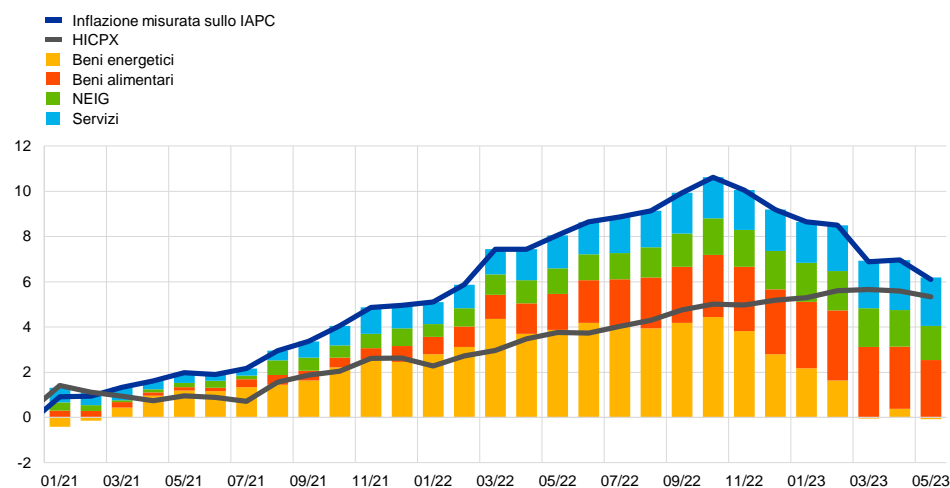
**Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 6,1 per cento a maggio, riprendendo il percorso di correzione intrapreso in precedenza, dopo un lieve aumento al 7,0 per cento registrato ad aprile, dovuto a un effetto base al rialzo nei prezzi dell'energia (cfr. il grafico 10).**

Il calo osservato a maggio è stato determinato dalla diminuzione dei tassi di inflazione di tutte le principali componenti dello IAPC (energetica, alimentare, dei beni industriali non energetici e dei servizi). A maggio l'inflazione dell'energia è diminuita al -1,7 per cento, riprendendo così la tendenza al ribasso, dopo essere aumentata al 2,4 per cento ad aprile, dopo il -0,9 di marzo. Il calo complessivo della componente energetica verificatosi negli ultimi mesi è riconducibile alla flessione dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità. L'inflazione dei beni alimentari ha continuato a decrescere, passando dal 13,5 per cento osservato ad aprile al 12,5 di maggio, per effetto dei minori tassi dei beni alimentari sia freschi sia trasformati. Ciò è in linea con la moderazione delle pressioni inflazionistiche, al venir meno degli effetti indiretti degli shock legati all'energia e ad altri costi. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) si è collocata al 5,3 per cento, dal 5,6 ad aprile, diminuendo, pertanto, per il secondo mese consecutivo. Tale flessione è riconducibile ai minori tassi di inflazione sia per i servizi sia per i beni industriali non energetici. L'inflazione di questi ultimi è scesa ulteriormente, dal 6,2 per cento di aprile al 5,8 segnato a maggio, probabilmente per effetto, in larga misura, dell'allentamento delle pressioni al rialzo osservate in passato, dovute alle strozzature dal lato dell'offerta e agli shock dei costi dell'energia. Un altro potenziale fattore alla base di tale diminuzione consiste nel riorientamento della domanda dai beni ai servizi, avvenuto dopo la pandemia. Anche l'inflazione dei servizi si è lievemente ridotta a maggio, al 5,0 per cento, rispetto al 5,2 di aprile.

## Grafico 10

### Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023 (stime preliminari).

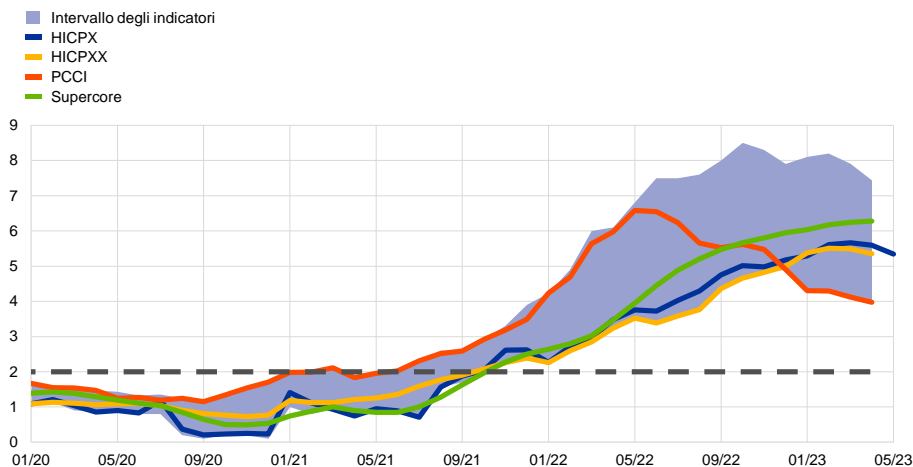
**La maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro mostra timidi segnali di stabilizzazione, pur mantenendosi su livelli elevati, in presenza di un'incertezza ancora forte (cfr. il grafico 11).** In base agli ultimi dati disponibili, ad aprile la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo ha mostrato una lieve flessione nei relativi tassi di crescita sui dodici mesi.

Inoltre, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici ha subito un'ulteriore diminuzione a maggio, al 5,3 per cento, secondo la stima preliminare, supportando le attese relative al manifestarsi di un profilo discendente dell'inflazione di fondo. Rispetto al mese precedente, gli unici indicatori dell'inflazione di fondo a mostrarsi ancora in rialzo ad aprile sono stati il Supercore (che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico) e l'indicatore dell'inflazione interna (che esclude le componenti con un elevato contenuto di importazioni). Ciò indica la prevalenza di alcune più persistenti pressioni interne sui prezzi. I tassi dell'inflazione di fondo sono quindi rimasti elevati, unitamente a un certo ritardo nella trasmissione dei precedenti shock legati ai costi dell'energia e alle catene di approvvigionamento. L'intervallo degli indicatori monitorati si è ristretto ad aprile, ma è rimasto ampio in termini storici, segnalando il permanere di un'elevata incertezza.

## Grafico 11

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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 a maggio 2023 (stima preliminare) per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) e ad aprile 2023 per gli altri indicatori.

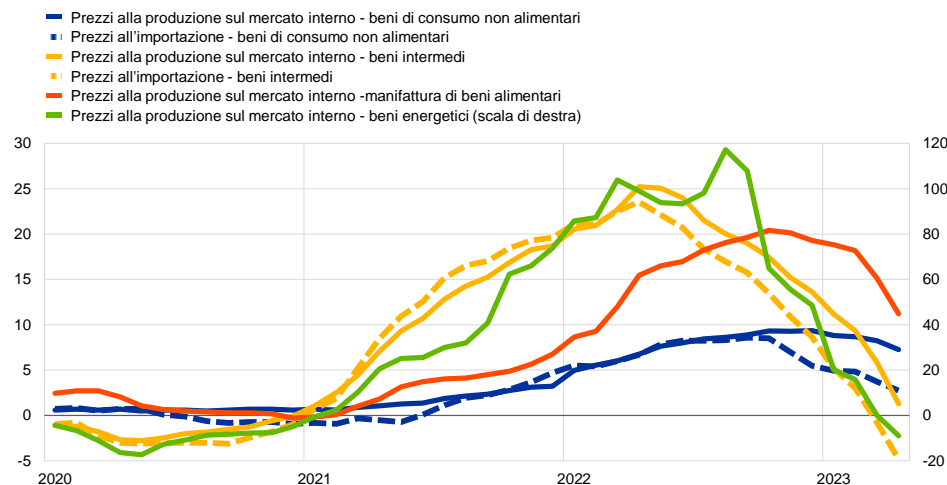
### **Le spinte inflazionistiche hanno continuato a perdere intensità, nonostante il permanere di alcuni indicatori su tassi elevati in termini storici, principalmente agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 12).**

Ad aprile si è continuato a osservare un sostanziale calo delle pressioni inflazionistiche nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi: alla produzione, i beni intermedi venduti sul mercato interno hanno visto le proprie quotazioni diminuire all'1,3 per cento, dal 5,8 di marzo. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è divenuto più negativo, passando dal -0,8 per cento a marzo al -4,8 ad aprile, in parte in ragione dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nell'autunno del 2022. Il venir meno dell'impatto degli shock sui prezzi dell'energia si è riflesso anche sull'inflazione alla produzione di tali beni, che ad aprile è entrata in territorio negativo. Agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione sul mercato interno di beni di consumo non alimentari ha subito un'ulteriore flessione, dall'8,2 al 7,2 per cento tra marzo e aprile, pur confermandosi su livelli considerevolmente elevati. Nello stesso periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è diminuito dal 3,7 al 2,8 per cento. Il perdurare dell'allentamento delle pressioni inflazionistiche fa ritenere che l'effetto cumulato degli shock pregressi sui prezzi si stia affievolendo. Anche la dinamica dei prezzi alla produzione della componente alimentare è diminuita, con l'inflazione alla produzione dei beni venduti sul mercato interno all'11,2 per cento ad aprile e la serie equivalente dei prezzi all'importazione al 3,5 per cento.

## Grafico 12

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

### Le pressioni derivanti dai costi interni misurate dal deflatore del PIL sono aumentate ulteriormente nel primo trimestre del 2023, per via dei maggiori costi del lavoro e profitti per unità di prodotto (cfr. il grafico 13).

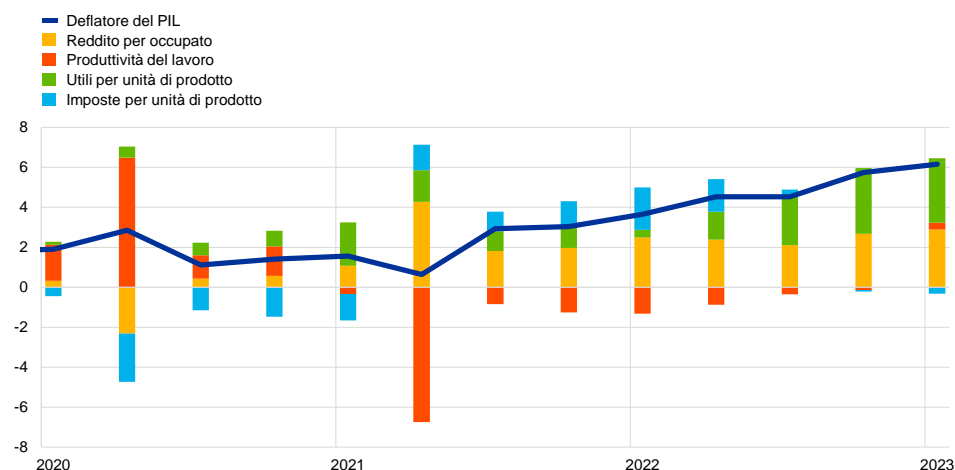
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL è salito al 6,2 per cento nel primo trimestre del 2023, dal 5,8 del trimestre precedente, superando pertanto l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici. I profitti e i costi del lavoro per unità di prodotto hanno contribuito ciascuno a circa metà del tasso di crescita totale del deflatore del PIL, mentre le imposte corrispondenti hanno avuto un impatto al ribasso poco rilevante. Il contributo dei profitti unitari al deflatore del PIL si è mantenuto elevato in termini storici<sup>3</sup>. Ciò implica che gli squilibri tra domanda e offerta in alcuni settori non sono ancora venuti meno del tutto e che le imprese hanno beneficiato di un contesto di determinazione dei prezzi favorevole, in cui i rincari degli input potrebbero trasmettersi ai prezzi di vendita. L'aumento dei costi del lavoro per unità di prodotto è derivato principalmente da un calo della produttività del lavoro, dallo 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2022 al -0,6 nel primo trimestre del 2023. Si è inoltre registrato un contributo positivo dall'aumento della crescita del reddito per occupato, che è cresciuto dal 4,8 al 5,2 per cento nello stesso periodo. Il rafforzamento delle pressioni salariali si è osservato altresì nel tasso di crescita delle retribuzioni contrattuali, che nel primo trimestre del 2023 è aumentato del 4,3 per cento, rispetto al 3,1 del trimestre precedente. Inoltre, le informazioni prospettive desunte dalle trattative salariali concluse di recente indicano che le pressioni sui salari nominali rimangono forti, soprattutto se si considerano anche i pagamenti *una tantum* prevalenti nei recenti accordi in alcuni paesi dell'area dell'euro.

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro 3 *Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

### Grafico 13

#### Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023. Sia il reddito per occupato sia la produttività del lavoro hanno contribuito alle variazioni dei costi del lavoro per unità di prodotto.

**Nell'area dell'euro, la maggior parte degli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunti dalle indagini si è mantenuta su un livello del 2 per cento circa, mentre le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati segnalano un lieve rialzo.** Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini condotte presso i previsori professionali continuano a collocarsi intorno all'obiettivo del 2 per cento definito dalla BCE. Nella Survey of Professional Forecasters della BCE relativa al secondo trimestre del 2023 le aspettative di inflazione a più lungo termine (che si riferiscono al 2027) non si sono distaccate dal 2,1 per cento, mentre secondo l'edizione di maggio 2023 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), esse sono rimaste invariate rispetto a marzo, al 2 per cento. Nel periodo in esame, terminato a metà giugno, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) hanno registrato un lieve incremento su tutte le scadenze, in un contesto in cui gli operatori di mercato hanno aumentato la propria attenzione circa la possibilità che si manifestino segnali di persistenza della dinamica dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro e altrove. Alla fine di maggio la pubblicazione di dati inferiori alle attese per l'inflazione di fondo e l'inflazione complessiva nell'area dell'euro non ha apportato modifiche sostanziali a tali quotazioni nei mercati a termine. Per le scadenze a breve, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale a metà giugno era pari al 2,3 per cento, collocandosi a un livello superiore di 15 punti base rispetto all'inizio del periodo, a metà marzo. Per il segmento a lungo termine, il periodo in esame è terminato con un aumento anche per il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che al momento oscilla intorno al 2,5 per cento, con un rialzo di quasi 15 punti base. 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

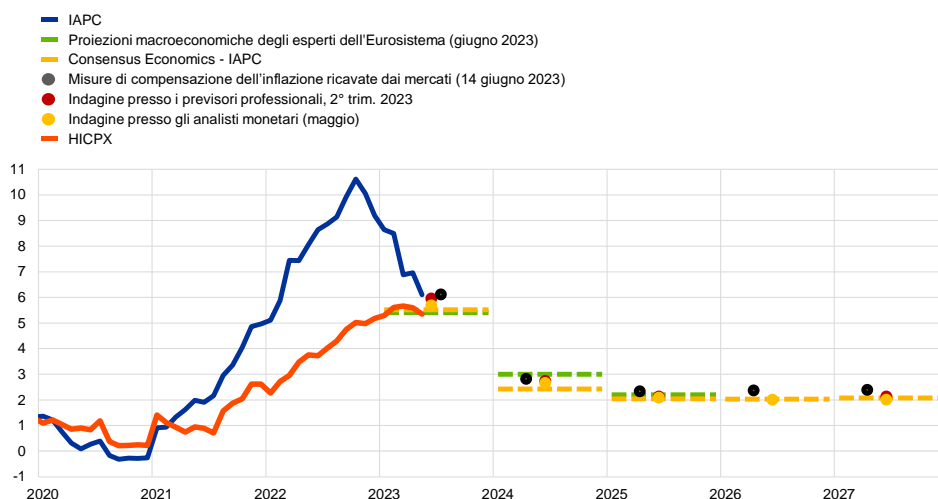


inflazione. Dal lato dei consumi, secondo l'ultima indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori dello scorso aprile, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva su un orizzonte di tre anni sono diminuite in misura significativa, dal 2,9 al 2,5 per cento, e dal 5,0 al 4,1 per cento su un orizzonte di un anno<sup>4</sup>. Ne è conseguita una sostanziale inversione dell'aumento delle attese dell'inflazione a tre anni osservato a marzo, a indicare che tale temporaneo incremento potrebbe essere attribuito alle incertezze e preoccupazioni circa le turbolenze dei mercati finanziari in Europa.

### Grafico 14

#### 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 dell'Eurosistema, giugno 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 14 giugno 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, quelle a breve termine a maggio 2023 (per il 2023 e il 2024). I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 31 maggio 2023. L'ultima osservazione relativa allo IAPC si riferisce a maggio 2023 (stima preliminare).

#### Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva continuerà il suo profilo discendente, collocandosi, in media, al 5,4 per cento nel 2023, al 3,0 nel 2024 e al 2,2 nel 2025 (cfr. il grafico 15).

L'inflazione complessiva è in calo da ottobre dello scorso anno, sebbene si stia dimostrando più persistente del previsto, nonostante alcuni primi segnali di allentamento delle pressioni di fondo sui prezzi. Secondo le attese, l'inflazione dei beni energetici dovrebbe divenire sempre più negativa nel 2023, in presenza di un continuo calo dei prezzi delle materie prime energetiche, e l'inflazione dei beni alimentari dovrebbe moderarsi.

Insieme all'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, tali fattori dovrebbero deprimere ulteriormente l'inflazione complessiva, al 3,0 per cento nell'ultimo trimestre del 2023. L'inflazione dovrebbe oscillare intorno a questo livello nel 2024,

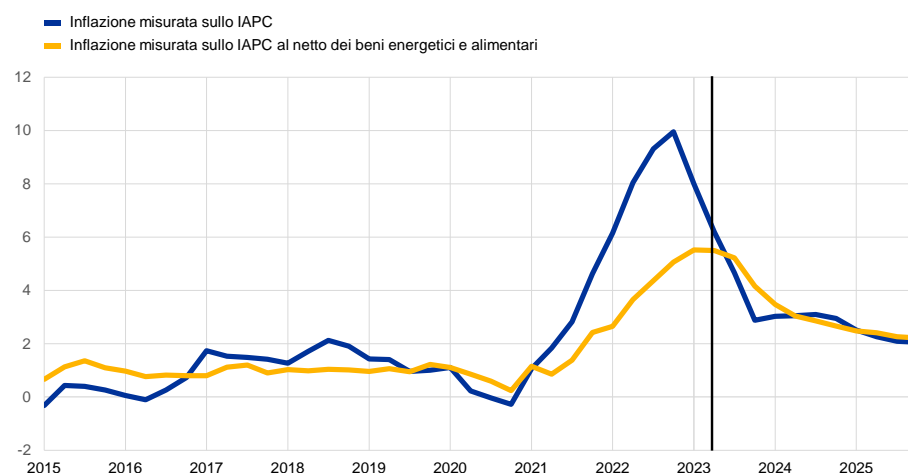
<sup>4</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB Consumer Expectations Survey results – August 2023* del 6 giugno 2023.

con l'attesa, graduale revoca delle misure di bilancio, per poi diminuire ulteriormente, con gradualità, nel 2025. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari diminuirà in modo graduale nel corso del 2023, collocandosi in media al 5,1 per cento nel 2023, al 3,0 nel 2024 e al 2,3 nel 2025. Il venir meno dell'impatto delle pressioni inflazionistiche dovrebbe compensare un rafforzamento delle pressioni sul costo del lavoro, giacché la dinamica salariale rimane al di sopra delle medie storiche come conseguenza della compensazione per la perdita di potere d'acquisto e delle condizioni tese nei mercati del lavoro. Una contrazione dei profitti per unità di prodotto dovrebbe attenuare in certa misura la dinamica più vigorosa del costo del lavoro. Nel corso dell'orizzonte temporale di proiezione, il venir meno degli effetti indiretti dei prezzi dell'energia, l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e l'effetto frenante della politica monetaria dovrebbero contribuire a ridurre l'inflazione. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti a marzo 2023, il profilo dell'inflazione complessiva è rimasto sostanzialmente invariato, con una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali per ogni anno. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata rivista al rialzo, a causa di risultati imprevisi registrati in passato e di pressioni derivanti dalla crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto.

### Grafico 15

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023*.

Note: l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. La linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2025 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate alla fine di maggio e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 23 maggio 2023. Le serie storiche dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX hanno frequenza trimestrale. I dati relativi alle previsioni hanno frequenza trimestrale per lo IAPC e annuale per l'HICPX.

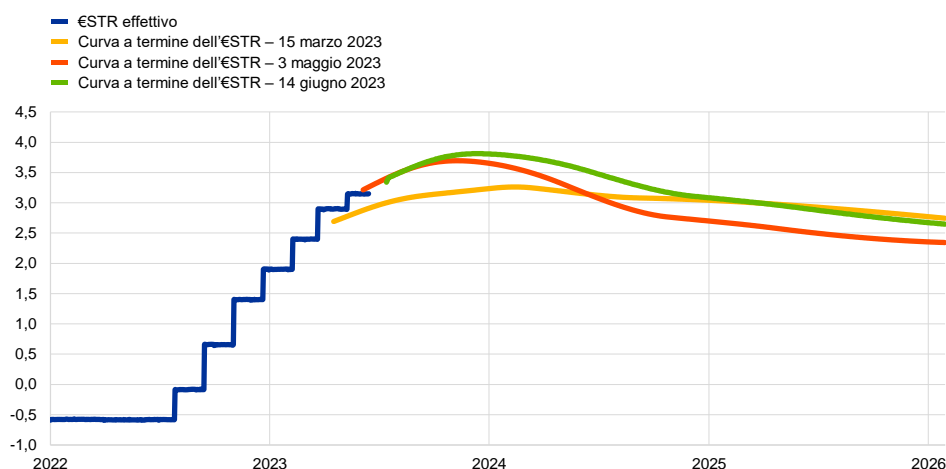
*Nel periodo in esame (dal 16 marzo al 14 giugno 2023) i mercati finanziari dell'area dell'euro si sono stabilizzati, dopo le turbolenze del settore bancario, all'inizio di marzo, negli Stati Uniti e in Svizzera. Con il graduale attenuarsi dei timori legati all'impatto economico di tali turbolenze, gli operatori di mercato hanno rivisto le proprie aspettative circa tassi di riferimento più elevati, la volatilità si è ridotta, i titoli azionari hanno registrato un recupero e i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie si sono assottigliati. Alla fine di maggio i tassi privi di rischio sono lievemente diminuiti per tutte le scadenze, in parte a causa di un'inflazione di fondo e complessiva, nell'area dell'euro, inferiore alle attese. Nel complesso, la curva a termine dello euro short-term rate (€STR) ha evidenziato un rialzo nel segmento a brevissimo termine, registrando un picco pari a circa il 3,8 per cento alla fine del periodo in rassegna, a metà giugno. Tale livello, tuttavia, era ancora inferiore a quello dei primi giorni di marzo, prima dell'inizio delle turbolenze nel settore bancario. Nell'area dell'euro i tassi a lungo termine privi di rischio hanno rispecchiato solo in parte gli aumenti degli analoghi tassi statunitensi e britannici, stabilizzandosi su livelli lievemente superiori a quelli di metà marzo. I mercati dei titoli di Stato sono rimasti sostanzialmente isolati dagli eventi nel settore bancario e i differenziali non hanno reagito all'annuncio del Consiglio direttivo, in occasione della sua riunione di maggio, dell'intenzione di porre fine ai reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) da luglio 2023. Se da un lato, nel periodo in esame, gli indici aggregati dei corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati in misura minore rispetto agli Stati Uniti, dall'altro il settore bancario dell'area ha fatto registrare risultati migliori rispetto a quello statunitense. Gli effetti di propagazione all'area dell'euro della volatilità dei mercati finanziari statunitensi riconducibile all'incertezza politica in merito al tetto per il debito statunitense sono stati generalmente contenuti. Sui mercati dei cambi, infine, l'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio.*

**La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) ha segnato un rialzo nel segmento a brevissimo termine, mentre la curva a termine dell'€STR ha raggiunto un picco pari al 3,8 per cento circa (cfr. il grafico 16).** Il tasso di riferimento €STR ha seguito da vicino le variazioni del tasso sui depositi presso la banca centrale, che il Consiglio direttivo ha innalzato di 50 punti base (dal 2,5 al 3 per cento) nella riunione di politica monetaria del 16 marzo 2023 e di 25 punti base (dal 3 al 3,25 per cento) nella riunione del 4 maggio. All'inizio di marzo la curva a termine del tasso OIS basato sull'€STR incorporava un picco del tasso del 4 per cento da raggiungersi entro dicembre 2023, che è stato poi ridimensionato al 3,3 per cento entro ottobre dello stesso anno, a fronte dei crescenti timori, tra gli operatori di mercato, riguardo alle turbolenze nel settore bancario. Nella seconda metà di marzo la decisione del Consiglio direttivo di aumentare il tasso sui depositi presso la banca centrale e la sua comunicazione chiara sulla capacità di tenuta del settore bancario dell'area dell'euro, ha indotto gli operatori di mercato a rivedere al rialzo le loro aspettative circa la politica monetaria. La decisione sui tassi adottata a maggio dal Consiglio direttivo non ha avuto quel significativo impatto sull'andamento dei tassi di riferimento di cui gli operatori di mercato avevano tenuto conto nella curva a termine del tasso OIS. Tuttavia, la pubblicazione di dati inferiori alle attese

per l'inflazione di fondo e l'inflazione complessiva nell'area dell'euro, alla fine di maggio, ha lievemente frenato le aspettative sui tassi di riferimento. Nel complesso del periodo in esame, la curva a termine del tasso OIS ha evidenziato un rialzo nel segmento a brevissimo termine, stimando un valore massimo del tasso del 3,8 per cento a ottobre 2023. La curva a termine del tasso OIS di metà giugno evidenzia un picco simile a quello tracciato dal profilo della curva precedente la riunione del Consiglio direttivo di maggio, sebbene mostri un successivo calo dei tassi a termine più contenuto.

### Grafico 16 Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



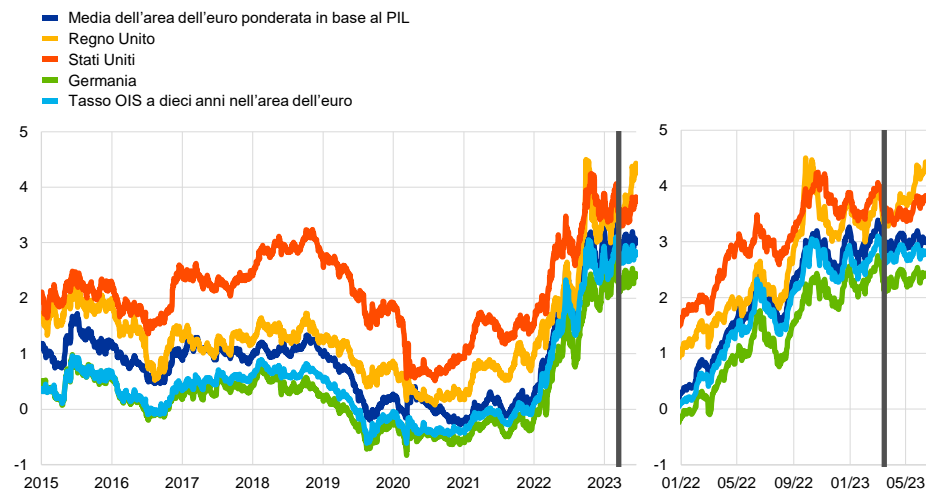
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

**Nell'area dell'euro i tassi a lungo termine privi di rischio hanno rispecchiato solo in parte gli aumenti negli Stati Uniti e nel Regno Unito e si sono stabilizzati su livelli lievemente superiori a quelli registrati all'inizio del periodo in esame, a metà marzo (cfr. il grafico 17).** Nell'area dell'euro, i tassi a lungo termine privi di rischio sono diminuiti notevolmente all'inizio del periodo in esame, dal momento che gli operatori dei mercati finanziari hanno rivisto le loro aspettative sui tassi di riferimento in seguito alle turbolenze nel settore bancario. Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro si è collocato al 3 per cento a metà marzo. A partire da tale valore ha oscillato in un intervallo di circa 40 punti base, chiudendo il periodo in esame, a metà giugno, con 10 punti base in più, al 3,1 per cento, in contrasto in particolare con il marcato aumento dei tassi a lungo termine privi di rischio nel Regno Unito. Il dibattito sul tetto del debito statunitense, in merito al quale è stato approvato un accordo dalla Camera dei rappresentanti il 31 maggio, unito a una maggiore propensione al rischio e all'orientamento di politica monetaria restrittivo adottato dalla Bank of England hanno rappresentato i principali fattori all'origine dei più forti incrementi dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti e nel Regno Unito, cresciuti rispettivamente, a metà giugno, di 20 e 100 punti base, raggiungendo il 3,8 e il 4,4 per cento.

## Grafico 17

### 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.

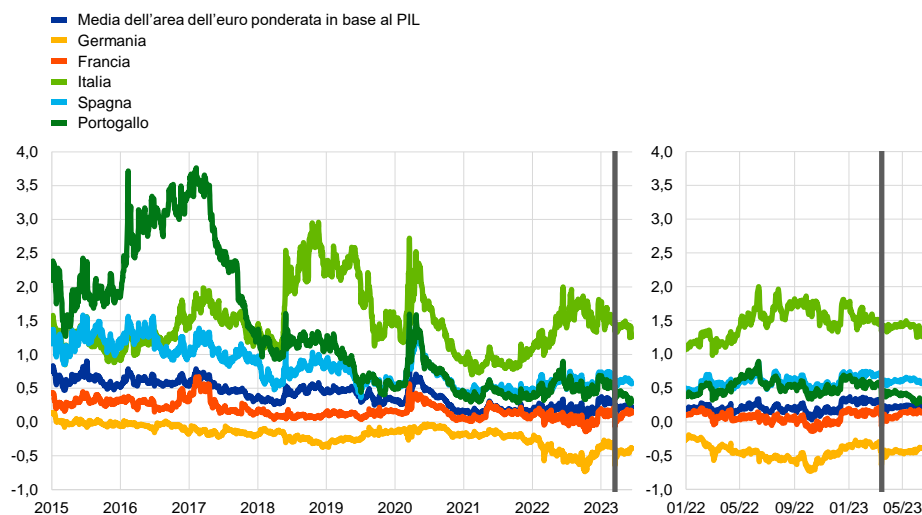
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 marzo 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 giugno 2023.

**I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mossi sostanzialmente in linea con l'andamento dei tassi privi di rischio, in quanto i differenziali di rendimento sui titoli di Stato non hanno risentito dei timori concernenti il settore bancario (cfr. il grafico 18).** Il differenziale tra la media ponderata per il PIL dei titoli di Stato dell'area e il tasso OIS basato sull'€STR è aumentato solo lievemente nel periodo in esame, analogamente ai differenziali sulle obbligazioni sovrane nella maggior parte delle giurisdizioni, che sono rimasti sostanzialmente stabili. La principale determinante dell'andamento al rialzo è stata il differenziale sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni, che è aumentato di 12 punti base divenendo meno negativo, in parte riflettendo l'inversione dei flussi verso investimenti sicuri innescati dalle turbolenze nel settore bancario. La decisione annunciata a maggio dal Consiglio direttivo di volere interrompere i reinvestimenti nell'ambito del PAA a partire da luglio 2023 non ha indotto un ampliamento visibile dei differenziali. Un movimento significativo durante il periodo in esame è stata la riduzione del differenziale sui titoli di Stato greci dopo la prima tornata di elezioni parlamentari del 21 maggio. Ciò ha rafforzato le aspettative degli operatori di un possibile innalzamento al livello investment grade nei mesi futuri. Il differenziale sui titoli di Stato greci a dieci anni è diminuito di 60 punti base nel periodo in esame.

## Grafico 18

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 marzo 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 giugno 2023.

**I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti a fronte di una maggiore propensione al rischio.** I differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento (high yield) e su quelle di qualità più elevata (investment grade) si sono ridotti rispettivamente di 77 e 13 punti base, compensando quasi del tutto l'ampliamento osservato durante le turbolenze nel settore bancario che hanno preceduto il periodo in esame. Sebbene i differenziali fossero lievemente più elevati rispetto al periodo precedente le turbolenze, l'emissione lorda da parte delle società non finanziarie (SNF) è stata in linea con le regolarità storiche. All'inizio del 2023 l'emissione lorda è stata più sostenuta rispetto alla media degli ultimi dieci anni, tuttavia si è quasi arrestata con l'inizio delle turbolenze in ambito bancario e il significativo ampliamento dei differenziali, per poi tornare a crescere quando questi ultimi hanno iniziato a ridursi e la volatilità è diminuita. La capacità delle SNF di adattarsi alle condizioni di mercato prevalenti e di ridurre l'emissione di debito quando i differenziali sulle obbligazioni societarie sono saliti ulteriormente potrebbe avere impedito l'ulteriore ampliamento dei differenziali nel contesto delle turbolenze.

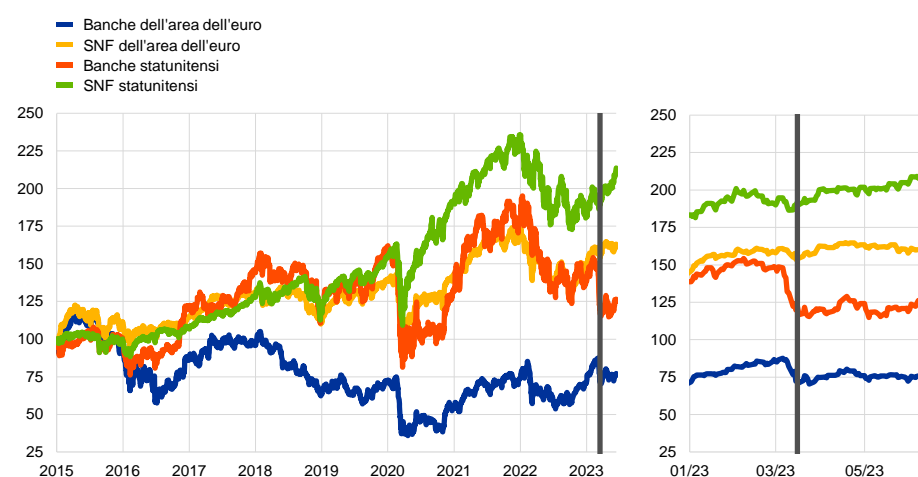
**I corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati nel periodo in esame, con l'assestarsi dei mercati azionari in un contesto di minore volatilità (cfr. il grafico 19).** Nel periodo in rassegna gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato un aumento generalizzato del 5 per cento, compensando in larga misura le perdite subite durante le turbolenze in ambito bancario, sebbene le quotazioni delle azioni bancarie non abbiano ancora recuperato completamente le perdite. In prossimità della scadenza relativa al tetto per il debito statunitense, i mercati azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico erano relativamente stabili. Nonostante il freno più persistente ai corsi azionari delle banche statunitensi, gli indici azionari aggregati hanno realizzato risultati migliori negli Stati Uniti rispetto

all'area dell'euro, sospinti dalla performance generalmente migliore delle SNF, in particolare nel settore tecnologico, cui è attribuito un peso relativamente più elevato negli indici statunitensi rispetto all'area dell'euro. Nell'insieme del periodo in esame i prezzi delle azioni delle SNF sono aumentati del 4,5 per cento nell'area dell'euro, sospinti da dividendi superiori alle attese e riacquisti di azioni proprie – nonché da aspettative più elevate sugli utili a breve termine, in parte compensate da un deterioramento delle prospettive sugli utili a più lungo termine – e dell'11 per cento negli Stati Uniti. I prezzi delle azioni bancarie sono cresciuti del 5,7 per cento nell'area dell'euro e dell'1,9 per cento negli Stati Uniti.

### Grafico 19

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (16 marzo 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 giugno 2023.

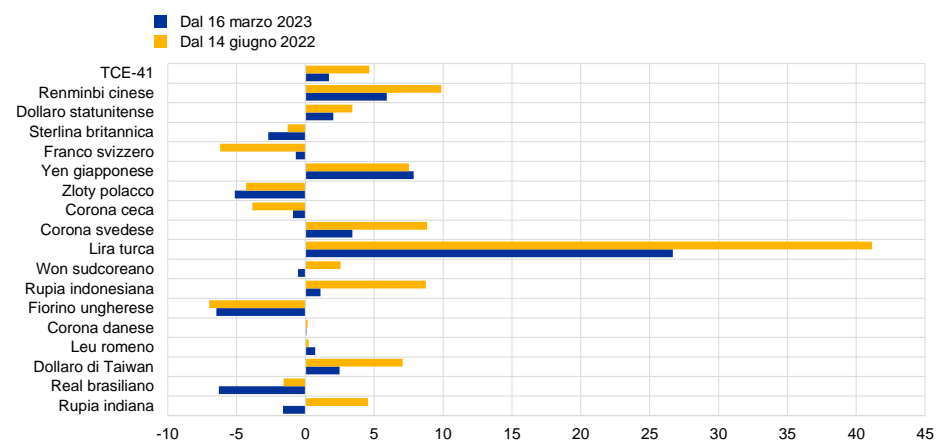
#### Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 20).

Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dell'1,7 per cento. Quanto agli andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle principali valute, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (del 2,0 per cento), a dispetto di un ampliamento dei differenziali sui tassi di interesse, e nei confronti del renminbi cinese (del 5,9 per cento) e dello yen giapponese (del 7,9 per cento), mentre si è deprezzato rispetto alla sterlina britannica (del 2,7 per cento) e del franco svizzero (dello 0,7 per cento). Si è infine rafforzato nei confronti della maggior parte delle valute delle economie emergenti in Asia, nonché della lira turca (del 26,7 per cento), indebolendosi tuttavia nei confronti del real brasiliano (del 6,3 per cento) e della maggior parte delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

## Grafico 20

### 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 14 giugno 2023.



## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*Ad aprile 2023 i costi della provvista bancaria hanno continuato a salire, di riflesso agli ulteriori aumenti dei tassi di riferimento della BCE. Anche i tassi sui prestiti bancari per le imprese e le famiglie hanno registrato un incremento, sebbene a un ritmo inferiore rispetto ai mesi precedenti. Nel periodo compreso tra il 16 marzo e il 14 giugno 2023 sia il costo del capitale di rischio sia quello del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato sono aumentati solo marginalmente.*

*Ad aprile i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno continuato a segnare un rallentamento, in un contesto caratterizzato da più elevati tassi sui prestiti bancari, domanda di prestiti più debole e inasprimento dei criteri di concessione del credito. L'indebolimento della dinamica monetaria è proseguito, per effetto dell'elevato costo opportunità di detenere moneta, del rallentamento dell'andamento del credito e del ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema.*

**Ad aprile i costi della provvista bancaria nell'area dell'euro hanno continuato a salire, di riflesso agli ulteriori aumenti dei tassi di riferimento della BCE e dei tassi sui depositi.** Nello stesso mese per le banche dell'area dell'euro il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito è salito ancora lievemente, stabilizzandosi quindi intorno al suo livello più elevato mai registrato da oltre dieci anni (cfr. il pannello a) del grafico 21). Il recente aumento in gran parte riflette tassi sui depositi più elevati, mentre i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono rimasti sostanzialmente stabili (cfr. il pannello b) del grafico 21). I tassi sui depositi hanno continuato ad aumentare costantemente, con alcune variazioni tra gli strumenti. I depositanti reagiscono all'ampliamento del differenziale tra i tassi sui depositi a termine e quelli sui depositi a vista trasferendo i risparmi detenuti dai depositi a vista a quelli a termine e ad altri strumenti con una remunerazione più elevata. La trasmissione degli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE ai tassi sui depositi è variata in modo significativo tra le varie banche ed è stata accompagnata da una redistribuzione dei volumi di depositi tra le banche. I risparmiatori hanno riallocato i depositi da banche con una remunerazione meno appetibile verso quelle che hanno aumentato i tassi sui depositi a un ritmo più sostenuto.

**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 a un'ulteriore riduzione della liquidità in eccesso e 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 dei prestiti contratti nell'ambito del programma. A giugno sarà stato rimborsato un totale di 1.500 miliardi di euro (fondi obbligatori e volontari), riducendo le consistenze in essere di circa il 72 per cento (rispetto al livello precedente la ricalibrazione)<sup>5</sup>. Da settembre 2022 le banche hanno incrementato l'emissione di obbligazioni, la cui remunerazione è superiore ai

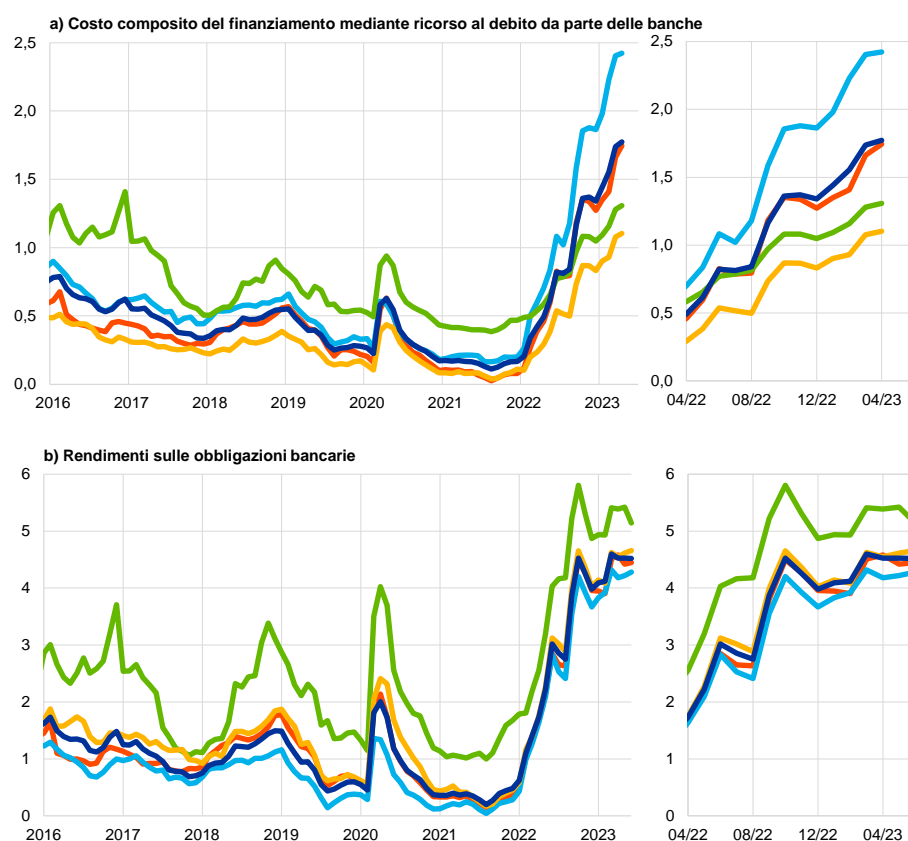
<sup>5</sup> Cfr. il comunicato stampa [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#), BCE, 27 ottobre 2022.

tassi sui depositi e ai tassi di riferimento della BCE, in un contesto caratterizzato dal graduale rimborso delle OMRLT e dal calo dei depositi.

### Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni 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 ad aprile 2023 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 14 giugno 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

**Nel complesso le banche restano ben capitalizzate, anche se è probabile che gli andamenti delle condizioni di finanziamento, del rischio di tasso di interesse e della qualità degli attivi pesino sempre più sulla loro capacità di prestito.** Nel primo trimestre del 2023 le banche hanno continuato ad aumentare la propria redditività. Ciò è dovuto principalmente al canale degli altri ricavi, mentre l'incremento del margine di interesse registrato per tutto il 2022 si è arrestato in un contesto di debole crescita dei prestiti e di margini netti di interesse sostanzialmente stabili. Le turbolenze che hanno colpito il settore bancario a marzo hanno determinato un calo dei prezzi delle azioni bancarie e un ampliamento dei differenziali per le obbligazioni bancarie più rischiose, come le obbligazioni

subordinate e gli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 (Additional Tier 1, AT1). L'accresciuta pressione sul finanziamento, riconducibile all'aumento dei tassi sui depositi e agli ingenti rimborsi delle OMRLT, grava attualmente sulla redditività delle banche. Per quanto attiene alla qualità degli attivi dei bilanci degli intermediari, l'incidenza dei crediti deteriorati ha continuato a ridursi, sebbene emergano segnali di più elevati rischi di credito dovuti all'aumento della quota di prestiti con lievi ritardi di pagamento, in particolare per le esposizioni verso settori quali gli immobili commerciali, maggiormente colpiti dal ciclo di inasprimento della politica monetaria. Per quanto riguarda l'esposizione delle banche al rischio di tasso di interesse, le minusvalenze non realizzate sui titoli detenuti fino a scadenza sono attualmente soggette a un sostanziale controllo da parte dei mercati, sebbene siano state finora relativamente limitate.

**Ad aprile 2023 i tassi sui prestiti bancari alle imprese e alle famiglie sono ulteriormente aumentati, anche se a un ritmo più contenuto rispetto al mese precedente.** L'orientamento restrittivo della politica monetaria della BCE si sta trasmettendo alle condizioni di finanziamento bancario, con l'aumento dei tassi sui prestiti e l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito. Ad aprile i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono saliti al 4,38 per cento, toccando il livello più alto dal 2008. A titolo di raffronto, si collocavano al 4,22 per cento a marzo 2023 e all'1,83 per cento a giugno 2022, prima dell'inizio del ciclo restrittivo. Il recente aumento è dovuto a più elevati tassi sui prestiti con periodo di determinazione iniziale fino a un anno, mentre i tassi sui prestiti con periodi di determinazione iniziale più lunghi sono diminuiti. Ad aprile anche i tassi sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati, collocandosi al 3,44 per cento, dal 3,37 di marzo e dall'1,97 di giugno 2022. L'aumento di aprile è riconducibile a più elevati tassi di interesse sui mutui a tasso flessibile, mentre quelli sui mutui a tasso fisso sono diminuiti per la prima volta dall'inizio della tendenza al rialzo, a dicembre 2021. Nel complesso, i tassi sui prestiti sono aumentati più rapidamente rispetto ai precedenti cicli di rialzo, rispecchiando principalmente il ritmo più rapido degli innalzamenti dei tassi di riferimento. I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#)) di aprile 2023 indicano che questi ultimi si attendono che i tassi sui mutui ipotecari inizieranno a stabilizzarsi nei prossimi dodici mesi. Tuttavia, un'ampia percentuale netta dei consumatori partecipanti all'indagine si aspettava che sarebbe diventato più difficile ottenere prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il differenziale di tasso di interesse tra i prestiti bancari di piccola e grande entità è rimasto stabile ad aprile, collocandosi a livelli bassi in un contesto storico, pur con variazioni in qualche misura da un paese all'altro. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie è rimasta a livelli bassi (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 22).

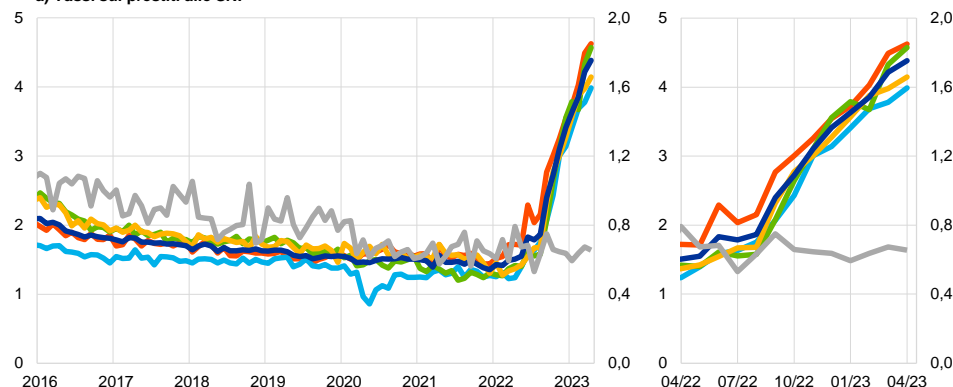
## Grafico 22

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

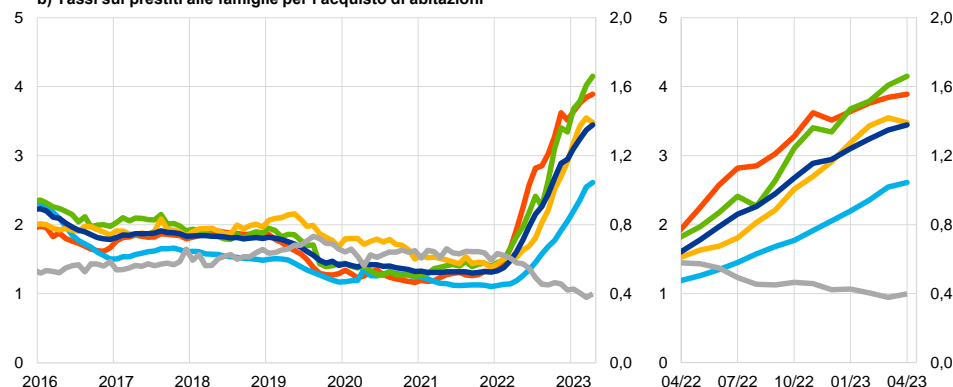
(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)

- Area dell'euro
- Germania
- Francia
- Italia
- Spagna
- Deviazione standard fra paesi (scala di destra)

a) Tassi sui prestiti alle SNF



b) Tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile su 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

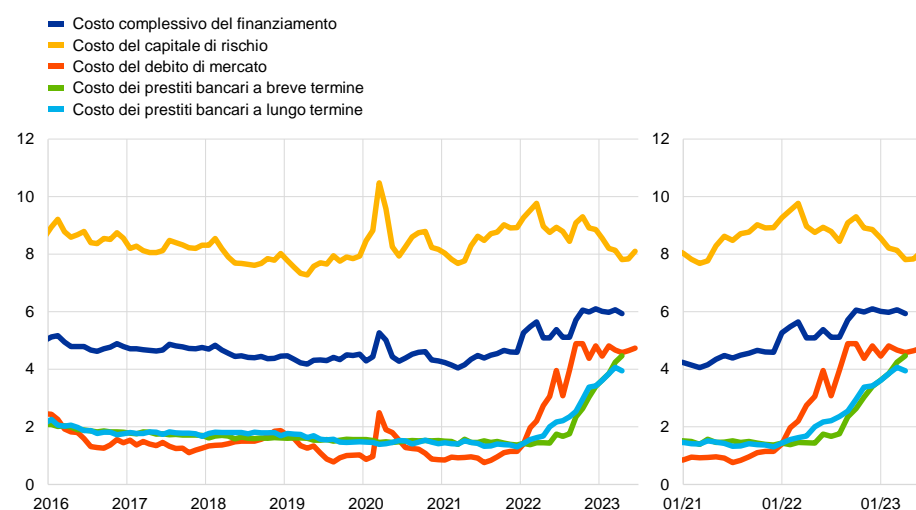
**Dal 16 marzo al 14 giugno 2023 sono aumentati solo marginalmente sia il costo del finanziamento per le SNF mediante capitale di rischio sia quello di emissione di debito sul mercato.** A causa del ritardo con cui vengono resi disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, al 14 giugno 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 – può essere calcolato solo fino ad aprile 2023, quando si è collocato al 5,9 per cento, livello solo lievemente inferiore rispetto a quello segnato nel mese precedente (cfr. il grafico 23). Ciò è dovuto al calo, registrato ad aprile, del costo di tutte le componenti del finanziamento alle SNF a eccezione del costo dei prestiti a breve termine erogati dalle banche, che è aumentato in misura considerevole. Sebbene sia lievemente diminuito rispetto al picco raggiunto a ottobre 2022, ad aprile 2023 il costo complessivo del finanziamento si è confermato prossimo agli elevati livelli registrati a settembre 2022 e osservati in precedenza alla fine del 2011. Nel periodo di

riferimento, compreso tra il 16 marzo e il 14 giugno, il costo del debito emesso sul mercato e quello del capitale di rischio sono aumentati lievemente. L'incremento riferito al primo è dovuto all'impatto di più elevati tassi privi di rischio, parzialmente compensato dalla riduzione dei differenziali sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie sia nel segmento investment grade sia, in misura più marcata, in quello ad alto rendimento. Il lieve incremento del costo del capitale di rischio ha inoltre riflesso l'aumento dei tassi privi di rischio, giacché il premio per il rischio azionario è rimasto costante nel periodo in esame.

### Grafico 23

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 giugno 2023 per il costo del debito di mercato (media mensile di dati giornalieri), al 9 giugno 2023 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e ad aprile 2023 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

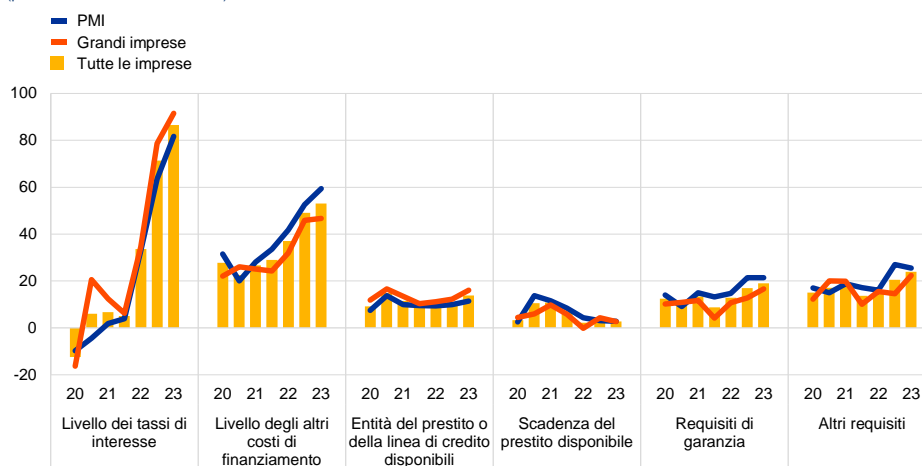
#### In tutte le classi dimensionali le imprese hanno segnalato un ulteriore inasprimento delle condizioni di finanziamento nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) nel periodo da ottobre 2022 a marzo 2023.

La percentuale netta di imprese che hanno segnalato tassi bancari più elevati è aumentata all'87 per cento dal 71 della precedente edizione (cfr. il grafico 24). Si tratta dell'incremento più consistente dall'inizio dell'indagine nel 2009, di riflesso alla graduale trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria ai costi di finanziamento delle imprese. Inoltre, il 53 per cento netto delle imprese (in rialzo dal 49 per cento) ha riferito aumenti di altri costi di finanziamento, quali oneri, provvigioni e commissioni. Gli incrementi generalizzati dei tassi di interesse bancari e degli altri costi sembrano essere simili per le piccole e medie imprese (PMI) e per le grandi imprese. In termini netti l'indagine ha inoltre rilevato requisiti di garanzia più elevati, ma le imprese hanno altresì segnalato estensioni della scadenza e dell'entità dei prestiti. Un numero ridotto di imprese ha riferito ostacoli all'ottenimento di prestiti bancari (il 7 per cento, come nella precedente edizione).

## Grafico 24

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

(percentuali nette di intervistati)



Fonte: indagine della BCE sull'accesso delle imprese ai finanziamenti (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).  
Note: i dati si basano sulle imprese che hanno richiesto prestiti bancari (inclusi prestiti bancari agevolati), linee di credito o scoperti di conto corrente bancario o carta di credito. Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano un aumento di un dato fattore e la percentuale di imprese che ne segnalano una diminuzione. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine comprese tra la 22a (ottobre 2019-marzo 2020) e la 28a (ottobre 2022-marzo 2023).

### Le imprese hanno segnalato un ulteriore incremento dei propri fabbisogni finanziari e hanno dichiarato di attendersi che la disponibilità di gran parte delle fonti di finanziamento esterno sarebbe divenuta più restrittiva in futuro.

La percentuale netta di imprese dell'area dell'euro che hanno segnalato un ampliamento del fabbisogno di finanziamento esterno, ossia la differenza tra la variazione della domanda e quella dell'offerta di finanziamento esterno, si è collocata al 6 per cento (in calo dal 9 per cento della precedente rilevazione). Al netto della precedente edizione dell'indagine, questo è stato il maggiore incremento del fabbisogno finanziario dal 2013. Tale incremento ha rispecchiato un aumento segnalato del fabbisogno di finanziamento delle imprese, nonché una riduzione della disponibilità di gran parte delle fonti di finanziamento. In prospettiva, il 17 per cento netto delle imprese si attende che la disponibilità di prestiti bancari diminuisca ulteriormente tra aprile e settembre 2023. Le imprese si attendono inoltre, nel complesso, che la disponibilità di linee di credito e di crediti commerciali peggiori ulteriormente nei prossimi sei mesi, mentre la disponibilità futura di finanziamenti basati sul mercato dovrebbe rimanere sostanzialmente invariata.

### Ad aprile i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno continuato a segnare un rallentamento, nel contesto di tassi di interesse più elevati, domanda di prestiti più debole e criteri di concessione del credito più restrittivi.

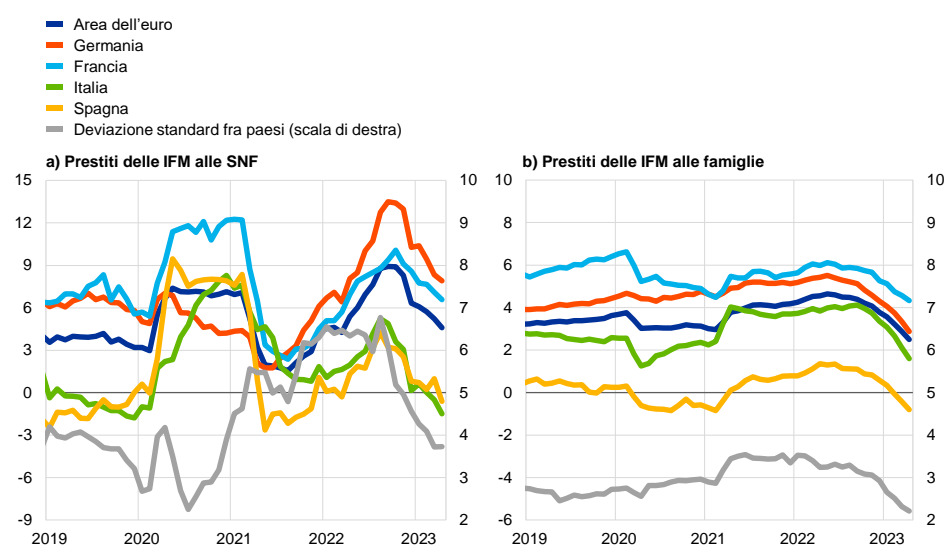
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso al 4,6 per cento ad aprile, dal 5,2 di marzo (cfr. il pannello a) del grafico 25). I flussi mensili dei prestiti alle SNF sono stati, in media, lievemente negativi a partire da novembre 2022. Il rallentamento ha interessato le maggiori economie e riflette il forte calo della domanda di prestiti, in parte dovuto a più elevati tassi sui prestiti bancari, e l'ulteriore significativo inasprimento dei criteri per la concessione del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso dal 2,9 per cento di marzo al 2,5 di aprile (cfr. il

pannello b) del grafico 25), in un contesto caratterizzato da un peggioramento 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. Tale flessione è stata determinata principalmente dal perdurante rallentamento della crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Tuttavia, dall'inizio del 2023 le altre tipologie di prestiti alle famiglie, in particolare quelli concessi alle imprese individuali (ossia alle piccole imprese non costituite in forma di società), sono diminuiti rispetto al mese precedente contribuendo anch'essi, pertanto, all'indebolimento registrato.

### Grafico 25

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

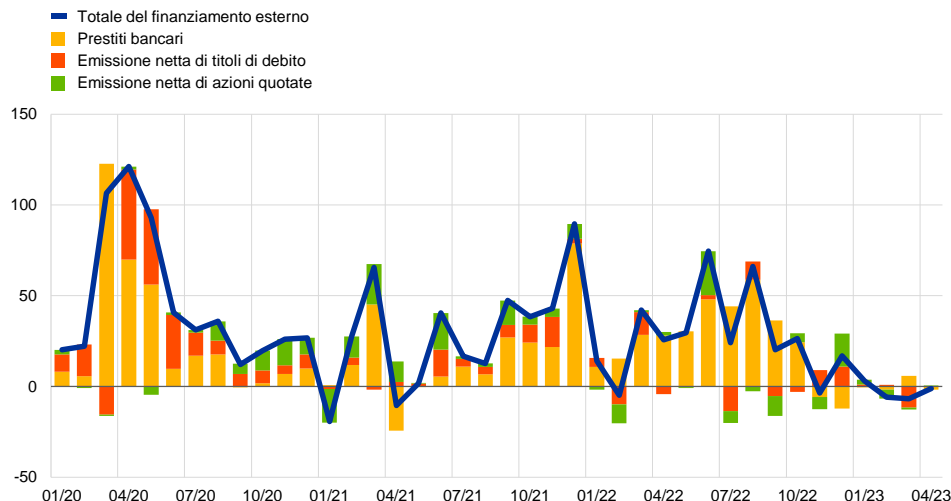
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle SNF, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

**La crescita del finanziamento esterno netto delle imprese dell'area dell'euro è stata modesta nel primo trimestre del 2023 e ad aprile, di riflesso ai bassi livelli di finanziamento mediante ricorso al debito.** Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno netto è sceso dal 2,2 per cento di gennaio 2023 all'1,7 di aprile (cfr. il grafico 26). I flussi di prestiti sono stati deboli in valore assoluto e rispetto agli anni precedenti. Tale andamento riflette il minore fabbisogno di finanziamento delle imprese, dovuto alla perdurante debolezza dell'attività economica, all'aumento dei tassi sui prestiti e all'inasprimento dei criteri per la concessione del credito da parte delle banche. Le emissioni nette di titoli di debito si sono ridotte per effetto dei maggiori rimborsi e delle minori emissioni lorde. L'emissione di azioni quotate è stata nel complesso contenuta, nonostante il minor costo del capitale di rischio per le imprese, alla luce della modesta attività in termini di operazioni di prima quotazione e di fusioni e acquisizioni, mentre alcune imprese multinazionali hanno riacquisito azioni e i dividendi distribuiti sono stati più elevati.

## Grafico 26

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

(flussi mensili; miliardi di euro)



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

Note: il finanziamento esterno netto è pari alla somma di prestiti bancari (prestiti delle IFM), emissione netta di titoli di debito ed emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

#### **I depositi a vista hanno subito un'ulteriore contrazione ad aprile, per effetto della riallocazione di fondi verso strumenti a maggiore remunerazione.**

Dopo un calo del 5,1 per cento sui dodici mesi registrato a marzo, i depositi a vista sono diminuiti ulteriormente del 6,1 per cento ad aprile, la contrazione più marcata dall'avvio dell'Unione economica e monetaria nel 1999 (cfr. il grafico 27).

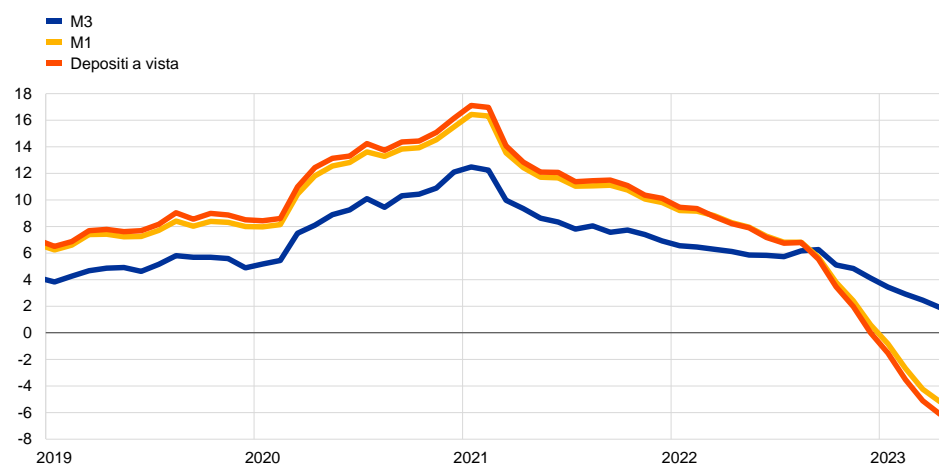
Tale andamento è riconducibile soprattutto alla sostituzione su vasta scala dei depositi a vista con i depositi a termine, ma anche con altri strumenti a remunerazione più elevata, come le quote di fondi comuni monetari e le obbligazioni. Ciò riflette il fatto che i tassi di interesse sui depositi a vista si adeguano più lentamente alle variazioni dei tassi di riferimento rispetto a quelli sui depositi a termine. Il fatto che l'inasprimento della politica monetaria della BCE sia stato più rapido rispetto ai precedenti cicli restrittivi spiega i volumi straordinari in corso di riallocazione.



## Grafico 27

### 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 ad aprile 2023.

**È proseguito l'indebolimento della dinamica monetaria, dovuto all'elevato costo opportunità di detenere moneta, al rallentamento dell'andamento del credito e al ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema.** La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è scesa dal 2,5 per cento di marzo all'1,9 di aprile, il tasso più basso da luglio 2014 (cfr. il grafico 27). Le variazioni sul mese precedente di tale aggregato sono negative a partire da dicembre 2022. L'aggregato monetario ristretto (M1) ha subito un'ulteriore contrazione, del 5,2 per cento ad aprile, dopo il 4,2 di marzo. Il perdurante rallentamento dell'espansione monetaria può essere ricondotto al crescente costo opportunità associato alla detenzione di moneta e al rallentamento della dinamica del credito. La trasmissione degli aumenti dei tassi di riferimento alle condizioni finanziarie fornisce ai detentori di moneta un incentivo a trasferire fondi dai depositi a vista a quelli a termine e, in misura minore, alle obbligazioni bancarie, ai fondi del mercato monetario e ai titoli di Stato. Inoltre, a marzo 2023 la fine del reinvestimento integrale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto di attività ha determinato una riduzione del portafoglio di attività dell'Eurosistema, sottraendo automaticamente liquidità dal sistema finanziario. Infine, anche i rimborsi delle OMRLT contribuiscono all'indebolimento della dinamica monetaria, incentivando le banche a emettere obbligazioni con scadenze più lunghe, che non sono comprese in M3.

*Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per le finanze pubbliche dell'area dell'euro continuano a migliorare con il graduale venir meno delle misure di sostegno di bilancio. Malgrado tale miglioramento, si prevede che il rapporto tra disavanzo e PIL e quello tra debito pubblico e PIL resteranno ben al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia nell'intero orizzonte di proiezione. Secondo l'esercizio previsivo, il rapporto fra disavanzo e PIL nell'area dell'euro dovrebbe ridursi al 3,2 per cento nel 2023, per poi stabilizzarsi al 2,5 per cento circa nel 2024 e nel 2025. Si stima che l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sarà sostanzialmente neutrale nel 2023 e si inasprirà significativamente nel 2024, prima di ritornare fondamentalmente neutrale nel 2025. Considerato l'orizzonte temporale di proiezione in termini cumulati, si verificherà un certo inasprimento della politica di bilancio, la quale resterà tuttavia relativamente accomodante alla luce delle consistenti misure di sostegno introdotte durante la pandemia e il successivo shock ai costi dei beni energetici. Il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dovrebbe scendere dal 91 per cento nel 2022 a circa l'87 per cento nel 2025. Dal punto di vista della politica di bilancio, con il graduale attenuarsi dello shock energetico i governi dovrebbero revocare le misure di sostegno a essa legate tempestivamente e in maniera concertata per evitare di aumentare le pressioni inflazionistiche di medio termine, fattore che renderebbe necessaria una risposta di politica monetaria più risoluta. Le politiche di bilancio dovrebbero essere volte ad accrescere la produttività dell'economia dell'area e dell'euro e a ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe concludersi a breve e, nell'ambito delle sue competenze, la BCE sta attualmente predisponendo un parere sulle [proposte legislative](#) rese note dalla Commissione il 26 aprile 2023.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro migliorerà moderatamente nell'orizzonte temporale di proiezione<sup>6</sup>.**

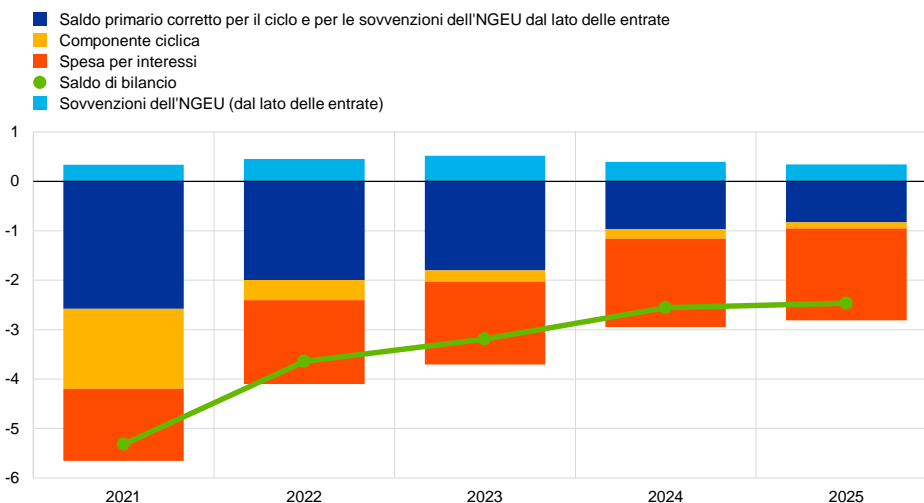
Il disavanzo dell'area dell'euro dovrebbe scendere al 3,2 per cento del PIL nel 2023 e al 2,6 e al 2,5 per cento rispettivamente nel 2024 e nel 2025 (cfr. il grafico 28). Questo calo è principalmente riconducibile a un più contenuto disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo e, in misura minore, a un miglioramento della componente ciclica. D'altro canto, la spesa per interessi dovrebbe aumentare leggermente in percentuale del PIL. Il disavanzo primario dell'area dell'euro è fortemente influenzato dal ridimensionamento in corso delle misure di sostegno introdotte dai governi in risposta allo shock energetico e all'elevata inflazione. Attualmente si stima che, a livello dell'area dell'euro, tali misure ammonteranno all'1,6 per cento del PIL nel 2023 e allo 0,5 nel 2024, per poi scendere a circa lo 0,2 per cento nel 2025.

<sup>6</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023](#) e pubblicate sul sito Internet della BCE il 15 giugno 2023.

## Grafico 28

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023*.

Note: con l'acronimo NGEU si intende il programma Next Generation EU. I dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

### Le proiezioni indicano che l'orientamento delle politiche di bilancio<sup>7</sup> nell'area dell'euro dovrebbe essere sostanzialmente neutrale nel 2023 e inasprirsi in maniera significativa nel 2024, per poi tornare su livelli fondamentalmente neutri nel 2025.

L'orientamento di bilancio pressoché neutro nel 2023 può essere spiegato col previsto venir meno di parte delle entrate straordinarie registrate nel 2021 e nel 2022, derivanti principalmente dall'impatto positivo dell'elevata inflazione sulle finanze pubbliche, sostanzialmente compensato da un inasprimento dell'insieme delle misure discrezionali. Tale inasprimento riflette la revoca di alcuni provvedimenti di stimolo adottati dai governi in risposta alla pandemia, nonché una riclassificazione statistica operata in Italia. Nel 2024 l'intonazione di bilancio dovrebbe inasprirsi in modo significativo, soprattutto perché il 70 per cento circa delle misure di sostegno introdotte dai governi dell'area dell'euro nel 2023 per contrastare la crisi energetica e l'inflazione verranno meno. Anche l'assistenza erogata tramite i fondi del programma Next Generation EU (NGEU) dovrebbe subire un ridimensionamento dopo il 2023, mentre l'ulteriore riduzione attesa della componente delle entrate non spiegata dall'andamento delle basi macroeconomiche dovrebbe attenuare l'inasprimento delle politiche di bilancio nel biennio 2024-2025.

**Il rapporto fra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe continuare a ridursi fino a poco più dell'87 per cento nel 2025.** Dopo essere aumentato approssimativamente di 13 punti percentuali, toccando quasi il 97 per cento nel 2020

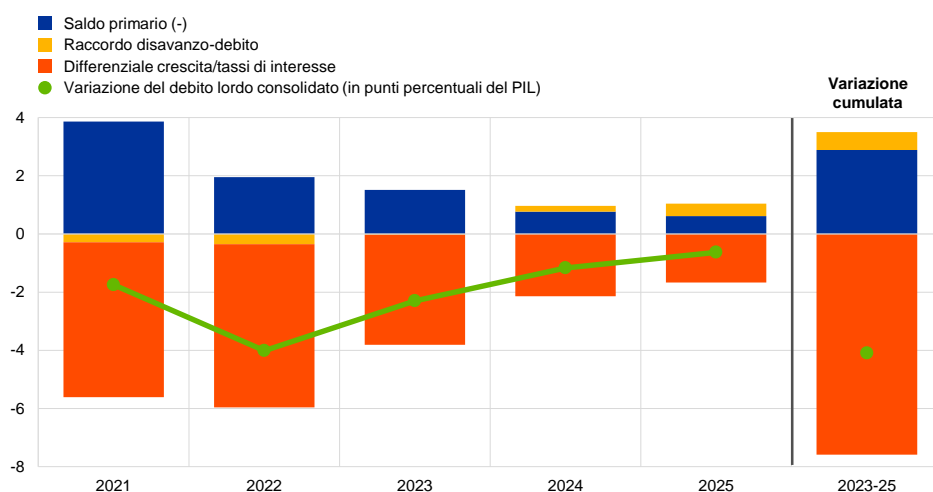
<sup>7</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. In questa sede è misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

per via degli interventi attuati dai governi per far fronte alla crisi del COVID-19, il rapporto debito pubblico/PIL ha raggiunto il 91 per cento nel 2022 e si prevede che scenderà a circa l'89 nel 2023, per poi ridursi ancora toccando l'87 per cento circa nel 2025. Tale calo è attribuibile principalmente ai differenziali negativi fra i tassi di interesse e la crescita del PIL in termini nominali i quali, pur essendosi ridotti dopo il 2022, anche in futuro dovrebbero più che compensare i disavanzi primari (cfr. il grafico 29). Il contributo dei raccordi disavanzo-debito dovrebbe essere neutro nel 2023, ma accrescere moderatamente il debito lordo nel secondo e terzo anno oggetto dell'esercizio previsivo. Nonostante questo graduale calo, il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro in termini aggregati dovrebbe mantenersi superiore (di quasi 3 punti percentuali) al livello precedente la pandemia fino a tutto il 2025.

### Grafico 29

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023*.

Note: i dati fanno riferimento all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

**Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio dell'area dell'euro è stato rivisto leggermente al rialzo per il 2023, ma al ribasso pressoché nella stessa misura per il 2024.** Queste revisioni sono per lo più determinate dalle variazioni del saldo primario, sebbene la revisione al rialzo per il 2023 sia anche basata sulla proiezione per cui la spesa per interessi in percentuale del PIL sarà lievemente inferiore alle precedenti attese. Le prospettive concernenti il saldo primario rispecchieranno in sostanza le revisioni dell'entità delle misure di bilancio discrezionali.

**Con il graduale attenuarsi dello shock energetico, i governi dovrebbero revocare tempestivamente e in maniera concertata le misure di sostegno introdotte per farvi fronte.** In tal modo si eviterà di spingere al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, il cui aumento renderebbe necessaria una risposta di politica monetaria più risoluta. Le politiche di bilancio dovrebbero essere volte ad accrescere la produttività dell'economia dell'area dell'euro a e a ridurre

gradualmente l'elevato debito pubblico. Analogamente, nel [pacchetto di primavera del semestre europeo](#) che viene messo a punto ogni anno e la cui ultima edizione, pubblicata il 24 maggio 2023, riflette le indicazioni generali contenute negli [orientamenti di politica di bilancio per il 2024](#), la Commissione europea ha raccomandato ai governi di revocare le misure di sostegno di bilancio entro la fine di quest'anno e precisato che la clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita sarà disattivata alla fine del 2023. La Commissione ha altresì annunciato che nella primavera del 2024 proporrà l'avvio di procedure per disavanzi eccessivi sulla base dei dati di consuntivo relativi al 2023.

Nell'ambito delle sue competenze, la BCE sta attualmente predisponendo un parere in merito alle [proposte legislative](#) per la riforma del quadro di governance economica dell'UE rese note dalla Commissione europea il 26 aprile 2023<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> A seguito della pubblicazione della [comunicazione](#) della Commissione del 9 novembre 2022 e delle [conclusioni del Consiglio](#) "Orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE".

# Riquadri

## 1 L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia: la rilevanza della composizione

a cura di Niccolò Battistini, Virginia Di Nino e Johannes Gareis

**A seguito della diffusione della pandemia, le famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno accumulato rilevanti risparmi, in eccesso rispetto alla tendenza precedente l'emergenza sanitaria<sup>1</sup>.** Tra il primo trimestre del 2020 e il quarto del 2022 il risparmio in eccesso accumulato nell'area dell'euro è aumentato a un ritmo costante, raggiungendo l'11,3 per cento del reddito (lordo) disponibile. Negli Stati Uniti ha raggiunto il 13,2 per cento nel terzo trimestre del 2021, per poi diminuire al 7,9 nel quarto trimestre del 2022<sup>2</sup>. Considerandone il valore nominale, le ingenti quantità di risparmi in eccesso in entrambe le economie fanno intravedere la possibilità di un rilevante impulso al consumo, definito come un immediato stimolo a consumare, potenzialmente liquidando tali risparmi. Inoltre, suggeriscono un impulso al consumo residuo maggiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, dove i consumi sono aumentati in misura considerevolmente più marcata nel periodo successivo alla pandemia. Oltre all'entità dell'accumulo, la composizione dei risparmi in eccesso riveste un ruolo fondamentale nel determinare il conseguente sostegno al consumo. Il presente riquadro analizza la composizione dei risparmi in eccesso, per poi calibrare un modello di equilibrio generale con agenti eterogenei, basato sulla metodologia impiegata da Auclert et al., allo scopo di valutare l'impulso al consumo nelle due giurisdizioni<sup>3</sup>.

**Oltre all'ammontare dei risparmi accumulati durante la pandemia, la composizione di tali risparmi in eccesso è rilevante per due ragioni.** In primo luogo, i risparmi in eccesso sono distribuiti tra attività con gradi differenti di liquidità, fattore che rappresenta una prima determinante (di equilibrio parziale) del relativo impulso al consumo. L'impatto dei risparmi in eccesso sul sostegno al consumo

<sup>1</sup> Per approfondimenti, cfr. il riquadro 5 *COVID 19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino; il riquadro 4 *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento* nel numero 5/2021 di questo Bollettino; il riquadro 1 *Le implicazioni per le prospettive economiche mondiali dei risparmi accumulati durante la pandemia* nel numero 5/2021 di questo Bollettino; il riquadro 3 *Le recenti determinanti del risparmio delle famiglie secondo la distribuzione della ricchezza* nel numero 3/2022 di questo Bollettino e il riquadro 3 *Il risparmio delle famiglie durante la pandemia di COVID-19 e le implicazioni per la ripresa dei consumi* nel numero 5/2022 di questo Bollettino. Per una disamina dei fattori dal lato della domanda che determinano i consumi, cfr. l'articolo 1 *Il ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

<sup>2</sup> L'ammontare dei risparmi accumulati in eccesso si può stimare come la differenza cumulata tra i risparmi effettivi e la relativa tendenza estrapolata precedente la pandemia (2015-2019). La medesima metodologia è stata applicata ai dati riferiti agli Stati Uniti in Aladagady, A., Cho, D., Feiveson, L. e Pinto, E., "Excess Savings during the COVID-19 Pandemic", *FEDS Notes*, 21 ottobre 2022. Mentre la stima dei risparmi in eccesso varia in base alla specifica metodologia impiegata, i risultati qualitativi del confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti illustrati nel presente riquadro non cambiano se si utilizzano metodi alternativi (ad esempio, se si stimano i risparmi accumulati in eccesso come differenza cumulata tra il tasso di risparmio attuale e il relativo livello precedente la pandemia).

<sup>3</sup> Cfr. Auclert, A., Rognlie, M. e Straub, L., "The Trickle Up of Excess Savings", *NBER Working Paper Series*, n. 30900, gennaio 2023.

dipende, inoltre, da dinamiche (di equilibrio generale) più ampie: da un lato, la redistribuzione dinamica dei risparmi spesi da alcune famiglie verso altre famiglie prolunga la durata dell'impulso al consumo; dall'altro, anticipando tale redistribuzione futura, le famiglie attenuano l'entità del supporto al consumo, adeguando nel tempo i propri profili di consumo. Evidenze empiriche suggeriscono che tali effetti di equilibrio parziale e generale potrebbero manifestarsi diversamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

**Nel periodo compreso tra il 2020 e il 2022 i risparmi in eccesso sono stati accumulati per lo più in attività illiquide nell'area dell'euro e liquide negli Stati Uniti.** Nell'area dell'euro, tra il primo trimestre del 2020 e il quarto del 2022, i risparmi in eccesso sono stati investiti in attività non finanziarie, quali l'edilizia residenziale, e in attività finanziarie relativamente illiquide, come azioni e obbligazioni, oltre a essere stati impiegati per il rimborso dei prestiti contratti. Considerate congiuntamente, queste forme di risparmio accumulato in eccesso, sono aumentate a un ritmo costante, raggiungendo il 10,8 per cento del reddito disponibile nel quarto trimestre del 2022 (cfr. il grafico A). Per contro, i risparmi in eccesso cumulati sotto forma di attività finanziarie (per lo più) liquide, quali circolante e depositi, hanno raggiunto il proprio massimo, pari al 3,7 per cento del reddito disponibile, nel primo trimestre del 2021, per poi diminuire in misura significativa nel quarto trimestre del 2022, allo 0,6 per cento. Negli Stati Uniti la composizione dei risparmi in eccesso cumulati alla fine del 2022 era molto diversa: le attività finanziarie liquide ammontavano al 18,5 per cento del reddito disponibile, mentre quelle illiquide erano inferiori del 10,6 per cento rispetto al livello pre-pandemico, anche sulla scorta di una notevole quantità di nuovi prestiti<sup>4</sup>.

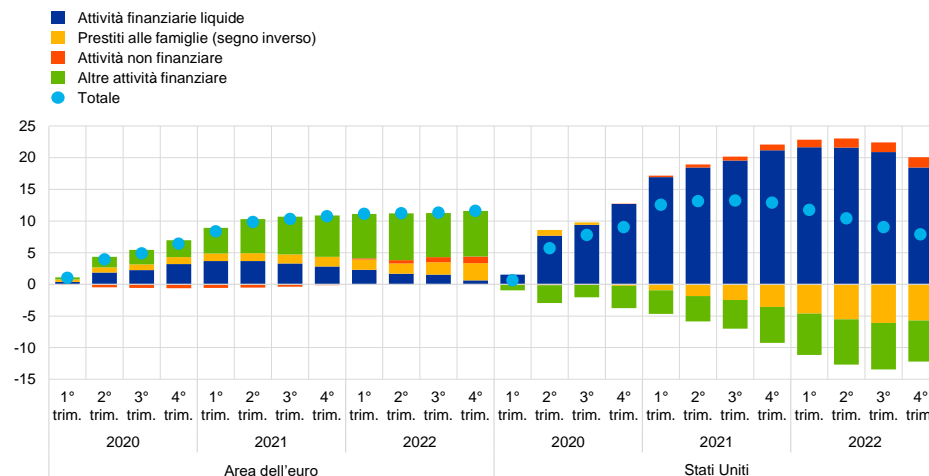
---

<sup>4</sup> La preferenza mostrata dalle famiglie statunitensi a detenere i propri risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia sotto forma di attività liquide è confermata da Abdelrahman H. e Oliveira L.E. in ["The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings"](#), *Economic Letter*, FRBSF, 8 maggio 2023. Nel periodo di riferimento gli andamenti dei prestiti alle famiglie potrebbero celare gli effetti del pacchetto fiscale statunitense (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act), che comprendeva misure di concessione (forbearance) per determinati tipi di prestiti (studenteschi e alcuni mutui), con facoltà per i prestatori di offrire le stesse condizioni anche per altre tipologie di crediti, a propria discrezione. Inoltre, una parte dei prestiti scaduti è stata riclassificata come forbearance, aumentando in modo artificiale i flussi dei prestiti concessi alle famiglie. Cfr. Dettling, L. e Lambie-Hanson, L., ["Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic"](#), *FEDS Notes*, 4 marzo 2021.

## Grafico A

### Allocazione tra tipi di attività dei risparmi in eccesso cumulati

(deviazioni dalla tendenza pre-pandemica, in percentuale del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat, BCE, Federal Reserve Board ed elaborazioni della BCE.

Note: ogni voce rappresenta il valore cumulato superiore alla relativa tendenza stimata tra il 2015 e il 2019. La voce "Attività finanziarie liquide" si riferisce a circolante e depositi. La voce "Attività non finanziarie" si riferisce agli investimenti fissi lordi. La voce "Altre attività finanziarie" è calcolata come residuo e si riferisce principalmente ad azioni e obbligazioni.

### Nel corso degli ultimi tre anni il risparmio accumulato in eccesso si è concentrato in misura crescente tra le famiglie benestanti su entrambe le sponde dell'Atlantico.

L'analisi della distribuzione tra famiglie dei risparmi in eccesso combina l'allocazione stimata tra attività, di cui sopra, con le informazioni desunte dalle indagini riguardanti la composizione dei portafogli delle famiglie nella distribuzione della ricchezza netta<sup>5</sup>. Ne deriva che i risparmi in eccesso si concentrano in misura sempre crescente tra le famiglie con un livello di ricchezza relativamente alto, in particolare negli Stati Uniti (cfr. il grafico B). I risparmi in eccesso cumulati detenuti dalle famiglie che si collocano nel 10 per cento superiore della distribuzione sono aumentati, da una quota che nel primo trimestre del 2020 ammontava a meno della metà in entrambe le economie, raggiungendo quasi i due terzi nell'area dell'euro e superando i tre quarti negli Stati Uniti nel quarto trimestre del 2022. La quota relativamente maggiore di risparmi in eccesso detenuta nell'area dell'euro dalle famiglie con bassi livelli di ricchezza implica, tuttavia, un impulso al consumo più forte rispetto agli Stati Uniti. Ciò è dovuto al fatto che l'eccesso di risparmio nell'area dell'euro è costituito principalmente da attività relativamente illiquide, tra cui la ricchezza immobiliare e il rimborso dei prestiti, che rappresentano una quota importante dei portafogli per le famiglie nella fascia più bassa della distribuzione.

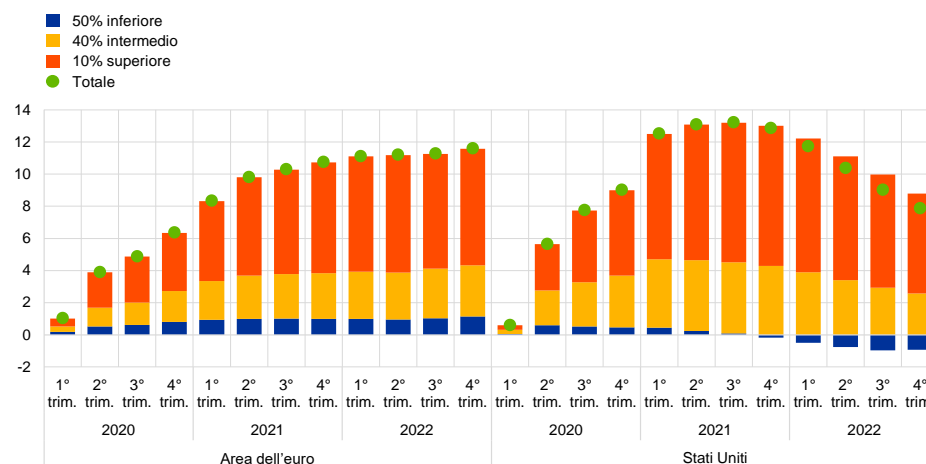
<sup>5</sup> Per l'area dell'euro la stima della distribuzione dei risparmi in eccesso tra le famiglie si basa sui conti di distribuzione della ricchezza sperimentali (experimental Distributional Wealth Accounts) della BCE, che combinano gli andamenti trimestrali delle attività in termini aggregati con le distribuzioni delle attività detenute dalle famiglie desunte dall'ultima Indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS). Per gli Stati Uniti, tale stima si avvale del Distributional Financial Account (DFA) del Federal Reserve Board, che seguono una metodologia analoga per la detenzione delle attività in termini aggregati e di quelle tenute dalle famiglie in base all'indagine sui consumi delle famiglie (Survey of Consumer Finances, SCF). Gli ultimi dati disponibili per l'HFCS e l'SCF si riferiscono rispettivamente al 2017 e al 2019.



## Grafico B

### Distribuzione tra gruppi di famiglie dei risparmi in eccesso cumulati

(deviazioni dalla tendenza pre-pandemica, in percentuale del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat, BCE (inclusi i conti di distribuzione della ricchezza sperimentali), Bureau of Economic Analysis statunitense, Federal Reserve Board (inclusi i Distributional Financial Account) ed elaborazioni della BCE.

Note: il modello considera tre gruppi di famiglie, che corrispondono al 50 per cento inferiore, al 40 per cento intermedio e al 10 per cento superiore della distribuzione dei risparmi in eccesso. La distribuzione dei risparmi in eccesso tra famiglie si ottiene moltiplicando la quota di attività nel portafoglio di ciascun gruppo di famiglie (conti di distribuzione) per i risparmi in eccesso stimati in ogni classe di attività.

### Al fine di collegare la distribuzione stimata dei risparmi in eccesso tra attività e famiglie al relativo impulso al consumo, viene utilizzato un modello con agenti eterogenei, che tiene conto degli effetti di equilibrio parziale e generale.

Il modello considera tre gruppi di famiglie, che corrispondono al 50 per cento inferiore, al 40 per cento intermedio e al 10 per cento superiore della distribuzione dei risparmi in eccesso. In uno scenario di equilibrio parziale ogni gruppo decide la quota di risparmi in eccesso da consumare o accantonare in ogni periodo, sulla base della propria propensione marginale al consumo, che si assume dipenda dalla composizione delle attività dei relativi risparmi in eccesso. In condizioni di equilibrio generale le decisioni di consumo riflettono due meccanismi ulteriori. In primo luogo, i risparmi spesi da alcune famiglie diventano reddito volto a finanziare consumi per altre famiglie. Ne consegue un ampliamento dell'impulso al consumo, che si affievolisce solo lentamente, in quanto i risparmi in eccesso si diffondono tramite l'effetto "trickle up" alle famiglie con livelli di ricchezza e di reddito alti e una minore propensione marginale al consumo. In secondo luogo, le famiglie anticipano l'espansione futura della domanda aggregata e smussano i propri consumi, con un conseguente effetto di moderazione, proporzionale alla propensione marginale al consumo di ogni gruppo di famiglie<sup>6</sup>. Ciò incentiva ad accantonare risparmi e limita la redistribuzione del reddito, potenziando l'effetto trickle up dei risparmi in eccesso e attenuando l'impulso al consumo<sup>7</sup>. In entrambi gli scenari la banca centrale non interviene sull'espansione della domanda, mantenendo pertanto i tassi di interesse fissi. Nel complesso, il sostegno potenziale al consumo che, secondo il modello,

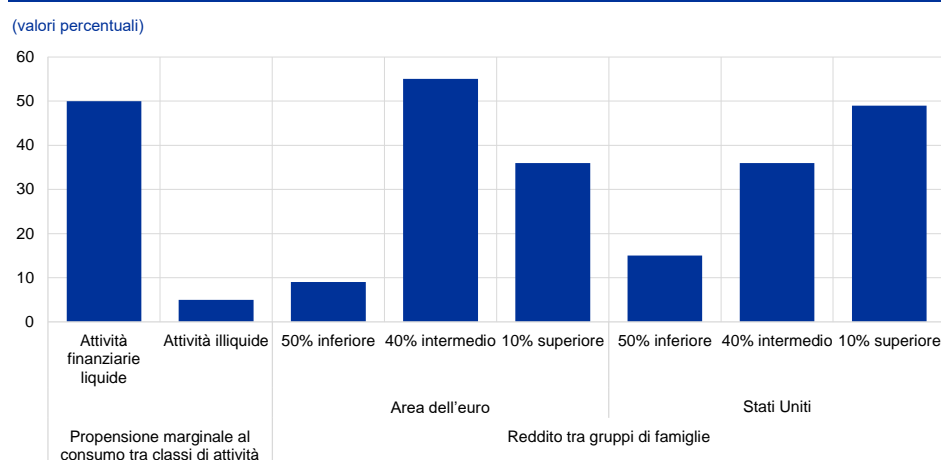
<sup>6</sup> Nel modello la somma dei consumi per ogni gruppo di famiglie è pari alla domanda e al reddito in termini aggregati.

<sup>7</sup> Nello scenario di equilibrio generale il modello impiegato in questa sede considera il caso delle "aspettative razionali", descritto da Auclert et al., op. cit., in cui le famiglie anticipano variazioni future del reddito aggregato.

deriva dall'impiego dei risparmi in eccesso dipende dalla calibrazione di due tipi di parametri: a) la propensione marginale al consumo per ogni classe di attività; b) la quota di reddito totale per ogni gruppo di famiglie (cfr. il grafico C). Il primo parametro è fissato al 50 per cento per le attività finanziarie liquide e al 5 per quelle illiquote<sup>8</sup>. La quota di reddito è calibrata al 9, 55 e 36 per cento nell'area dell'euro e al 15, 36 e 49 per cento negli Stati Uniti, rispettivamente per il 50 per cento inferiore, il 40 per cento intermedio e il 10 per cento superiore della distribuzione dei risparmi in eccesso.

### Grafico C

Propensione marginale al consumo per diverse classi di attività e di reddito tra gruppi di famiglie



Fonti: edizione del 2017 dell'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie ed edizione del 2019 dell'indagine sui consumi delle famiglie, Slacalek et al., op. cit., ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "Attività finanziarie liquide" si riferisce ai depositi e al circolante, la voce "Attività illiquote" comprende attività non finanziarie e altre attività finanziarie, nonché prestiti alle famiglie (segno inverso).

### L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia è diminuito in entrambe le economie e nell'area dell'euro è stato inferiore rispetto agli Stati Uniti.

Nello scenario di equilibrio parziale il modello assume che le decisioni delle famiglie non tengano conto della redistribuzione del reddito e della risposta dei tassi di interesse, pertanto l'impulso al consumo è determinato esclusivamente dalla propensione marginale al consumo per ogni gruppo di famiglie, calcolata come media ponderata delle propensioni marginali al consumo specifiche per attività, con i pesi fissati per i portafogli specifici per gruppo in ciascun periodo. In questo scenario il supporto al consumo è diminuito in misura significativa da un picco raggiunto nel secondo trimestre del 2021 in entrambe le aree economiche e, rispetto agli Stati Uniti, nell'area dell'euro è rimasto relativamente debole negli ultimi

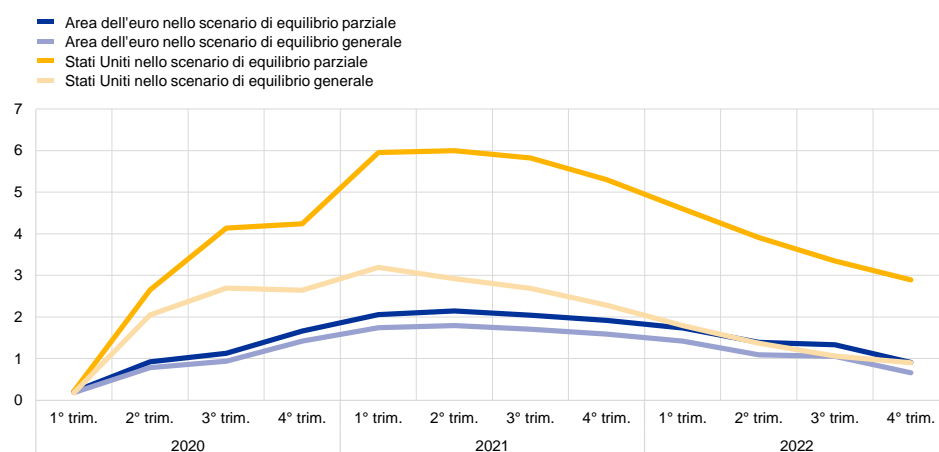
<sup>8</sup> Per quanto riguarda la propensione marginale al consumo, evidenze empiriche recenti rilevano quanto segue: a) la propensione marginale al consumo media in genere ha valori alti e b) la quota di attività liquide detenute nei portafogli delle famiglie rappresenta una determinante fondamentale della notevole eterogeneità trasversale della propensione marginale al consumo. I valori specifici considerati nel presente riquadro derivano da Slacálek, J., Tristani, O. e Violante, G., "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area", *Journal of Economic Dynamics and Controls* vol. 115, n. 103879, giugno 2020. Per quanto concerne la quota di reddito, i valori nel presente riquadro sono calibrati sulla base dell'edizione del 2017 dell'indagine HFCS per l'area dell'euro (intera distribuzione) e dell'edizione del 2019 dell'indagine SCF per gli Stati Uniti (valori mediani).

tre anni, in linea con le dinamiche modeste dei consumi (cfr. il grafico D)<sup>9</sup>. In condizioni di equilibrio generale le simulazioni del modello indicano che l'attenuazione dei consumi ha un effetto frenante più forte negli Stati Uniti, per effetto di una propensione marginale al consumo media maggiore rispetto all'area dell'euro. In tale scenario alla fine del 2022 l'impulso al consumo è stato moderato in entrambe le economie.

### Grafico D

#### Impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia

(deviazioni dalla tendenza pre-pandemica, in percentuale del reddito disponibile tendenziale)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: le simulazioni si basano su Auclert et al., op. cit.

**Considerazioni ulteriori supportano i risultati derivanti dal modello, che indicano il permanere di un modesto stimolo aggiuntivo ai consumi privati derivante dai risparmi in eccesso, soprattutto nell'area dell'euro.**

In primo luogo, la diversa origine dei risparmi in eccesso contribuisce a spiegare perché l'impulso al consumo sia minore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Tali risparmi in eccesso nell'area dell'euro sono derivati principalmente dalle restrizioni alla mobilità, che hanno limitato i consumi, soprattutto di servizi a elevata intensità di contatti, a cui generalmente le famiglie benestanti (con bassa propensione marginale al consumo) devolvono una quota maggiore del proprio reddito. Negli Stati Uniti i risparmi in eccesso sono riconducibili per lo più agli ampi pacchetti di stimolo adottati a supporto dei redditi, in particolare per le famiglie nella parte inferiore della distribuzione dei redditi (con elevata propensione marginale al consumo)<sup>10</sup>. In secondo luogo, gli andamenti recenti dei prezzi avvalorano l'ipotesi che in entrambe le economie permanga un modesto impulso al consumo, derivante dai risparmi in eccesso. Infatti, l'aumento dei prezzi al consumo e la diminuzione di quelli delle attività, osservati negli ultimi trimestri, hanno amplificato l'attuale orientamento

<sup>9</sup> Cfr. l'intervento di Philip Lane "Inflation and monetary policy" pronunciato l'8 maggio 2023 e il riquadro 1 *Andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

<sup>10</sup> Il governo statunitense ha corrisposto una determinata somma ai cittadini con redditi inferiori ai 75.000 dollari, pertanto i soggetti a basso reddito hanno ricevuto, in proporzione, un beneficio maggiore. Cfr., ad esempio, la descrizione di "Unemployment Compensation" e "Economic Impact Payments" fornita dal Dipartimento del Tesoro statunitense.

restrittivo della politica monetaria e il deterioramento delle condizioni di finanziamento, riducendo ulteriormente l'impulso al consumo residuo.

## Annunci degli utili agli investitori: nuove evidenze sui profitti, gli investimenti e le condizioni di finanziamento delle imprese

a cura di Malin Andersson, Pedro Neves e Carolina Nunes

**Gli annunci degli utili possono fornire informazioni utili e tempestive sul clima di fiducia delle imprese.** L'annuncio degli utili agli investitori è una teleconferenza tra il consiglio di amministrazione di una società quotata in borsa, gli investitori, gli analisti e la stampa per discutere i risultati finanziari della società. Di solito gli annunci di questo tipo hanno luogo a cadenza trimestrale<sup>1</sup>. NL Analytics ha automatizzato il reperimento di informazioni a partire dalle trascrizioni in lingua inglese di tali annunci<sup>2</sup>. Focalizzando l'attenzione sulle imprese dell'area dell'euro operanti nei principali settori non finanziari, il presente riquadro si basa sulle ricerche testuali di corrispondenze di alcuni termini con una serie di sinonimi. L'obiettivo è ottenere indici di fiducia e di rischio trimestrali, che sono particolarmente tempestivi in quanto la base dati viene aggiornata per il trimestre in corso con frequenza quindicinale.

**L'analisi testuale consente di ricavare delle misure di percezione da parte delle imprese.** L'indice di fiducia riflette il numero di frasi in un annuncio degli utili contenenti un termine specifico che corrisponde a un dato argomento rispetto al numero totale delle frasi ed è espresso in termini netti, ossia notizie positive in confronto a notizie negative. L'indice di rischio rappresenta il numero di volte in cui un argomento viene citato in una frase unitamente a parole chiave, quali "rischio" e "incertezza"<sup>3</sup>. L'ingente volume di trascrizioni, insieme alle ricerche testuali, genera dati ad alta frequenza relativi agli indici di fiducia e di rischio a livello di impresa, le cui medie vengono convertite in dati trimestrali strutturati per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2002 e il primo trimestre del 2023. La validità degli indici così ottenuti è corroborata dal fatto che hanno seguito andamenti coerenti con il ciclo economico negli ultimi vent'anni e sono correlati con gli indicatori standard delle rispettive variabili. È inoltre possibile reperire citazioni tratte dagli annunci degli utili che catturano la narrativa prevalente associata a una particolare e significativa variazione degli indici.

**Il clima di fiducia relativo ai profitti societari nell'area dell'euro ha continuato a crescere al di sopra delle medie storiche nel secondo trimestre del 2023.**

Negli ultimi vent'anni è stata rilevata una forte correlazione tra l'indice di fiducia

---

<sup>1</sup> In alcuni casi, tuttavia, l'annuncio degli utili avviene con cadenza semestrale o annuale. La tempistica esatta dell'annuncio nel corso del trimestre varia a seconda del trimestre considerato.

<sup>2</sup> La base dati di NL Analytics contiene trascrizioni di annunci degli utili di circa 14.000 società quotate in borsa di 82 paesi, la maggior parte delle quali ha sede negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in altri paesi anglofoni. In media, 600 imprese dell'area dell'euro effettuano tali annunci con cadenza trimestrale. Il numero di osservazioni per trimestre nei primi anni del campione, che risale al 2002, era pari a circa un quarto di quello attuale.

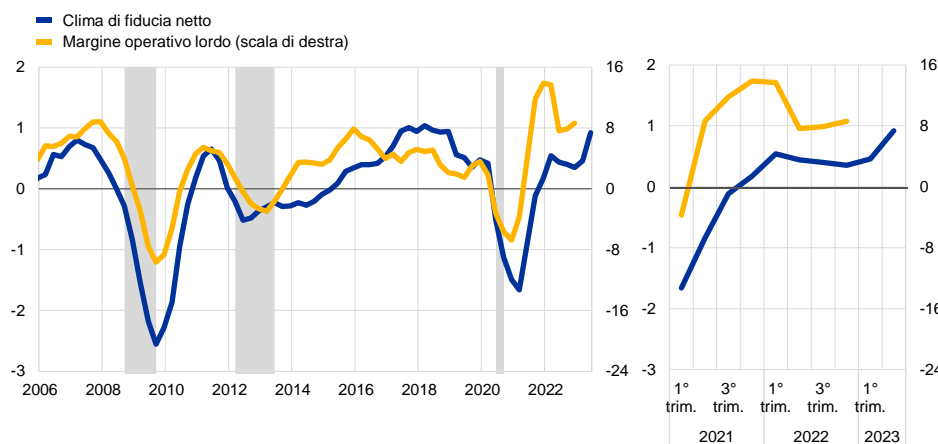
<sup>3</sup> Per un ulteriore esempio di indice di rischio calcolato utilizzando l'analisi testuale delle trascrizioni degli annunci degli utili, cfr. Hassan, T.A., Schreger, J., Schwedeler, M. e Tahoun, A., "Sources and Transmission of Country Risk", *NBER Working Paper*, n. 29526, novembre 2021.

relativo ai profitti, ricavato dagli annunci degli utili, e i dati di contabilità settoriale sul margine operativo lordo nel settore delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro (cfr. il pannello di sinistra del grafico A). Per l'indice di fiducia relativo ai profitti, il coefficiente di correlazione aumenta fino a quattro trimestri prima del margine operativo lordo e raggiunge il livello massimo di circa lo 0,6. L'indice mostra un chiaro andamento economico ciclico, con picchi negativi durante la crisi finanziaria mondiale, la crisi del debito sovrano e la pandemia di COVID-19, come prevedibile, considerata la ciclicità dei profitti. Dopo una forte ripresa nel 2021, il clima di fiducia netto si è in qualche misura stabilizzato nel 2022, per poi aumentare ulteriormente nel secondo trimestre del 2023. Il tasso di crescita del margine operativo lordo nel settore delle SNF è lievemente diminuito, pur mantenendosi su livelli elevati, nella seconda metà del 2022, a causa dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e dell'indebolimento della domanda (cfr. il pannello di destra del grafico A). Ciò è in linea con le evidenze desunte dai dati di mercato e dalle indagini sugli utili, le quali indicano che la crescita dei profitti si è indebolita nel corso del 2022, pur rimanendo al di sopra delle sue medie storiche. Il margine operativo lordo delle SNF dell'area dell'euro ha superato il livello osservato nel quarto trimestre del 2019 e sta crescendo a un ritmo superiore a quello tendenziale precedente la pandemia, indicando che non vi è la necessità di recuperare terreno da questo punto di vista (cfr. il grafico B). Il vigore della crescita dei profitti dall'inizio del 2021 potrebbe essere stato determinato dal perdurare della domanda repressa dopo la pandemia, dall'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e dalla sostituibilità imperfetta degli input di produzione.

### Grafico A

#### Clima di fiducia relativo ai profitti dell'area dell'euro e margine operativo lordo delle SNF

(punteggio Z; variazioni percentuali sui dodici mesi)



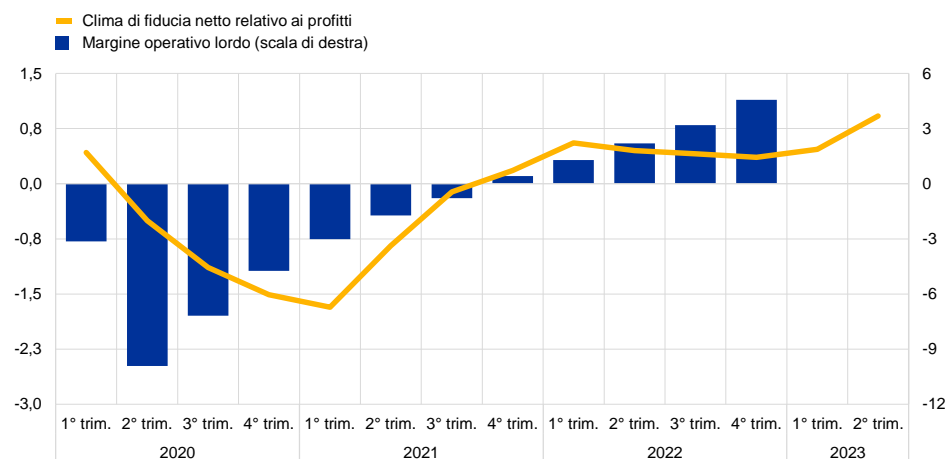
Fonti: NL Analytics, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il clima di fiducia netto riflette la frequenza con cui si ripetono i sinonimi di profitti (utili, ricavi, ecc.) negli annunci degli utili delle imprese. Il punteggio Z è calcolato sottraendo la media storica da ciascuna rilevazione e dividendo tale serie al netto della media per la deviazione standard. Le fasi recessive sono evidenziate in grigio. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 (con riferimento alle teleconferenze tenute fino al 12 giugno) per il clima di fiducia netto e al quarto trimestre del 2022 per il margine operativo lordo.

## Grafico B

### Clima di fiducia relativo ai profitti dell'area dell'euro e margine operativo lordo delle SNF depurato dal trend

(punteggio Z; tassi di crescita cumulati depurati dal trend)



Fonti: NL Analytics, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

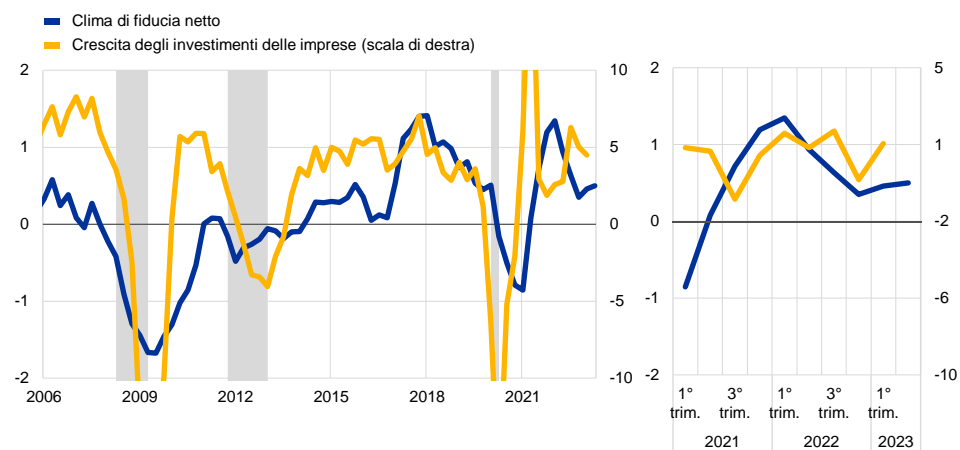
Note: i tassi di crescita del margine operativo lordo cumulati e depurati dal trend sono stati calcolati cumulando la differenza tra la serie effettiva e il suo trend precedente la-pandemia (2002-2019) e poi dividendoli per il trend cumulato del periodo pre-pandemico. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 (con riferimento alle teleconferenze tenute fino al 12 giugno) per il clima di fiducia netto e al quarto trimestre del 2022 per il margine operativo lordo.

**Il clima di fiducia degli investitori a livello societario ha registrato un ulteriore lieve miglioramento nel secondo trimestre del 2023.** Negli ultimi vent'anni il clima di fiducia netto degli investitori e il tasso di crescita degli investimenti delle imprese (esclusa la componente volatile degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale in Irlanda e nei Paesi Bassi) hanno mostrato una buona correlazione (cfr. il pannello di sinistra del grafico C). Quest'ultima raggiunge il livello massimo quando l'indice del clima di fiducia anticipa la crescita degli investimenti di due trimestri, con un coefficiente di correlazione pari a 0,5. Nel 2021 e all'inizio del 2022, con la riapertura delle attività economiche, il clima di fiducia degli investitori ha continuato ad aumentare al di sopra della sua media storica, unitamente a tassi di crescita trimestrali degli investimenti complessivamente robusti (cfr. il pannello di destra del grafico C). Successivamente, nel 2022, è lievemente peggiorato, riflettendo l'indebolimento della domanda, gli alti costi dell'energia e l'elevata incertezza. Nel secondo trimestre del 2023 è salito ulteriormente al di sopra della sua media di lungo periodo, in linea con il miglioramento delle condizioni di offerta e la riduzione dei costi dell'energia.

## Grafico C

### Clima di fiducia degli investitori dell'area dell'euro

(punteggio Z; scala di destra del pannello di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra del pannello di destra: variazioni percentuali sul trimestre precedente)



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

Note: il clima di fiducia netto degli investitori riflette la frequenza con cui si ripetono i sinonimi di investimenti (investimenti, accumulazione di capitale, piani di investimento, ecc.) negli annunci degli utili agli investitori. Il punteggio Z è calcolato sottraendo la media storica da ciascuna rilevazione e dividendo tale serie al netto della media per la deviazione standard. Le fasi recessive sono evidenziate in grigio. La crescita degli investimenti delle imprese non comprende gli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale in Irlanda e nei Paesi Bassi. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per il clima di fiducia netto (con riferimento alle teleconferenze tenute fino al 12 giugno) e al primo trimestre del 2023 per gli investimenti delle imprese.

### Per quanto riguarda i singoli settori, nel 2023 il clima di fiducia relativo ai profitti è stato finora più elevato nel settore dei servizi, mentre il clima di fiducia degli investitori è stato più marcato nel settore manifatturiero.

Durante la pandemia il clima di fiducia relativo ai profitti è peggiorato più nel settore dei servizi che in quello manifatturiero. Nondimeno, nella fase di ripresa successiva alla pandemia e ancora nella prima metà del 2023, ha registrato un miglioramento più marcato nel settore dei servizi rispetto a quello manifatturiero (cfr. il pannello a) del grafico D). Ciò è in linea anche con altri indicatori del clima di fiducia, come ad esempio l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Tuttavia, a partire dall'inizio del 2022 il clima di fiducia degli investitori ha subito un brusco deterioramento nei vari settori, sebbene finora nel 2023 sembri aver recuperato in misura lievemente maggiore nel settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi. Nel settore dell'energia e dei servizi di pubblica utilità, negli ultimi tre anni il clima di fiducia relativo ai profitti è stato più positivo che negli altri settori, ma di recente ha subito un peggioramento, riflettendo l'andamento dei prezzi dell'energia. Il clima di fiducia degli investitori è stato relativamente debole in questo settore, probabilmente a causa dell'incertezza che caratterizza gli investimenti energetici, e anche nel contesto della transizione ecologica, come indicato da un'impresa del comparto (cfr. il pannello b) del grafico D).



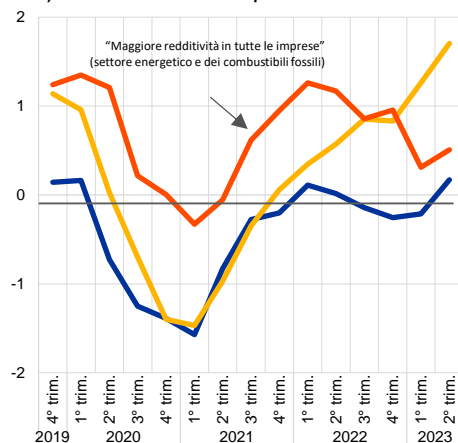
## Grafico D

### Clima di fiducia relativo ai profitti e degli investitori dell'area dell'euro in alcuni settori

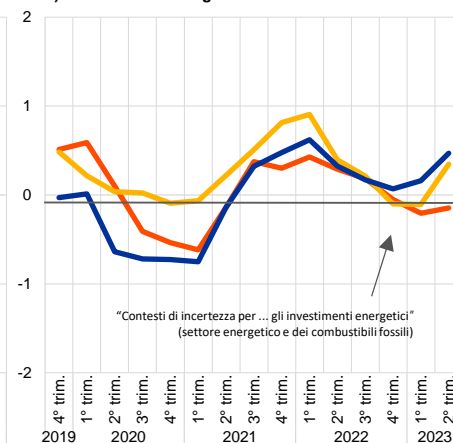
(punteggio Z)

- Settore manifatturiero
- Servizi totali
- Energia e servizi di pubblica utilità

a) Clima di fiducia relativo ai profitti



b) Clima di fiducia degli investitori



Fonti: NL Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le serie non corrispondono alla media delle serie totali, in quanto alcune imprese non rientrano nelle classificazioni settoriali. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 (per le teleconferenze tenute fino al 12 giugno).

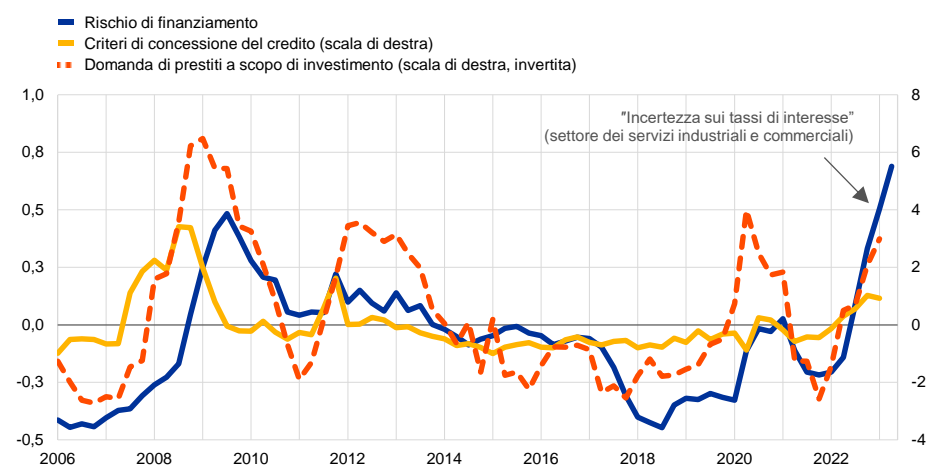
### Attualmente le imprese considerano le condizioni di finanziamento come un rischio significativo.

Ai fini del presente riquadro, è stato anche creato un indicatore del rischio di finanziamento basato sulla ricerca per parole chiave, quali “tasso di interesse”, “condizioni di finanziamento” e “costi di indebitamento”, unitamente a “incertezza” e “rischio”. Le condizioni di finanziamento sono state percepite come un rischio elevato durante la crisi finanziaria mondiale, in linea con l’inasprimento dei criteri di concessione del credito e la riduzione dell’erogazione di prestiti finalizzati agli investimenti, come evidenziato dall’indagine sul credito bancario nell’area dell’euro (cfr. il grafico E). Le imprese del campione sembrano anche aver considerato le condizioni di finanziamento come un rischio più elevato durante la crisi del debito sovrano. Nella fase di ripresa tra il 2015 e il 2019 la percezione del rischio relativo alle condizioni di finanziamento è complessivamente scesa ai livelli osservati prima della crisi finanziaria mondiale. Finora, nel 2023, dopo un lieve picco durante la pandemia, le imprese hanno percepito le condizioni di finanziamento come un rischio elevato e crescente, in un contesto di tassi di interesse in rapido aumento e di recenti tensioni nei mercati finanziari, con valori che negli ultimi trimestri hanno raggiunto livelli che non erano più stati osservati dall’inizio della crisi finanziaria mondiale. Sebbene gli indicatori non siano direttamente comparabili, dato che l’indicatore del rischio finanziario è più ampio, emerge una certa correlazione con i criteri di concessione del credito. Secondo l’indagine sul credito bancario, il più elevato rischio di finanziamento percepito coincide anche con una contrazione della domanda di prestiti a fini di investimento.

## Grafico E

### Rischio di finanziamento, criteri di concessione del credito e domanda di prestiti per investimenti fissi nell'area dell'euro

(punteggio Z, saldi percentuali)



Fonti: NL Analytics, indagine sul credito bancario nell'area dell'euro ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la ricerca testuale per l'indicatore del rischio di finanziamento copre parole chiave quali "tassi di interesse", "condizioni di finanziamento" e "costi di indebitamento". Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre per i criteri di concessione del credito e la domanda di prestiti e al secondo trimestre del 2023 per il rischio di finanziamento (per le teleconferenze tenute fino al 12 giugno).

### 3 Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro

a cura di Elke Hahn

**Gli utili sono una componente integrante dei prezzi alla produzione, come i costi di produzione quali i salari o il costo degli input intermedi.** Le imprese

determinano gli utili desiderati fissando i prezzi a un certo livello al di sopra dei costi sostenuti per ottenere una remunerazione del capitale. Gli andamenti di utili e salari, registrati dal deflatore del PIL, sono determinanti importanti dell'inflazione di fondo, come illustra la forte correlazione tra il deflatore del PIL e gli indicatori dell'inflazione di fondo, quale l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) al netto di beni energetici e alimentari o lo IAPC al netto dei beni energetici (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>.

Il presente riquadro analizza l'impatto che i profitti hanno avuto sull'inflazione interna in base agli utili unitari ricavati dalle contabilità nazionali<sup>2,3</sup>. Inoltre, mostra come gli indicatori di profitto derivati dai conti settoriali istituzionali, più prossimi agli utili delle imprese, abbiano contribuito all'inflazione interna e come gli attuali segnali basati sugli utili unitari provenienti dalle contabilità nazionali si integrino con i segnali provenienti dai mark-up e dagli indicatori dei margini di profitto derivanti dai conti delle imprese.

---

<sup>1</sup> Ciò vale nonostante le differenze concettuali tra le due tipologie di misura. Esistono differenze concettuali per quanto riguarda, ad esempio, la copertura delle pressioni sui prezzi, poiché il deflatore del PIL copre solo le componenti del valore aggiunto, mentre gli indicatori dell'inflazione di fondo comprendono tutte le componenti del prezzo degli output. Analogamente, il deflatore del PIL coglie le pressioni sui prezzi nell'economia interna, mentre indicatori come lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari si riferiscono agli andamenti dei prezzi nei settori dei beni di consumo in questione, indipendentemente dal fatto che tali beni o servizi siano prodotti internamente o importati.

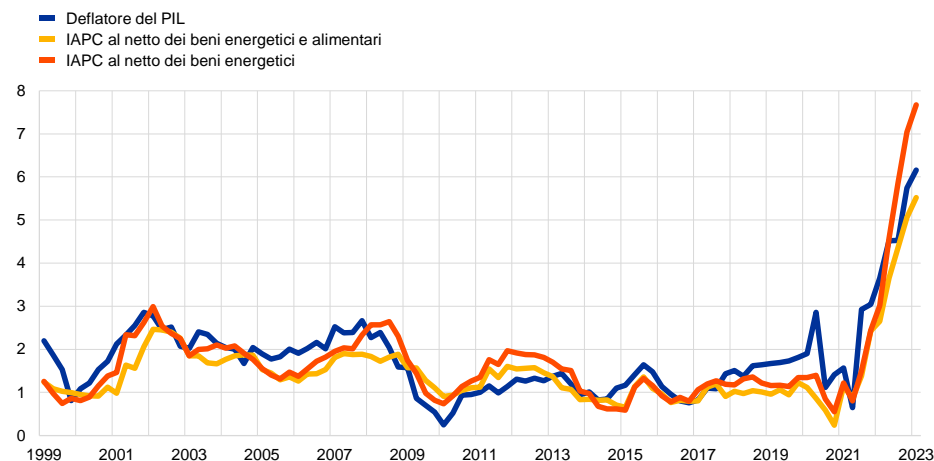
<sup>2</sup> È opportuno notare che gli utili unitari e quelli delle imprese sono concettualmente diversi, come spiegato più avanti nel riquadro.

<sup>3</sup> Cfr. Arce, Ó., Hahn, E. e Koester, G., "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *Il Blog della BCE*, BCE, 30 marzo 2023.

## Grafico A

### Pressioni interne sui prezzi e alcuni indicatori selezionati dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre 2023.

#### Le misure dei profitti differiscono in termini di portata e obiettivi.

Nelle contabilità nazionali, il ruolo dei profitti nelle pressioni interne sui prezzi è analizzato mediante gli utili unitari, definiti come margine operativo lordo (MOL) e reddito misto per unità di PIL in termini reali. Le stime della BCE consentono di ricavare tale misura anche per il settore delle società non finanziarie (SNF). Un'ulteriore misura dei profitti disponibile nelle contabilità nazionali per l'analisi dell'inflazione è il cosiddetto indicatore dei margini di profitto, calcolato come il rapporto tra il deflatore del PIL a prezzi base e il costo del lavoro per unità di prodotto. Esso valuta la misura in cui la dinamica dei profitti ha rafforzato o attenuato quella del costo del lavoro per unità di prodotto per spiegare le pressioni interne sui prezzi. Due misure dei profitti ricavabili dai conti delle imprese sono il mark-up e il margine di profitto. Il mark-up è definito come il rapporto tra prezzi e costi marginali, in cui questi ultimi sono di norma approssimati in pratica attraverso i costi medi. Tale indicatore può essere utilizzato per valutare le strategie di determinazione dei prezzi delle imprese. Un indicatore dei margini di profitto comunemente utilizzato, derivante dal conto economico delle imprese nel contesto del metodo del costo delle vendite, è il margine di profitto lordo, calcolato come il rapporto tra profitti lordi divisi per il fatturato, dove i profitti lordi sono definiti come il fatturato meno il costo dei beni venduti (ovvero meno il costo dei materiali e del lavoro, tra le altre cose).

#### Gli utili unitari possono essere influenzati dall'andamento dei consumi intermedi.

Il PIL si basa sul concetto di valore aggiunto. Comprende i contributi forniti dagli utili (definiti come MOL e reddito misto) e dai redditi da lavoro dipendente, nonché dalle imposte (al netto dei sussidi) sulla produzione ma, a differenza della produzione lorda, non comprende i consumi intermedi (come quello di energia o di materiali)<sup>4</sup>. Tuttavia, poiché i consumi intermedi sono già dedotti interamente dal PIL, l'andamento dei profitti può fornire indicazioni sulla misura in cui

<sup>4</sup> Una misura del prodotto lordo è disponibile nelle statistiche input-output. Tuttavia, la mancanza di tempestività nella pubblicazione di tali dati ne limita l'applicazione nell'analisi delle politiche.

una variazione dei costi per consumi intermedi si riflette sui prezzi alla produzione. Prescindendo da altri effetti sugli utili unitari, se una situazione caratterizzata da forti aumenti dei costi dei consumi intermedi (come osservato negli ultimi due anni) registra anche un indebolimento dell'andamento degli utili unitari, ciò indica che i profitti hanno (in tutto o in parte) attenuato l'aumento dei costi, affinché non si trasmettessero (o non per intero) al prezzo degli output. Se, per contro, l'andamento degli utili unitari rimane sostanzialmente invariato o addirittura si rafforza in questo scenario, ciò suggerisce che i prezzi degli output sono aumentati in misura pari, o persino maggiore, rispetto all'aumento dei costi.

**Le pressioni interne sui prezzi, misurate dal deflatore del PIL, hanno registrato un forte aumento dalla metà del 2021, con ampi contributi sia del costo del lavoro per unità di prodotto sia degli utili unitari.** Nel primo trimestre del 2023 il tasso di crescita annua del deflatore del PIL nell'area dell'euro ha raggiunto un massimo storico del 6,2 per cento, in rialzo dal 5,7 per cento del trimestre precedente, dopo aver toccato un minimo dello 0,6 per cento nel secondo trimestre del 2021 (cfr. il grafico B). Tra il 1999 e il 2019, cioè nel periodo precedente la crisi legata al coronavirus (COVID-19), la media era pari all'1,6 per cento. Come mostra il grafico B, sia il costo del lavoro per unità di prodotto sia gli utili unitari hanno contribuito all'aumento del deflatore del PIL nell'ultimo anno e mezzo. Negli ultimi tre trimestri il contributo degli utili unitari è stato particolarmente consistente, rappresentando circa il 60 per cento della crescita totale del deflatore del PIL (superiore alla quota del PIL nominale per MOL e reddito misto del 42 per cento)<sup>5</sup>. Il contributo dei sussidi al deflatore del PIL è stato eccezionalmente elevato durante la crisi legata al COVID-19 a causa del sostegno pubblico connesso alle misure di integrazione salariale, ma contributi insolitamente consistenti sono stati osservati anche più di recente, per il sostegno pubblico fornito durante la crisi energetica.

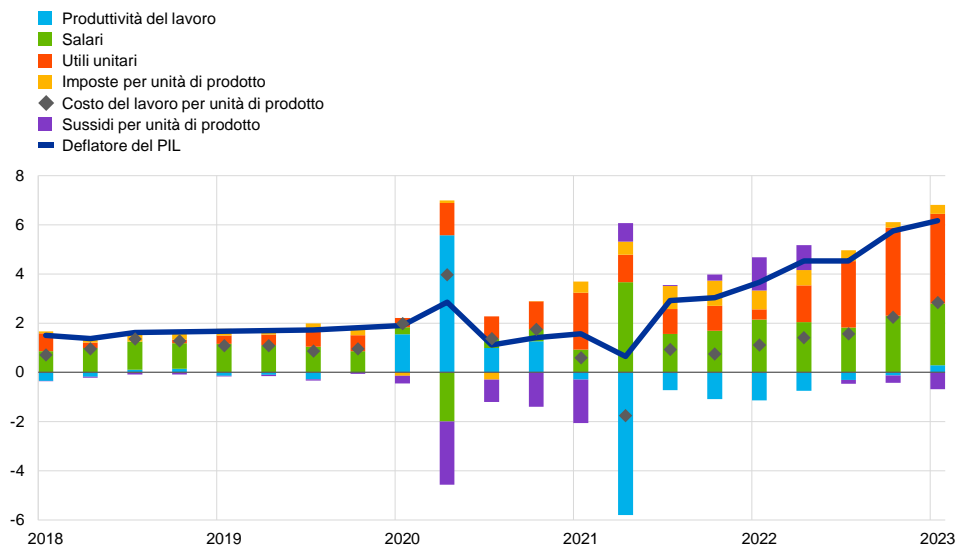
---

<sup>5</sup> Al contrario del grafico B, il grafico 1 in Arce et al., op. cit., fornisce una scomposizione del deflatore del PIL che include una correzione per il reddito dei lavoratori autonomi. Da notare che le differenze tra i due grafici in termini di contributo degli utili unitari sono modeste.

## Grafico B

### Deflatore del PIL e relativi contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni sono relative al primo trimestre 2023.

### MOL e reddito misto impiegati nell'indicatore degli utili unitari riflettono una concezione ampia di profitti.

Il MOL copre tutti i settori istituzionali, mentre il reddito misto si riferisce al settore delle famiglie, che include anche le imprese senza personalità giuridica. Il reddito misto può essere considerato come i profitti dei lavoratori autonomi o delle imprese senza personalità giuridica, al netto dei vari costi sostenuti. Tuttavia, tali profitti includono anche i redditi per gli input di lavoro dei lavoratori autonomi. Un modo comune per correggere il reddito da lavoro incluso nel reddito misto contempla l'assunto secondo cui i lavoratori autonomi guadagnino lo stesso salario medio dei lavoratori dipendenti e sottrae tale reddito da lavoro imputato dalla componente MOL e reddito misto<sup>6</sup>. Tale componente comprende anche il reddito derivante dai servizi abitativi, ovvero i canoni di locazione, che interessano tutti i settori istituzionali dell'economia, nonché gli affitti imputati per le abitazioni occupate dai proprietari, che interessano solo il settore delle famiglie. I redditi da lavoro autonomo e da servizi abitativi in genere non sono considerati parte costituente degli utili delle imprese<sup>7</sup>. Un altro elemento della componente MOL e reddito misto che vale la pena citare in tale contesto è il consumo degli investimenti fissi, che rappresenta i redditi da capitale che sono stati percepiti ma che possono anche essere considerati un costo sostenuto dalle imprese, in quanto necessario a sostituire il capitale deprezzato. Di conseguenza, un migliore indicatore degli utili delle imprese consiste nel margine operativo lordo o netto delle SNF nei conti settoriali, in cui il dato netto è calcolato come la differenza tra il margine operativo lordo delle SNF e il consumo di investimenti fissi. Un ultimo elemento nel

<sup>6</sup> Tale correzione per il reddito dei lavoratori autonomi si applica in genere al calcolo del contributo standard che gli utili forniscono al deflatore del PIL nell'area dell'euro. Cfr., ad esempio, il grafico 1 in Arce et al., op. cit.

<sup>7</sup> Per una recente trattazione dettagliata, cfr. Haskel, J., *What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?*, discorso pronunciato al Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 25 maggio 2023.

determinare ciò che costituisce i profitti si riferisce all'impatto dei sussidi (inclusi nelle imposte al netto della componente dei sussidi nel PIL). A seconda dei destinatari, essi sono inclusi negli utili o nei redditi da lavoro e compensati nella scomposizione del deflatore del PIL attraverso la componente dei sussidi. Negli ultimi anni il COVID-19 e la crisi energetica hanno dato luogo a sovvenzioni eccezionalmente elevate, in quanto il sostegno pubblico attraverso le misure di integrazione salariale e in relazione alla crisi energetica è stato in parte fornito mediante sussidi. Negli anni più recenti hanno pertanto avuto un impatto visibile sulle componenti del lavoro e degli utili<sup>8</sup>. È evidente che tali sussidi erogati alle imprese devono essere distinti dagli utili dell'impresa. Tuttavia, qualsiasi finanziamento aggiuntivo attraverso sussidi potrebbe, in linea di principio, avere un impatto sui piani delle imprese di adeguare i prezzi.

**I dati settoriali suggeriscono che l'andamento dei margini operativi lordi e netti delle SNF è stato una determinante importante del recente vigore degli utili unitari complessivi.** Come indicato in precedenza, i margini operativi lordi e netti delle SNF sono più prossimi agli utili delle imprese rispetto alla componente MOL e reddito misto, che si riferisce all'intera economia. Il grafico C mostra il contributo fornito agli utili unitari per l'intera economia dal margine operativo netto, dal consumo di investimenti fissi e da altri redditi delle SNF, come illustrato nel grafico B. Tale scomposizione mostra che, sebbene tutte e tre le componenti si siano rafforzate negli ultimi trimestri, i margini operativi lordi e netti delle SNF, di recente, sono stati più dinamici rispetto agli utili unitari complessivi e hanno rappresentato determinanti importanti della ripresa degli utili unitari<sup>9</sup>. Nella seconda metà del 2022 il loro contributo alla crescita sempre più forte del deflatore del PIL è stato notevole. Ciò dimostra che, nel complesso, le imprese non hanno assorbito gli aumenti dei costi e indica, di fatto, che i loro rincari hanno superato gli aumenti dei costi, contribuendo così all'aumento dell'inflazione interna.

---

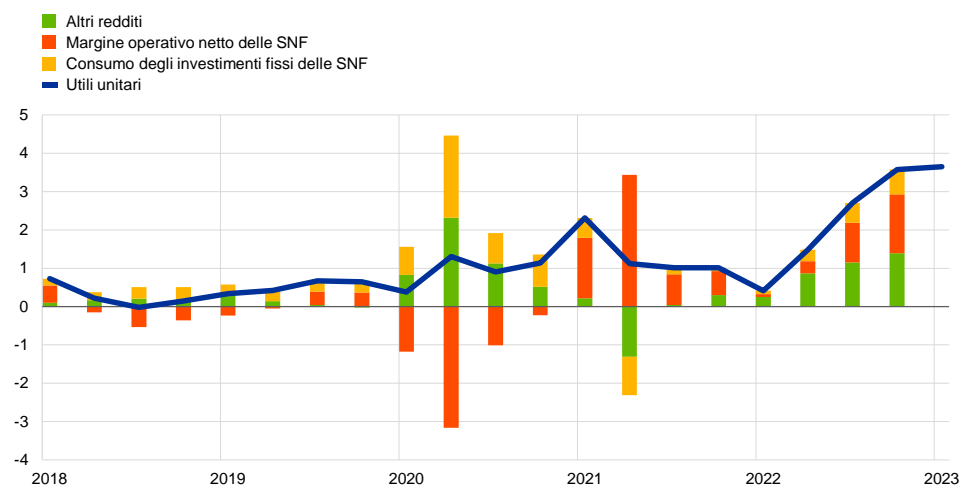
<sup>8</sup> Sebbene le sovvenzioni legate alle misure di integrazione salariale durante la recessione collegata al COVID-19 siano state principalmente finalizzate alla stabilizzazione del reddito da lavoro e si siano riflesse direttamente in tale componente del reddito, esse hanno avuto, altresì, un impatto visibile sulla componente degli utili unitari, che ha mostrato una tenuta molto maggiore rispetto alle precedenti recessioni. Sebbene le imprese in generale si impegnino per mantenere i propri dipendenti nelle fasi iniziali di una recessione rinunciando a utili unitari, la pressione al ribasso su questi ultimi sembra essere stata attenuata dal ricorso molto più diffuso alle misure di integrazione salariale nel contesto della recessione causata dal COVID-19. Cfr. il riquadro 5 [Il ruolo dei margini di profitto nell'adeguamento allo shock da COVID-19](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

<sup>9</sup> Se da un lato i margini operativi lordo e netto delle SNF rappresentano il 54 e il 28 per cento, rispettivamente, del totale di MOL e reddito misto o dell'intera economia, dall'altro, nella seconda metà del 2022, essi rendono conto di quote maggiori, pari a quasi il 60 e più del 40 per cento, rispettivamente, del contributo fornito dagli utili unitari. Con quote pari a circa il 23 e il 12 per cento, rispettivamente, del PIL nominale dell'economia, i margini operativi lordo e netto delle SNF hanno rappresentato circa il 36 e il 25 per cento, rispettivamente, della crescita complessiva del deflatore del PIL.

## Grafico C

### Scomposizione del contributo offerto dagli utili unitari

(contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023 per gli utili unitari e al quarto trimestre del 2022 per le componenti.

**Le pressioni interne sui prezzi nel settore delle SNF hanno superato quelle osservate nell'intera economia negli ultimi trimestri, riflettendo la forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, nonché il contributo sproporzionatamente elevato dei margini operativi per unità di prodotto (cfr. il grafico D).** Il tasso di crescita annuo del deflatore del PIL per il settore delle SNF è salito al 7,2 per cento nel quarto trimestre del 2022, superando di 1,5 punti percentuali le pressioni interne sui prezzi nell'economia nel suo complesso. Ciò si discosta dalle regolarità storiche, in quanto il tasso di crescita del deflatore del PIL per il settore delle SNF è stato in genere inferiore al dato equivalente per l'intera economia<sup>10</sup>. La recente forte crescita del deflatore del PIL per il settore delle SNF ha rispecchiato in parte la forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in tale settore, il cui tasso di crescita sui dodici mesi si è collocato al 5,1 per cento nel quarto trimestre del 2022 (0,6 punti percentuali al di sopra del tasso equivalente per l'intera economia). Nonostante tali andamenti, nella seconda metà del 2022 i margini operativi lordi e netti hanno contribuito in misura sproporzionata alle pressioni interne sui prezzi nel settore delle SNF, rappresentandone quasi il 50 per cento in termini lordi e poco più del 30 per cento in termini netti, chiaramente al di sopra delle relative quote di PIL nominale (rispettivamente circa il 40 e il 20 per cento).

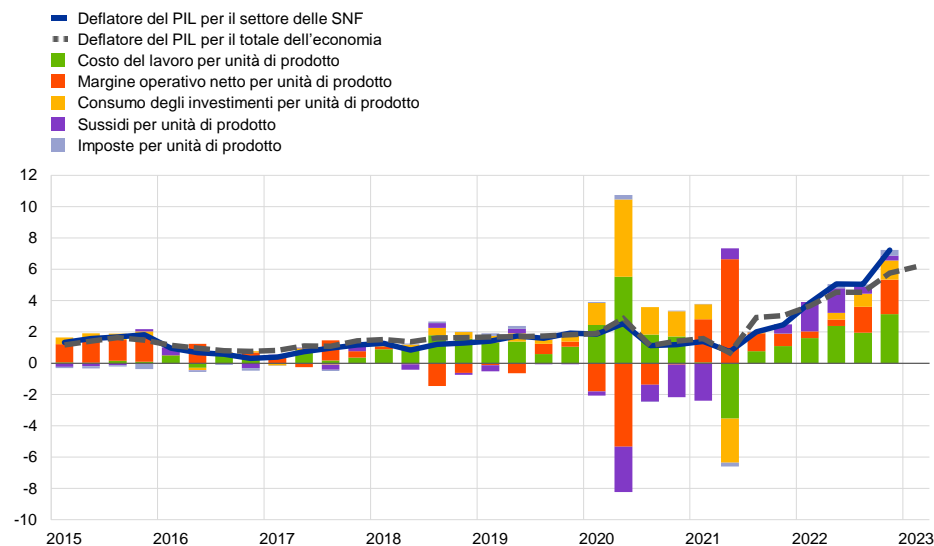
<sup>10</sup> Nel periodo tra il 2002 e il 2021 (ovvero prima dei forti incrementi recenti), il tasso di crescita medio del deflatore del PIL per il settore delle SNF è stato dell'1,1 per cento, a fronte di un tasso dell'1,6 per cento per l'economia nel suo complesso. Da notare che il deflatore del PIL per il settore delle SNF si basa su stime interne della BCE ed è disponibile solo a partire dal 2002.



## Grafico D

### Deflatore del PIL per il settore delle SNF e relativi contributi

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



**Le determinanti macroeconomiche tradizionali avrebbero segnalato una dinamica molto più debole degli utili unitari, a indicare che la loro crescita recente è stata determinata principalmente da fattori meno ordinari.** Di norma, gli utili unitari sono particolarmente influenzati dal ciclo economico e dalle ragioni di scambio<sup>11</sup>. Ci si sarebbe potuti aspettare che il rallentamento ciclico dell'attività economica fino al primo trimestre del 2023 e gli andamenti avversi delle ragioni di scambio nel 2022 avrebbero frenato la dinamica degli utili unitari. Un primo motivo alla base dell'insolito vigore degli utili unitari è che la domanda ha superato l'offerta in molti settori, in quanto la pandemia ha generato dei vincoli diffusi dal lato dell'offerta, mentre la domanda, repressa durante la pandemia, è tornata vigorosa nel periodo successivo. Un secondo motivo è che la forte dinamica dei prezzi degli input (ad esempio dei beni energetici) ha reso più facile per le imprese rialzare i prezzi, giacché in tale situazione è più difficile stabilire se l'aumento dei prezzi sia stato causato da costi più elevati o da utili unitari più elevati<sup>12</sup>. Inoltre, le attese di ulteriori forti aumenti dei prezzi degli input potrebbero aver indotto le imprese ad anticipare i rincari per distribuire uniformemente le variazioni dei prezzi nel tempo<sup>13</sup>. Un'ulteriore ragione potenziale consiste nel fatto che l'elevato contesto di inflazione innescato dallo shock delle ragioni di scambio ha comportato una significativa

<sup>11</sup> Cfr. il riquadro 6 *La relazione tra profitti e pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* nel numero 6/2019 di questo Bollettino, settembre 2019, e il riquadro 5 *Il ruolo dei margini di profitto nell'adeguamento allo shock da COVID-19* nel numero 2/2021 di questo Bollettino, marzo 2021.

<sup>12</sup> Per evidenze sulla relazione tra inflazione e crescita degli utili, cfr. Andler, M. e Kovner, A., "Do corporate profits increase when inflation increases?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 luglio 2022.

<sup>13</sup> Cfr. Glover, A., Mustré-del-Río, J. e von Ende-Becker, A., "How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?", *Economic Review*, vol. 108, n. 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, primo trimestre del 2023.

diminuzione di reddito reale per l'economia nazionale, con un potenziale conseguente tentativo da parte di lavoratori e imprese di recuperare tali perdite.

**Il ruolo rivestito dai profitti (delle imprese) nell'inflazione è stato recentemente valutato anche sulla base dei mark-up e dei margini di profitto stimati ricavati dai conti delle imprese.** Sebbene altri studi basati sui dati dei profitti e degli utili unitari derivati dalle contabilità nazionali confermino i risultati del presente riquadro<sup>14</sup>, il fatto che i mark-up e i margini di profitto stimati ricavati dai conti delle imprese siano sostanzialmente invariati viene spesso interpretato come una minore chiarezza del ruolo dei profitti per quanto riguarda l'inflazione<sup>15</sup>. Tuttavia, comparando i concetti sottostanti e gli esempi stilizzati dei modi in cui questi diversi indicatori reagiscono a uno shock dei costi intermedi degli input, emerge che le rispettive variazioni forniscono di fatto un quadro coerente.

**In una situazione caratterizzata da forti aumenti dei costi dei consumi intermedi, i mark-up sostanzialmente invariati che sono stati registrati sono di fatto coerenti con le accresciute pressioni inflazionistiche esercitate dagli utili unitari.** Il ruolo dei profitti in materia di inflazione ha recentemente attirato l'attenzione, nella letteratura economica, sulla questione se sia possibile ricavare indicazioni sul comportamento delle imprese dai dati di contabilità nazionale. Nella teoria microeconomica, in genere le imprese fissano i prezzi come mark-up sui costi marginali. Di conseguenza, possono emergere pressioni sui prezzi sia dai costi marginali sia dai mark-up. Questi ultimi vengono solitamente utilizzati per valutare le strategie di fissazione dei prezzi delle imprese, che sono considerate invariate se il mark-up è invariato. In presenza di forti aumenti dei costi, un mark-up invariato implica incrementi altrettanto marcati degli utili unitari. Dal punto di vista di un'impresa, il mark-up invariato potrebbe essere considerato come un'immutata strategia di fissazione dei prezzi e, a tale riguardo, potrebbe non essere considerato un contributo attivo alle pressioni inflazionistiche, in quanto i profitti starebbero semplicemente registrando la stessa forte dinamica dei costi complessivi. Tuttavia, dal punto di vista dell'analisi macroeconomica e dell'inflazione, qualsiasi aumento di una componente di prezzo contribuisce all'inflazione, a prescindere da eventuali variazioni del processo sottostante di formazione dei prezzi<sup>16</sup>.

**La tavola A fornisce esempi stilizzati di andamenti dei mark-up e degli utili unitari in risposta a uno shock dei costi intermedi degli input.** La tavola distingue, sulla base di una struttura ipotetica dei costi, tra uno scenario (Caso 1) in cui il mark-up sui costi totali rimane invariato dopo lo shock sui costi intermedi degli input e un altro scenario (Caso 2) in cui solo l'aumento puro dei costi degli input

<sup>14</sup> Cfr., ad esempio, Ragnitz, J., *Gewinninflation und Inflationsgewinner*, ifo Institute, 7 dicembre 2022; Capolongo, A., Kühl, M. e Skovorodov, V., "Firms' profits: cure or curse?", *ESM Blog*, 12 maggio 2023; e Commissione europea, *Previsioni economiche della primavera 2023: un miglioramento delle prospettive in presenza di sfide persistenti*, 15 maggio 2023.

<sup>15</sup> Cfr., ad esempio, Colonna, F., Torrini, R. e Viviano, E., "La quota dei profitti e il mark-up: come interpretarli?", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper)*, n. 770, Banca d'Italia, maggio 2023, sulla questione dei mark-up, e Schlautmann, C., "Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt", *Handelsblatt*, 2 maggio 2023, sui margini di profitto derivati dai conti societari.

<sup>16</sup> Colonna et al., op. cit., mostrano altresì che le variazioni della quota degli utili non corrispondono sempre a quelle del mark-up e che, al pari degli utili unitari, la quota degli utili non può essere considerata un indicatore inequivocabile delle variazioni nel comportamento dei prezzi.

è trasferito al prezzo dell'output (con conseguente variazione del mark-up). Nel Caso 1, un aumento del 67 per cento dei costi dei fattori di produzione nel periodo T1 comporta un aumento dei costi totali del 33 per cento. Se si applica un mark-up invariato del 20 per cento sui costi totali, anche i profitti e gli utili unitari dell'impresa aumentano del 33 per cento, contribuendo così all'inflazione insieme allo shock iniziale sui costi degli input. Nel Caso 2, i costi degli input e i costi totali aumentano di un importo pari a quello del Caso 1, ma solo l'aumento puro dei costi è trasferito al prezzo, mentre gli utili non sono adeguati in risposta allo shock dei costi degli input. In questa situazione il prezzo aumenta in misura minore rispetto al Caso 1 (28 per cento) e implica un calo del mark-up. I profitti e gli utili unitari sono rimasti invariati, pertanto non contribuiscono all'inflazione. Gli esempi mostrano pertanto che, in presenza di uno shock sui costi degli input, gli aumenti degli utili unitari e il loro contributo all'inflazione possono essere coerenti con un mark-up costante e pertanto con un'invariata politica dei prezzi. Mostrano inoltre che il mark-up deve diminuire affinché gli utili unitari restino invariati nel caso di uno shock sui costi degli input.

### Tavola A

Esempio stilizzato degli andamenti degli indicatori dei profitti in risposta a uno shock sui costi degli input

Indicatori dei conti nazionali	Periodo iniziale (T0)	Caso 1		Caso 2	
		Ipotesi di mark-up costante		Nessuna ipotesi di mark-up costante	
		T1	% di variazione da T0 a T1	T1	% di variazione da T0 a T1
Mark-up sui costi totali	20%	20%	0%	15%	-25%
Unità reali	100	100	0%	100	0%
Costi intermedi	6.000	10.000	67%	10.000	67%
Costi del lavoro	6.000	6.000	0%	6.000	0%
Costi totali = costi intermedi + costi del lavoro	12.000	16.000	33%	16.000	33%
Utili	2.400	3.200	33%	2.400	0%
Prodotto lordo nominale = costi totali + utili	14.400	19.200	33%	18.400	28%
Utili unitari = utili / unità reali	24	32	33%	24	0%
Prezzo = prodotto lordo nominale / unità reali	144	192	33%	184	28%
Quota degli utili = utili / (utili + costi del lavoro)	29%	35%	22%	29%	0%
Quota dei profitti = utili / prodotto lordo nominale	17%	17%	0%	13%	-22%

Fonte: BCE.

Nota: nel Caso 1 si ipotizza che il mark-up sui costi totali resti costante; nel Caso 2 il calcolo del mark-up si basa sull'ipotesi che il prezzo rifletta solo i costi aggiuntivi degli input, non i profitti aggiuntivi.

**Analogamente, in una situazione caratterizzata da un aumento dei costi degli input, l'assenza di variazioni dei margini di profitto lordi nei conti delle imprese può anche essere coerente con maggiori pressioni inflazionistiche derivanti dai profitti.** Come osservato in precedenza, un indicatore comunemente utilizzato per i margini di profitto che può essere ricavato dai conti delle imprese è il margine di profitto lordo, definito come il rapporto tra gli utili lordi e il fatturato. Nonostante le differenze in termini di concetto sottostante e fonti di dati, nelle contabilità nazionali il margine di profitto lordo può essere considerato sostanzialmente come la contropartita della quota dei profitti, definita come il rapporto tra i profitti e il prodotto

lordo nominale. Su tale base, dalla tavola A si può dedurre che il margine di profitto lordo è invariato nel Caso 1 (in cui il mark-up è costante) e che tale margine di profitto lordo invariato è coerente con l'aumento degli utili unitari e con le pressioni inflazionistiche derivanti dai profitti. Nel Caso 2 (in cui solo i maggiori costi degli input si riflettono sui prezzi e gli utili unitari restano invariati), il margine di profitto lordo si riduce, poiché i profitti lordi sono rimasti invariati mentre il fatturato è aumentato.

**Nel complesso, gli utili unitari sono aumentati notevolmente negli ultimi trimestri e hanno fornito un contributo visibile alle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro, ma dovrebbero fungere da protezione contro una parte della trasmissione dell'aumento dei costi del lavoro.** La forte crescita ha interessato non solo l'indicatore ampio degli utili unitari basati su MOL e reddito misto, ma anche gli indicatori di profitto definiti in senso stretto, disponibili nelle contabilità nazionali, che sono maggiormente collegati agli utili delle imprese. Nel contesto dell'impennata dei costi intermedi degli input, il quadro di un andamento dinamico degli utili unitari e di effetti al rialzo sull'inflazione è in linea con la sostanziale stabilità dei mark-up e dei margini di profitto lordi osservati nei conti delle imprese. In prospettiva, l'esaurirsi della domanda latente legata alla pandemia, l'attenuazione delle strozzature dal lato dell'offerta e l'impatto frenante esercitato dall'inasprimento della politica monetaria implicano un aumento delle pressioni sulle imprese perché impieghino gli utili al fine di assorbire la forte crescita delle retribuzioni e la conseguente espansione del costo unitario del lavoro.

## Andamento della quota dei salari nell'area dell'euro dall'inizio della pandemia

a cura di Katalin Bodnár e Matthias Mohr

**I recenti andamenti dell'attività economica e l'impennata dell'inflazione hanno sollevato interrogativi in merito alla distribuzione del reddito tra i fattori di produzione, in particolare tra lavoro e capitale.**

La quota dei salari (o quota del lavoro) è una misura che può riflettere alcuni di questi aspetti distributivi. Indica la quota del reddito nominale nazionale attribuita al lavoro, che nel presente riquadro è calcolata come il totale dei redditi da lavoro dipendente corretto per la quota di lavoratori autonomi e diviso per il valore aggiunto nominale lordo<sup>1</sup>. La quota dei salari è strettamente correlata ai margini di profitto<sup>2</sup>. Il suo andamento riflette sia fattori strutturali di lungo periodo, come gli avanzamenti tecnologici, la globalizzazione, la riallocazione settoriale e caratteristiche istituzionali quali la regolamentazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi e i processi di determinazione delle retribuzioni (incluse le eventuali modalità di definizione del salario minimo), sia determinanti del ciclo economico più a medio termine, come le tensioni sul mercato del lavoro e il potere di contrattazione dei lavoratori<sup>3</sup>. La quota dei salari può rappresentare un importante indicatore delle pressioni inflazionistiche di secondo impatto sui prezzi.

**Nell'area dell'euro la quota dei salari è diminuita dall'inizio della guerra scatenata dall'invasione russa dell'Ucraina, dopo una certa volatilità osservata durante la pandemia di coronavirus (COVID-19) (cfr. il grafico A).**

A fine 2019 la quota dei salari si collocava lievemente al di sopra del 62 per cento, su un livello prossimo alla sua media di lungo periodo. Dall'inizio della pandemia ha registrato un forte rialzo nel secondo trimestre del 2020, al di sopra del 65 per cento. Ciò ha riflesso il disallineamento tra crescita del valore aggiunto e crescita del reddito da lavoro dovuto all'ampio ricorso a misure di integrazione salariale. Durante le restrizioni imposte dalla pandemia, il prodotto ha registrato un calo e le ore lavorate sono scese al di sotto della norma per i lavoratori dipendenti. Nondimeno, grazie alle misure di integrazione salariale, i lavoratori hanno mantenuto il posto di lavoro e

<sup>1</sup> La correzione per la quota di lavoratori autonomi nel numeratore presuppone che questi ultimi percepiscano, in media, un reddito da lavoro equivalente a quello medio dei lavoratori dipendenti a parità di settore di attività economica. Il denominatore "valore aggiunto nominale lordo" è dato dalla somma tra redditi provenienti da fattori interni (redditi da lavoro dipendente, margine operativo lordo e reddito misto), consumo di investimenti fissi (o ammortamento) e "altre imposte al netto dei sussidi alla produzione". È equivalente al "prodotto interno lordo ai prezzi base". I riferimenti ai settori di attività riguardano tutti i settori NACE, incluso quello dei servizi pubblici. Quest'ultimo comprende amministrazione pubblica, difesa, istruzione e sanità. Per definizione, la quota dei salari nel settore pubblico istituzionale è pari al 100 per cento, in ragione del fatto che i servizi pubblici non sono commercializzati, o lo sono solo in misura marginale, sui mercati e pertanto non è possibile calcolare la quota dei salari in tale settore.

<sup>2</sup> Per gli andamenti recenti dei margini di profitto, cfr. il riquadro 3 *Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

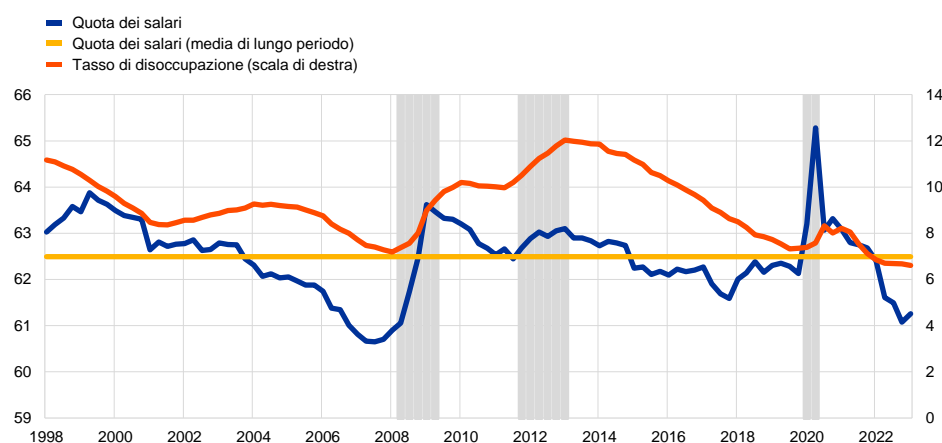
<sup>3</sup> Cfr. ad esempio, Guschanski, A. e Onaran, Ö., "The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD", *Socio-Economic Review*, vol. 20, numero 3, luglio 2022, pagg. 1091-1124; nonché Velasquez, A., "Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share", *IMF Working Paper*, n. 23/32, Fondo Monetario Internazionale, febbraio 2023.

sono stati parzialmente compensati dai governi o dai datori di lavoro per le perdite subite in termini di reddito da lavoro. Una parte significativa di questi pagamenti è stata registrata nei conti nazionali come reddito da lavoro<sup>4</sup>. Di conseguenza, il reddito da lavoro dipendente complessivo è sceso in misura minore rispetto al valore aggiunto lordo. All'inizio del 2022 le misure di integrazione salariale erano in gran parte venute meno, con la ripresa dell'attività economica, e la quota dei salari era tornata su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia. Ha quindi continuato a scendere fino alla fine dell'anno, collocandosi su un livello appena superiore al 61 per cento nell'ultimo trimestre del 2022. È poi aumentata lievemente nel primo trimestre del 2023, pur mantenendosi inferiore alla media di lungo periodo e circa 0,9 punti percentuali al di sotto del livello osservato nel quarto trimestre del 2019.

### Grafico A

#### Quota dei salari e tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

(scala di sinistra: percentuali del valore aggiunto nominale lordo; scala di destra: percentuali delle forze di lavoro)



Fonti: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023. La quota dei salari media di lungo periodo calcolata per il periodo 1998-2023 è del 62,4 per cento, pari alla media di lungo periodo calcolata fino alla fine del 2019. Le aree ombreggiate segnalano gli episodi recessivi individuati dall'EABCN. La recessione tecnica al volgere dell'anno non è riportata nel grafico, in linea con la valutazione dello Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR datata 27 marzo 2023.

#### Come fatto stilizzato generale, la quota dei salari segue un andamento

**anticiclico: aumenta all'inizio delle recessioni e diminuisce con l'inizio della ripresa.** Ciò è illustrato nel grafico A, in cui il tasso di disoccupazione (anch'esso

anticiclico) può essere considerato un indicatore del ciclo economico. Il grafico riporta anche le recessioni dell'area dell'euro. L'andamento anticiclico della quota salariale è dovuto ai diversi ritardi nella risposta di profitti e salari agli shock economici. All'inizio delle recessioni i profitti di norma contribuiscono per la maggior parte al calo del reddito, pertanto la quota dei salari aumenta. All'avvio della ripresa, i profitti registrano un forte rialzo, determinando una riduzione della quota dei salari<sup>5</sup>. Effettivamente, durante la crisi finanziaria del 2008 e quella che ha interessato l'area

<sup>4</sup> Cfr. l'articolo 2 *Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia* nel numero 8/2022 di questo Bollettino; il riquadro "Andamento delle retribuzioni orarie e dei redditi per occupato dall'inizio della pandemia di COVID-19" all'interno dell'articolo 2 *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino, nonché il riquadro 6 *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Cfr. "The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession", *World Economic Outlook*, Fondo monetario internazionale, aprile 2012, pagg. 36-37.

dell'euro nel periodo 2010-2012, la quota dei salari si collocava inizialmente su valori bassi, nel contesto di un'economia surriscaldata, ma è successivamente aumentata in misura marcata nelle due fasi recessive del periodo precedente la pandemia, a fronte del calo degli utili e delle strategie di mantenimento dei livelli occupazionali; è infine tornata a contrarsi durante la ripresa. È inoltre aumentata all'inizio della crisi legata al COVID-19 e con la successiva impennata dei prezzi dell'energia, sebbene i due episodi siano stati di natura diversa: mentre i principali shock intervenuti durante la crisi finanziaria hanno interessato per lo più la domanda, riducendo i profitti, nel contesto attuale l'economia è stata colpita da una serie di shock dal lato dell'offerta. Sebbene al momento il mercato del lavoro sia più teso e la disoccupazione più bassa rispetto al periodo della crisi finanziaria e a quello precedente (fattore che porterebbe ad attendersi un rafforzamento del potere contrattuale dei lavoratori), la situazione attuale si è rivelata più favorevole a un aumento dei margini di profitto.

**La riduzione della quota dei salari dall'inizio del 2022 è stata più consistente nell'industria e nelle costruzioni, mentre è aumentata nei servizi privati a minore intensità di contatti e nei servizi pubblici.** In questi ultimi settori, nonostante la volatilità dovuta alla pandemia, la quota dei salari è aumentata fino a raggiungere un livello ancora più elevato di quanto suggerito dalle tendenze al rialzo nel periodo pre-pandemico (cfr. il grafico B)<sup>6</sup>. In entrambi i settori, ciò riflette probabilmente la recente crescita vigorosa dei salari. I settori del mercato a minore intensità di contatti forniscono servizi principalmente ad altre imprese, compresa l'industria. L'aumento della quota salariale in questi settori (sia prima sia dopo la pandemia) potrebbe essere in parte collegato alla riduzione della quota dei salari nel settore industriale e riflettere il processo di esternalizzazione di servizi professionali con remunerazione particolarmente elevata (come quelli contabili e legali) a società di servizi più specializzate. Dall'inizio della pandemia l'accelerazione della digitalizzazione, che richiede una maggiore percentuale di lavoratori più altamente qualificati e meglio retribuiti, potrebbe aver accelerato ulteriormente tali evoluzioni<sup>7</sup>. Per i servizi a più elevata intensità di contatti (principalmente il commercio, i trasporti e i servizi di alloggio) si è osservato un calo della quota dei salari a inizio 2022; tuttavia, di recente, la dinamica ha registrato un'inversione di tendenza, mentre nell'industria e nelle costruzioni si osserva un più marcato e persistente declino.

<sup>6</sup> La quota dei salari nella sola economia di mercato, ossia al netto dei servizi pubblici, è diminuita di 1,2 punti percentuali dal quarto trimestre del 2019. Nel periodo compreso fra il quarto trimestre del 2019 e il primo del 2023, il reddito per occupato nel settore pubblico e nei settori a minore intensità di contatti è aumentato, rispettivamente, del 9,5 e del 12,4 per cento, mentre nell'intera economia è cresciuto dell'11,3 per cento. In tali ampi settori è aumentato fortemente anche il numero di occupati, rispettivamente del 4,8 e del 6,1 per cento, mentre nell'economia nel suo complesso è cresciuto del 3,1 per cento.

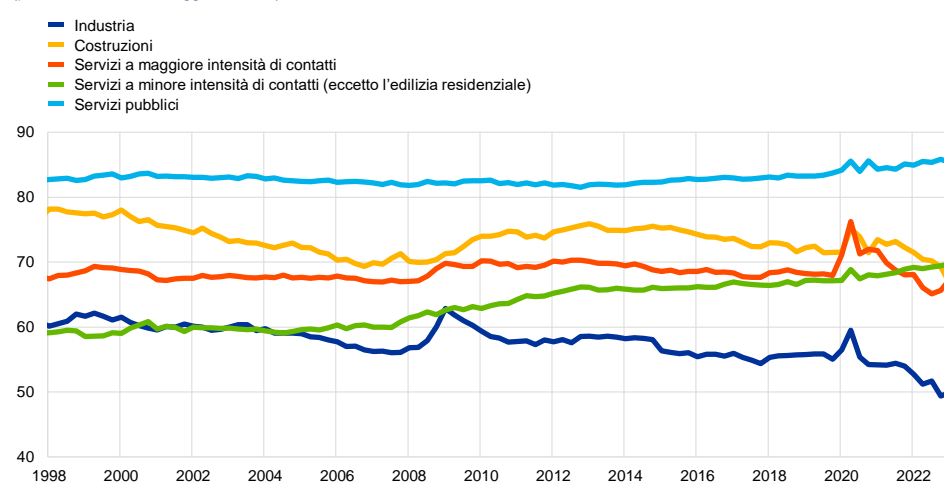
<sup>7</sup> Per evidenze empiriche sull'esternalizzazione dei servizi, cfr. Baker, P. Foster-McGregor, N. Koenen, J., Leitner, S.M., Schricker, J., Stehrer, R., Strobel, T., Vermeulen, J., Vieweg, H.-G. e Yagafarova, A., "The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation", *wiiw Research Report* n. 404, The Vienna Institute for International Economic Studies, luglio 2015; Falk, M. e Peng, F., "The increasing service intensity of European manufacturing", *The Service Industries Journal*, vol. 33(15-16), 2013, pagg. 1686-1706; e Schettkat, R. e Yocarini, L., "The shift to services employment: A review of the literature", *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 17(2), giugno 2006, pagg. 127-147. Per le evidenze empiriche, complessivamente contrastanti, sugli effetti a lungo termine della digitalizzazione e dell'automazione sui salari e sulla quota di questi ultimi, che appaiono fortemente mediati dalla struttura dell'economia e dalle istituzioni del mercato del lavoro, cfr. "Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 266, BCE, settembre 2021.

Alcune delle recenti flessioni potrebbero riflettere la carenza di manodopera emersa dopo la pandemia. A fronte delle tensioni sul mercato del lavoro, le imprese potrebbero dover assegnare alcune posizioni vacanti a lavoratori meno qualificati e con retribuzione inferiore. Anche l'aumento, nell'area dell'euro, della quota di lavoratori immigrati (che in genere percepiscono salari più bassi rispetto a quelli locali) dal 7,9 per cento nel quarto trimestre del 2019 all'8,6 per cento nel quarto trimestre del 2022, potrebbe aver contribuito al calo complessivo della quota dei salari.

## Grafico B

### Quota dei salari nei principali sotto-settori economici dell'area dell'euro

(percentuali del valore aggiunto lordo)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023. I servizi a maggiore intensità di contatti includono il commercio, i trasporti, i servizi di alloggio e gli altri servizi. Quelli a minore intensità di contatti comprendono l'informazione e la comunicazione, la finanza e le assicurazioni e i servizi professionali e amministrativi.

### La ricomposizione settoriale dell'attività economica non ha inciso sul recente calo della quota dei salari in termini aggregati osservato nell'area dell'euro.

Le variazioni della quota aggregata dei salari possono essere causate da cambiamenti delle quote dei singoli settori, per cui i comparti con una quota dei salari generalmente inferiore (o superiore) apportano un contributo maggiore al valore aggiunto complessivo. Tuttavia, un'analisi di tipo "shift and share" rileva che la redistribuzione dei pesi del valore aggiunto dai principali settori a quelli con una quota dei salari più bassa ha contribuito solo in misura marginale (di 0,1 punti percentuali) al calo della quota dei salari. Il calo è in gran parte riconducibile, invece, a riduzioni all'interno dei sotto-settori, che hanno contribuito di -0,6 punti percentuali alla diminuzione complessiva della quota dei salari a partire dall'ultimo trimestre del 2019<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Un ulteriore contributo negativo di circa -0,2 punti percentuali è provenuto da una componente residua, che ha riflesso una correlazione negativa tra i livelli settoriali della quota dei salari e le rispettive variazioni. Il calcolo segue l'analisi "shift and share" della produttività teorizzata in Denis, C., McMorrow, K. e Röger, W., "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy — Economic Papers*, n. 208, Commissione europea, luglio 2004, pag. 78.



**La riduzione dei salari reali riflette la più bassa quota dei salari e il deterioramento delle ragioni di scambio, anche se l'impatto delle perdite salariali in termini reali sui redditi delle famiglie è stato in parte attenuato dalle misure di sostegno di bilancio.** I salari reali sono diminuiti dall'inizio della guerra in Ucraina, segnalando come parte del recente shock alle ragioni di scambio e del relativo impatto sull'inflazione al consumo sia stato assorbito dai lavoratori (cfr. il grafico C). Nel primo trimestre del 2023 i salari reali hanno evidenziato un parziale recupero. Sebbene la scomposizione dei salari reali in quota dei salari, ragioni di scambio e crescita della produttività sia di natura meccanica e non tenga conto del carattere endogeno di tali andamenti (ad esempio per quel che riguarda quota dei salari e crescita della produttività), è comunque in grado di rappresentare la correlazione degli andamenti della quota dei salari e dei salari reali negli ultimi trimestri. Da un lato, ciò riflette lo scaglionamento dei processi negoziali, che comporta un adeguamento dei salari più lento rispetto a prezzi e profitti. Dall'altro, alcune misure di sostegno pubblico, pari all'1,9 per cento del PIL dell'area dell'euro nel 2022, hanno attenuato l'impatto dell'inflazione elevata (soprattutto di quella relativa ai beni energetici) sulle famiglie a basso reddito e mitigato gli effetti sul reddito delle perdite dei salari in termini reali<sup>9</sup>. Tale sostegno potrebbe aver concorso a contrastare sia la volatilità nell'economia reale sia l'impatto dell'elevata inflazione. Pertanto, è probabile che il calo della quota dei salari sovrastimi la variazione effettiva della distribuzione del reddito. A fronte della graduale riduzione dell'inflazione complessiva, il rafforzamento della dinamica dei salari nominali e la conseguente crescita del costo del lavoro per unità di prodotto potranno presumibilmente essere assorbiti dai profitti: la quota dei salari dovrebbe pertanto registrare una ulteriore ripresa fino a valori prossimi alla media di lungo periodo pre-pandemia<sup>10</sup>.

---

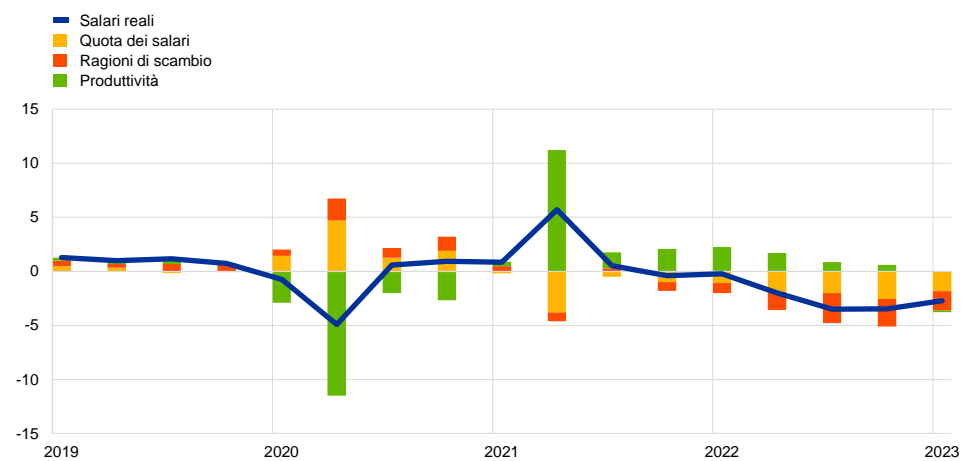
<sup>9</sup> Cfr. il riquadro 5 *Chi paga il conto? L'impatto disomogeneo del recente shock sui prezzi dell'energia* e il riquadro 9 *Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi energetica e all'inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

<sup>10</sup> Cfr. il riquadro 3 *Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

## Grafico C

### Quota dei salari e salari reali nell'area dell'euro

(tassi percentuali di crescita sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023. La voce "Ragioni di scambio" è calcolata come il rapporto tra il deflatore del valore aggiunto e quello dei consumi privati. A differenza del primo, quest'ultimo incorpora i beni e i servizi importati.

## 5 Le aspettative delle imprese sui prezzi di vendita: evidenze dall'indagine SAFE

a cura di Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund ed Erzsebet Judit Rariga

**Il presente riquadro illustra le aspettative delle imprese circa i propri prezzi di vendita nel periodo tra aprile 2023 e aprile 2024, soffermandosi sull'eterogeneità osservata tra i settori al dettaglio e all'ingrosso.**

L'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento ([Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE](#)), condotta tra il 6 marzo e il 14 aprile 2023, ha incluso due domande specifiche sulle aspettative soggettive delle imprese circa le variazioni a) dei prezzi di vendita applicati e b) delle retribuzioni dei dipendenti nei dodici mesi successivi<sup>1</sup>. Il riquadro si concentra esclusivamente sulle aspettative delle imprese riguardanti i prezzi di vendita. Poiché l'indagine SAFE è rivolta a imprese che vendono sia ad altre imprese sia ai consumatori, le aspettative medie espresse sui prezzi di vendita futuri rappresentano una combinazione di prezzi alla produzione e prezzi al consumo. Le imprese sono state pertanto raggruppate in due ampie categorie, imprese del settore al dettaglio e all'ingrosso, secondo la loro classificazione NACE di settore<sup>2</sup>, al fine di distinguere tra quelle che vendono beni intermedi, beni finali e servizi ad altre imprese e quelle che vendono direttamente ai consumatori finali<sup>3</sup>.

**In media le imprese dell'area dell'euro prevedono un incremento dei prezzi di vendita del 6,1 per cento nei successivi dodici mesi, con aumenti più elevati nel settore al dettaglio (cfr. il grafico A)<sup>4</sup>.** In base alla classificazione NACE, le imprese del settore al dettaglio e di altri settori che vendono prevalentemente ai consumatori finali hanno riferito, in media, prezzi di vendita attesi significativamente

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli sulle aspettative delle imprese in materia di salari, cfr. il riquadro 1 "Ad hoc questions – Firms' expectations about selling prices and wages" nel [rapporto](#) sulla 28ª edizione dell'indagine SAFE (ottobre 2022-marzo 2023).

<sup>2</sup> La "Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea", abbreviata come NACE, è la classificazione delle attività economiche nell'Unione europea.

<sup>3</sup> La categoria "imprese del settore al dettaglio" comprende le imprese che operano principalmente nel commercio al dettaglio, nelle vendite di autovetture, nel trasporto di passeggeri, nei servizi di alloggio e di ristorazione, settori che ricadono direttamente nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Le imprese appartenenti alla categoria "settore all'ingrosso" operano principalmente nei settori manifatturiero e delle costruzioni. Questo gruppo riflette più da vicino i beni intermedi o i beni finali che sono meno direttamente legati ai consumatori/al commercio al dettaglio. Sebbene questo esercizio si concentri sulle imprese dei settori rilevanti per il calcolo dello IAPC, il campione non riflette necessariamente la composizione complessiva del paniere dell'indice. Ne consegue che le aspettative delle imprese sui rispettivi prezzi di vendita futuri qui riportate non possano essere confrontate in modo diretto con le misure comunemente utilizzate per le aspettative sull'inflazione al consumo per tre motivi. In primo luogo, benché siano qui definite come quelle che operano nei comparti considerati per il calcolo dello IAPC, le imprese del settore al dettaglio potrebbero essere altresì coinvolte nel commercio all'ingrosso, nel qual caso i relativi prezzi rifletterebbero invece quelli alla produzione. Inoltre, diverse imprese vendono beni intermedi anziché prodotti finali, mentre nel calcolo dello IAPC rientrano solo prodotti finali. Infine, le risposte si riferiscono ai prezzi applicati dalle imprese e non a un indice aggregato dei prezzi. Le informazioni settoriali dettagliate sono ricavate collegando le singole risposte fornite nell'ambito dell'indagine ai bilanci aziendali estratti dalla banca dati Orbis di Bureau Van Dijk, l'esercizio è condotto su un sottoinsieme di 5.829 delle 10.983 imprese intervistate.

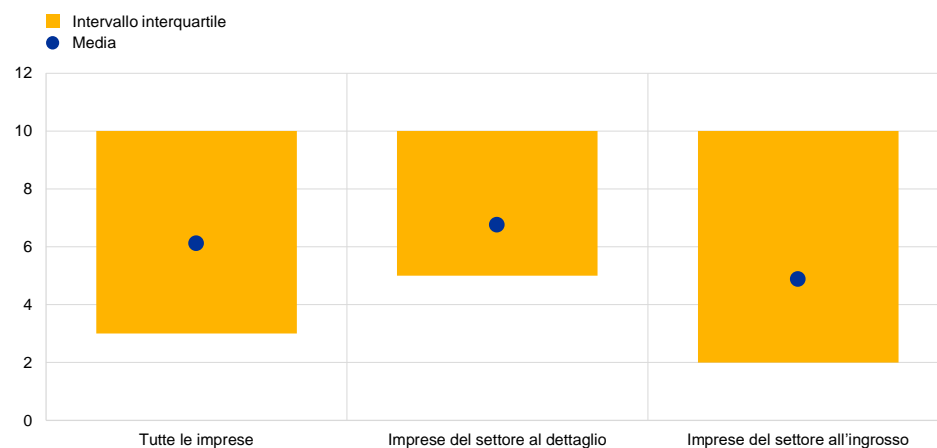
<sup>4</sup> Le medie ponderate sono calcolate al netto delle rilevazioni al di sotto del 1° percentile e al di sopra del 99° percentile delle distribuzioni per paese. L'aspettativa mediana relativa alle variazioni di prezzi e salari è esattamente pari al 5 per cento in tutte le classi dimensionali.

superiori (6,8 per cento) nei successivi dodici mesi rispetto alle imprese dei settori all'ingrosso (4,9 per cento), nonché una minore dispersione della distribuzione.

### Grafico A

#### Variazioni del prezzo medio di vendita atteso nei 12 mesi successivi

(valori percentuali)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: aspettative medie sui prezzi di vendita per i 12 mesi successivi segnalate dalle imprese dell'area dell'euro, unitamente agli intervalli interquartili, con l'utilizzo di ponderazioni applicate all'indagine. Le cifre sono calcolate al netto dei dati relativi al 1° e al 99° percentile specifici per paese. La distribuzione relativa alla voce "Tutte le imprese" comprende le risposte di tutte le imprese incluse nell'indagine SAFE (10.983). Cfr. la pertinente nota a piè di pagina per i dettagli sulla classificazione delle imprese come appartenenti al "settore al dettaglio" e al "settore all'ingrosso". La variazione del prezzo medio di vendita atteso per il sottocampione di imprese dei settori al dettaglio e all'ingrosso presente nella banca dati Orbis di Bureau Van Dijk è pari al 5,6 per cento. I dati si riferiscono alla 28ª edizione dell'indagine SAFE (ottobre 2022-marzo 2023).

### Le imprese che hanno riferito recenti aumenti dei costi degli input e del finanziamento si attendono prezzi di vendita più elevati (cfr. il grafico B).

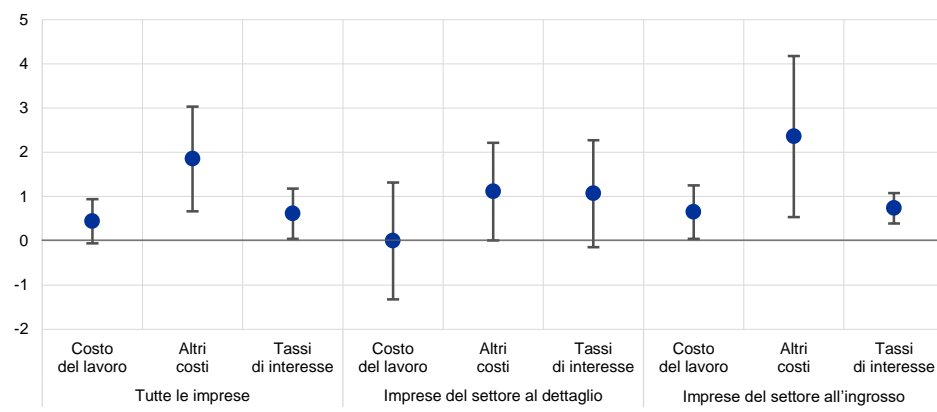
Le imprese incluse nell'indagine SAFE segnalano se il costo del lavoro, il costo di altri input (principalmente connessi a materiali ed energia) e il costo dei prestiti bancari siano aumentati, rimasti invariati o diminuiti nei sei mesi precedenti. Stando alle regressioni in forma ridotta che considerano l'impatto congiunto di tali costi di produzione e finanziamento, le imprese che hanno segnalato un aumento dei costi relativi a materiali ed energia nel periodo tra ottobre 2022 e marzo 2023 si attendono che nei successivi 12 mesi i propri prezzi di vendita aumentino di circa 2 punti percentuali in più rispetto a quelli delle imprese che hanno segnalato costi degli input diversi dal lavoro invariati o in calo. Gli aumenti pregressi riferiti del costo di energia e materiali sono rilevanti per i futuri prezzi di vendita sia per le imprese al dettaglio sia per quelle all'ingrosso, ma l'effetto è maggiore per queste ultime. Una possibile spiegazione risiede nel fatto che le imprese all'ingrosso appartengono prevalentemente al settore manifatturiero, nel quale i costi di energia e altri input rappresentano una quota più elevata dei costi totali rispetto al settore al dettaglio. Inoltre, le imprese del settore all'ingrosso che hanno segnalato aumenti pregressi del costo del lavoro e delle spese per interessi si attendono un aumento dei propri prezzi di vendita nell'anno successivo. Le stime in forma ridotta dell'impatto dei tassi di interesse sono coerenti con l'emergere di un canale dei costi del meccanismo di trasmissione monetaria attraverso il quale le variazioni dei tassi di interesse influenzano le modalità di determinazione dei prezzi e l'andamento dell'inflazione

incrementando i costi marginali in termini reali<sup>5</sup>. Allo stesso tempo, questa regressione in forma ridotta a livello di impresa non è in grado di cogliere il complessivo effetto frenante esercitato dai maggiori tassi di interesse sull'inflazione attraverso un canale tradizionale della domanda aggregata del meccanismo di trasmissione monetaria.

## Grafico B

### Prezzi di vendita attesi e costi di produzione e di finanziamento pregressi

(punti percentuali)



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

Note: il grafico mostra i coefficienti ottenuti mediante una regressione della variazione dei prezzi attesi sulle variazioni del costo del lavoro, degli altri costi (materiali ed energia) e del livello dei tassi di interesse. Le variabili riportate sul lato destro della regressione assumono il valore 1 se le imprese hanno indicato un aumento del costo del lavoro, di altri costi o del livello dei tassi di interesse per il periodo ottobre 2022-marzo 2023. Le regressioni includono effetti fissi per paese e dimensione dell'impresa. I baffi corrispondono a intervalli di confidenza del 90 per cento basati su errori standard raggruppati per paese. Cfr. la pertinente nota a piè di pagina per i dettagli sulle categorie delle voci "Tutte le imprese", "Imprese del settore al dettaglio" e "Imprese del settore all'ingrosso". I dati si riferiscono alla 28ª edizione dell'indagine SAFE (ottobre 2022-marzo 2023).

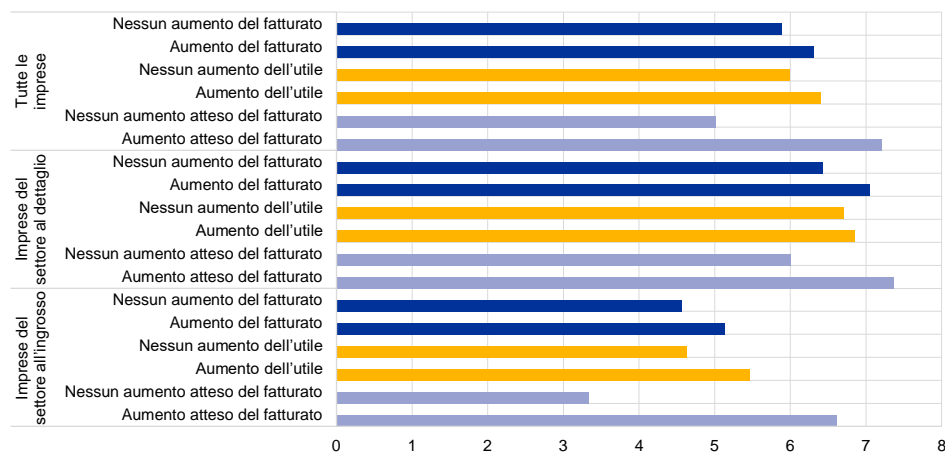
**Gli aumenti attesi dei prezzi di vendita sono più elevati per le imprese che prevedono una crescita del proprio fatturato sia nel settore al dettaglio sia in quello all'ingrosso (cfr. il grafico C).** Nelle risposte all'indagine SAFE le imprese indicano anche se il fatturato e gli utili nei sei mesi precedenti e il fatturato atteso nei sei mesi successivi siano aumentati, rimasti invariati o diminuiti. Per tutte le imprese del campione e nelle loro scomposizioni per settore, i pregressi aumenti del fatturato e degli utili non sono associati alla segnalazione, da parte delle imprese, di una differenza significativa nei prezzi di vendita attesi. Sia le imprese del settore al dettaglio sia quelle del settore all'ingrosso hanno segnalato prezzi di vendita attesi significativamente più elevati nel caso in cui abbiano anche riferito un maggiore fatturato atteso nei sei mesi successivi. Ciò potrebbe riflettere la maggiore probabilità di futuri incrementi dei prezzi applicati dalle imprese che si attendono un aumento della domanda dei propri prodotti e servizi dopo la riapertura delle attività economiche. Questo aumento atteso dei prezzi di vendita e del fatturato potrebbe anche essere determinato da costi degli input più elevati del previsto.

<sup>5</sup> Cfr., ad esempio, Ravenna, F. e Walsch, C.E., "Optimal Monetary Policy with the Cost Channel", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n. 2, marzo 2006, pagg. 199-216.

## Grafico C

### Aspettative sui prezzi di vendita in base al fatturato e agli utili

(valori percentuali)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: aspettative medie sui prezzi di vendita per i 12 mesi successivi segnalate dalle imprese dell'area dell'euro, suddivise per imprese che riferiscono un aumento o una diminuzione/assenza di variazione di fatturato/utigli nei sei mesi precedenti e imprese che riferiscono un aumento o una diminuzione/assenza di variazione del fatturato atteso nei sei mesi successivi, con l'utilizzo di ponderazioni applicate all'indagine. Le aspettative medie sui prezzi di vendita sono calcolate al netto dei dati relativi al 1° e al 99° percentile specifici per paese. La distribuzione relativa alla voce "Tutte le imprese" comprende le risposte di tutte le imprese partecipanti all'indagine (10.983). Cfr. la pertinente nota a piè di pagina per i dettagli sulla classificazione delle imprese come appartenenti al "settore al dettaglio" e al "settore all'ingrosso". I dati si riferiscono alla 28ª edizione dell'indagine SAFE (ottobre 2022-marzo 2023).

### Le imprese manifatturiere nei settori e nei paesi che hanno segnalato più elevati aumenti pregressi dei prezzi alla produzione si attendono un incremento più contenuto dei prezzi di vendita nei dodici mesi successivi (cfr. il grafico D).

Le imprese del settore manifatturiero (per le quali sono disponibili dati sui prezzi alla produzione a livello di paese-settore) evidenziano una notevole eterogeneità nei rispettivi prezzi di vendita attesi. Le imprese per le quali sono stati riferiti aumenti dei prezzi alla produzione superiori alla mediana nel terzo trimestre del 2022 si attendono un aumento di circa il 3,4 per cento (per il terzo quartile della distribuzione dell'inflazione alla produzione) e del 2 per cento (per il quarto quartile), ben al di sotto del prezzo medio di vendita atteso<sup>6</sup>. Le imprese dei settori che hanno segnalato aumenti pregressi dei prezzi alla produzione inferiori alla mediana si attendono prezzi di vendita più elevati nel corso dell'anno successivo (di circa il 5,5 per cento). Poiché i settori manifatturieri vendono principalmente input intermedi ad altri settori, questa eterogeneità potrebbe aiutare a comprendere la trasmissione dei prezzi alla produzione ai prezzi al consumo<sup>7</sup>. Le modalità di determinazione dei prezzi osservate possono essere coerenti con modelli di fissazione dei prezzi in base alle condizioni economiche ove la probabilità di adeguamenti dei prezzi aumenta con i disallineamenti di questi ultimi<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> In base ai dati trimestrali a livello di codice a due cifre della NACE Rev. 2-paese, l'indice mediano dei prezzi alla produzione per il terzo trimestre del 2022 è pari a circa il 13 per cento.

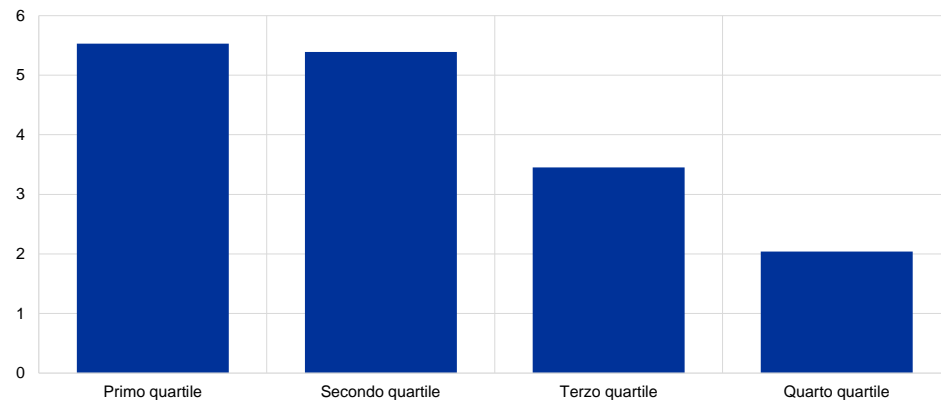
<sup>7</sup> Per un'analisi più approfondita del contributo degli utili unitari alle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro, cfr. anche il riquadro 3 *Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

<sup>8</sup> Cfr. Karadi, P., Schoenle, R. e Wursten, J., "Measuring price selection in microdata: it's not there", *Working Paper Series*, n. 2566, BCE, giugno 2021.

## Grafico D

### Aspettative sui prezzi di vendita in base ai quartili dei pregressi aumenti dei prezzi alla produzione

(valori percentuali)



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

Note: variazioni attese dei prezzi di vendita per le imprese del settore manifatturiero. Il grafico mostra i prezzi medi di vendita attesi nei successivi 12 mesi per quartili degli aumenti dei prezzi alla produzione nel terzo trimestre del 2022. L'indice dei prezzi alla produzione (IPP) è definito come la variazione percentuale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Per le imprese del primo quartile l'IPP a livello di paese-codice NACE Rev. 2 è compreso tra il -4,4 e l'8 per cento, tra l'8 e il 13 per cento per le imprese del secondo quartile, tra il 13 e il 18 per cento per le imprese del terzo quartile e tra il 18 e l'80 per cento per le imprese del quarto quartile. I dati si riferiscono alla 28ª edizione dell'indagine SAFE (ottobre 2022-marzo 2023).

## 6 L'ingente ridimensionamento dei flussi finanziari con l'esterno dell'area dell'euro nel 2022: evidenze dai dati più granulari di bilancia dei pagamenti

a cura di Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone, Martin Schmitz

**Il presente riquadro analizza il ridimensionamento dei flussi finanziari con l'estero nell'area dell'euro nel 2022, il più ampio dal tempo della crisi finanziaria globale, utilizzando nuove scomposizioni delle statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro<sup>1</sup>.**

Un evento rilevante nel 2022 ha riguardato il saldo di conto corrente dell'area dell'euro, che è passato in disavanzo per 137 miliardi di euro (-1,0 per cento del PIL), dopo l'avanzo di 285 miliardi di euro (2,3 per cento del PIL) del 2021. Ciò ha rappresentato la variazione annuale più consistente mai registrata nel saldo di conto corrente dell'area dell'euro<sup>2</sup>. Nello stesso periodo l'avanzo del conto finanziario è diminuito da 312 a 14 miliardi di euro, a fronte di una brusca inversione dei flussi finanziari dell'area dell'euro sia dal lato dell'attivo, sia del passivo. L'analisi del conto finanziario è divenuta sempre più complessa negli ultimi anni, a causa dell'espansione delle catene internazionali di intermediazione finanziaria, che spesso includono intermediari non bancari situati nei centri finanziari internazionali<sup>3</sup>. Come raccomandato nei manuali internazionali di statistica, la BCE ha messo a punto nuove scomposizioni delle statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro, al fine di agevolare un'analisi più approfondita dell'esposizione ai rischi e delle interconnessioni<sup>4</sup>.

**Il forte ridimensionamento dei flussi finanziari con l'esterno dell'area dell'euro nel 2022 è stato guidato principalmente dagli investimenti di portafoglio e dagli investimenti diretti esteri (cfr. il grafico A).** Nel 2022 le operazioni nette in attività esterne all'area da parte degli investitori dell'area hanno segnato un'inversione, passando dal picco pluriennale registrato nel 2021 (con investimenti netti pari a 1.400 miliardi di euro) a un disinvestimento netto pari a 300 miliardi di euro nell'anno successivo. Questa netta inversione di tendenza dei flussi finanziari dal lato delle attività dell'area dell'euro è riconducibile principalmente agli investimenti di

<sup>1</sup> I nuovi dati segnalati in conformità con le nuove [linee guida BCE/2018/19](#) sulle statistiche esterne includono ulteriori scomposizioni per settore residente, paese controparte e strumenti di debito per investimenti diretti esteri. Le nuove serie sono attualmente disponibili a partire dal primo trimestre del 2019 e ulteriori dati retrospettivi saranno pubblicati nel corso del 2024. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

<sup>2</sup> Cfr. gli ultimi dati statistici trimestrali pubblicati in merito alla [bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro](#).

<sup>3</sup> 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 "Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?", 17 febbraio 2020; nonché Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B. e Schreger, J., "Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), 2021, pagg.1499-1556.

<sup>4</sup> Cfr. il [manuale](#) della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero, sesta edizione (MBP6). Per i dati recenti sulle operazioni finanziarie tra i settori dell'area dell'euro, cfr. gli ultimi dati statistici pubblicati sugli [andamenti economici e finanziari nell'area dell'euro per settore istituzionale](#) (in particolare, la tavola 1).



portafoglio, sia nella componente azionaria (azioni quotate e quote di fondi di investimento) sia in quella obbligazionaria. Inoltre, i flussi di investimenti diretti esteri (IDE) hanno contribuito particolarmente al ridimensionamento, dopo il periodo di volatilità insolitamente elevata degli ultimi anni<sup>5</sup>. Analogamente, dal lato delle passività, gli investitori esterni all'area dell'euro sono passati da essere acquirenti netti delle attività dell'area nel 2021, a essere venditori netti nel 2022.

I disinvestimenti netti maggiori si sono registrati negli IDE, mentre gli acquisti netti di azioni dell'area dell'euro sono venuti meno quasi del tutto, dopo aver toccato un massimo storico nel 2021. Nel contempo, nel 2022 le vendite nette di titoli di debito dell'area dell'euro da parte di investitori esteri sono diminuite, dopo diversi anni di forti disinvestimenti netti<sup>6</sup>. Nel complesso, nel 2022 le vendite nette osservate sia per le attività sia per le passività e l'inversione di tendenza nelle operazioni finanziarie sono state le più marcate dal 2009. La restante parte del presente riquadro analizza in maggior dettaglio le principali determinanti del ridimensionamento degli investimenti di portafoglio e degli IDE.

---

<sup>5</sup> I flussi collegati agli investimenti diretti esteri sono tradizionalmente considerati la categoria meno volatile tra i flussi internazionali di capitali. Cfr., ad esempio, Eichengreen, B., Gupta, P. e Masetti, O., *“Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?”*, *Asian Economic Papers*, vol. 17(1), 2018, pagg. 22–41. Negli ultimi anni, tuttavia, il considerevole ruolo svolto dalle imprese multinazionali è stato accompagnato da volatilità crescente, in particolare per le piccole economie aperte. Cfr., ad esempio, Di Nino, V., Habib, M. e Schmitz, M., *Le imprese multinazionali, i centri finanziari e le loro ripercussioni per gli squilibri esterni: una prospettiva dal punto di vista dell'area dell'euro* nel numero 2/2020 di questo Bollettino.

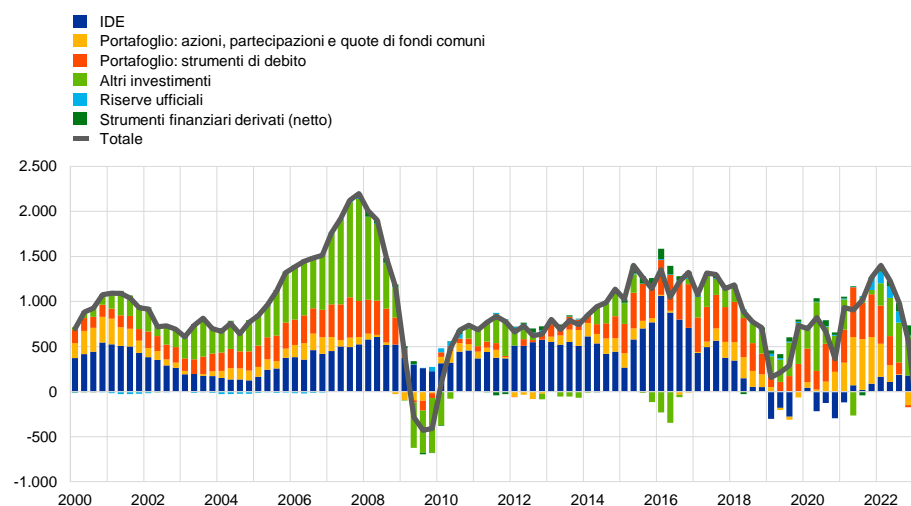
<sup>6</sup> Anche le operazioni ricadenti nella categoria “Altri investimenti” hanno registrato un'inversione di tendenza rispetto agli elevati valori positivi del 2022, in particolare dal lato delle passività, principalmente a causa di un calo dei depositi detenuti presso l'Eurosistema dai non residenti dell'area.

## Grafico A

### Conto finanziario dell'area dell'euro

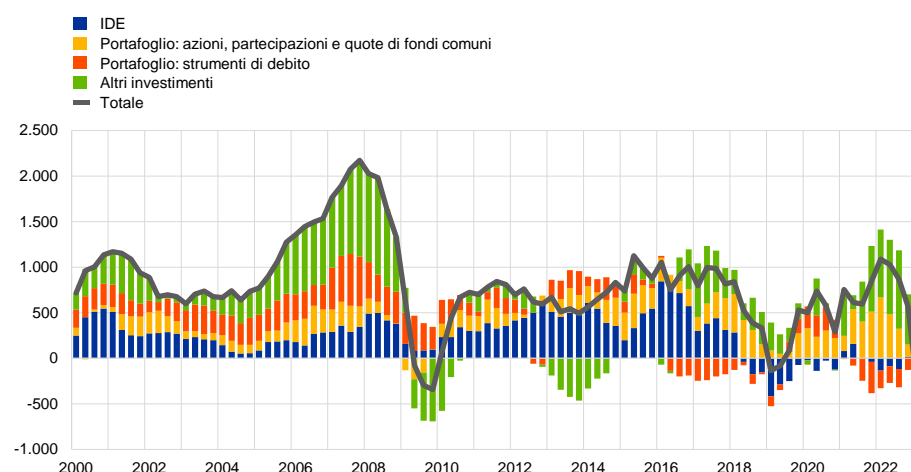
#### a) Attività

(somme mobili di quattro trimestri, miliardi di euro)



#### b) Passività

(somme mobili di quattro trimestri, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: per le attività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti al di fuori dell'area dell'euro da parte di investitori dell'area. Per le passività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti dell'area dell'euro da parte di investitori esterni all'area. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2022.

**Nel 2022 il ridimensionamento delle attività di portafoglio detenute dagli investitori dell'area dell'euro è stato determinato principalmente dai fondi di investimento, che tendono a investire prociclicamente, mentre le compagnie di assicurazione e i fondi pensione hanno in qualche misura compensato l'inversione nei deflussi (cfr. il grafico B).** Le nuove serie di statistiche disponibili in merito alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro forniscono una scomposizione relativa al settore degli intermediari finanziari non bancari<sup>7</sup>. La scomposizione rivela, in particolare, l'importanza dei fondi di investimento dell'area dell'euro come detentori di titoli di portafoglio emessi da non

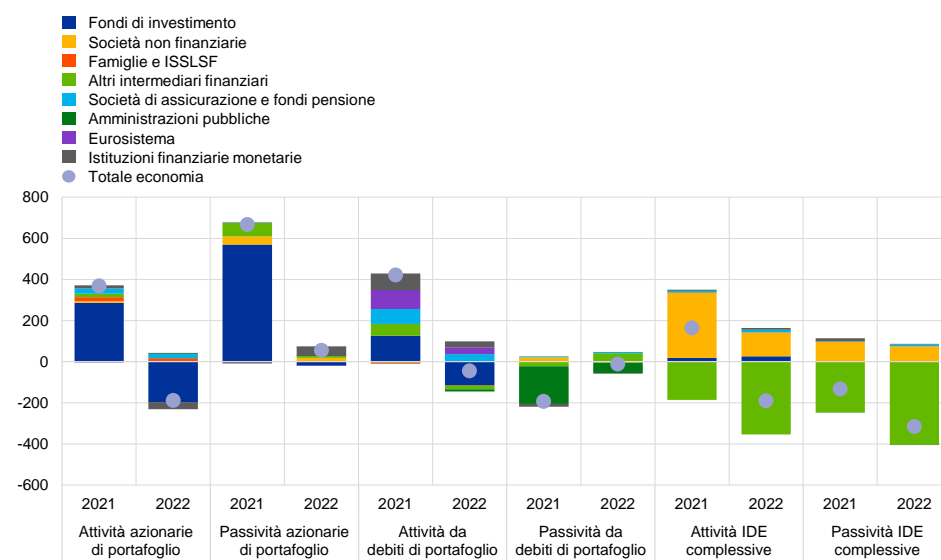
<sup>7</sup> La nuova scomposizione del settore degli intermediari finanziari non bancari fornisce dati distinti per i fondi di investimento, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione e gli altri intermediari finanziari.

residenti, che alla fine del 2022 rappresentavano il 59 per cento dei titoli azionari e obbligazionari totali<sup>8</sup>. Coerentemente con quanto sopra, il passaggio degli investimenti di portafoglio dell'area dell'euro da acquisti netti (790 miliardi di euro nel 2021) a vendite nette (253 miliardi nel 2022) è stato determinato in larga misura dal settore dei fondi di investimento. In generale questi ultimi tendono a investire in maniera prociclica, ossia vendendo titoli in periodi di elevata avversione al rischio, inducendo in tal modo volatilità nei flussi finanziari, mentre le compagnie di assicurazione e i fondi pensione agiscono tendenzialmente in maniera anticiclica, in linea con quanto osservato nell'area dell'euro nel 2022<sup>9</sup>. Inoltre, i cambiamenti negli schemi di investimento nel 2022 hanno messo fine alla prolungata fase di ricomposizione di portafoglio a favore di titoli esterni all'area dell'euro, iniziata su larga scala nel 2014, quando la BCE ha introdotto tassi di interesse negativi e avviato i programmi di acquisto di attività<sup>10</sup>.

## Grafico B

### Conto finanziario dell'area dell'euro: voci selezionate per settore residente

(somme di quattro trimestri, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: per le attività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti al di fuori dell'area dell'euro da parte di investitori dell'area. Per le passività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti dell'area dell'euro da parte di investitori esterni all'area. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2022. L'acronimo ISSLSF indica le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

<sup>8</sup> I profili di investimento dei fondi di investimento dell'area dell'euro sono importanti per valutare le esposizioni degli investitori sottostanti i fondi, in particolare i fondi pensione, le compagnie di assicurazione e le famiglie. Cfr. Carvalho, D. e Schmitz, M., "Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds", *Review of International Economics*.

<sup>9</sup> Cfr. Timmer, Y., "Cyclical investment behavior across financial institutions", *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n. 2, 2018, pagg. 268-286.

<sup>10</sup> Il programma di acquisto di attività della BCE è stato avviato a metà del 2014, mentre il programma di acquisto per l'emergenza pandemica è partito a marzo 2020. Gli acquisti netti di attività nell'ambito di entrambi i programmi sono stati interrotti nel 2022. Cfr. Coeuré, B., "The international dimension of the ECB's asset purchase programme", intervento pronunciato in occasione della riunione del gruppo di contatto per le operazioni in cambi l'11 luglio 2017; Lane, P.R., "The international transmission of monetary policy", intervento tenuto all'International Macroeconomics and Finance Programme Meeting del CEPR il 14 novembre 2019; nonché Bergant, K., Fidora, M. e Schmitz, M., "International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme", *Working Paper Series*, n. 2388, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2020.

**Dal punto di vista geografico, il ridimensionamento degli investimenti di portafoglio osservato nel 2022 ha interessato prevalentemente i titoli emessi dalle economie avanzate nel caso delle azioni, mentre per i titoli di debito la riduzione è stata più marcata per le emissioni delle economie emergenti, in linea con il deterioramento del clima di fiducia degli investitori a livello mondiale (cfr. il grafico C).** La nuova disaggregazione per paese controparte dell'area dell'euro offre una migliore copertura sia delle economie avanzate (con l'aggiunta di Australia, Norvegia e Corea del Sud) sia di quelle emergenti (che ora comprendono anche Argentina, Indonesia, Messico, Arabia Saudita, Sud Africa e Turchia). Dalle nuove statistiche emerge che nel 2022 gli investitori dell'area dell'euro hanno ridotto la loro esposizione in titoli azionari emessi da residenti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in altre economie avanzate. Per i titoli di debito, il quadro è più sfumato: gli investitori dell'area hanno complessivamente venduto una considerevole quantità di titoli emessi da soggetti residenti nelle economie emergenti, in centri finanziari offshore e nel Regno Unito. Tra le economie emergenti, tali vendite nette hanno interessato soprattutto titoli emessi da Cina, Messico e Russia<sup>11</sup>. Inoltre, le vendite nette di titoli emessi da centri finanziari offshore probabilmente riguardano in prevalenza emissioni di consociate di imprese multinazionali che hanno sede nelle economie emergenti, in particolare in Cina<sup>12</sup>. Allo stesso tempo, gli investitori dell'area hanno effettuato consistenti acquisti netti di titoli emessi da altre economie avanzate, in particolare da Canada e Giappone, probabilmente in ragione di una maggiore preferenza per attività sicure.

---

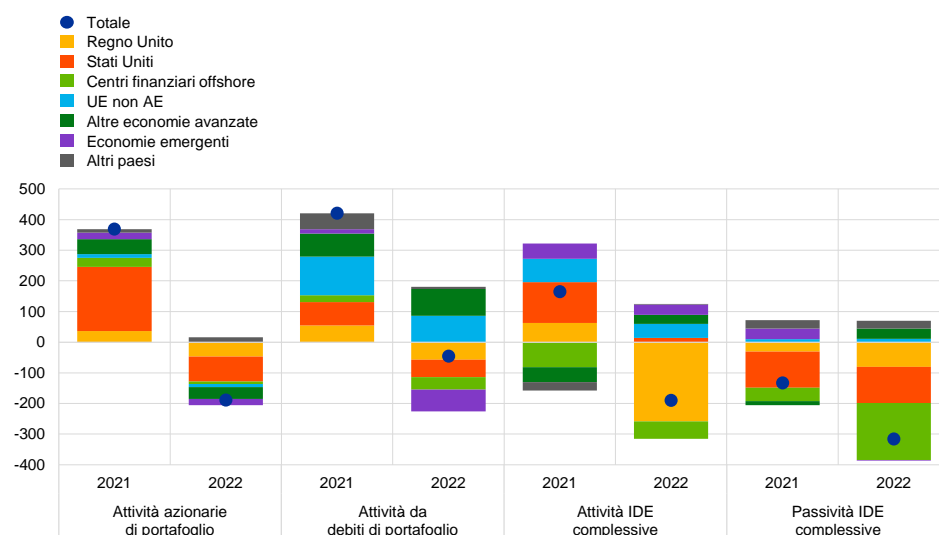
<sup>11</sup> Per informazioni dettagliate sull'evoluzione degli investimenti in Russia da parte di residenti dell'area dell'euro, cfr. Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. e Schmitz, M., *I legami fra l'area dell'euro e la Russia: evidenze aggiornate dalla bilancia dei pagamenti* nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

<sup>12</sup> Secondo studi recenti, gli investimenti dell'area dell'euro in obbligazioni societarie dei mercati emergenti sono considerevolmente più elevati se si tiene conto anche degli investimenti in titoli emessi dalle controllate offshore delle società dei mercati emergenti. Cfr. Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. e Schreger, J., *"The Geography of Capital Allocation in the Euro Area"*, documento di ricerca disponibile sul sito dell'SSRN; nonché Bergant, K., Milesi-Ferretti, G.M. e Schmitz, M., *"Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe"*, *CEPR Discussion Paper*, n. 17946, 2023.

## Grafico C

### Conto finanziario dell'area dell'euro: voci selezionate per ubicazione della controparte

(somme di quattro trimestri, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: per le attività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti al di fuori dell'area dell'euro da parte di investitori dell'area. Per le passività, un valore positivo (negativo) indica acquisti (vendite) netti di strumenti dell'area dell'euro da parte di investitori esterni all'area. La voce "UE non AE" comprende i paesi membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e le istituzioni e gli organi dell'UE che, ai fini statistici, sono considerati esterni all'area, come la Commissione europea e la Banca europea per gli investimenti. La voce "Altre economie avanzate" comprende Australia, Canada, Corea del Sud, Giappone, Norvegia e Svizzera. La voce "Economie emergenti" include Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Sud Africa e Turchia. La voce "Altri paesi" comprende tutti i paesi e gruppi di paesi non riportati nel grafico, nonché le transazioni non allocate. L'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2022.

**Quanto agli investimenti esteri in titoli di portafoglio dell'area dell'euro nel 2022, gli acquisti netti di quote di fondi di investimento si sono fortemente ridotti, mentre l'interesse degli investitori esteri per i titoli di debito dell'area dell'euro è aumentato con l'inasprimento della politica monetaria della BCE (cfr. il grafico B).** Specularmente all'inversione di tendenza sul lato delle attività dei fondi di investimento dell'area, gli investitori esterni all'area sono divenuti venditori netti di quote di fondi di investimento dell'area, in un contesto finanziario globale caratterizzato da minore propensione al rischio dopo lo scoppio della guerra in Ucraina. Nel 2022 la combinazione tra il considerevole settore dei fondi di investimento dell'area dell'euro e la solida base di investitori esterni all'area (in particolare per i fondi con sede in Irlanda e Lussemburgo) ha avuto un forte impatto sui flussi finanziari dell'area<sup>13</sup>. Nel contempo, è migliorato il clima di fiducia tra gli investitori esteri riguardo ai titoli di debito dell'area dell'euro. Mentre il periodo a partire dal 2015 era stato caratterizzato da elevate vendite nette di titoli di debito dell'area (soprattutto titoli di Stato, in parte per l'importante ruolo dei non residenti come controparti nei programmi di acquisto di attività intrapresi dall'Eurosistema), nel 2022 le vendite nette sono diminuite, in una fase in cui i tassi di interesse di riferimento della BCE hanno iniziato a salire e l'Eurosistema ha interrotto gli acquisti netti di attività. In tale contesto di tassi di interesse crescenti, gli investitori esterni all'area, dopo le vendite nette degli anni precedenti, sono diventati acquirenti netti di

<sup>13</sup> Cfr. Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M. e Schreger, J., "The Geography of Capital Allocation in the Euro Area", documento di ricerca disponibile sul sito dell'SSRN.

obbligazioni emesse dal settore degli altri intermediari finanziari (AIF) dell'area, che include le società veicolo finanziarie.

**Il ridimensionamento degli IDE deriva principalmente dalle operazioni delle imprese multinazionali nei centri finanziari dell'area dell'euro, spesso collegate a società veicolo, mentre le operazioni IDE delle società non finanziarie, più strettamente collegate all'economia reale, si sono mantenute più stabili (cfr. il grafico B)<sup>14</sup>.**

Dal lato delle passività dell'area dell'euro, i disinvestimenti degli investitori diretti esteri sono ammontati a 317 miliardi di euro nel 2022 (pari al 2,4 per cento del PIL dell'area). Tali disinvestimenti sono riconducibili a investitori residenti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri finanziari offshore (cfr. il grafico C), e hanno avuto luogo esclusivamente nei confronti del settore degli altri intermediari finanziari (per 403 miliardi di euro), che include le società veicolo finanziarie come le holding<sup>15</sup>. A differenza dei flussi IDE "finanziarizzati", gli investimenti diretti esteri nelle società non finanziarie dell'area dell'euro sono proseguiti con regolarità, registrando investimenti netti per 74 miliardi di euro (cfr. il grafico B). Quanto agli acquisti netti di attività IDE da parte dei residenti dell'area dell'euro, anche in questo caso il ridimensionamento osservato è stato determinato principalmente dal settore degli AIF. La forte correlazione positiva tra le attività IDE lorde e gli afflussi collegati al settore degli AIF indica che questi flussi spesso attraversano ("pass-through") l'economia dell'area senza questa li assorba. Il ridimensionamento delle attività IDE è stato in gran parte determinato da operazioni nei confronti del Regno Unito connesse con la ristrutturazione societaria di una singola impresa multinazionale<sup>16</sup>. Le scomposizioni aggiuntive disponibili per la bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero evidenziano che l'analisi economica degli IDE trae beneficio da una distinzione più dettagliata dei flussi "finanziarizzati"<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> Riguardo agli IDE, sono stati resi disponibili ulteriori dettagli, che esulano dall'analisi proposta nel presente riquadro e consentono una scomposizione in titoli di debito, prestiti, nonché crediti commerciali e anticipazioni.

<sup>15</sup> Nel periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale gli investimenti (prevalentemente da parte di residenti negli Stati Uniti) in società holding (spesso società veicolo finanziarie) ubicate nei centri finanziari dell'area dell'euro sono diventati una componente sempre più ampia dei flussi di passività IDE dell'area dell'euro. 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 "Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?", 17 febbraio 2020.

<sup>16</sup> Tali operazioni di importo elevato sono spesso collegate a ristrutturazioni societarie di un numero limitato di imprese multinazionali presenti nei centri finanziari dell'area dell'euro, ma possono anche avere un impatto notevole sui flussi di IDE a livello mondiale. Tali flussi, ad esempio, nel 2022 si sono ridotti del 24 per cento rispetto all'anno precedente, ma soltanto del 5 per cento se si escludono le operazioni che coinvolgono il Lussemburgo. Secondo i dati desunti dalla base dati [FDI in Figures](#), OCSE, aprile 2023, gli ingenti disinvestimenti in Lussemburgo riflettono principalmente un'operazione da parte di una singola impresa multinazionale di telecomunicazioni.

<sup>17</sup> Tale analisi sarà ulteriormente migliorata con la pubblicazione di statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro con lo specifico dettaglio delle società veicolo, attualmente prevista per la prima metà del 2024.

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dall'8 febbraio al 9 maggio 2023

a cura di Jens Budde e Vladimir Tsonchev

**Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2023.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dall'8 febbraio al 9 maggio 2023 (il "periodo di riferimento").

**L'inasprimento della politica monetaria è proseguito nel periodo di riferimento.**

Il Consiglio direttivo della BCE ha innalzato i tre tassi di riferimento di 50 punti base sia nella riunione del 2 febbraio sia in quella del 16 marzo 2023 con effetto, rispettivamente, dal primo e dal secondo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno.

**La liquidità in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro si è ridotta nel periodo di riferimento.** Tale diminuzione è stata principalmente determinata dai

rimborsi anticipati e dalle scadenze nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), nonché da una graduale riduzione dell'entità del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA). Al tempo stesso, il protratto calo dei fattori autonomi netti ha aggiunto liquidità al sistema; essi hanno continuato a diminuire a partire dalla fine del periodo di tassi di interesse negativi a luglio 2022.

### Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 220,4 miliardi di euro, scendendo a 2.026,6 miliardi nel periodo di riferimento.**

Rispetto al settimo e all'ottavo periodo di mantenimento del 2022, tale diminuzione è stata quasi interamente dovuta a una flessione di 218,4 miliardi di euro dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto 1.861,3 miliardi, determinata da un calo dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità (cfr. la voce "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A) e da un aumento dei fattori autonomi di immissione della liquidità. Le riserve obbligatorie minime sono diminuite lievemente, di 2 miliardi di euro, fino a 165,3 miliardi.

**Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità si sono ridotti di 136,5 miliardi di euro, segnando 2.932 miliardi, principalmente a causa di un calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche e degli altri fattori autonomi.** I depositi delle amministrazioni pubbliche (cfr. la voce "Passività" della tavola A) sono scesi, in media, di 62,9 miliardi di euro durante il periodo di riferimento, fino a raggiungere 369,7 miliardi; la maggior parte della flessione si è verificata nel corso del secondo periodo di mantenimento. Il calo riflette una

normalizzazione delle riserve detenute dalle tesorerie nazionali e un probabile aggiustamento delle loro strategie di gestione della liquidità in previsione del più basso massimale per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche da parte delle banche centrali nazionali, entrato in vigore il 1° maggio 2023. Dopo il 1° maggio i depositi delle amministrazioni pubbliche sono ulteriormente diminuiti a meno di 300 miliardi di euro, portandosi in prossimità dei livelli segnati all'inizio del 2020, prima dell'insorgere della pandemia. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è diminuito di 6,1 miliardi di euro, scendendo a 1.557,1 miliardi. Nel medesimo periodo è proseguita, seppure a un ritmo notevolmente più contenuto, la riduzione delle disponibilità di banconote e delle quantità di cassa contante osservata a partire dalla fine del periodo dei tassi di riferimento negativi.

**I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 81,8 miliardi di euro, attestandosi a 1.071 miliardi.** Mentre le attività nette sull'estero sono diminuite di 18,5 miliardi di euro, quelle nette denominate in euro sono aumentate di 100,3 miliardi nel periodo di riferimento. L'aumento va ricondotto in larga misura alla diminuzione delle passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro. A sua volta ciò riflette un aggiustamento delle strategie di gestione della liquidità dei titolari di conti nell'ambito dei servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS), giacché la remunerazione dei depositi detenuti nell'ambito dell'ERMS è stata modificata insieme a quella dei depositi delle amministrazioni pubbliche.

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

---

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



## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023						Periodo di riferimento precedente: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 8 febbraio - 21 marzo		Secondo periodo di mantenimento: 22 marzo - 9 maggio		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di assorbimento della liquidità</b>	2.932,0	(-136,5)	2.936,8	(-44,8)	2.927,8	(-8,9)	3.068,5	(-211,5)
Banconote in circolazione	1.557,1	(-6,1)	1.553,9	(-11,6)	1.559,8	(+5,9)	1.563,2	(-11,3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>	1.005,2	(-67,5)	1.002,6	(-40,6)	1.007,4	(+4,7)	1.072,7	(-87,5)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>21,3</b>	<b>(-16,1)</b>	<b>26,4</b>	<b>(-1,2)</b>	<b>17,0</b>	<b>(-9,5)</b>	<b>37,4</b>	<b>(-1.933,8)</b>
Riserve obbligatorie minime <sup>2)</sup>	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
Depositi presso la banca centrale	4.045,4	(-241,1)	4.103,0	(+51,4)	3.996,0	(-107,0)	4.286,5	(+1.688,0)
Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento della liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

#### Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023						Periodo di riferimento precedente: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 8 febbraio - 21 marzo		Secondo periodo di mantenimento: 22 marzo - 9 maggio		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di immissione della liquidità</b>	1.071,0	(+81,8)	1.057,8	(+75,4)	1.082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Attività nette sull'estero	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Attività nette denominate in euro	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>6.093,4</b>	<b>(-477,6)</b>	<b>6.173,2</b>	<b>(-73,4)</b>	<b>6.024,9</b>	<b>(-148,3)</b>	<b>6.570,9</b>	<b>(-505,4)</b>
Operazioni di mercato aperto	6.093,3	(-477,6)	6.173,2	(-73,4)	6.024,8	(-148,4)	6.570,9	(-505,4)
Operazioni di credito	1.172,3	(-454,5)	1.234,2	(-70,3)	1.119,2	(-115,1)	1.626,8	(-497,9)
ORP	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
ORLT a tre mesi	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
OMRLT-III	1.168,6	(-453,3)	1.230,5	(-69,2)	1.115,5	(-115,0)	1.621,9	(-496,8)
ORLTEP	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Portafogli definitivi <sup>1)</sup>	4.921,0	(-23,1)	4.939,0	(-3,1)	4.905,6	(-33,4)	4.944,1	(-7,5)

	Periodo di riferimento attuale: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023						Periodo di riferimento precedente: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 8 febbraio - 21 marzo		Secondo periodo di mantenimento: 22 marzo - 9 maggio		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per "ORP" si intendono le operazioni di rifinanziamento principali, per "ORLT" le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e per "ORLTEP" le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica.

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

### Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023						Periodo di riferimento precedente: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 8 febbraio - 21 marzo		Secondo periodo di mantenimento: 22 marzo - 9 maggio		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup>	2.026,6	(-220,4)	2.043,8	(-123,7)	2.011,8	(-32,0)	2.247,0	(-259,6)
Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>	1.861,3	(-218,4)	1.879,2	(-120,4)	1.846,0	(-33,2)	2.079,7	(-264,0)
Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>	4.066,7	(-257,2)	4.129,4	(+50,3)	4.012,9	(-116,5)	4.323,9	(-245,8)

Fonte: BCE.

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

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

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività. In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

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

### Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023						Periodo di riferimento precedente: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: 8 febbraio - 21 marzo		Secondo periodo di mantenimento: 22 marzo - 9 maggio		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
ORP	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Operazioni di rifinanziamento marginale	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Depositi presso la banca centrale	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Fonte: BCE.

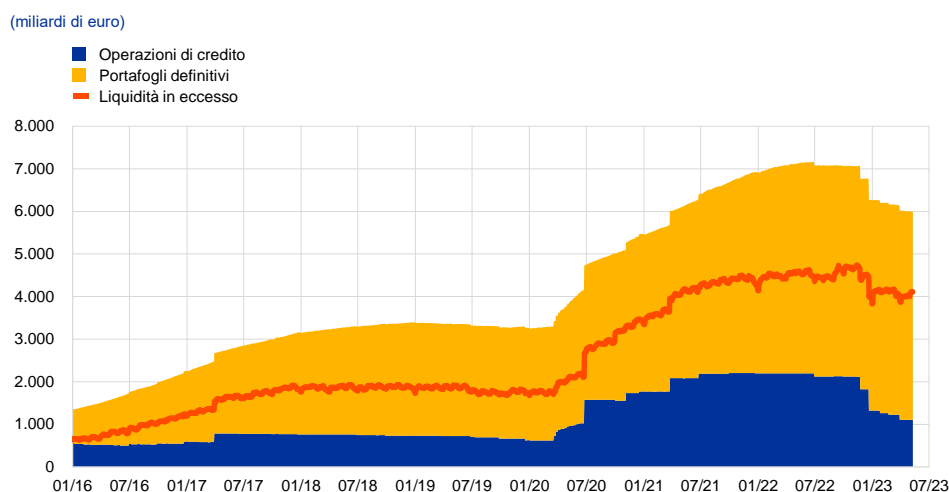
Note: le cifre tra parentesi indicano la variazione in punti percentuali rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. L'€STR è il tasso a breve termine in euro.

## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**Durante il periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 477,6 miliardi di euro, raggiungendo 6.093,4 miliardi (cfr. il grafico A).** La riduzione della liquidità è stata principalmente determinata da un calo delle operazioni di credito. Gli acquisti netti di attività da parte della BCE nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) sono stati interrotti alla fine di marzo 2022; da allora, l'Eurosistema reinveste interamente gli importi in scadenza. Quanto al PAA, in linea con la decisione assunta dal Consiglio direttivo della BCE di non reinvestire la totalità del capitale rimborsato sui titoli in scadenza a partire dal 1° marzo 2023, le attività detenute nel quadro del programma hanno iniziato a diminuire gradualmente a un ritmo medio di 15 miliardi di euro al mese<sup>2</sup>.

### Grafico A

Variazioni della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 9 maggio 2023.

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 454,5 miliardi di euro nel periodo di riferimento.** Tale diminuzione riflette in larga misura il calo degli importi delle OMRLT-III in essere dovuto ai rimborsi anticipati e alle scadenze. A febbraio e a marzo 2023 i rimborsi volontari anticipati sono stati pari, rispettivamente, a 36,6 e 87,7 miliardi di euro e a marzo la scadenza degli importi delle OMRLT-III ha determinato un'ulteriore riduzione, pari a 32,2 miliardi di euro, delle consistenze in essere di tali operazioni. Alla flessione osservata nel periodo di riferimento hanno contribuito anche i rimborsi delle OMRLT-III per 499,4 miliardi di euro a dicembre 2022 e per 62,7 miliardi a gennaio 2023, in quanto il loro effetto sulla variazione delle medie del periodo considerato si

<sup>2</sup> I titoli detenuti nei portafogli definitivi sono contabilizzati al costo ammortizzato e rivalutati alla fine di ciascun trimestre; ciò ha un impatto anche sulle medie complessive e sulle variazioni di tali portafogli.

concretizza pienamente solo nell'attuale periodo di riferimento. Le variazioni delle altre operazioni di credito sono state marginali.

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è diminuita di 257,2 miliardi di euro, collocandosi a 4.066,7 miliardi (cfr. il grafico A).** La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e del ricorso ai depositi presso la banca centrale, al netto dell'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. Dopo aver segnato il valore massimo a settembre 2022 (4.800 miliardi di euro), la liquidità in eccesso è progressivamente diminuita, principalmente a seguito dei citati rimborsi anticipati e delle scadenze delle operazioni OMRLT-III, al netto degli effetti dei fattori autonomi.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Il tasso a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) è aumentato di 99,2 punti base, passando dall'1,90 per cento segnato il 7 febbraio, ultimo giorno del precedente periodo di riferimento, al 2,89 per cento il 9 maggio, ultimo giorno dell'attuale periodo di riferimento, riflettendo l'orientamento restrittivo della politica monetaria della BCE.** La trasmissione degli aumenti di febbraio e marzo 2023 dei tassi di riferimento della BCE al mercato monetario non garantito è stata completa e immediata. In media, durante l'attuale periodo di riferimento l'€STR si è collocato 10 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, analogamente a quanto osservato durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento del 2022.

**Il tasso dei pronti contro termine dell'area dell'euro, misurato dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), è aumentato di 98 punti base, passando dall'1,90 per cento del 7 febbraio al 2,88 per cento del 16 marzo.**

La trasmissione degli incrementi dei tassi di riferimento della BCE al mercato monetario garantito è stata immediata e completa. Il funzionamento del mercato dei pronti contro termine è rimasto ordinato per effetto di diversi fattori, tra cui le misure adottate alla fine del 2022 da alcuni uffici responsabili della gestione del debito pubblico nazionale, l'aumento dei limiti al prestito di titoli, le più elevate emissioni nette dall'inizio del 2023 e lo svincolo delle garanzie movimentate nel quadro delle OMRLT in scadenza, nonché un calo delle consistenze in essere del PAA. Inoltre, il 7 febbraio 2023 la BCE ha annunciato che il limite massimo per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro presso l'Eurosistema sarebbe stato fissato a un livello inferiore di 20 punti base rispetto all'€STR a partire dal 1° maggio 2023 e che anche la remunerazione dei depositi detenuti nell'ambito dell'ERMS sarebbe stata adeguata di conseguenza. L'annuncio ha attenuato i timori relativi alla possibilità che tale limite massimo alla remunerazione tornasse allo 0 per cento una volta scaduto quello temporaneo il 30 aprile 2023, riducendo così al

minimo il rischio di effetti negativi sul funzionamento del mercato derivanti da repentine riallocazioni degli investimenti di liquidità delle tesorerie nazionali e delle banche centrali estere.

## 8 Inflazione e competitività: differenze fra i paesi dell'area dell'euro

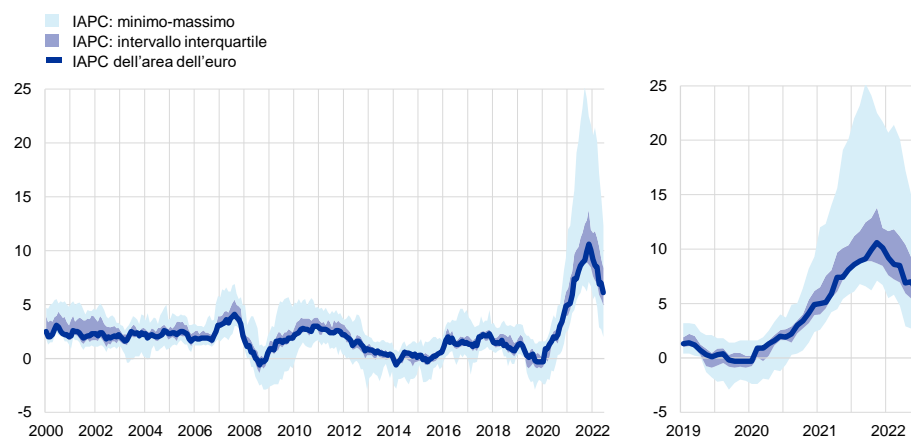
a cura di Daniela Filip, Daphne Momferatou e Ralph Setzer

**Gli elevati prezzi dell'energia e delle materie prime, nonché le strozzature dal lato dell'offerta, hanno sospinto l'elevata inflazione nell'area dell'euro e dato luogo a differenziali di inflazione più ampi tra i paesi dell'area<sup>1</sup>.** I differenziali di inflazione fra paesi, misurati dall'intervallo interquartile, sono aumentati dai livelli storicamente bassi del periodo precedente la pandemia fino ai massimi storici osservati alla fine del 2022 e, pur essendo diminuiti da allora, sono rimasti elevati. A maggio 2023 i tassi di inflazione nei paesi dell'area dell'euro variavano dal 2,0 per cento in Lussemburgo al 12,3 per cento in Lettonia e Slovacchia (cfr. il grafico A). L'attuale contesto di inflazione elevata è stato determinato principalmente da shock negativi dal lato dell'offerta connessi all'aumento dei prezzi dei beni energetici e delle materie prime, dalle strozzature dal lato dell'offerta e dagli effetti delle riaperture dopo la pandemia.

### Grafico A

Differenziali dell'inflazione misurata sullo IAPC nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo interquartile è dato dalla differenza tra il 75° e il 25° percentile della distribuzione tra paesi, con gli Stati dell'area dell'euro in composizione variabile. L'intervallo tra il livello minimo e il livello massimo corrisponde al tasso di crescita dell'inflazione più basso/più alto registrato nei paesi dell'area dell'euro in ciascun mese. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023 (stime preliminari).

### Il persistere di differenziali di inflazione può dar luogo a squilibri esterni.

I differenziali di inflazione sono fisiologici in un'unione monetaria nella misura in cui riflettono aggiustamenti temporanei agli shock o sono associati a processi di convergenza. Inoltre, la politica di bilancio incide su tali differenziali nell'area dell'euro, anche attraverso variazioni delle imposte e delle retribuzioni nel settore

<sup>1</sup> Per maggiori dettagli cfr. il riquadro 3 *Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

pubblico<sup>2</sup>. Tuttavia, se i differenziali di inflazione non sono di breve durata o non riflettono una convergenza dei livelli dei prezzi possono essere sintomo di dinamiche di divergenza dei costi o di inefficienze strutturali, come ad esempio le rigidità nominali e reali nei mercati dei beni e servizi e nel mercato del lavoro. Il persistere di tali differenziali potrebbe determinare perdite di competitività di prezzo di più lunga durata, nonché un deterioramento del saldo di conto corrente<sup>3</sup>. Tali perdite di competitività possono generare esternalità negative molto problematiche e, in ultima analisi, potrebbero rendere necessari interventi di natura strutturale.

**In molti paesi dell'area dell'euro l'elevata inflazione si è tradotta in un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) e in un incremento degli utili unitari.** Un incremento del CLUP nominale, definito come reddito da lavoro dipendente per unità di PIL in termini reali, in genere è considerato un elemento rilevante nello spiegare un aumento duraturo dell'inflazione di fondo interna. Sebbene negli ultimi anni l'evoluzione del CLUP sia risultata difficile da interpretare per via della contabilizzazione delle misure di integrazione salariale e della riallocazione settoriale che hanno inciso sulla dinamica di tale costo, essa continua a fornire indicazioni utili per valutare il rischio già menzionato di differenze in termini di competitività di prezzo tra i paesi dell'area dell'euro, nonché le pressioni sui costi provenienti dal mercato del lavoro<sup>4</sup>. Lo shock dal lato dell'offerta di energia che ha sospinto l'inflazione a partire dalla metà del 2021 è stato accompagnato da forti incrementi del CLUP e dalla crescita degli utili unitari. Da un lato, il CLUP è aumentato dell'8 per cento nell'area dell'euro nel periodo tra la fine del 2019 e la fine del 2022, sospinto dai forti aumenti del reddito per occupato, mentre la produttività ha ristagnato. L'eterogeneità tra paesi è stata significativa. Gli incrementi più marcati del CLUP si sono osservati nei paesi baltici (fino al 28 per cento in Lituania), in Lussemburgo e in Slovacchia. Dall'altro lato, la crescita degli utili unitari, definita come margine operativo lordo e reddito misto diviso per il PIL in termini reali, ha superato la crescita del CLUP. Da un punto di vista contabile, e sulla base del deflatore del PIL, la crescita degli utili unitari ha pertanto contribuito all'inflazione interna in misura maggiore rispetto alla crescita del CLUP<sup>5</sup>. Tale differenziale è stato particolarmente ampio in Grecia, Lettonia, Cipro, Slovenia, Malta, Germania ed Estonia (cfr. il grafico B). Ciò indica che i maggiori costi degli input, derivanti anche dai beni energetici importati e da altri beni intermedi, non sono stati assorbiti dai profitti e non hanno avuto un impatto negativo sugli utili unitari<sup>6</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. Checherita-Westphal, C., Leiner-Killinger, N. e Schildmann, T., "Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited", *Working Paper Series*, n. 2774, BCE, 2023.

<sup>3</sup> Cfr. Obstfeld, M. e Rogoff, K., "The unsustainable US current account position revisited", *NBER Working Paper*, n. 10869, 2004, e Working Group on Econometric Modelling of the European System of Central Banks, "Competitiveness and external imbalances within the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 139, BCE, 2012.

<sup>4</sup> Cfr. Giordano, C. e Zollino, F., "Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries", *Working Paper Series*, n. 1789, BCE, 2015.

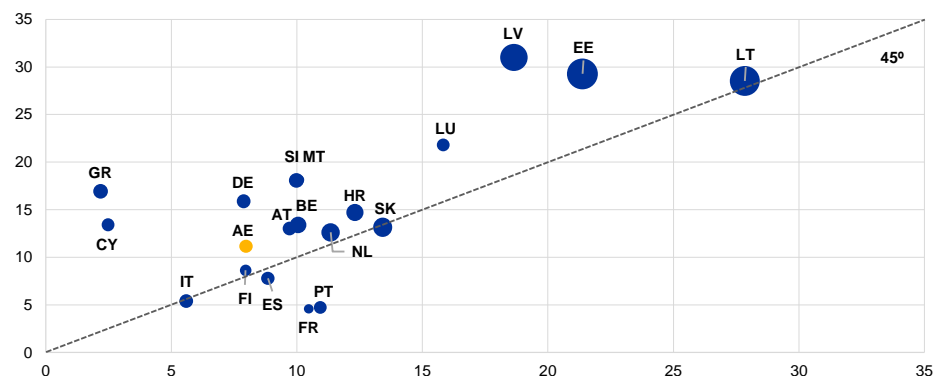
<sup>5</sup> Cfr. Arce, O., Hahn, E. e Koester, G., "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *Il Blog della BCE*, BCE, 30 marzo 2023.

<sup>6</sup> Per un'analisi sul contributo degli utili all'inflazione nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 3 *Il contributo degli utili unitari al recente rafforzamento delle pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

## Grafico B

### Crescita degli utili unitari e crescita del CLUP

(asse delle ascisse: variazione percentuale cumulata del CLUP nel periodo 2019-2022; asse delle ordinate: variazione percentuale cumulata dell'utile unitario nel periodo 2019-2022; grandezza dei cerchi: tasso medio di variazione sui dodici mesi dello IAPC nel 2022)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il CLUP è definito come il rapporto tra reddito per occupato e produttività del lavoro. Gli utili unitari sono definiti come il rapporto tra margine operativo lordo e reddito misto e il PIL in termini reali. I dati per l'Irlanda non sono inclusi.

### Gli andamenti del conto corrente rivelano scarsi progressi nella correzione degli squilibri.

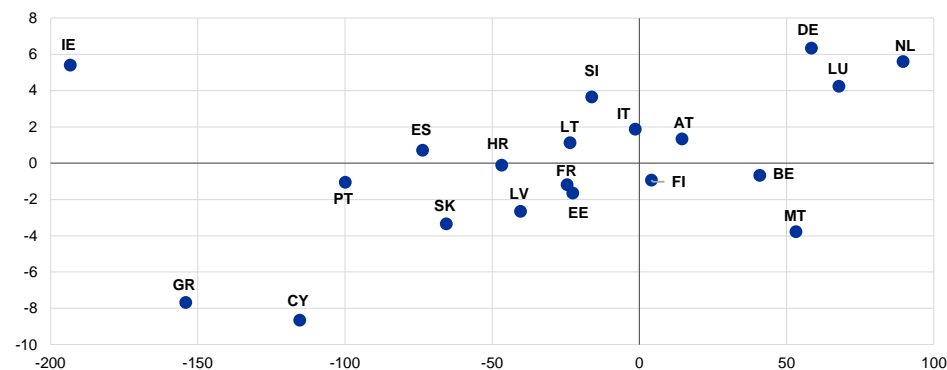
Negli anni antecedenti la pandemia ha avuto luogo un processo di riequilibrio all'interno dell'area dell'euro, nella forma di una significativa correzione del CLUP e di un miglioramento dei saldi di conto corrente nei paesi con una bassa competitività iniziale e ingenti passività nette sull'estero. Tale riequilibrio si è rivelato solo parziale a causa di forti rigidità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi prima di essere interrotto dalla pandemia nel 2020-2021 e, successivamente, dal brusco aumento dei prezzi dell'energia a livello mondiale. Questi andamenti hanno portato a un deterioramento del saldo di conto corrente dell'area dell'euro, dal 2,2 per cento del PIL nel 2019 al -1,0 per cento nel 2022. Sono stati interessati sia paesi in disavanzo sia paesi in avanzo. Alla fine del 2022 le posizioni sull'estero di diversi paesi si collocavano al di sotto delle soglie definite dagli indicatori del quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici (PSM) della Commissione europea. Cipro e Grecia rimangono al di sotto sia della soglia del -35 per cento del PIL per la posizione patrimoniale netta sull'estero (PNE), sia della soglia relativa al conto corrente del -4 per cento del PIL. Per quanto riguarda gli altri paesi con elevate passività sull'estero, il conto corrente è significativamente negativo in Slovacchia, lievemente negativo in Portogallo e leggermente positivo in Spagna. Nel contempo, il conto corrente dei principali paesi creditori netti è rimasto significativamente positivo, sebbene si sia ridotto considerevolmente in Germania (cfr. il grafico C).



## Grafico C

### Saldo di conto corrente e PNE

(asse delle ascisse: PNE in percentuale del PIL nel quarto trimestre del 2019; asse delle ordinate: saldo di conto corrente in percentuale del PIL, media a tre anni (2020-2022))



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### Gli indicatori di competitività armonizzati (ICA) basati sui deflatori del PIL individuano sostanzialmente lo stesso insieme di paesi caratterizzati dalle maggiori perdite di competitività dall'inizio della pandemia.

Gli ICA forniscono una misura più ampia della competitività di prezzo in quanto prendono in considerazione: a) l'andamento dei tassi di cambio dell'euro rispetto ai principali partner commerciali dei paesi dell'area dell'euro; b) l'evoluzione relativa degli indicatori di costo presso i vari partner commerciali; c) gli andamenti delle quote di commercio<sup>7</sup>. Le variazioni dell'ICA basato sul deflatore del PIL osservate fra il 2019 e il 2022 indicano che i paesi baltici e il Lussemburgo hanno registrato forti perdite in termini di competitività di prezzo rispetto ai propri concorrenti. Per i paesi baltici il processo di convergenza dei livelli di reddito, comunemente noto come effetto Balassa-Samuelson, non costituirebbe una perdita di competitività e potrebbe in parte spiegare l'apprezzamento in termini reali<sup>8</sup>.

### Nel complesso, le variazioni nella competitività di prezzo osservate dalla pandemia in poi non sembrano aver né aggravato, né riassorbito ulteriormente gli squilibri esterni.

I dati più recenti sugli ICA (cfr. il grafico D) non danno indicazioni chiare su una possibile ripresa del processo di riequilibrio che era iniziato prima della pandemia. Le ampie posizioni debitorie nette sull'estero di alcuni paesi dell'area dell'euro si sono ridotte a partire dal 2019 grazie a una maggiore crescita del PIL nominale. Tuttavia, nell'ultimo trimestre del 2022 sei paesi hanno superato la soglia prevista dalla procedura per gli squilibri macroeconomici per le passività nette sull'estero (MIP), pari al 35 per cento del PIL<sup>9</sup>. Per garantire un riequilibrio

<sup>7</sup> Dal punto di vista concettuale, gli ICA degli Stati membri dell'area euro sono equivalenti ai tassi di cambio effettivi reali di una valuta. Per maggiori dettagli, cfr. questa [pagina web della BCE](#). Per il presente riquadro viene utilizzata la misura dell'ICA basata sul deflatore del PIL perché tiene conto del prezzo di tutti i beni e servizi prodotti internamente, includendo l'impatto dei costi degli input ulteriori rispetto al lavoro.

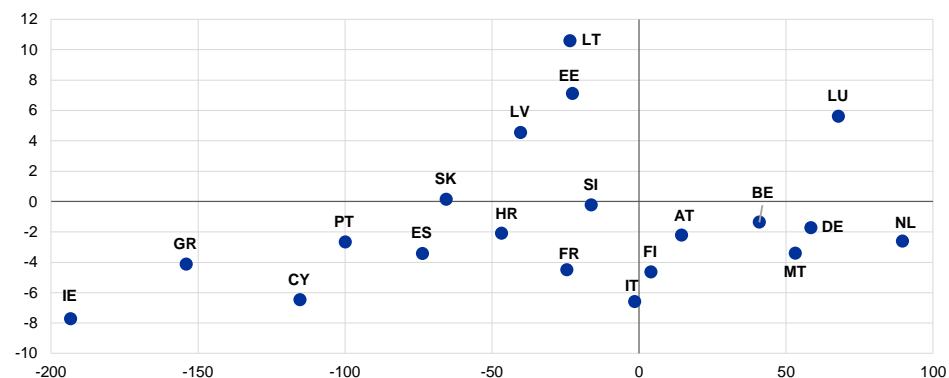
<sup>8</sup> Per maggiori dettagli sull'impatto dell'effetto Balassa-Samuelson sulle economie dell'area dell'euro, cfr. Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucci, E., Ferdinand Heinz, F. e Muzikarova, S., "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", *Occasional Paper Series*, n. 203, BCE, 2017.

<sup>9</sup> In Irlanda e Cipro sulla PNE incidono notevolmente le attività specifiche di imprese multinazionali e società veicolo che non hanno legami diretti con l'economia nazionale. Se si escludessero queste attività, si otterrebbe una diminuzione della posizione debitoria netta sull'estero.

sostenibile sono necessari ulteriori adeguamenti dei prezzi relativi. Per i paesi dell'area dell'euro che hanno elevate passività nette sull'estero ciò richiede miglioramenti in termini di competitività di prezzo, da realizzare attraverso una minore crescita del CLUP e/o una minore crescita degli utili unitari.

### Grafico D PNE e ICA

(asse delle ascisse: PNE in percentuale del PIL nel quarto trimestre del 2019; asse delle ordinate: variazione percentuale cumulativa dell'ICA (basato sui deflatori del PIL) (2019-2022))



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: gli ICA basati sui deflatori del PIL forniscono una visione d'insieme della competitività di prezzo di ciascun paese dell'area dell'euro rispetto ai suoi principali concorrenti sui mercati internazionali (gruppo di partner commerciali area dell'euro-20 e TCE-41). Vengono calcolati sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute dei partner commerciali di ciascun paese dell'area dell'euro e sono deflazionati utilizzando i deflatori del PIL, che in alcuni paesi sono influenzati dalle attività di imprese multinazionali (Irlanda) o società veicolo (Cipro). Valori positivi degli ICA denotano una perdita della competitività di prezzo; valori negativi degli ICA denotano un aumento della competitività di prezzo. Maggiori informazioni sugli ICA sono disponibili sul sito Internet degli [indicatori di competitività armonizzati](#) della BCE.

# Articolo

## 1 Il ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro

a cura di Roberto A. De Santis e Grigor Stoevsky

### 1 Introduzione

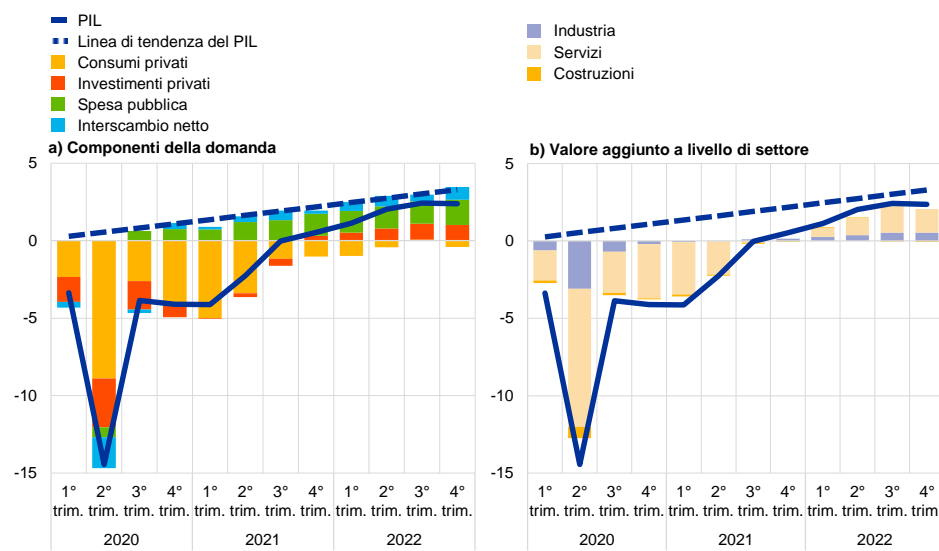
**Il presente articolo analizza le determinanti del brusco calo dell'attività economica nell'area dell'euro nel 2020 e della successiva ripresa economica.**

Le diffuse misure di chiusura (lockdown), attuate a partire da marzo 2020 per contenere la diffusione della pandemia di coronavirus (COVID-19), hanno causato interruzioni dell'offerta a livello mondiale e inibito la domanda. Ne sono derivati il calo del prodotto dell'area dell'euro e il crollo del commercio internazionale. Dopo la revoca dei primi rigidi lockdown nel 2020 l'economia dell'area dell'euro è stata caratterizzata da una robusta ripresa, nonostante gli shock avversi del 2021 e 2022, associati a strozzature dell'offerta a livello mondiale, alla crisi energetica e all'incertezza determinata dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Il PIL dell'area dell'euro è diminuito del 6,1 per cento nel 2020, prima di risalire del 5,3 nel 2021 e ancora del 3,5 nel 2022. Alla fine del 2022 il prodotto dell'area dell'euro era superiore del 2,4 per cento rispetto al livello precedente la pandemia, ma inferiore di 0,9 punti percentuali alla linea di tendenza pre-pandemica estrapolata, soprattutto per effetto del forte sostegno fornito dalle politiche pubbliche (cfr. il pannello a) del grafico 1). I vari settori hanno registrato andamenti eterogenei: il comparto dei servizi è stato colpito in misura preponderante dalle varie misure di contenimento, di conseguenza la ripresa dell'attività dei servizi nel 2021 ha registrato un ritardo (cfr. il pannello b) del grafico 1). Anche la produzione nei settori dell'industria e delle costruzioni è stata frenata dalle interruzioni nelle catene di approvvigionamento, dagli shock energetici e dalla carenza di manodopera, sebbene i primi due fattori si siano recentemente attenuati in misura significativa.

## Grafico 1

### PIL in termini reali: scomposizione per componenti della domanda e valore aggiunto a livello settoriale

(indice: 4° trim 2019 = 0, valori percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il trend deterministico precedente il COVID-19 è stimato tramite una regressione del logaritmo del PIL in termini reali su una costante e un trend lineare nel periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il quarto trimestre del 2019. Considerato l'impatto sproporzionato su investimenti e importazioni dell'area dell'euro da parte delle transazioni in attività intangibili irlandesi, caratterizzate da notevole volatilità (cfr. la nota 2 a piè di pagina), gli investimenti privati dell'area dell'euro sono mostrati al netto degli investimenti in prodotti di proprietà intellettuale realizzati in Irlanda, mentre le importazioni sono mostrate depurate dalle importazioni di servizi in Irlanda. La spesa pubblica include i consumi e gli investimenti pubblici. Il settore dell'industria esclude il valore aggiunto delle costruzioni nel pannello b). A causa di differenze statistiche tra il PIL e il valore aggiunto lordo totale, i contributi da industria, servizi e costruzioni non corrispondono al PIL nel pannello b).

**A partire dal 2020 tre fattori esogeni fondamentali hanno influenzato l'attività economica nell'area dell'euro: la riapertura dell'economia a seguito dei lockdown (sostenuta dalle politiche di bilancio), le strozzature dell'offerta mondiale e la guerra mossa dalla Russia all'Ucraina.** A seguito della revoca dei primi rigidi provvedimenti di chiusura a maggio 2020, la produzione è immediatamente aumentata e la maggior parte delle attività economiche ha riaperto. Anche la domanda ha registrato una parziale ripresa, supportata dalle considerevoli azioni di stimolo monetario e fiscale, malgrado le misure di contenimento ancora vigenti e i timori per l'emergenza sanitaria continuassero a inibire le opportunità di consumo. Successivamente, con il mutare della situazione epidemiologica, le politiche di contenimento a livello mondiale si sono differenziate e le misure nei vari paesi sono state rafforzate o allentate in modo asincrono. Tale circostanza, insieme alle carenze derivanti dagli errori di posizionamento dei container di merci a livello mondiale, ha contribuito a ulteriori strozzature, inaspettate e improvvise, nelle catene mondiali di approvvigionamento. Le crescenti tensioni geopolitiche emerse nell'autunno del 2021 e poi culminate nell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia a febbraio 2022 hanno determinato un aumento dei prezzi dell'energia e amplificato le criticità già presenti dal lato dell'offerta, contribuendo, nel contempo, a un'esacerbazione dell'incertezza economica, con implicazioni negative per l'attività interna.

**Il presente articolo esamina i tre fattori di cui sopra, analizzandone la rilevanza e i canali attraverso cui hanno influito su domanda e produzione.** La sezione 2

prende in considerazione la composizione del PIL dal lato della domanda, con particolare attenzione alle determinanti principali dell'andamento di reddito, risparmi, consumi e investimenti delle famiglie. La sezione 3 analizza il lato della produzione, concentrandosi soprattutto sui settori più colpiti dalle strozzature dell'offerta e dagli shock energetici. L'articolo mette altresì a confronto le riprese economiche osservate dopo la pandemia nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (cfr. il riquadro 1), fa una disamina del ruolo delle politiche di bilancio nell'andamento del ciclo economico nel 2021 e 2022 (cfr. il riquadro 2) e compie una valutazione dell'importanza relativa dei diversi shock che hanno caratterizzato la ripresa successiva all'emergenza sanitaria, avvalendosi di un modello empirico strutturale (cfr. il riquadro 3). Il presente articolo prescinde da un'analisi dettagliata dell'impatto del sostegno fornito dalla politica monetaria alla ripresa economica nel 2021 e 2022<sup>1</sup>. La sezione 4 espone le conclusioni.

## 2 Il ruolo della domanda

**La ripresa della domanda aggregata non è stata uniforme tra le varie componenti.** I consumi privati hanno risentito negativamente delle ondate di restrizioni imposte per contenere la diffusione della pandemia, che hanno determinato shock fortemente negativi dal lato della domanda nel 2020 (cfr. il riquadro 3). Tali consumi hanno registrato una ripresa relativamente lenta e non sono tornati su livelli analoghi a quelli precedenti la pandemia prima del terzo trimestre del 2022, cioè con un ritardo di quattro trimestri rispetto al PIL in termini reali. Ciò è in parte attribuibile alla recrudescenza della pandemia osservata in varie ondate, con una conseguente restrizione delle occasioni di consumo, dovuta alle misure di contenimento e ai timori sanitari. Al contrario, i consumi e gli investimenti pubblici hanno sostenuto immediatamente la ripresa del PIL e hanno superato il livello precedente la pandemia a partire dal terzo trimestre del 2020, per poi continuare a crescere. Ciò rappresenta il risultato del supporto fornito tra il 2020 e il 2022 in risposta alla pandemia e alla crisi energetica (cfr. il riquadro 2). Anche gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno mostrato una ripresa relativamente rapida, superando i livelli pre-pandemici già alla fine del 2020. Gli investimenti privati non legati alle costruzioni, invece, sono crollati durante la prima ondata della pandemia e, nonostante il successivo recupero, non hanno registrato una ripresa prima del quarto trimestre del 2021. Anche le esportazioni nette (prescindendo dalla volatilità legata alle transazioni in attività intangibili irlandesi) hanno riportato una brusca diminuzione durante i primi lockdown imposti nel 2020. Successivamente, tuttavia, la componente del PIL dell'area dell'euro legata all'interscambio netto ha recuperato prontamente, superando il proprio livello antecedente l'emergenza sanitaria già nel quarto trimestre del 2020, per la ripresa

---

<sup>1</sup> Per una valutazione approfondita del ruolo della politica monetaria, cfr. l'intervento di Lagarde, C. "La politica monetaria nell'area dell'euro", *Karl Otto Pöhl Lecture* organizzata dalla Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, Francoforte sul Meno, 20 settembre 2022; e l'intervento di Lane, P.R., "The euro area hiking cycle: an interim assessment", *Dow Lecture*, National Institute of Economic and Social Research, Londra, 16 febbraio 2023. Cfr. anche il riquadro 6 *L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

più solida delle esportazioni rispetto alle importazioni (cfr. il pannello a) del grafico 1)<sup>2</sup>.

**Gli andamenti dei consumi privati non hanno mantenuto il passo della capacità di tenuta mostrata dal reddito disponibile aggregato.** A partire dal 2020 il reddito disponibile reale è stato fortemente supportato dalle misure di integrazione salariale. Il forte sostegno fornito dalle politiche di bilancio adottate dai governi dell'area dell'euro durante la pandemia ha attenuato i rischi per imprenditori e lavoratori dipendenti e ha evitato che si verificassero fallimenti su vasta scala. I redditi da lavoro dipendente hanno subito una forte flessione nel 2020 (cfr. il grafico 2), più che attenuata, tuttavia, nel complesso, dal sostegno delle politiche di bilancio offerto tramite i provvedimenti adottati, quali, ad esempio, le misure di integrazione salariale. Ciò ha determinato un sostegno fortemente positivo al reddito disponibile basato su imposte dirette, contributi e trasferimenti sociali (cfr. il riquadro 2). Inoltre, gli interventi di politica monetaria compiuti dalla BCE in quel periodo hanno sostenuto in modo favorevole le condizioni di finanziamento. Nel 2021 e 2022 i redditi da lavoro hanno segnato un marcato recupero, rappresentando il contributo principale alla crescita del reddito disponibile reale in questi due anni<sup>3</sup>. Dalla metà del 2021 il conseguente impulso ai consumi è stato controbilanciato parzialmente dai rincari dei beni energetici, che hanno fornito un consistente contributo negativo alla crescita del reddito disponibile reale nel 2022 tramite un deterioramento delle ragioni di scambio<sup>4</sup>. Tale impatto negativo sulla spesa è stato tuttavia attenuato da un graduale (sebbene incompleto) riassorbimento dei flussi di risparmio, in precedenza eccezionalmente elevati, e dagli andamenti positivi dei redditi da lavoro e non da lavoro. Le restrizioni legate alla pandemia, insieme al sostegno fornito ai redditi dalle politiche, hanno determinato un aumento senza precedenti dei risparmi delle famiglie, che si sono collocati al 25 per cento del reddito disponibile nel secondo trimestre del 2020<sup>5</sup>. Pur diminuendo successivamente dal picco raggiunto, il tasso di risparmio è rimasto al di sopra del livello precedente la pandemia, determinando un accumulo di risparmi "in eccesso" per circa 930 miliardi di euro nel quarto trimestre del 2022, pari a circa l'11,4 per cento del reddito disponibile annuo. Tali risparmi connessi alla pandemia, tuttavia, sono stati accumulati principalmente in attività illiquide, sono concentrati tra le famiglie più abbienti e sono stati in parte erosi in termini reali dal recente aumento

---

<sup>2</sup> Gli investimenti privati e l'interscambio netto dell'area dell'euro hanno risentito in misura sproporzionata dell'andamento altamente volatile dei prodotti di proprietà intellettuale irlandesi. I calcoli impiegati in questa sede prescindono dalla conseguente forte volatilità. Cfr. il riquadro 2 [Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro](#) nel numero 3/2023 di questo Bollettino. Per una trattazione più approfondita degli investimenti delle imprese dopo la pandemia, cfr. l'articolo 1 [La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi](#) nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> In genere, un aumento del reddito da lavoro fornisce un sostegno maggiore ai consumi rispetto ad altre fonti di reddito, essendo associato a una maggiore propensione marginale al consumo. Cfr. l'articolo 1 [Politica monetaria e disuguaglianze](#) nel numero 2/2021 di questo Bollettino; e Slačálek, J., Tristani, O. e Violante, G.L., "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area", *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 115, articolo 103879, giugno 2020.

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

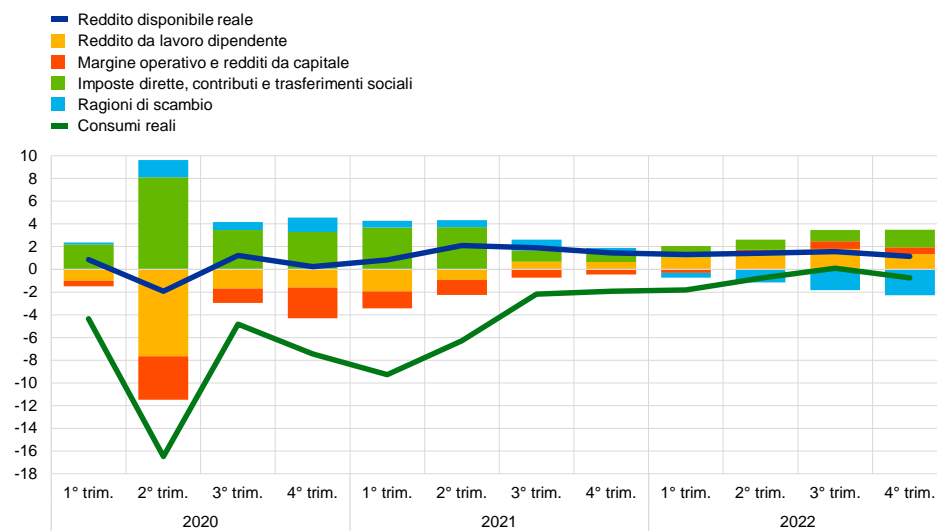
<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 4 [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino. Cfr. anche il riquadro 3 [Il risparmio delle famiglie durante la pandemia di COVID-19 e le implicazioni per la ripresa dei consumi](#) nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

dell'inflazione. A causa di questi fattori, il sostegno fornito dai risparmi accumulati alla crescita dei consumi sarà probabilmente limitato<sup>6</sup>.

## Grafico 2

### Componenti del reddito disponibile reale e consumi reali

(indice: 4° trim 2019= 0, valori percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il deflatore del reddito disponibile è quello dei consumi privati, mentre il deflatore delle relative componenti è quello del PIL.

Le "ragioni di scambio" sono calcolate come il rapporto tra i deflatori del PIL e dei consumi privati. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

**Tra le varie componenti, il consumo di servizi, in particolare delle attività ad alta intensità di contatti, quali quelle legate ai viaggi, all'alloggio e alla ristorazione, hanno rivestito un ruolo fondamentale durante la pandemia e nel periodo immediatamente successivo.** La domanda di servizi ad alta intensità di contatti ha fortemente contribuito al calo dei consumi nelle fasi acute dell'emergenza sanitaria e alla loro successiva ripresa<sup>7</sup>. I consumi di servizi sono tornati sui livelli precedenti la pandemia solo nel terzo trimestre del 2022 (cfr. il grafico 3), mentre quelli di beni durevoli, caratterizzati in genere da prociclicità ed elevata volatilità, hanno mostrato segnali di ripresa immediatamente dopo i lockdown, per poi però risentire dei forti vincoli di offerta mondiale nel 2021 e 2022. Al contempo la spesa in beni non durevoli e semidurevoli è stata colpita in misura meno incisiva rispetto a quella in servizi durante la pandemia e a metà del 2021 aveva già recuperato i livelli precedenti l'emergenza. Tuttavia, i consumi di tali beni hanno sofferto le ripercussioni dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e il conseguente aumento dell'inflazione energetica e alimentare ha contribuito alla diminuzione di questa componente di spesa nel corso del 2022.

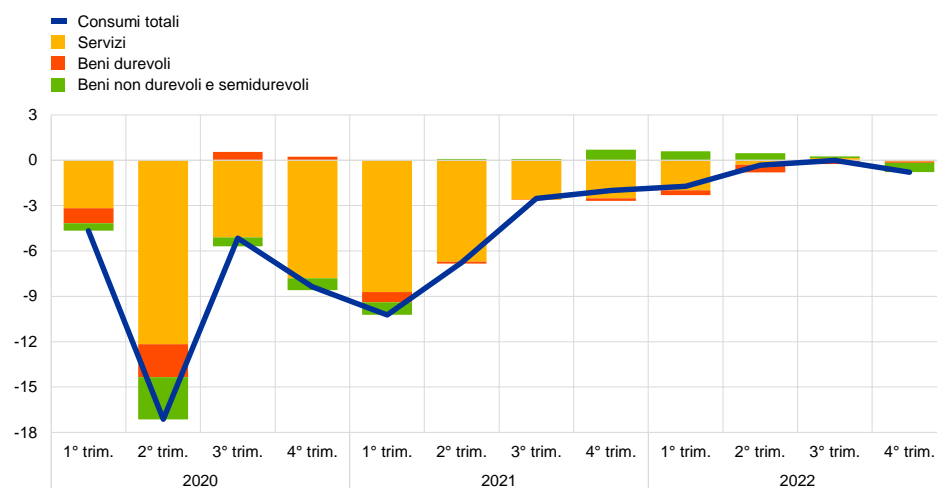
<sup>6</sup> Per un'analisi più approfondita, cfr. il riquadro 1 *L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia: la rilevanza della composizione* in questo numero del Bollettino.

<sup>7</sup> Cfr. il riquadro 5 *Andamenti economici e prospettive per i servizi a elevata intensità di contatti nell'area dell'euro* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

### Grafico 3

#### Componenti dei consumi privati

(indice: 4° trim 2019= 0, valori percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG ECFIN) ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

**Durante la fase di riapertura successiva alla pandemia, la crescita dei consumi privati è stata frenata dai rincari dei beni energetici, dalla crescente incertezza e dalle condizioni di finanziamento più restrittive, tra cui tassi di interesse più elevati<sup>8</sup>.** L'impennata dei costi dell'energia a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia si è tradotta in un forte aumento dell'incertezza e delle aspettative sui prezzi da parte dei consumatori, nonché in un forte calo del loro clima di fiducia, che a settembre 2022 ha raggiunto livelli estremamente bassi (cfr. il grafico 4). L'incertezza dei consumatori, sebbene attenuatasi da ottobre 2022, è rimasta storicamente elevata e il suo impatto negativo sull'economia è stato significativo nel 2022<sup>9</sup>. Con l'attenuarsi delle preoccupazioni relative all'offerta di gas e con il calo dei prezzi dell'energia, la fiducia dei consumatori ha iniziato a migliorare, pur rimanendo ancora su livelli contenuti, e all'inizio del 2023 le aspettative sull'andamento dei prezzi al consumo sono scese al di sotto della relativa media storica. Ciononostante, l'attuale orientamento restrittivo della politica monetaria e il conseguente irrigidimento delle condizioni di finanziamento continuano a ripercuotersi in misura crescente sulla crescita dei consumi privati.

<sup>8</sup> Cfr. l'articolo 1 [Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

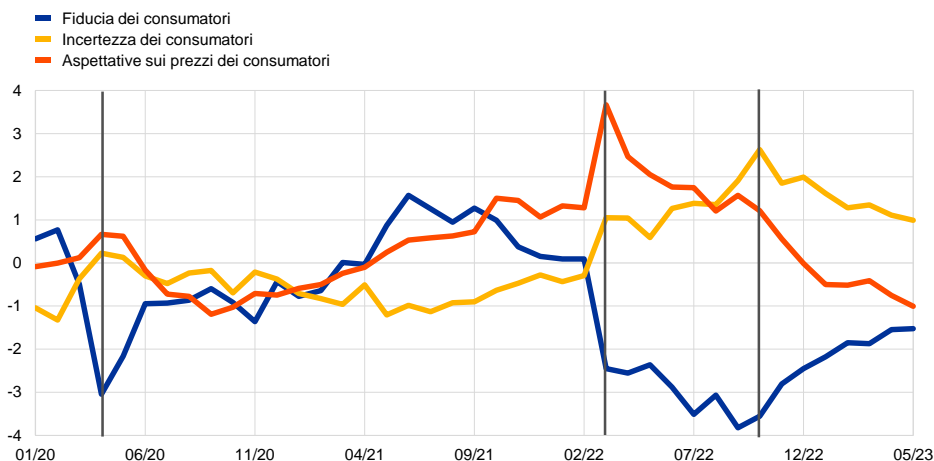
<sup>9</sup> Cfr. il riquadro 2 [L'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sull'attività dell'area dell'euro attraverso il canale dell'incertezza](#) nel numero 4/2022 di questo Bollettino.



## Grafico 4

### Fiducia, incertezza e aspettative sui prezzi da parte dei consumatori

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG ECFIN) ed elaborazioni della BCE.  
Note: la fiducia e le aspettative sui prezzi dei consumatori sono standardizzati nel periodo 1985-2019, l'incertezza dei consumatori è standardizzata nel periodo compreso tra aprile 2019 e maggio 2023. Le linee verticali indicano dei punti di svolta ad aprile 2020, marzo 2022 e ottobre 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023.

#### **Per quanto riguarda gli investimenti, il forte recupero iniziale della componente relativa all'edilizia residenziale ha rispecchiato le esigenze specifiche legate alla pandemia e il contesto favorevole ai finanziamenti.**

Dall'inizio del 2021 le famiglie hanno destinato una piccola parte dei loro risparmi, al di sopra del trend, anche agli investimenti fissi<sup>10</sup>. Nel corso del 2022, tuttavia, il picco dell'incertezza e il graduale irrigidimento delle condizioni di finanziamento hanno determinato una moderazione sempre più accentuata dell'attività di investimento nel settore dell'edilizia residenziale (cfr. il pannello a) del grafico 5)<sup>11</sup>. Per contro, nell'area dell'euro gli investimenti in settori diversi dalle costruzioni, che durante la pandemia hanno avuto un calo, hanno registrato un recupero più lento al termine dell'emergenza sanitaria. La crescita, sebbene significativa, ha mostrato considerevoli differenze tra paesi, imprese e tipi di investimento, presentandosi in misura meno decisa nell'area dell'euro, rispetto agli Stati Uniti (cfr. il riquadro 1)<sup>12</sup>. Nonostante la ripresa degli investimenti in attività diverse dalle costruzioni abbia anche beneficiato di un considerevole sostegno pubblico, fattori negativi, quali la maggiore incertezza, i rincari dei beni energetici e le strozzature dal lato dell'offerta, hanno indotto le imprese ad accantonare livelli relativamente elevati di risparmi e a rimandare le decisioni di investimento (cfr. il pannello b) del grafico 5). Cionondimeno, recentemente la crescita della domanda di investimenti in settori diversi dalle costruzioni è stata sostenuta da alcune tendenze strutturali, che si sono rafforzate dopo la pandemia, come, ad esempio, il progredire delle transizioni

<sup>10</sup> Cfr. il riquadro 1 *L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia: la rilevanza della composizione* in questo numero del Bollettino.

<sup>11</sup> Cfr. Battistini, N., Falagiarda, M., Hackmann, A. e Roma, M., "Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions", *Working Paper Series*, n. 2752, BCE, novembre 2022. Cfr. anche il riquadro 1 *Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

<sup>12</sup> Cfr. l'articolo 1 *La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi* nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

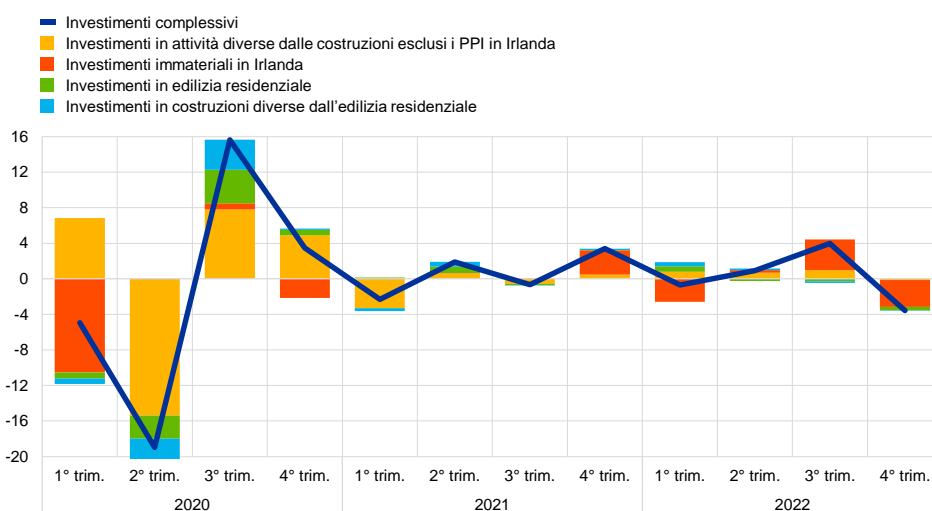
digitale ed ecologica dell'economia dell'area dell'euro, grazie al ruolo di catalizzatore svolto dai fondi del Next Generation EU (NGEU).

## Grafico 5

### Scomposizione e determinanti principali della crescita degli investimenti

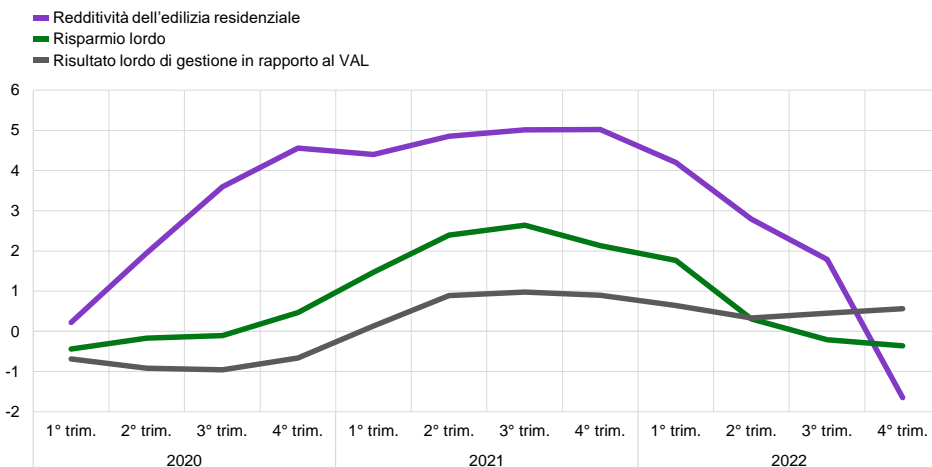
#### a) Scomposizione

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



#### b) Determinanti principali

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello b) la redditività dell'edilizia residenziale è data dal rapporto tra l'indicatore per i prezzi degli immobili residenziali e il deflatore degli investimenti in tali immobili, riscalato a zero nel quarto trimestre del 2019. Il risparmio lordo rappresenta gli utili non distribuiti delle società non finanziarie (SNF), suddivisi per il valore aggiunto lordo specifico per settore. Il risparmio lordo e il risultato lordo di gestione (e reddito misto) delle SNF in rapporto al valore aggiunto lordo (VAL) specifico per settore sono indicati come differenze (in punti percentuali) dalle medie storiche del periodo 2015-2019, rispettivamente al 24,2 e al 40,2 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

**La componente del PIL relativa alle esportazioni nette ha registrato una rapida ripresa, sulla scorta del solido recupero delle esportazioni dei beni manifatturieri, a fronte di una crescita delle importazioni più contenuta.**

Mentre le esportazioni di servizi, in particolare del turismo, hanno beneficiato del successivo allentamento e infine eliminazione delle restrizioni legate alla pandemia, nel 2021 dal lato dei beni lo slancio si è attenuato a causa delle strozzature che hanno colpito l'offerta nei settori principalmente attivi per le esportazioni ed è stato

ulteriormente frenato nella prima metà del 2022 con l'acuirsi dei vincoli dal lato dell'offerta. Nel secondo semestre dello scorso anno le interruzioni nelle catene di approvvigionamento sono migliorate, ma la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro è rimasta contenuta, a causa dell'indebolimento della domanda a livello mondiale. La crescita delle importazioni è stata sostenuta dalla ricostituzione delle scorte nel 2021-2022 e degli stoccaggi di energia nel 2022, in un contesto di accresciuta incertezza per il futuro in merito a prezzi e disponibilità dell'energia. Nel complesso, prescindendo da una certa volatilità a livello trimestrale, l'interscambio netto ha fornito un contributo positivo e crescente al livello del PIL nel 2021-2022.

## Riquadro 1

### Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dopo la pandemia: un confronto

a cura di Malin Andersson, Ryan Minasian e Michel Soudan

Il presente riquadro propone un confronto tra la ripresa dopo la pandemia nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Nel periodo pandemico il prodotto ha subito una contrazione più marcata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti (cfr. il grafico A). L'insorgere della pandemia con due settimane di anticipo nell'area dell'euro, le misure di chiusura più severe e la più tardiva disponibilità di vaccini sono stati fattori determinanti ai fini del calo del PIL registrato nell'area stessa nel 2020. Tuttavia, anche le differenze in termini di struttura economica, potenziale di crescita<sup>13</sup> e risposte di politica economica hanno influito<sup>14</sup>. In entrambe le regioni è stato fornito un forte stimolo monetario sin dall'inizio della pandemia. Le forme di sostegno pubblico erogate negli Stati Uniti, molto ingenti e principalmente rivolte alle famiglie, hanno indotto un'elevata domanda di beni di consumo e un considerevole output gap positivo<sup>15</sup>, mentre i provvedimenti discrezionali di sostegno adottati nell'area dell'euro nel 2020, per quanto significativi (cfr. il riquadro 2), sono stati di entità inferiore rispetto alla realtà d'oltreoceano. Questi ultimi sono stati inoltre più mirati e maggiormente orientati

<sup>13</sup> Negli ultimi vent'anni la crescita potenziale nell'area dell'euro è stata inferiore a quella degli Stati Uniti a causa di un più contenuto incremento della produttività totale dei fattori dovuta alla più lenta adozione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, a minori investimenti in attività immateriali e a una minore offerta di lavoro. Cfr. Licchetta, M., Mattozzi, G., Raciborski, R. e Willis, R., "Economic Adjustment in the Euro Area & the United States during the COVID-19 Crisis", *SUERF Policy Brief*, n. 341, SUERF, giugno 2022.

<sup>14</sup> Secondo un'analisi recente, il differenziale di crescita tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti nel 2020 può essere spiegato per quasi il 60 per cento da differenze strutturali (ossia dalla quota di PIL rappresentata dal turismo e dai consumi) e dal livello di avanzamento tecnologico (ossia dalla quota del settore dei servizi in cui il telelavoro era possibile e le relative tecnologie erano state utilizzate). La restante parte è legata a restrizioni alla mobilità volontarie e involontarie e al sostegno pubblico. Cfr. Chatelais, N., "Covid-19 and divergence in GDP declines between Europe and the United States", *Eco Notepad*, n. 229, Banque de France, 28 settembre 2021.

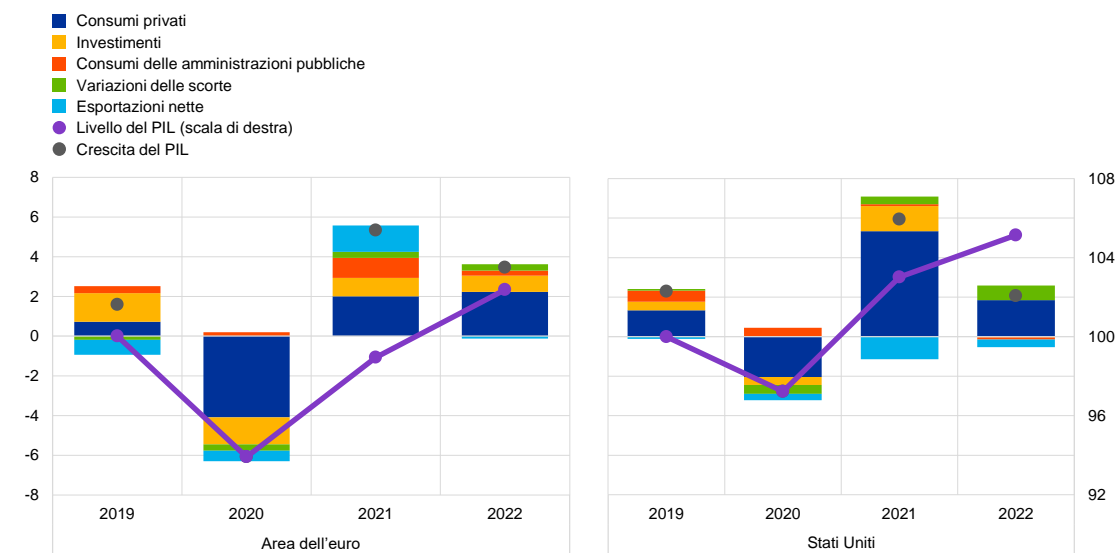
<sup>15</sup> Cfr. Milesi-Ferretti, G.M., "A most unusual recovery: How the US recovery from COVID from other of G7", *Up Front*, Brookings, 8 dicembre 2021.

a sostenere l'occupazione attraverso misure di integrazione salariale<sup>16</sup>. Rispetto agli Stati Uniti, ciò ha determinato una contrazione dei consumi privati molto più marcata nell'area dell'euro nel 2020 e uno stimolo più debole nel 2021. Per via delle più incisive misure di chiusura e della ridotta mobilità, l'area dell'euro ha inoltre registrato un calo più pronunciato degli investimenti nel 2020, unitamente a una più forte flessione del prodotto. Nel contempo, il contributo negativo dell'interscambio netto negli Stati Uniti nel 2021 è dipeso dalle importazioni trainate dalla domanda interna (stimolata a sua volta dall'erosione dell'eccesso di risparmio) e dalla debolezza delle esportazioni di servizi, in particolare del turismo. Per contro, nello stesso anno nell'area dell'euro le importazioni più modeste e una ripresa delle esportazioni di beni hanno determinato un contributo positivo dell'interscambio.

## Grafico A

### Crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dal 2019 al 2022

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi e contributi in punti percentuali; scala di destra: indice: 2019 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nell'area dell'euro è stato necessario più tempo, rispetto agli Stati Uniti, perché il prodotto tornasse ai livelli pre-pandemici: nella prima, infatti, il PIL in termini reali ha raggiunto il livello precedente la pandemia nel terzo trimestre del 2021, mentre nei secondi esso aveva già registrato una ripresa nel primo trimestre del 2021 (cfr. il grafico A). Dopo aver segnato analoghi tassi di crescita del PIL in termini reali nel 2021, nel 2022 la crescita del prodotto dell'area dell'euro ha superato quella degli Stati Uniti. Nel 2022 tale crescita è stata favorita dalla riapertura delle attività nel settore dei servizi,

<sup>16</sup> Per quanto sia arduo effettuare raffronti coerenti tra i dati disponibili, è stato stimato che nel 2020 la componente discrezionale della risposta di bilancio alla pandemia sia stata pari a circa il 4,25 per cento del PIL nell'area dell'euro (al netto di una revisione al ribasso ex post; si veda al riguardo il riquadro 2) e a circa il 7,75 per cento del PIL negli Stati Uniti. Se si include l'impatto degli stabilizzatori automatici, i cui effetti, secondo alcune valutazioni, sono stati relativamente più consistenti nell'area dell'euro, nel 2020 l'impulso di bilancio complessivo nell'area dell'euro è stato lievemente più prossimo a quello degli Stati Uniti (ammontando a circa il 7 per cento circa del PIL a fronte del 10 per cento di questi ultimi). Anche l'impianto concettuale di questi interventi è stato diverso: negli Stati Uniti essi hanno assunto la forma di trasferimenti diretti alle famiglie erogati attraverso crediti d'imposta e di un ampliamento dei sussidi di disoccupazione, mentre nell'area dell'euro si è optato principalmente per misure di integrazione salariale e l'impatto della perdita di posti di lavoro causata dalla pandemia è stato molto minore. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 1 *Andamenti economici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2020* nel numero 2/2021 di questo Bollettino. Conclusioni analoghe sono illustrate anche in Boone, L., "The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance", *Ecoscope*, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, 18 gennaio 2022.

dall'attenuarsi dei vincoli dal lato dell'offerta nel settore manifatturiero e dal sostegno di bilancio. L'attività dell'area dell'euro è stata tuttavia gradualmente frenata dalle ripercussioni negative dovute alla prossimità dell'Europa alla guerra russa in Ucraina, alla sua elevata dipendenza dalle importazioni di energia di provenienza russa, alla conseguente crisi energetica (che ha spinto l'inflazione verso l'alto), alle perdite nelle ragioni di scambio e all'indebolimento della domanda. Allo stesso tempo, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e il venir meno del sostegno di bilancio hanno inciso negativamente sulla crescita statunitense. Dall'inizio della fase restrittiva della politica monetaria, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati notevolmente in entrambe le giurisdizioni. Ciò ha tuttavia innescato un calo più marcato degli investimenti in edilizia residenziale negli Stati Uniti, risultati più sensibili ai tassi di interesse rispetto all'area dell'euro per effetto di prezzi delle abitazioni persistentemente elevati<sup>17</sup>.

## Riquadro 2

L'impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita del PIL in termini reali dal 2020 al 2022

a cura di **Cristina Checherita-Westphal**

Il presente riquadro riassume la risposta discrezionale della politica di bilancio nell'area dell'euro, dall'inizio della crisi legata alla pandemia nei primi mesi del 2020 al 2022, e il suo impatto sulla crescita del PIL in termini reali mediante modelli di simulazione<sup>18</sup>. Si concentra sui tipici strumenti della politica di bilancio che hanno un impatto diretto sul saldo di bilancio. Inoltre, i governi dell'area dell'euro hanno concesso alle imprese varie forme di sostegno alla liquidità, tra cui programmi di garanzia su vasta scala. Infine, nel 2020, anche gli stabilizzatori automatici hanno svolto un ruolo importante nella dinamica del reddito e del prodotto<sup>19</sup>.

La reazione discrezionale della politica di bilancio nell'area dell'euro nel periodo tra il 2020 e il 2022 è stata significativa e persistente (cfr. il grafico A). Rispetto al periodo antecedente la pandemia (2019), si stima che, alla fine del 2022, le misure discrezionali di stimolo di bilancio con un impatto sul saldo di bilancio siano ammontate complessivamente a circa il 5,3 per cento del PIL. Nel 2020 i governi dell'area dell'euro hanno reagito alla crisi legata al COVID-19 con varie misure di stimolo, per un totale stimato intorno al 4 per cento del PIL. Tali interventi sono stati indirizzati in particolare a tutelare l'occupazione attraverso misure di integrazione salariale, ma anche a finanziare la maggiore spesa sanitaria, mentre il sostegno diretto alle famiglie e altri trasferimenti simili o gli investimenti pubblici sono stati relativamente limitati. Nel 2021 sono state approvate misure

<sup>17</sup> Cfr. il riquadro 1 *Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

<sup>18</sup> Per maggiori dettagli sulle varie misure di sostegno di bilancio a livello nazionale, cfr. l'articolo 3 *La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19* nel numero 1/2021 di questo Bollettino e il riquadro 7 *La spesa delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro durante la crisi pandemica – evidenze dal sistema di classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche* nel numero 3/2023 di questo Bollettino. Al di là della crisi legata al COVID-19, per maggiori dettagli sulle misure di bilancio nel 2022, compreso il loro impatto sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione, cfr. il riquadro 7 *La risposta delle politiche di bilancio dell'area dell'euro alla guerra in Ucraina e il suo impatto macroeconomico* nel numero 5/2022 di questo Bollettino e l'articolo 1 *Politiche di bilancio e inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

<sup>19</sup> I governi dell'area dell'euro hanno concesso un sostegno alla liquidità delle imprese sotto forma di differimenti delle imposte e di sostegno patrimoniale, incidendo così sul debito pubblico, nonché mediante consistenti garanzie sui prestiti, per un volume iniziale superiore al 16 per cento del PIL dell'area dell'euro. Cfr. l'articolo *La risposta iniziale delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro alla crisi del COVID-19*, op. cit. Infine, anche gli stabilizzatori automatici hanno svolto un ruolo importante nell'attenuare l'impatto sul reddito e sul prodotto nel 2020. Per il ruolo degli stabilizzatori automatici nell'area dell'euro e un confronto con altri paesi, 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.

aggiuntive pari a circa l'1,3 per cento del PIL per sostenere la ripresa economica dalla pandemia, comprese quelle finanziate a livello dell'UE attraverso il programma Next Generation EU (NGEU)<sup>20</sup>. Nel 2022 l'entità del sostegno è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al 2021: è iniziata la revoca di alcune misure legate alla pandemia, ma sono state introdotte nuove misure di sostegno in risposta alla crisi energetica e alla spesa connessa alla guerra.

In termini di strumenti di bilancio, nel 2020 lo stimolo si è concentrato principalmente sui trasferimenti a imprese e famiglie, compresi i sussidi, nonché su altre tipologie di supporto alle misure di integrazione salariale, come gli sgravi sui contributi previdenziali e sulle imposte dirette. Anche i consumi delle amministrazioni pubbliche, principalmente sotto forma di spesa sanitaria, hanno svolto un ruolo importante nel 2020. Nel periodo 2021-2022 le misure di stimolo finanziate nell'ambito del Next Generation EU (principalmente investimenti pubblici e altre misure di sostegno patrimoniale alle imprese) hanno integrato il sostegno di bilancio precedentemente accordato. Infine, nel 2022 le riduzioni delle imposte indirette, in particolare quelle sull'energia, sono divenute più rilevanti in risposta alla crisi energetica. I sussidi sono diminuiti in termini netti rispetto al 2021, principalmente di riflesso alla fine della crisi legata al COVID-19 e alla parziale revoca delle misure di ripresa dalla pandemia. Tuttavia, la quota dei sussidi complessivi volti direttamente ad alleviare i costi dell'energia è aumentata in risposta all'aumento dei prezzi all'ingrosso del gas e dell'elettricità.

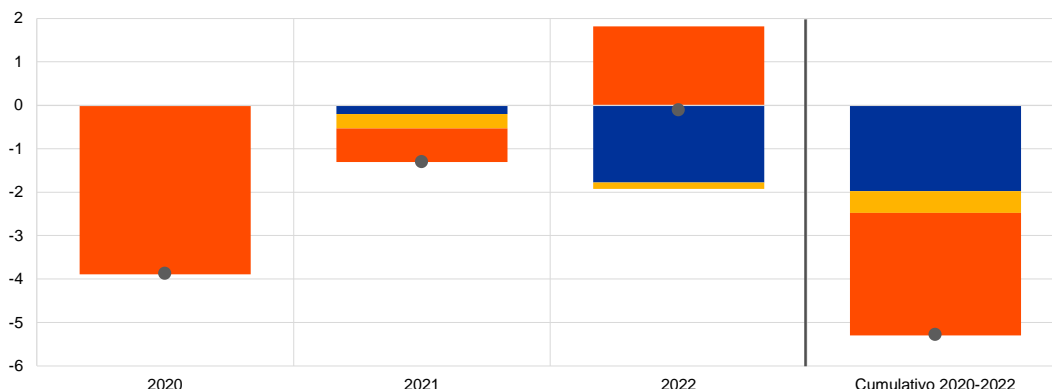
## Grafico A

Variabile per le misure discrezionali di bilancio nel periodo 2020-2022 e loro composizione per programma e strumento di bilancio

### a) Misure discrezionali per programma

(valori percentuali del PIL potenziale, variazioni sui dodici mesi del sostegno di bilancio salvo diversa indicazione)

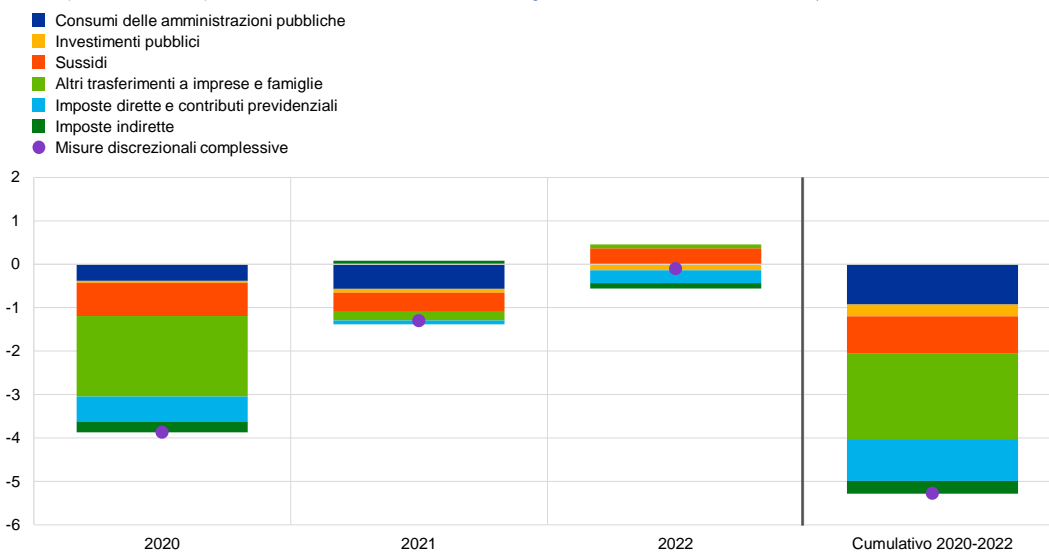
- Compensazione per l'energia e l'inflazione e altre misure di sostegno legate alla guerra
- Misure di sostegno finanziate dal Next Generation EU
- Misure di sostegno per la crisi legata al COVID-19 e altre misure di sostegno discrezionali
- Misure discrezionali complessive



<sup>20</sup> Per un'analisi approfondita dei piani Next Generation EU, cfr. Bańkowski, K. et al., "The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 291, BCE, aprile 2022.

## b) Misure discrezionali per strumento

(variazioni percentuali del PIL potenziale, variazioni sui dodici mesi del sostegno di bilancio salvo diversa indicazione)



Fonti: Eurosystema ed elaborazioni della BCE.

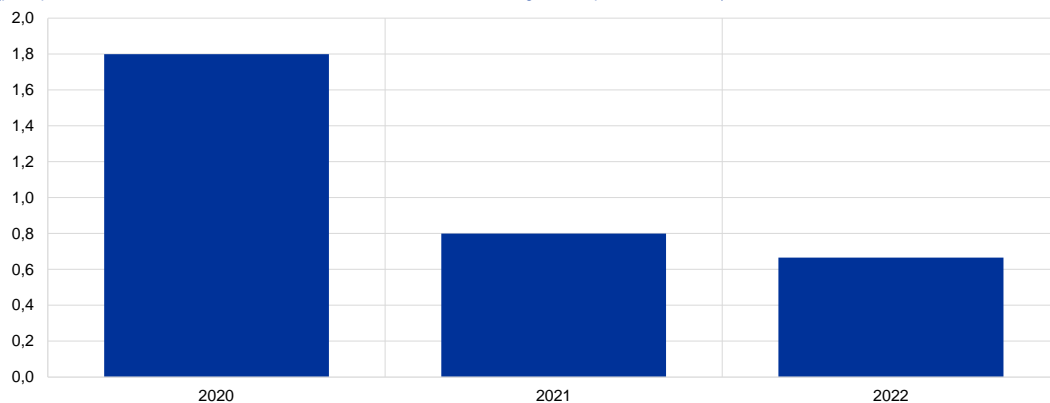
Note: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulla valutazione delle misure a partire dal database delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosystema di dicembre 2022. I numeri negativi indicano uno stimolo di bilancio (allentamento); i numeri positivi indicano una restrizione di bilancio o una revoca dello stimolo precedente. Gli istogrammi rappresentano il sostegno di bilancio marginale (ovvero, la variazione sui dodici mesi del sostegno di bilancio, diviso per il PIL nominale potenziale dell'anno precedente), ad eccezione di quelli definiti "cumulativi", che comprendono il sostegno di bilancio discrezionale complessivo (somma dei rapporti) nel periodo 2020-2022. Un calcolo del sostegno di bilancio marginale quale percentuale del PIL nominale indicherebbe uno stimolo lievemente maggiore nel 2020. La variabile riportata nel grafico include solo misure di bilancio con un impatto sul saldo di bilancio.

Le misure discrezionali di bilancio stimate in precedenza hanno attenuato in misura significativa il calo del PIL nel 2020 e hanno sostenuto la ripresa nel periodo tra il 2021 e il 2022 (cfr. il grafico B). Nel complesso, si stima che le misure abbiano aumentato il PIL in termini reali dell'area dell'euro nel periodo tra il 2020 e il 2022 di circa il 3,3 per cento rispetto a uno scenario controfattuale senza il sostegno delle politiche di bilancio. Pari a circa 0,6, il moltiplicatore di bilancio implicito dell'intero pacchetto di misure di bilancio nel periodo tra il 2020 e il 2022 riflette principalmente la composizione delle misure, con un'ampia parte del sostegno sotto forma di trasferimenti e sussidi generalizzati, che nei modelli hanno un moltiplicatore relativamente basso. Tuttavia, come indicato in precedenza, tali effetti riflettono solo le misure discrezionali di stimolo con un impatto diretto sul bilancio e pertanto non includono gli effetti indiretti del sostegno alla liquidità e degli stabilizzatori automatici.

## Grafico B

### Impatto delle misure discrezionali di bilancio sulla crescita del PIL in termini reali nel periodo 2020-2022

(punti percentuali, deviazione da uno scenario controfattuale senza il sostegno della politica di bilancio)



Fonti: Eurosystem, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le elaborazioni degli esperti della BCE si basano sui risultati medi delle simulazioni di una serie di modelli macroeconomici degli esperti della BCE e dell'Eurosystem utilizzati nel contesto delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosystem a dicembre 2022 e delle edizioni precedenti.

## 3 Il ruolo dell'offerta

**Nel 2020 e nel 2021, l'evoluzione delle restrizioni imposte a causa della pandemia e le relative risposte di policy hanno influenzato le dinamiche della produzione nel settore dei servizi e nell'industria.** I servizi e l'attività

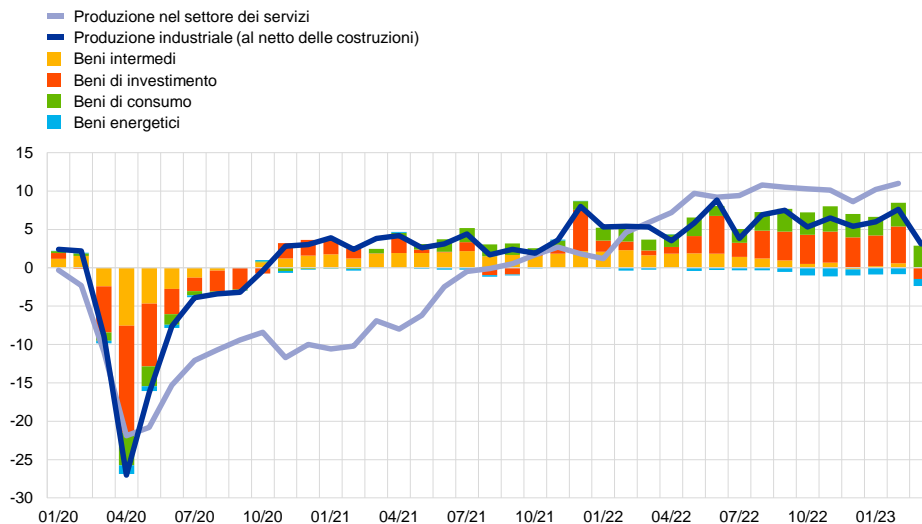
manifatturiera sono stati fortemente limitati durante i periodi di chiusura, mentre le misure di politica economica hanno evitato fallimenti diffusi e perdite di posti di lavoro oltre a ridurre i rischi finanziari per le imprese. In particolare, le attività ad alta intensità di contatti, come il commercio, i trasporti, i servizi di alloggio e di ristorazione, hanno contribuito in misura significativa alle ondate di calo e ripresa della produzione di servizi nel 2020 e nel 2021. Nel complesso, il recupero della produzione di servizi all'inizio è stato molto più contenuto rispetto a quello della produzione manifatturiera, a causa delle ripetute restrizioni volte a contenere le nuove ondate della pandemia (cfr. il grafico 6).



## Grafico 6

### Produzione nel settore industriale e dei servizi

(indice: dicembre 2019 = 0)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023 per la produzione di servizi e a marzo 2023 per la produzione industriale e le sue componenti.

**Durante la ripresa successiva alla pandemia la produzione industriale dell'area dell'euro ha risentito negativamente delle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento mondiali e dell'aumento dei prezzi dell'energia.** Dopo la rapida ripresa nell'estate del 2020, nel 2021 la produzione industriale ha segnato una stagnazione a causa del calo dell'attività nel settore dei beni di investimento e, dopo alcuni andamenti positivi all'inizio del 2022, ha di nuovo subito una battuta d'arresto nel periodo restante, a causa del calo della produzione nel settore dei beni intermedi ed energetico. I principali fattori alla base di tali andamenti sono stati il freno esercitato dalle strozzature dal lato dell'offerta, causate dalla carenza di materiali, e successivamente dai prezzi dell'energia. Per contro, la produzione di beni di consumo e di servizi ha registrato una ripresa costante a seguito del miglioramento della situazione epidemiologica e l'allentamento delle politiche di contenimento.

**La carenza di manodopera ha colpito in modo particolare la produzione del settore dei servizi durante la fase di ripresa.** Dall'estate del 2021 la manodopera è vista come un fattore di freno, in particolare per l'attività nei servizi a maggiore intensità di contatti, come i settori dei servizi di alloggio e di ristorazione. A differenza del settore manifatturiero, nel 2021 e nel 2022 il settore dei servizi non ha registrato carenze di materiali, ma ha sperimentato una maggiore sensibilità ai vincoli legati alla pandemia. Più di recente, tuttavia, anche la carenza di materiali è stata percepita come un fattore sempre più limitante per l'attività dei servizi.

**Le interruzioni delle catene di approvvigionamento dei beni hanno iniziato a gravare sull'economia dell'area dell'euro a seguito dell'insorgere della pandemia e dalla fine del 2020, dopo la revoca delle prime misure di chiusura (cfr. il riquadro 3).** Dal lato dell'offerta, le chiusure di marzo e aprile 2020 possono

essere interpretate come interruzioni delle catene di approvvigionamento delle imprese. Successivamente, le strozzature dal lato dell'offerta sono derivate dall'interazione di tre fattori principali. In primo luogo, la carenza di microchip e altri componenti per l'assemblaggio delle merci ha interessato settori manifatturieri importanti, come i produttori automobilistici. In secondo luogo, le restrizioni adottate in diversi paesi della regione Asia/Pacifico per contenere la pandemia hanno causato un calo delle esportazioni di beni fondamentali. Infine, le interruzioni delle attività delle navi portacontainer hanno allungato i tempi di arrivo dei principali input intermedi, aggravando ulteriormente le strozzature dal lato dell'offerta<sup>21</sup>. Il settore dei beni di investimento ha risentito negativamente delle strozzature dal lato dell'offerta che, nel corso del 2021, hanno causato un calo della produzione nel settore (cfr. il grafico 7), mentre altre attività manifatturiere hanno registrato una crescita nello stesso periodo. All'interno del settore dei beni di investimento, la produzione di veicoli a motore, che presenta una delle catene di approvvigionamento più lunghe tra i settori manifatturieri, è stata gravemente colpita dalle strozzature dal lato dell'offerta<sup>22</sup>. Tale settore si è quasi arrestato a marzo e ad aprile 2020, diminuendo di circa il 50 per cento nella prima metà del 2021 e subendo successivamente forti oscillazioni prima di tornare a crescere a marzo 2022, quando le interruzioni dell'offerta hanno iniziato a ridursi. L'impatto degli shock derivanti dalle interruzioni nelle catene di approvvigionamento sul settore automobilistico è stato molto forte. La carenza di microchip e di altri componenti necessari per assemblare nuovi veicoli ha determinato una riduzione senza precedenti dell'offerta nel periodo tra il 2020 e il 2022. Di contro, il settore energivoro (caratterizzato da un più intenso consumo di energia) ha risentito negativamente delle strozzature lungo la catena di approvvigionamento, ma in misura molto minore.

---

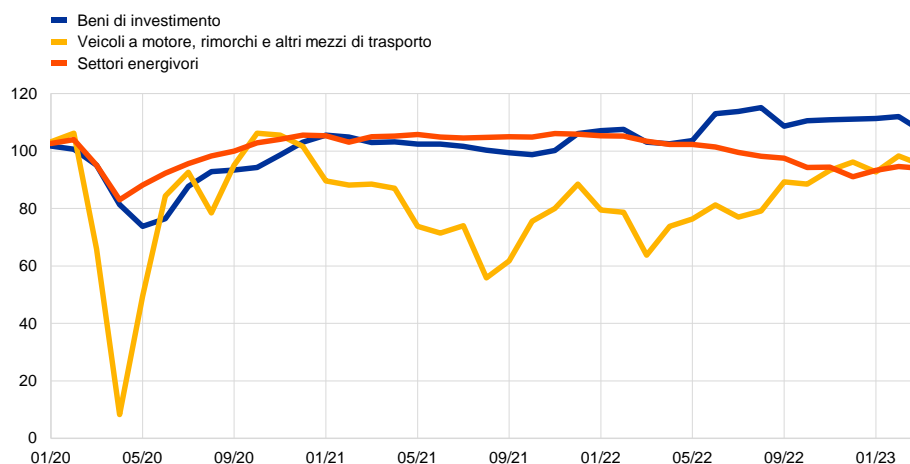
<sup>21</sup> Per un'analisi dettagliata di tali fattori e del loro impatto economico, cfr. Lane, P.R., "[Bottlenecks and monetary policy](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 10 febbraio 2022; nonché il riquadro 1 [I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo](#) nel numero 3/2021 di questo Bollettino, il riquadro 6 [La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro](#) nel numero 4/2021 di questo Bollettino, il riquadro 4 [L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino e il riquadro 7 [Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro](#) nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

<sup>22</sup> Per un'analisi dettagliata dei fattori all'origine della riduzione dell'attività nel settore automobilistico, cfr. il riquadro 2 [Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi](#) nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

## Grafico 7

### La produzione dell'area dell'euro nei settori dei beni di investimento, dei veicoli a motore ed energivori

(indice: dicembre 2019 = 100)



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

Note: il settore energivoro (caratterizzato da un più intenso consumo di energia) è definito aggregando la produzione di prodotti chimici, sottoprodotti chimici e metalli di base, che rappresenta in media circa il 10 per cento della produzione industriale dell'area dell'euro. Per la costruzione dell'indice vengono usati pesi variabili nel tempo. I beni di investimento sono riportati come medie mobili di tre mesi. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2023.

### I fattori dal lato dell'offerta sono responsabili di gran parte dell'aumento dei tempi di consegna dei beni finiti e intermedi nell'area dell'euro.

L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo ai tempi di consegna dei fornitori mostra la percentuale di imprese che hanno segnalato un miglioramento, un peggioramento o nessuna variazione dei tempi di consegna per i beni intermedi e finiti. Esso rileva l'entità dei ritardi della catena di approvvigionamento in un'economia. Le rilevazioni pari a 50 non indicano alcuna variazione dei tempi di consegna rispetto al mese precedente, quelle al di sopra di 50 indicano che i tempi di consegna sono migliorati (divenuti più brevi o più rapidi) e le rilevazioni inferiori a 50 indicano che i tempi di consegna sono peggiorati (divenuti più lunghi o più lenti). A marzo e aprile 2020, l'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori ha subito un brusco calo, si è riallineato rapidamente al proprio trend nell'estate 2020, è di nuovo diminuito fino alla metà del 2021, ha segnato una lenta ripresa fino alla metà del 2022, per poi finalmente migliorare rapidamente. Un'analisi basata su modelli indica che gli shock dal lato dell'offerta, in particolare quelli legati alle interruzioni delle catene di approvvigionamento, sono stati responsabili in larga misura del calo dell'indicatore (cfr. il grafico 8)<sup>23</sup>. Inoltre, a metà del 2021, anche il passaggio della domanda dai servizi ai beni, dovuto alla pandemia, ha contribuito all'allungamento dei tempi di consegna. All'inizio del 2023 l'indice PMI dei tempi di consegna dei fornitori (in una deviazione dalla sua tendenza) è diventato positivo, principalmente per effetto dei miglioramenti dal lato dell'offerta. Ciò è confermato dall'indagine periodica condotta dalla BCE

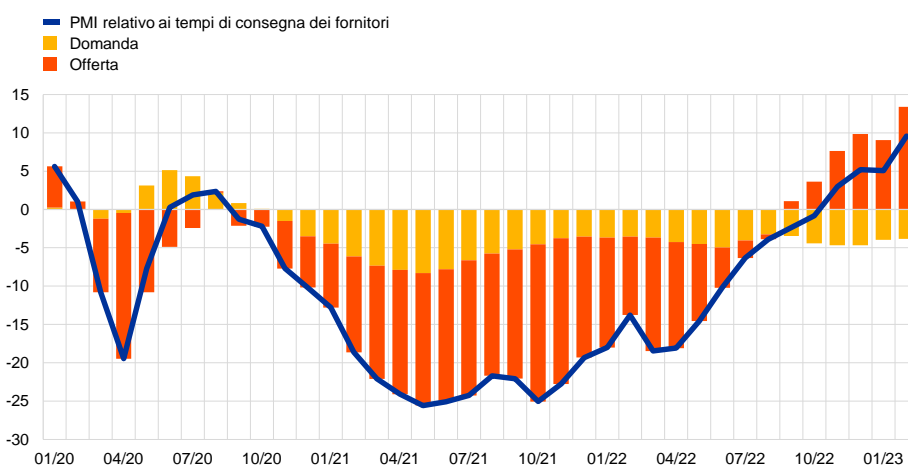
<sup>23</sup> Per una trattazione del modello, cfr. il riquadro 7 *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

presso i contatti nel settore societario, che ha indicato un allentamento delle restrizioni dal lato dell'offerta a partire dagli inizi del 2023<sup>24</sup>.

### Grafico 8

Pressioni lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro: contributi dei fattori di domanda e di offerta all'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori nel settore manifatturiero

(indice di diffusione, deviazione rispetto al trend stocastico)



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

Note: per maggiori dettagli circa i modelli sottostanti, cfr. il riquadro 7 *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 di questo Bollettino. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023.

**L'aumento dei prezzi dell'energia a partire dall'autunno del 2021 è un'altra determinante sfavorevole dal lato dell'offerta che ha limitato la produzione, in particolare quella industriale, a causa del maggiore consumo di energia nel settore manifatturiero rispetto ai servizi<sup>25</sup>.** All'inizio dell'autunno del 2021 le

forniture di gas dalla Russia all'Unione europea sono state notevolmente ridotte, contribuendo alla lenta ricostituzione degli stoccaggi di gas in Europa prima della stagione invernale 2021-2022. Alla fine di febbraio 2022 la Russia ha invaso l'Ucraina, causando un'ulteriore e repentina impennata dei prezzi dell'energia. La minore disponibilità di beni energetici ha determinato un calo significativo della produzione di prodotti chimici e metalli di base, che sono settori con un'intensità di utilizzo dell'energia relativamente maggiore (cfr. il grafico 7). Nella fase acuta della crisi energetica, da ottobre 2021 a ottobre 2022, i prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro sono aumentati del 49,5 per cento e la produzione industriale dell'area al netto delle costruzioni è cresciuta del 3 per cento, mentre quella dei settori a maggiore intensità energetica, come la produzione di sostanze chimiche e metalli di base, è diminuita del 10,2 per cento (cfr. il grafico 8). Dopo l'inversione di tendenza dei prezzi dell'energia, i prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro sono diminuiti dell'8,8 per cento tra ottobre 2022 e febbraio 2023. Nello stesso periodo la produzione industriale dell'area al netto delle costruzioni è cresciuta del

<sup>24</sup> Cfr. il riquadro 4 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

<sup>25</sup> Per un'analisi dettagliata cfr. il riquadro 4 *La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

2,4 per cento e il prodotto dei settori a maggiore intensità energetica si è dapprima stabilizzato e successivamente ha iniziato a crescere, aumentando complessivamente dello 0,6 per cento. L'aumento dei prezzi dei beni energetici registrato tra l'autunno del 2021 e ottobre 2022 è principalmente riconducibile a determinanti sfavorevoli dal lato dell'offerta, che hanno compromesso l'attività economica (cfr. il riquadro 3).

### Riquadro 3

#### Una valutazione basata su modelli delle determinanti dell'attività economica

---

a cura di Roberto A. De Santis

Per fare luce sull'importanza dei diversi fattori alla base della crescita del PIL a partire dall'inizio del 2020 si ricorre a un'analisi basata su modelli. L'impiego di un modello di autoregressione vettoriale bayesiano strutturale (structural vector autoregression, SVAR) consente di operare una distinzione tra gli shock legati alla domanda, alle interruzioni delle catene di approvvigionamento e all'offerta di energia. L'analisi è basata sul PIL in termini reali, sulla produzione di autoveicoli, sul prodotto del settore energivoro, sull'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori di autoveicoli, sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) al netto di beni alimentari ed energetici, sui prezzi degli autoveicoli, sui prezzi al dettaglio dell'energia e sulle aspettative di inflazione a due anni desunte dall'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF).

La produzione di autoveicoli, il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori di autoveicoli e i prezzi di questi ultimi sono utilizzati per identificare gli shock derivanti dalle interruzioni alle catene di approvvigionamento. Il prodotto nel settore energivoro e i prezzi al dettaglio dell'energia sono utilizzati per identificare gli shock all'approvvigionamento di energia al dettaglio. Il PIL in termini reali e lo IAPC al netto di beni alimentari ed energia sono utilizzati per identificare gli shock alla domanda aggregata. Le otto variabili del modello SVAR sono endogene al sistema di equazioni e gli shock identificati, pertanto, incidono congiuntamente su tutte le variabili.

Dopo il calo della domanda durante la prima fase delle misure di chiusura (lockdown), il venir meno dei precedenti fattori negativi dal lato della domanda, nel 2021, e gli shock positivi in tale ambito nel 2022 hanno sostenuto fortemente l'attività economica. Guardando al periodo successivo all'ultimo trimestre del 2020, in cui si è osservato un recupero dell'attività economica, i risultati empirici indicano che i fattori dal lato della domanda, trainati dal desiderio delle famiglie di normalizzare i loro consumi dopo l'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia e sostenuti da politiche di bilancio favorevoli, hanno offerto un contributo positivo alla crescita economica a partire da inizio 2021. Come documentato nella sezione 2, la ripresa del reddito da lavoro, sostenuto dalle politiche di bilancio, e la normalizzazione dei risparmi nel biennio 2021-2022 hanno rappresentato un importante fattore alla base del vigore della domanda. Le nostre stime indicano che gli shock favorevoli dal lato della domanda hanno determinato un rialzo del PIL in termini reali del 3,6 per cento tra il quarto trimestre del 2020 e il quarto del 2022 (cfr. il grafico A).

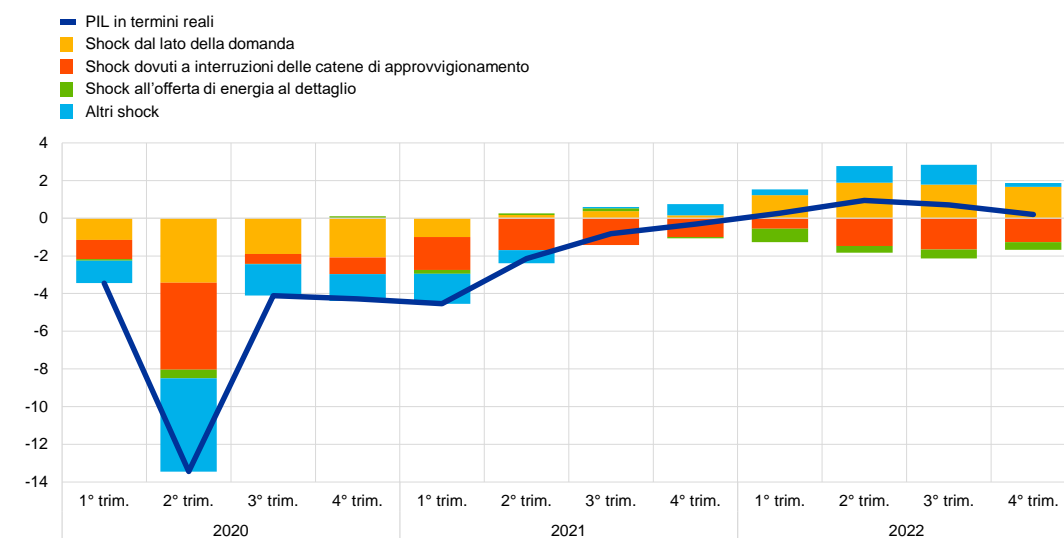
La scomposizione degli shock evidenzia inoltre il forte impatto negativo delle interruzioni alle catene di approvvigionamento a partire dal primo lockdown, nel 2020. Nella fase iniziale delle misure di chiusura, il modello interpreta le chiusure temporanee delle imprese come una combinazione di shock avversi alla domanda e alle catene di approvvigionamento. Questi ultimi rilevano le interruzioni all'offerta derivanti dalle rigide misure di lockdown, che hanno contribuito a determinare un calo del PIL in termini reali senza precedenti nel secondo trimestre del 2020. L'allentamento delle misure di contenimento nell'estate del 2020 ha consentito una rapida ripresa della produzione,

a cui è riconducibile, per la maggior parte, la tenuta dell'attività economica. Successivamente, tuttavia, la limitata disponibilità di chip, le restrizioni legate al COVID-19 in Asia e le interruzioni delle attività delle navi portacontainer, unite alla carenza di manodopera, hanno determinato un nuovo impatto negativo sul PIL in termini reali. A causa degli shock alle catene di approvvigionamento, nel terzo trimestre del 2022 il calo del PIL in termini cumulati a partire dalla fine del terzo trimestre del 2020 ammontava all'1,1 per cento. Tali perdite cumulate sono scese allo 0,7 per cento a fine 2022, quando tali shock hanno iniziato ad attenuarsi.

## Grafico A

### Contributi delle diverse determinanti del PIL in termini reali

(deviazioni percentuali dal trend stocastico, indice: dicembre 2019 = 0)



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

Note: il modello si basa sui dati aggregati per l'area dell'euro da gennaio 1999 a dicembre 2022. Gli shock sono identificati attraverso il metodo utilizzato in Antolin-Díaz, J. e Rubio-Ramírez, J.F., "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, vol. 108, n. 10, ottobre 2018, pagg. 2802-29, ma con restrizioni di segno dei contributi come in De Santis, R.A. e Van der Veken, W., "Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation", *Working Paper Series*, n. 2727, BCE, settembre 2022. Le restrizioni di segno ipotizzate al momento dell'impatto sono le seguenti: gli shock alla domanda implicano IAPC di fondo (+), componente energetica dello IAPC (+), PIL in termini reali (+) e tempi di consegna per i fornitori di autoveicoli (-); gli shock all'offerta di energia implicano componente energetica dello IAPC (+) e produzione nel settore energivoro (-); gli shock dovuti alle interruzioni delle catene di approvvigionamento implicano prezzi degli autoveicoli (+), produzione di autoveicoli (-) e PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori di autoveicoli (-). Le restrizioni narrative ipotizzate sono le seguenti: il più ampio contributo agli errori di previsione in merito al PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori nel periodo marzo-maggio 2020 è attribuito agli shock alle catene di approvvigionamento; il maggiore contributo agli errori di previsione relativi alla componente energetica dello IAPC a ottobre 2021, novembre 2021 e marzo 2022 è attribuito agli shock all'offerta di energia. Si ipotizza inoltre che gli shock dal lato della domanda siano di segno negativo a marzo e ad aprile 2020 e di segno positivo a maggio 2020, marzo 2021, giugno 2021 e maggio 2022. Il trend stocastico fornisce la dinamica del PIL in termini reali in assenza di shock.

Anche gli shock avversi dal lato dell'offerta di energia hanno inciso negativamente sul PIL in termini reali, sebbene in misura minore rispetto ad altre interruzioni all'offerta. La ridotta disponibilità delle importazioni di gas dalla Russia nell'autunno del 2021 e l'invasione russa dell'Ucraina a febbraio 2022 hanno causato un brusco aumento dei prezzi dell'energia in seguito alle riduzioni dell'offerta di gas da parte della Russia ai paesi dell'area dell'euro. Il più ampio impatto negativo sull'attività economica in termini aggregati è stato registrato a marzo 2022. Tuttavia si stima che l'iniziale impatto avverso sul PIL in termini reali sia stato in parte assorbito entro la fine del 2022, dal momento che i prezzi dell'energia hanno subito un brusco calo nel quarto trimestre. È probabile che l'impatto delle restrizioni all'offerta di energia sull'attività economica in termini aggregati risulti attenuato per via dell'introduzione, da parte dei governi, dei sussidi energetici e/o di massimali ai prezzi, dopo l'impennata dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità, per contenere l'aumento dei prezzi al dettaglio dei beni energetici. Infine, anche altri shock, che probabilmente hanno rilevato la natura straordinaria delle restrizioni collegate alla pandemia, hanno contribuito al crollo dell'attività economica nel 2020. Con il successivo passaggio a restrizioni più mirate, unitamente

all'apprendimento e all'adeguamento dei comportamenti da parte di imprese e famiglie, gli effetti avversi di tali shock si sono attenuati, sostenendo la ripresa economica.

---

## 4 Osservazioni conclusive

**La ripresa economica nell'area dell'euro a seguito della pandemia è stata solida, sostenuta da risposte politiche risolutive.** Il forte sostegno della politica monetaria e di bilancio ha ridotto il rischio imprenditoriale ed evitato fallimenti diffusi e perdite di posti di lavoro a seguito dell'insorgere della pandemia. La capacità di tenuta del mercato del lavoro ha sostenuto la domanda aggregata e il potere di acquisto delle famiglie e ha aiutato l'economia dell'area dell'euro a superare bene gli eccezionali shock avversi dal lato dell'offerta che l'hanno colpita negli ultimi tre anni.

**La ripresa economica è stata messa alla prova dalle strozzature dal lato dell'offerta, dalla contrazione energetica e dall'accresciuta incertezza innescata dalla guerra russa in Ucraina.** Il presente articolo mostra che le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento hanno gravato sull'economia dell'area dell'euro, sebbene siano andate scemando dalla metà del 2022. La produzione di autoveicoli, che presenta una delle catene di approvvigionamento più lunghe nei settori manifatturieri, è stata pesantemente colpita da tali strozzature. Inoltre, l'aumento dei prezzi dell'energia dall'autunno del 2021 ha frenato l'attività, in particolare la produzione industriale nel 2022, a causa della maggiore intensità energetica del settore manifatturiero rispetto ai servizi. Infine, anche l'accresciuta incertezza nell'area dell'euro, innescata dall'invasione russa dell'Ucraina, ha influito negativamente sull'attività economica nel 2022. Tuttavia, la tenuta del reddito disponibile delle famiglie, determinata dalle misure di stimolo e dal vigore del mercato del lavoro, l'impulso proveniente dalla riapertura dell'economia e dalla normalizzazione del risparmio hanno tutti sostenuto la ripresa della domanda aggregata. Inoltre, negli ultimi tempi, gli shock avversi dal lato dell'offerta sono in larga misura venuti meno. L'attenuarsi delle preoccupazioni in materia di approvvigionamento energetico assieme al calo dei prezzi dell'energia hanno ridotto l'incertezza economica e migliorato il clima di fiducia delle famiglie, sebbene a partire da livelli bassi, sostenendo la crescita economica. Tuttavia, l'inasprimento della politica monetaria da parte della BCE e le relative condizioni di finanziamento più restrittive potrebbero frenare la spesa per consumi in beni durevoli e per investimenti privati.

# 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 dall'ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu">https://data.ecb.europa.eu</a>
Tavole dettagliate sono disponibili nella sezione "Publications" dell'ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/publications">https://data.ecb.europa.eu/publications</a>
Le definizioni metodologiche sono consultabili nella sezione "Methodology" dell'ECB Data Portal:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/methodology">https://data.ecb.europa.eu/methodology</a>
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Segni convenzionali nelle tavole

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



# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Attività economica

### 2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2020	11.514,8	11.108,5	5.954,6	2.577,8	2.527,5	1.228,4	687,8	604,5	48,7	406,3	5.208,4	4.802,1
2021	12.379,2	11.902,1	6.317,7	2.730,9	2.723,3	1.383,3	766,0	566,8	130,2	477,1	6.102,7	5.625,6
2022	13.399,0	13.190,9	7.046,9	2.883,4	3.041,5	1.560,4	845,9	627,4	219,2	208,1	7.350,8	7.142,7
2022 2° trim.	3.323,4	3.257,2	1.740,3	713,6	747,9	389,3	207,4	149,2	55,4	66,2	1.844,8	1.778,6
3° trim.	3.370,0	3.366,8	1.795,7	722,5	788,1	393,7	217,4	175,0	60,5	3,2	1.899,2	1.896,0
4° trim.	3.438,3	3.368,1	1.819,0	741,1	772,0	396,5	217,5	156,1	35,9	70,2	1.889,5	1.819,3
2023 1° trim.	3.492,2	3.371,8	1.841,9	729,0	785,1	406,8	222,9	153,3	15,9	120,3	1.872,4	1.752,1
<i>in percentuale del PIL</i>												
2022	100,0	98,4	52,6	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,6	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.	0,8	0,8	0,9	-0,1	1,0	0,0	1,5	2,5	-	-	1,8	1,8
3° trim.	0,4	1,8	1,3	0,0	4,0	-0,9	3,2	17,1	-	-	1,2	4,1
4° trim.	-0,1	-1,2	-1,0	0,8	-3,5	-0,9	-1,4	-11,5	-	-	-0,2	-2,5
2023 1° trim.	-0,1	-0,8	-0,3	-1,6	0,6	1,3	1,8	-2,5	-	-	-0,1	-1,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,3	4,1	3,7	4,3	3,9	6,4	9,2	-7,4	-	-	10,7	8,4
2022	3,5	3,8	4,5	1,4	3,7	2,0	4,2	7,2	-	-	7,2	8,3
2022 2° trim.	4,4	4,4	5,8	1,0	3,0	2,1	2,2	6,0	-	-	8,3	8,9
3° trim.	2,5	4,1	2,7	0,6	7,8	1,6	8,1	23,2	-	-	7,7	11,7
4° trim.	1,8	1,2	1,4	0,9	0,6	0,2	5,2	-3,8	-	-	4,6	3,4
2023 1° trim.	1,0	0,5	0,8	-0,9	1,9	-0,5	5,2	3,6	-	-	2,7	2,0
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 2° trim.	0,8	0,7	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-
3° trim.	0,4	1,7	0,6	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,3	-	-
4° trim.	-0,1	-1,2	-0,5	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,0	1,1	-	-
2023 1° trim.	-0,1	-0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,6	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,2	1,4	-	-
2022	3,5	3,7	2,3	0,3	0,8	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,2	-	-
2022 2° trim.	4,4	4,3	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,5	0,1	-	-
3° trim.	2,5	4,0	1,4	0,1	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,5	-	-
4° trim.	1,8	1,1	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,7	-	-
2023 1° trim.	1,0	0,6	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,4	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2020	10.376,4	177,2	2.007,3	549,6	1.802,1	547,1	485,5	1.214,7	1.201,3	2.067,8	324,0	1.138,4
2021	11.094,9	189,5	2.174,9	595,3	2.004,2	589,0	501,7	1.251,0	1.289,7	2.162,3	337,3	1.284,3
2022	12.059,0	222,9	2.407,5	659,1	2.315,1	622,5	515,7	1.302,5	1.390,5	2.251,0	372,2	1.340,0
2022 2° trim.	2.982,0	54,8	597,9	163,3	574,5	155,2	126,3	320,3	345,6	552,3	91,9	341,4
3° trim.	3.035,5	57,7	599,3	165,6	592,6	155,7	129,2	325,7	350,1	564,6	95,1	334,5
4° trim.	3.114,5	58,7	634,5	170,4	596,5	158,4	134,8	333,9	356,7	576,1	94,6	323,8
2023 1° trim.	3.170,8	59,7	654,4	179,6	602,1	161,0	137,5	342,0	361,3	577,4	95,8	321,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2022	100,0	1,8	20,0	5,5	19,2	5,2	4,3	10,8	11,5	18,7	3,1	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 2° trim.	0,8	0,0	0,6	-0,2	1,9	1,9	0,1	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,1
3° trim.	0,6	0,8	0,7	-0,9	1,0	0,1	-0,1	-0,1	0,4	1,1	3,2	-2,1
4° trim.	-0,2	-0,3	0,0	-0,5	-1,2	1,5	-0,3	0,2	0,1	0,3	-2,8	0,9
2023 1° trim.	0,2	0,9	-0,8	2,6	0,4	0,7	-1,3	0,7	0,5	0,1	1,7	-3,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-5,9	0,1	-6,1	-5,1	-14,1	2,0	0,4	-0,7	-5,8	-2,8	-17,7	-7,2
2021	5,2	-0,6	7,2	3,6	7,7	7,1	3,6	1,7	6,1	3,5	3,8	6,6
2022	3,6	0,0	2,0	1,6	7,8	5,9	-0,5	1,8	4,8	1,6	12,2	2,0
2022 2° trim.	4,5	-0,3	2,3	2,0	11,1	7,0	-0,1	2,1	5,7	1,2	17,1	3,0
3° trim.	2,7	0,5	2,4	1,1	4,6	5,4	-0,8	1,3	3,9	1,3	7,6	0,3
4° trim.	2,2	-0,3	2,0	-0,1	2,6	4,6	-0,9	1,1	3,1	1,9	7,2	-1,1
2023 1° trim.	1,5	1,4	0,5	0,9	2,0	4,3	-1,6	1,0	2,1	1,3	6,2	-3,2
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 2° trim.	0,8	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-
4° trim.	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-
2023 1° trim.	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4	-
2022 2° trim.	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,2	0,7	0,2	0,5	-
3° trim.	2,7	0,0	0,5	0,1	0,9	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
4° trim.	2,2	0,0	0,4	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 1° trim.	1,5	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,8	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	6,4	24,4	3,2	2,4	1,0	14,2	24,8	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,6	-1,9	0,7	-3,7	2,0	0,4	0,6	-2,1	1,0	-3,0
2021	1,5	1,6	0,4	0,0	-0,3	3,3	0,5	4,8	1,1	1,1	3,0	2,1	1,0
2022	2,3	2,5	1,1	-0,8	1,3	3,1	3,3	5,7	0,1	3,1	3,1	1,5	1,6
2022 2° trim.	2,8	3,0	1,1	-0,2	1,3	3,4	4,8	6,0	0,4	2,8	3,4	1,6	1,8
3° trim.	1,8	1,9	1,1	-1,1	1,4	3,1	1,9	6,2	-0,3	4,1	2,5	1,4	0,8
4° trim.	1,6	1,7	0,7	-1,1	1,1	2,0	1,7	4,6	0,4	3,4	2,2	1,3	1,0
2023 1° trim.	1,6	1,7	1,3	-1,2	1,2	1,4	2,2	4,5	1,2	2,5	2,1	1,2	0,8
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,8	23,0	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,5	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,9	14,6	7,2	25,3	3,5	2,5	1,1	14,1	21,9	6,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,0	-3,4	-7,5	-6,3	-14,6	-1,6	-2,0	-5,1	-8,2	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	-0,1	4,6	9,1	6,8	7,4	2,8	6,9	7,5	3,2	5,9
2022	3,5	3,6	3,0	-1,6	1,1	3,2	7,4	5,7	-0,1	4,9	4,1	0,7	6,0
2022 2° trim.	3,7	3,9	2,9	-1,9	0,3	2,7	9,9	5,4	-0,9	5,1	3,9	-0,2	6,8
3° trim.	2,5	2,8	1,3	-1,1	2,0	3,3	3,2	7,3	0,3	4,9	3,8	1,2	2,4
4° trim.	2,2	2,3	2,1	-1,1	1,4	3,1	3,0	4,9	1,2	3,7	3,2	1,1	2,8
2023 1° trim.	1,9	2,1	1,1	-0,4	1,7	1,5	2,6	4,0	1,4	1,5	2,4	1,2	1,7
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,0	-0,9	-5,7	-6,9	-11,4	-3,6	-2,4	-5,7	-6,3	-3,2	-9,3
2021	4,0	3,6	6,1	0,0	4,9	5,6	6,3	2,5	1,7	5,8	4,4	1,1	4,9
2022	1,1	1,1	1,9	-0,9	-0,2	0,1	4,0	0,0	-0,2	1,7	1,0	-0,8	4,3
2022 2° trim.	0,9	0,8	1,8	-1,8	-0,9	-0,7	4,9	-0,6	-1,3	2,2	0,5	-1,7	4,9
3° trim.	0,7	0,9	0,2	0,0	0,6	0,2	1,3	1,1	0,6	0,8	1,2	-0,2	1,6
4° trim.	0,7	0,6	1,4	0,0	0,4	1,0	1,3	0,3	0,8	0,3	1,0	-0,2	1,8
2023 1° trim.	0,3	0,4	-0,3	0,9	0,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	-1,0	0,3	0,0	0,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 2 Attività economica

### 2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,755	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	165,047	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	167,811	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.	167,811	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.	167,941	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.	168,560	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.	.	.	11,106	6,6	.	8,833	5,8	2,273	14,1	5,522	6,3	5,584	7,0	3,1
2022 nov.	-	-	11,282	6,7	-	9,002	5,9	2,280	14,5	5,656	6,3	5,627	7,1	-
dic.	-	-	11,278	6,7	-	9,036	5,9	2,242	14,2	5,662	6,3	5,616	7,1	-
2023 gen.	-	-	11,249	6,6	-	9,007	5,9	2,242	14,2	5,663	6,3	5,586	7,0	-
feb.	-	-	11,189	6,6	-	8,961	5,8	2,228	14,1	5,630	6,3	5,559	7,0	-
mar.	-	-	11,121	6,6	-	8,907	5,8	2,214	14,0	5,613	6,2	5,508	6,9	-
apr.	-	-	11,088	6,5	-	8,882	5,8	2,206	13,9	5,605	6,2	5,483	6,9	-

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

#### Variazioni percentuali sul periodo corrispondente

2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,6	8,1	1,4	5,9	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,4	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 1° trim.	1,6	2,1	1,1	0,3	6,3	-1,4	6,0	5,7	-1,7	11,1	12,5	12,4	-12,3
2° trim.	2,0	2,6	-0,3	4,6	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,8	2,9	7,7	13,3	-16,2
3° trim.	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,0	-1,3	0,9	-0,5	-1,6	-0,6	3,3	9,1	1,5
4° trim.	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,0	0,4	-2,6	-5,0	-1,6	3,1	6,2	15,3
2022 nov.	3,9	5,6	-3,4	11,1	9,9	-11,3	1,3	-2,4	-4,5	-1,9	3,6	6,1	18,2
dic.	-2,0	-1,2	-7,0	-1,5	7,0	-7,3	-0,6	-2,8	-6,5	-0,8	3,8	5,3	14,4
2023 gen.	1,0	2,3	-5,6	8,6	3,4	-7,7	0,7	-1,8	-4,7	0,0	4,9	6,8	12,1
feb.	2,0	2,9	-5,0	9,9	3,6	-4,1	2,1	-2,4	-4,6	-0,8	0,4	4,8	11,6
mar.	-1,4	-0,8	-4,5	-1,6	5,3	-6,7	-1,5	-3,3	-6,4	-1,7	2,6	5,6	30,8
apr.	0,2	0,9	-6,2	8,3	0,0	-7,4	.	-2,6	-4,4	-1,1	-1,8	.	19,4

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

2022 nov.	1,3	1,7	0,4	0,9	1,3	-1,1	0,1	0,7	-0,6	1,1	0,8	-	3,6
dic.	-1,3	-1,9	-2,9	-0,4	-1,4	3,4	-2,2	-1,6	-1,7	-1,6	0,8	-	3,6
2023 gen.	0,6	0,0	1,2	0,3	-1,7	-1,1	3,7	0,9	1,8	1,0	-1,6	-	-8,6
feb.	1,4	1,2	0,8	1,8	1,2	0,8	1,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,3	-	3,3
mar.	-3,8	-5,8	-1,0	-15,2	-0,7	-1,4	-2,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,1	-	-1,6
apr.	1,0	3,7	-1,0	14,7	-2,0	1,0	.	0,0	-0,5	0,5	-2,3	-	-1,1

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	-5,0	12,6	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
3° trim.	97,1	1,8	81,9	-27,0	2,8	-6,8	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
4° trim.	95,3	-0,9	81,2	-24,4	3,1	-4,8	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 1° trim.	99,3	0,1	81,1	-19,6	1,3	-1,0	9,5	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2022 dic.	96,9	-0,8	-	-22,0	3,6	-2,8	7,4	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 gen.	99,6	0,9	81,0	-20,6	1,3	-0,9	10,2	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
feb.	99,4	0,1	-	-19,0	1,6	-0,4	9,2	-	48,5	50,1	52,7	52,0
mar.	98,9	-0,7	-	-19,1	0,9	-1,8	9,0	-	47,3	50,4	55,0	53,7
apr.	99,0	-2,8	81,2	-17,5	0,9	-0,9	9,9	90,0	45,8	48,5	56,2	54,1
mag.	96,5	-5,2	-	-17,4	0,2	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8

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

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13,2	93,1	2,0	2,6	3,9	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 <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 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
2023 1° trim.	1.371,5	1.297,7	73,8	772,9	690,5	325,3	293,9	234,1	239,2	39,1	74,0	31,6	30,3
2022 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.	459,9	441,7	18,2	256,5	243,1	108,6	95,2	80,5	80,0	14,2	23,5	11,8	13,3
feb.	453,1	428,6	24,5	255,8	228,0	108,3	95,4	75,7	80,5	13,2	24,7	6,6	4,2
mar.	458,5	427,3	31,2	260,6	219,5	108,3	103,3	77,9	78,8	11,7	25,8	13,3	12,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2023 mar.	5.329,7	5.405,7	-76,0	2.988,2	2.992,5	1.254,2	1.142,9	925,7	944,3	161,6	325,9	223,8	94,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2023 mar.	39,1	39,7	-0,6	21,9	22,0	9,2	8,4	6,8	6,9	1,2	2,4	1,6	0,7

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 2° trim.	20,3	45,4	715,1	359,5	126,8	217,6	575,9	812,1	511,9	112,0	164,2	520,2	108,2
3° trim.	20,2	47,6	730,2	366,6	134,1	218,2	588,9	854,8	529,5	116,9	168,9	532,9	108,0
4° trim.	14,9	20,1	738,5	363,5	140,7	222,9	604,7	795,5	479,9	113,7	169,3	515,7	97,1
2023 1° trim.	8,5	0,0	728,9	.	.	.	595,9	722,3	.	.	.	495,4	.
2022 ott.	18,2	31,5	247,8	123,0	45,5	73,2	204,2	275,0	165,8	39,6	57,6	177,0	34,2
nov.	17,3	21,0	250,3	123,1	48,4	74,6	203,8	265,1	160,2	38,7	56,4	173,5	32,4
dic.	9,2	8,6	240,5	117,4	46,8	75,1	196,7	255,5	153,8	35,4	55,3	165,2	30,5
2023 gen.	11,0	10,2	242,2	115,6	45,1	75,1	196,8	252,4	148,7	39,0	53,5	168,4	29,9
feb.	7,5	1,4	243,5	116,0	45,7	75,6	199,4	243,6	142,3	37,0	54,2	167,6	24,2
mar.	7,5	-9,9	243,3	.	.	.	199,7	226,2	.	.	.	159,4	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 2° trim.	2,2	11,5	106,7	105,9	101,9	117,3	106,1	121,7	121,8	124,6	120,7	123,2	143,6
3° trim.	2,7	14,8	106,4	104,7	105,7	114,5	106,2	124,0	121,6	123,5	121,2	123,0	140,3
4° trim.	1,5	3,5	107,2	104,0	109,3	114,7	106,9	119,7	115,8	119,7	121,4	120,5	144,7
2023 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 set.	6,4	14,8	108,7	106,3	107,7	117,0	109,0	123,7	120,7	125,4	121,7	123,0	140,0
ott.	2,9	9,9	107,7	106,1	107,8	114,1	107,2	122,3	118,0	124,8	123,1	123,5	147,4
nov.	2,6	4,2	108,3	105,0	112,6	114,0	108,1	119,6	115,7	121,5	121,0	121,3	139,9
dic.	-1,1	-3,4	105,7	100,9	107,6	115,9	105,3	117,1	113,8	112,8	119,9	116,7	146,9
2023 gen.	2,8	4,1	106,1	101,8	103,4	117,1	104,9	117,7	114,5	121,6	116,7	118,3	150,4
feb.	-0,6	-0,8	106,8	101,4	104,9	119,0	106,7	116,8	113,7	116,9	117,2	118,1	141,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

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

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Stima preliminare.



## 3 Prezzi e costi

### 3.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	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	-0,1
2022 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	0,6
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	-1,2
4° trim.	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,9
2023 1° trim.	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,3	8,6	11,6	9,6	.	.
2022 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	12,3	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,6	-	-	-
2023 gen.	157,7	14,8	11,7	11,1	11,2	7,3	14,8	18,8	8,8	20,1	-	-	-
feb.	156,5	12,7	9,8	10,3	9,4	7,4	14,6	18,2	8,7	15,9	-	-	-
mar.	154,4	5,5	5,7	8,0	5,8	6,7	12,9	15,1	8,2	0,0	-	-	-
apr.	149,5	1,0	3,1	5,1	1,3	6,1	10,5	11,2	7,2	-8,9	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	109,5	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	6,8	4,2	7,7	12,4	17,4	95,0	.	.	9,0	.	.	9,9
2022 2° trim.	113,7	4,5	6,9	6,3	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	4,5	7,4	7,5	4,6	7,5	13,4	19,4	98,3	.	.	1,5	.	.	2,3
4° trim.	117,4	5,8	6,9	8,5	5,6	7,6	9,7	12,4	86,6	.	.	-2,3	.	.	-3,1
2023 1° trim.	119,3	6,2	5,4	8,1	4,1	6,4	5,4	3,7	75,8	-9,8	-3,8	-15,1	-10,2	-4,5	-16,4
2022 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	-7,4	-0,5	-13,4	-7,8	-1,4	-14,7
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-16,9	-11,1	-22,1	-16,8	-10,9	-23,2
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-18,2	-12,8	-23,1	-17,8	-12,1	-24,2
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-18,0	-15,3	-20,7	-17,6	-14,4	-21,7

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

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	2,0	-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	57,2	29,1	48,9	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
3° trim.	46,1	54,2	27,5	40,8	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
4° trim.	40,2	51,6	28,9	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 1° trim.	23,8	43,8	26,2	27,2	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2022 dic.	36,8	48,5	27,8	37,3	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 gen.	30,6	46,0	28,6	34,2	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
feb.	22,9	43,7	26,1	25,9	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
mar.	17,8	41,8	23,8	21,6	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
apr.	11,6	35,4	19,9	15,5	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
mag.	6,6	30,9	18,9	12,7	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1

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

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
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	1,3
2022	117,1	4,5	3,7	6,8	4,8	3,7	2,9
2022 2° trim.	120,2	4,7	4,1	6,4	5,3	3,2	2,6
3° trim.	113,4	3,8	3,0	5,9	3,8	3,4	3,0
4° trim.	126,3	5,7	5,1	7,6	5,7	5,6	3,1
2023 1° trim.	.	.	.	.	.	.	4,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			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
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2020	110,2	4,5	-0,9	2,0	5,0	7,7	-0,1	-0,1	1,2	3,9	6,2	16,6
2021	110,4	0,1	3,1	-2,8	4,4	-1,6	2,9	0,6	4,2	1,0	0,7	0,2
2022	113,8	3,1	3,9	2,8	5,2	1,7	3,0	4,2	4,7	3,3	3,5	-3,8
2022 2° trim.	112,6	2,6	4,7	3,1	4,8	1,0	1,7	4,4	4,5	2,6	3,0	-6,7
3° trim.	114,0	3,1	3,2	1,4	5,3	2,0	3,8	3,9	6,3	3,4	3,7	-1,8
4° trim.	116,3	4,5	4,7	2,3	6,8	4,3	3,6	4,9	4,1	5,1	4,7	-1,5
2023 1° trim.	118,9	5,8	3,9	6,3	4,7	6,6	4,7	7,4	4,9	6,4	3,9	-0,1
<b>Redditi per occupato</b>												
2020	107,0	-0,4	1,7	-2,4	-1,2	-3,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,4	4,5	4,7	5,5	5,3	3,1	4,9	4,2	2,1	3,1
2022	116,0	4,3	4,6	3,5	3,7	6,0	3,2	3,6	3,5	5,0	3,6	6,3
2022 2° trim.	115,0	4,3	4,6	4,1	3,4	7,1	2,7	3,9	3,8	4,8	2,7	7,3
3° trim.	116,4	3,8	4,8	2,6	3,3	4,5	3,0	3,3	3,5	4,8	3,6	4,8
4° trim.	118,3	4,8	5,5	3,4	4,6	5,2	3,6	3,5	1,8	6,0	5,4	4,5
2023 1° trim.	120,1	5,2	6,7	5,5	4,1	6,3	4,4	4,4	3,3	6,4	4,0	5,2
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2020	97,1	-4,7	2,7	-4,3	-5,9	-10,8	0,1	0,0	-1,4	-3,8	-3,7	-15,2
2021	100,8	3,8	-0,7	7,4	0,3	7,2	2,3	2,4	0,7	3,1	1,4	2,8
2022	101,9	1,1	0,7	0,7	-1,5	4,2	0,2	-0,6	-1,2	1,7	0,1	10,5
2022 2° trim.	102,1	1,6	-0,2	0,9	-1,3	6,1	1,0	-0,5	-0,7	2,1	-0,3	15,0
3° trim.	102,1	0,6	1,5	1,1	-1,9	2,5	-0,8	-0,6	-2,7	1,3	-0,1	6,7
4° trim.	101,7	0,3	0,8	1,0	-2,1	0,9	0,0	-1,3	-2,2	0,8	0,6	6,2
2023 1° trim.	101,1	-0,6	2,6	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	-2,8	-1,5	0,0	0,1	5,3
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2020	113,8	5,8	4,3	2,9	5,0	7,0	3,1	1,8	4,4	5,9	5,3	6,8
2021	114,3	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	2,8	1,6	0,5	0,4	1,3	-0,8
2022	118,0	3,2	5,4	3,8	3,9	1,7	3,4	3,7	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 2° trim.	116,6	3,4	6,4	4,9	5,3	1,6	3,8	5,0	3,1	4,1	4,5	3,4
3° trim.	118,2	2,9	4,8	2,0	3,0	2,6	2,3	2,3	3,0	3,1	3,8	3,9
4° trim.	120,5	4,2	6,5	3,0	3,3	3,7	3,6	3,0	1,3	5,1	5,7	3,3
2023 1° trim.	122,1	4,8	5,3	5,2	4,0	5,4	4,7	4,3	4,0	5,8	4,0	4,5
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2020	104,6	2,0	3,5	1,3	1,1	0,4	3,9	2,5	4,6	2,6	-0,6	-6,6
2021	104,5	-0,1	-0,7	2,5	-5,1	0,9	-0,2	0,7	-4,8	-1,2	0,3	-1,9
2022	104,5	0,0	1,5	1,0	-1,6	0,3	0,2	-0,4	-2,9	0,7	0,9	5,9
2022 2° trim.	104,4	0,7	1,6	1,9	-0,7	1,2	1,7	0,8	-2,8	1,7	1,4	9,7
3° trim.	104,7	-0,1	1,6	0,5	-2,1	1,2	-1,8	-1,1	-3,4	0,0	0,1	5,0
4° trim.	104,3	-0,4	0,8	0,7	-3,0	-0,4	-0,3	-2,1	-2,5	-0,2	0,8	4,2
2023 1° trim.	103,6	-0,9	1,7	-1,2	-0,6	-0,7	0,2	-3,0	-0,5	-0,3	0,1	4,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2022 nov.	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	3,72	-0,07
dic.	1,57	1,72	2,06	2,56	3,02	4,05	-0,07
2023 gen.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,30	-0,02
feb.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,54	-0,02
mar.	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
apr.	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
mag.	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05

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.

### 4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 nov.	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01
dic.	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 gen.	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41
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
mag.	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	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 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
mag.	456,4	4.319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4.146,2	30.147,5

Fonte: Refinitiv.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAE <sup>3)</sup>		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 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	1,40	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	7,60	4,27	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
feb.	0,12	1,17	1,89	2,20	6,59	16,07	7,39	7,08	7,80	4,57	3,66	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
mar.	0,15	1,21	2,09	2,26	6,76	16,06	7,84	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
apr. <sup>(p)</sup>	0,18	1,24	2,26	2,41	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,89	4,03	3,81	3,51	3,13	3,76	3,44

Fonte: BCE.

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

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

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

### 4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 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	1,84	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	3,76	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	3,59	3,29	3,41
2023 gen.	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
feb.	0,31	2,30	2,81	3,82	4,39	4,54	4,71	4,05	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,85
mar.	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,31	3,88	4,22
apr. <sup>(p)</sup>	0,44	2,79	3,06	4,39	4,86	4,73	4,89	4,60	4,58	3,93	4,32	4,37	3,67	4,38

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione (miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	di cui Amministrazione centrale	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie					Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche
<b>A breve termine</b>														
2020	1.489,2	429,7	127,0	52,6	96,4	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.412,4	427,9	132,1	50,0	87,7	764,7	674,9	387,3	138,4	79,5	26,4	31,8	137,6	104,8
2022	1.361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	481,7	182,3	117,8	48,0	47,8	133,9	97,2
2022 dic.	1.361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	428,3	162,7	137,8	61,3	43,5	84,2	71,1
2023 gen.	1.378,9	513,0	135,2	48,5	89,5	641,2	594,2	512,1	221,6	108,2	40,3	50,2	132,1	112,5
feb.	1.367,1	526,3	137,9	51,2	89,6	613,4	569,4	495,0	224,5	98,8	35,3	48,9	122,8	96,2
mar.	1.414,4	533,6	135,9	50,6	90,2	654,6	603,5	583,3	239,6	122,3	38,7	53,1	168,3	131,1
apr.	1.443,1	560,6	133,5	47,5	96,6	652,5	603,5	510,8	218,8	100,6	31,9	60,2	131,2	103,2
mag.	1.438,5	577,8	130,1	47,1	92,5	638,2	604,1	504,4	241,6	112,7	35,0	46,8	103,3	90,2
<b>A lungo termine</b>														
2020	19.289,9	4.075,4	3.104,9	1.261,8	1.549,3	10.560,4	9.773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19.927,5	4.182,7	3.388,2	1.343,2	1.599,1	10.757,4	9.936,5	316,6	67,6	84,3	34,2	22,9	141,8	128,3
2022	17.902,8	3.974,3	3.277,6	1.331,9	1.385,5	9.265,4	8.553,9	298,9	78,4	73,8	28,9	16,1	130,6	121,1
2022 dic.	17.902,8	3.974,3	3.277,6	1.331,9	1.385,5	9.265,4	8.553,9	196,8	48,4	77,5	41,4	11,3	59,7	57,3
2023 gen.	18.273,4	4.085,8	3.298,7	1.319,6	1.417,0	9.471,9	8.746,8	377,5	153,5	46,0	10,1	26,5	151,4	135,6
feb.	18.188,3	4.082,2	3.300,9	1.323,6	1.407,0	9.398,2	8.675,3	354,3	99,1	54,0	12,8	18,2	182,9	165,8
mar.	18.407,6	4.106,0	3.289,1	1.319,4	1.405,1	9.607,4	8.872,3	332,4	82,5	69,8	28,9	15,5	164,7	152,2
apr.	18.405,2	4.116,8	3.287,6	1.315,8	1.408,6	9.592,2	8.872,3	311,4	73,9	74,9	22,1	16,5	146,0	140,1
mag.	18.571,5	4.187,1	3.345,9	1.350,4	1.418,0	9.620,5	8.903,5	363,1	98,8	95,1	52,2	27,7	141,5	133,2

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	di cui Amministrazione centrale	Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie						
<b>Consistenze</b>											
2020	20.779,1	4.505,1	3.231,9	1.314,3	1.645,6	11.396,5	10.495,7	8.518,5	473,6	1.318,5	6.725,5
2021	21.339,9	4.610,6	3.520,3	1.393,3	1.686,9	11.522,1	10.611,3	10.415,2	599,8	1.553,9	8.260,5
2022	19.264,5	4.437,3	3.421,1	1.381,8	1.473,8	9.932,3	9.175,6	8.780,1	524,7	1.353,6	6.901,2
2022 dic.	19.264,5	4.437,3	3.421,1	1.381,8	1.473,8	9.932,3	9.175,6	8.780,1	524,7	1.353,6	6.901,2
2023 gen.	19.652,4	4.598,8	3.434,0	1.368,1	1.506,4	10.113,1	9.341,0	9.528,6	595,9	1.460,2	7.471,9
feb.	19.555,5	4.608,5	3.438,8	1.374,8	1.496,5	10.011,6	9.244,6	9.660,3	630,0	1.486,2	7.543,6
mar.	19.822,0	4.639,6	3.425,0	1.370,1	1.495,4	10.262,0	9.475,8	9.681,3	558,5	1.439,5	7.682,8
apr.	19.848,3	4.677,3	3.421,1	1.363,3	1.505,2	10.244,7	9.475,7	9.692,5	566,2	1.432,3	7.693,5
mag.	20.010,0	4.764,9	3.476,0	1.397,5	1.510,4	10.258,7	9.507,6	9.454,9	545,2	1.391,9	7.517,3
<b>Tasso di crescita<sup>1)</sup></b>											
2022 ott.	3,3	4,6	4,5	1,1	0,5	2,8	3,3	0,3	-1,4	2,3	0,1
nov.	3,8	5,4	5,2	1,3	0,2	3,2	3,7	0,1	-1,5	1,8	-0,1
dic.	3,6	4,8	4,5	-0,3	0,6	3,2	3,8	0,2	-1,8	1,6	0,0
2023 gen.	3,9	7,1	3,7	-0,5	0,4	3,1	3,7	0,1	-2,2	1,0	0,1
feb.	4,0	7,8	2,7	-1,1	1,1	3,3	3,9	0,2	-2,4	1,1	0,2
mar.	3,6	7,0	2,0	-2,1	-0,4	3,4	4,0	0,1	-2,4	0,9	0,2
apr.	4,2	8,0	1,2	-2,9	0,4	4,0	4,8	-0,1	-2,2	0,9	-0,1
mag.	4,3	9,1	2,1	0,0	0,2	3,6	4,5	0,0	-2,6	0,9	0,0

Fonte: BCE.

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2020	99,7	93,6	93,4	89,5	75,9	87,7	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,3	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,1	83,7	66,3	81,4	116,8	90,8
2022 2° trim.	95,6	90,3	93,2	83,4	66,6	81,1	116,5	90,2
3° trim.	94,0	89,3	92,2	81,9	64,4	79,8	114,5	88,9
4° trim.	95,9	91,8	94,6	84,5	65,3	81,8	117,3	91,7
2023 1° trim.	97,4	92,6	96,4	.	.	.	120,2	93,1
2022 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	92,8	96,7	-	-	-	120,5	93,3
apr.	98,6	93,6	97,9	-	-	-	122,3	94,5
mag.	98,1	92,9	97,7	-	-	-	121,7	93,6
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 mag.	-0,4	-0,8	-0,2	-	-	-	-0,5	-0,9
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 mag.	2,7	2,8	4,7	-	-	-	4,6	3,9

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Fiorino ungherese 4	Yen giapponese 5	Zloty polacco 6	Sterlina britannica 7	Leu romeno 8	Corona svedese 9	Franco svizzero 10	Dollaro statunitense 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 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
mag.	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2023 mag.	0,5	0,7	0,0	-0,8	1,6	-2,1	-1,2	0,2	0,3	-1,0	-0,9
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2023 mag.	7,2	-4,7	0,1	-3,1	9,3	-2,5	2,4	0,0	8,3	-5,8	2,7

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze in essere a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
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
<i>Transazioni</i>												
2022 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	-
2023 1° trim.	436,4	350,6	85,8	66,8	31,1	36,5	148,0	26,8	324,8	171,6	-18,5	-
2022 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.	231,5	218,6	12,9	-2,1	16,0	50,6	40,4	9,8	181,8	162,1	-8,6	-
feb.	75,9	79,0	-3,2	43,5	6,8	7,7	48,0	11,0	25,0	24,3	-11,4	-
mar.	129,1	53,0	76,1	25,4	8,3	-21,8	59,5	6,0	117,9	-14,8	1,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2023 mar.	-233,1	-342,6	109,5	-179,1	-328,1	-180,7	161,7	91,2	35,2	-176,1	0,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 mar.	-1,7	-2,5	0,8	-1,3	-2,4	-1,3	1,2	0,7	0,3	-1,3	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 monetari<sup>1)</sup>

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	M3-M2					
	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	7	8	9	10	11			
<b>Consistenze</b>												
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	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
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	48,8	767,3	16.211,4
4° trim.	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2023 1° trim.	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16.064,8
2022 nov.	1.541,3	9.908,0	11.449,2	1.328,0	2.551,5	3.879,4	15.328,7	138,8	638,8	38,3	815,9	16.144,6
dic.	1.538,5	9.780,9	11.319,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16.083,9
2023 gen.	1.540,7	9.729,3	11.270,0	1.458,2	2.560,6	4.018,8	15.288,8	133,8	634,5	49,8	818,2	16.107,0
feb.	1.539,6	9.593,3	11.132,9	1.544,7	2.557,5	4.102,2	15.235,2	124,2	651,9	80,8	856,9	16.092,1
mar.	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16.064,8
apr. <sup>(b)</sup>	1.536,8	9.375,5	10.912,3	1.704,6	2.537,5	4.242,0	15.154,3	105,8	687,4	84,9	878,2	16.032,4
<b>Transazioni</b>												
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	1.006,0	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	20,9	14,4	47,3	998,4
2022	68,8	-1,5	67,3	427,3	56,7	484,1	551,3	3,7	3,0	77,9	84,7	636,0
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	38,7	30,3	340,7
4° trim.	0,3	-360,9	-360,6	212,5	13,9	226,4	-134,2	4,8	52,0	-0,8	55,9	-78,3
2023 1° trim.	4,3	-377,3	-373,1	261,1	-11,8	249,3	-123,8	-20,6	31,2	49,5	60,1	-63,7
2022 nov.	-0,1	-99,5	-99,6	79,0	-4,6	74,4	-25,1	14,6	16,2	16,8	47,6	22,5
dic.	-2,8	-110,7	-113,5	53,1	15,3	68,4	-45,1	-14,8	11,1	10,6	6,9	-38,2
2023 gen.	0,9	-99,5	-98,6	74,9	-0,9	74,0	-24,6	9,9	-15,5	4,5	-1,1	-25,8
feb.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	28,7	36,1	-22,6
mar.	4,4	-139,1	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	16,3	25,1	-15,3
apr. <sup>(b)</sup>	-7,3	-67,5	-74,8	59,0	-12,2	46,8	-28,0	2,8	6,2	-8,1	0,9	-27,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	3,8	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	331,2	7,4	6,3
4° trim.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 1° trim.	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
2022 nov.	5,4	2,0	2,4	38,6	1,9	12,0	4,7	8,2	-1,0	239,8	8,3	4,8
dic.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	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	5,7	245,3	13,4	3,4
feb.	2,9	-3,5	-2,7	59,1	1,7	17,5	2,0	-6,1	11,6	459,9	21,0	2,9
mar.	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
apr. <sup>(b)</sup>	1,0	-6,1	-5,2	73,5	0,8	21,1	0,9	-10,0	14,9	344,6	21,9	1,9

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
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	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	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.	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2023 1° trim.	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
2022 nov.	3.393,4	2.764,9	488,3	132,1	8,1	8.379,1	5.582,2	413,4	2.382,5	1,0	1.345,6	250,5	557,7
dic.	3.362,6	2.725,6	495,9	135,3	5,9	8.392,2	5.555,2	442,8	2.393,3	0,9	1.298,7	235,0	560,0
2023 gen.	3.375,9	2.697,2	536,6	134,6	7,4	8.439,1	5.563,9	485,3	2.389,1	0,8	1.271,1	237,0	558,9
feb.	3.380,1	2.663,2	573,2	134,5	9,2	8.419,4	5.511,0	521,9	2.385,8	0,7	1.223,4	225,0	571,9
mar.	3.342,8	2.600,9	600,8	132,6	8,4	8.391,0	5.443,3	568,3	2.378,6	0,9	1.202,8	231,7	576,6
apr. <sup>(b)</sup>	3.337,1	2.572,1	623,2	131,6	10,1	8.376,6	5.398,8	608,0	2.368,9	0,9	1.222,2	227,0	560,5
<b>Transazioni</b>													
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	120,2	-90,0	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	45,5	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.	11,6	-100,4	113,0	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-167,3	-7,4	8,4
2023 1° trim.	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-95,5	-2,1	12,7
2022 nov.	8,3	-35,1	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	-11,7	-3,9	0,7
dic.	-24,8	-35,2	9,4	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-34,3	-14,9	2,4
2023 gen.	0,6	-40,9	40,5	-0,6	1,6	13,1	-25,0	37,3	0,9	-0,1	-28,0	1,0	-2,4
feb.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,1	-10,2	12,6
mar.	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,4	7,1	2,5
apr. <sup>(b)</sup>	-3,8	-27,7	23,0	-0,9	1,8	-13,9	-44,1	40,0	-9,7	-0,1	22,8	-4,4	-18,6
<b>Variazioni percentuali</b>													
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.	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
2022 nov.	5,4	-0,8	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	31,7	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	42,9	1,8	-25,6	-5,1	-2,9	4,7
mar.	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
apr. <sup>(b)</sup>	1,2	-10,1	108,2	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,6	0,9	-7,0	-4,1	1,0	-1,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	7	8	9	10					11	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
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	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
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	5.165,6	6.613,7	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
4° trim.	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 1° trim.	6.358,3	995,7	5.337,6	15.415,4	13.014,0	13.180,2	5.131,2	6.665,9	1.078,3	138,5	1.552,0	849,5
2022 nov.	6.423,3	994,6	5.403,7	15.441,4	13.043,0	13.193,2	5.162,9	6.632,2	1.098,1	149,7	1.561,1	837,4
dic.	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.155,0	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 gen.	6.379,3	996,3	5.358,1	15.422,7	13.028,2	13.200,3	5.141,3	6.655,4	1.084,4	147,0	1.557,9	836,6
feb.	6.347,5	997,3	5.325,3	15.417,3	13.023,1	13.190,5	5.140,1	6.660,0	1.074,4	148,6	1.548,5	845,7
mar.	6.358,3	995,7	5.337,6	15.415,4	13.014,0	13.180,2	5.131,2	6.665,9	1.078,3	138,5	1.552,0	849,5
apr. <sup>p)</sup>	6.316,0	981,7	5.309,2	15.433,0	13.007,6	13.182,1	5.124,2	6.666,7	1.072,1	144,6	1.565,0	860,4
<b>Transazioni</b>												
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	177,1	9,9	166,4	634,5	623,2	678,1	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,5
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	222,7	232,6	236,8	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
4° trim.	44,4	4,1	39,7	3,4	-31,7	10,0	-17,4	27,4	-27,5	-14,2	22,6	12,5
2023 1° trim.	-80,3	-19,8	-60,3	-5,8	7,0	3,7	-2,6	14,1	3,4	-7,8	-20,8	7,9
2022 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.	25,3	12,1	13,3	-30,1	-45,4	-20,9	-25,1	4,2	-21,4	-3,1	12,8	2,5
2023 gen.	-57,5	-17,7	-39,7	-3,5	12,9	7,8	1,6	1,5	9,3	0,6	-15,2	-1,2
feb.	2,2	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-8,1	-2,3	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
mar.	-24,9	-3,2	-21,7	6,7	2,0	4,1	-1,9	8,2	5,7	-10,0	2,7	2,0
apr. <sup>p)</sup>	-37,6	-13,9	-23,8	19,7	-3,0	6,9	-4,6	2,0	-6,5	6,2	12,7	10,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
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.	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
2022 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	1,0	-0,7
feb.	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	5,0	3,2	6,2	-11,0	0,3	0,6
mar.	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
apr. <sup>p)</sup>	-0,9	-2,9	-0,5	2,5	3,0	3,3	3,8	2,6	3,5	-9,5	-1,2	3,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				2	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	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.	5.165,6	5.136,5	1.008,0	1.068,1	3.089,5	6.613,7	6.802,4	714,0	5.195,4	704,2
4° trim.	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 1° trim.	5.131,2	5.127,3	940,2	1.093,0	3.098,1	6.665,9	6.867,2	723,6	5.236,0	706,3
2022 nov.	5.162,9	5.142,9	993,0	1.071,2	3.098,7	6.632,2	6.826,4	716,9	5.211,3	704,0
dic.	5.127,0	5.119,1	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.828,5	717,6	5.214,9	700,7
2023 gen.	5.141,3	5.135,0	955,0	1.086,3	3.100,0	6.655,4	6.860,0	720,1	5.223,1	712,3
feb.	5.140,1	5.132,1	945,3	1.092,0	3.102,9	6.660,0	6.864,1	721,7	5.228,3	710,0
mar.	5.131,2	5.127,3	940,2	1.093,0	3.098,1	6.665,9	6.867,2	723,6	5.236,0	706,3
apr. <sup>p)</sup>	5.124,2	5.122,5	929,9	1.094,2	3.100,1	6.666,7	6.866,6	725,2	5.237,4	704,2
<b>Transazioni</b>										
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	306,7	78,5	77,6	112,5	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.	139,1	139,4	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	22,0	0,2
2023 1° trim.	-2,6	3,5	-20,8	10,8	7,3	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
2022 nov.	-18,0	-5,8	-12,8	-2,6	-2,6	13,0	18,0	2,2	9,0	1,8
dic.	-25,1	-12,3	-24,9	10,2	-10,3	4,2	6,2	1,5	4,7	-1,9
2023 gen.	1,6	-0,5	-7,9	3,0	6,4	1,5	10,3	0,0	2,1	-0,7
feb.	-2,3	-1,8	-10,4	5,6	2,5	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
mar.	-1,9	5,8	-2,5	2,2	-1,6	8,2	5,3	2,6	7,5	-2,0
apr. <sup>p)</sup>	-4,6	-1,8	-9,2	2,1	2,5	2,0	1,8	2,1	1,7	-1,9
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
2022 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	0,1
feb.	5,0	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,3
mar.	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
apr. <sup>p)</sup>	3,8	4,6	1,6	8,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0

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) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		Operazioni inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
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	6.886,1	1.837,3	37,1	1.997,2	3.014,4	1.372,0	394,3	128,5	136,8
2022	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2022 2° trim.	757,5	6.789,1	1.843,9	30,6	2.008,5	2.906,0	1.313,6	420,6	166,5	157,3
3° trim.	642,5	6.764,5	1.801,9	30,6	2.096,5	2.835,6	1.318,8	518,2	148,0	146,7
4° trim.	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2023 1° trim.	580,0	6.895,2	1.792,7	35,0	2.171,1	2.896,5	1.436,0	330,4	152,1	165,8
2022 nov.	692,2	6.777,9	1.788,3	30,9	2.109,6	2.849,2	1.316,0	434,1	161,2	170,6
dic.	683,4	6.737,0	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,9	1.334,1	408,3	137,8	147,6
2023 gen.	564,5	6.842,3	1.784,4	32,5	2.158,3	2.867,1	1.350,7	361,0	155,5	157,0
feb.	553,6	6.818,9	1.785,7	33,8	2.177,0	2.822,3	1.336,3	363,4	154,6	159,6
mar.	580,0	6.895,2	1.792,7	35,0	2.171,1	2.896,5	1.436,0	330,4	152,1	165,8
apr. <sup>p)</sup>	586,5	6.902,4	1.807,4	35,9	2.163,7	2.895,5	1.436,0	336,3	153,3	161,9
<b>Transazioni</b>										
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	82,5	-116,4	-110,0	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,9	-89,8	-5,2	14,7	112,2	-65,9	-153,8	10,5	17,9
2022 2° trim.	17,2	12,5	-8,0	-4,2	-16,0	40,7	-61,1	-3,0	7,2	-7,1
3° trim.	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-26,3	55,9	-18,6	-10,6
4° trim.	40,8	64,5	-15,2	0,3	57,9	21,5	52,2	-72,9	-10,2	1,0
2023 1° trim.	-110,1	85,1	8,3	4,0	63,8	8,9	72,7	-75,3	15,0	18,9
2022 nov.	15,4	39,0	2,0	0,1	33,2	3,7	18,9	11,9	16,9	14,5
dic.	-8,5	35,4	-5,4	0,1	12,1	28,6	24,7	-31,1	-23,4	-22,9
2023 gen.	-125,1	45,6	0,2	1,6	48,4	-4,5	1,8	-46,0	17,7	9,4
feb.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,1	8,3	-18,5	-0,2	3,0
mar.	26,2	22,7	8,0	1,1	9,2	4,3	62,6	-10,8	-2,5	6,5
apr. <sup>p)</sup>	6,4	18,4	15,4	0,9	-0,9	3,1	16,1	-0,6	1,2	-4,0
<b>Variazioni percentuali</b>										
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	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2022 2° trim.	12,2	-0,3	-3,0	-21,5	-1,5	2,7	-	-	26,0	21,7
3° trim.	-7,4	-0,4	-4,8	-18,6	-2,0	3,7	-	-	4,4	4,2
4° trim.	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 1° trim.	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
2022 nov.	-2,8	-0,1	-4,4	-15,8	-0,7	3,2	-	-	11,3	18,5
dic.	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 gen.	-23,0	1,2	-4,4	-9,0	2,9	3,6	-	-	-7,2	-1,8
feb.	-25,2	1,8	-3,8	-4,4	3,5	4,0	-	-	-7,6	0,2
mar.	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
apr. <sup>p)</sup>	-23,9	2,3	-2,3	4,0	4,8	3,2	-	-	-16,0	-5,3

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	-2,0
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	50,8	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	IFM 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 <sup>1)</sup>

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	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
2022 1° trim.	13,5	12,4	4,6	1,2	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
4° trim.	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
2022 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.	13,6	12,4	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
apr.	13,4	12,1	3,9	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,3	0,9

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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 14 giugno 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-23-010-IT-N (online)