



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 5 / 2023



# Indice

<b>Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>2</b>
Sintesi	2
1 Contesto esterno	7
2 Attività economica	13
3 Prezzi e costi	21
4 Andamenti del mercato finanziario	28
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	32
<b>Riquadri</b>	<b>42</b>
1 Perché è diminuito l'interesse per il settore immobiliare? Evidenze dall'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE	42
2 Le aspettative dei consumatori sui tassi di interesse nel ciclo di inasprimento della politica monetaria	48
3 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	53
4 Colmare la carenza di dati sul clima: indicatori relativi ai cambiamenti climatici	57
5 Misure dell'inflazione di fondo: una guida analitica per l'area dell'euro	64
6 Variazioni della base degli investitori in obbligazioni di società non finanziarie dell'area dell'euro e implicazioni per i prezzi di mercato	72
7 Il ruolo della ricchezza immobiliare nella trasmissione della politica monetaria	77
8 L'inflazione e la reazione delle retribuzioni del settore pubblico nell'area dell'euro	85
<b>Articolo</b>	<b>91</b>
1 Le implicazioni macroeconomiche della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica	91
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

L'inflazione continua a diminuire, ma ci si attende ancora che rimanga troppo elevata per un periodo di tempo 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 27 luglio 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, da parte del Consiglio direttivo, delle prospettive di inflazione, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità di trasmissione della politica monetaria. Gli andamenti osservati dopo la riunione del 15 giugno confermano l'aspettativa che l'inflazione si ridurrà ulteriormente nel resto del 2023, ma si manterrà su un livello superiore all'obiettivo per un prolungato periodo di tempo. Sebbene alcune misure mostrino segnali di allentamento, l'inflazione di fondo rimane nel complesso elevata. I passati aumenti dei tassi di interesse continuano a trasmettersi con vigore: le condizioni di finanziamento si sono inasprite nuovamente e frenano in misura crescente la domanda, che rappresenta un fattore importante per riportare l'inflazione all'obiettivo.

Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario, al fine di conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati dell'orientamento restrittivo. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse seguiranno a essere basate sulla 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 inoltre deciso di fissare la remunerazione delle riserve obbligatorie allo 0 per cento. Questa decisione preserverà l'efficacia della politica monetaria, mantenendo l'attuale grado di controllo sull'intonazione di quest'ultima e assicurando la completa trasmissione delle decisioni sui tassi ai mercati monetari. Allo stesso tempo, la decisione migliorerà l'efficienza della politica monetaria, riducendo l'ammontare complessivo degli interessi da corrispondere sulle riserve, al fine di dare attuazione all'orientamento adottato.

## Attività economica

Le prospettive economiche a breve termine per l'area dell'euro si sono deteriorate, principalmente a causa dell'indebolimento della domanda interna. L'elevata

inflazione e le condizioni di finanziamento più restrittive comprimono la spesa. Ne risente soprattutto il prodotto del settore manifatturiero, frenato anche dalla debole domanda estera. Anche gli investimenti delle imprese e quelli nell'edilizia residenziale mostrano segnali di debolezza. I servizi continuano a evidenziare una maggiore tenuta, specialmente nei sottosectori ad alta intensità di contatti, come il turismo. Tuttavia, il comparto dei servizi perde slancio. L'economia dovrebbe rimanere debole nel breve periodo. Nel corso del tempo il calo dell'inflazione, l'incremento dei redditi e il miglioramento delle condizioni dell'offerta dovrebbero sostenere la ripresa.

Il mercato del lavoro resta solido. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto a maggio sul minimo storico del 6,5 per cento e si stanno creando molti nuovi posti di lavoro, in particolare nel settore dei servizi. Nel contempo, gli indicatori prospettici suggeriscono che questa tendenza potrebbe moderarsi nei prossimi mesi e divenire negativa per il comparto manifatturiero.

Con il venir meno della crisi energetica i governi dovrebbero revocare tempestivamente e in maniera concertata le misure di sostegno adottate. Ciò è essenziale per evitare di spingere al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, che altrimenti richiederebbero una risposta di politica monetaria più risoluta. Il Consiglio direttivo apprezza la dichiarazione dell'Eurogruppo del 13 luglio 2023 sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, dichiarazione che è coerente con questa valutazione<sup>1</sup>. Le politiche di bilancio dovrebbero essere formulate con l'obiettivo di accrescere la produttività dell'economia dell'area e ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. Politiche volte a migliorare la capacità di offerta dell'area dell'euro possono contribuire a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo, sostenendo al tempo stesso la transizione ecologica, promossa anche dal programma Next Generation EU. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe concludersi entro la fine del 2023.

## Inflazione

A giugno l'inflazione è diminuita ulteriormente, al 5,5 per cento, dal 6,1 di maggio. I prezzi dell'energia sono scesi nuovamente, registrando un calo del 5,6 per cento sui dodici mesi. Per quanto riguarda i beni alimentari, l'inflazione ha continuato ad attenuarsi, pur restando su un livello elevato, all'11,6 per cento.

L'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici è salita al 5,5 per cento a giugno, a fronte di tendenze divergenti mostrate dai beni e dai servizi. L'inflazione dei beni è diminuita ulteriormente, passando dal 5,8 per cento di maggio al 5,5. Per quanto concerne i servizi, è invece aumentata al 5,4 per cento, dal 5,0 di maggio, grazie alla sostenuta dinamica della spesa per viaggi e vacanze e agli effetti base al rialzo.

Le determinanti dell'inflazione stanno cambiando. Le fonti esterne stanno perdendo vigore, mentre le pressioni interne sui prezzi, anche in ragione dell'aumento delle

---

<sup>1</sup> Cfr. la [dichiarazione dell'Eurogruppo sull'orientamento delle politiche di bilancio per il 2024](#).

retribuzioni e dei margini di profitto ancora forti, stanno diventando una determinante di importanza crescente.

Sebbene alcune misure siano in calo, l'inflazione di fondo rimane nel complesso elevata, anche per via dell'impatto persistente dei passati rincari dell'energia sui prezzi dell'intera economia. 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.

## Valutazione dei rischi

Le prospettive per la crescita economica e l'inflazione restano 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. In aggiunta, l'espansione economica potrebbe risultare più lenta se gli effetti della politica monetaria fossero più forti delle attese o se l'economia mondiale si indebolisse, deprimendo la domanda di esportazioni dell'area dell'euro. L'espansione potrebbe invece rivelarsi maggiore del previsto se, grazie alla vivacità del mercato del lavoro, all'incremento dei redditi reali e alla minore incertezza, cittadini e imprese riacquistassero fiducia e aumentassero i consumi.

Fra i rischi al rialzo per l'inflazione vi sono possibili nuove pressioni verso l'alto sui costi dei beni energetici e alimentari, legate anche al ritiro unilaterale della Russia dall'iniziativa per il trasporto dei cereali dal Mar Nero (Black Sea Grain Initiative). Le condizioni meteorologiche avverse, alla luce dell'evoluzione della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari più del previsto. 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 spingere al rialzo l'inflazione, anche nel medio termine. Per contro, una domanda più debole, riconducibile ad esempio a una 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 dell'energia e i minori rincari dei beni alimentari si trasmettessero ai prezzi degli altri beni e servizi più rapidamente di quanto attualmente atteso.

## Condizioni finanziarie e monetarie

L'inasprimento della politica monetaria continua a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento più generali. I tassi di interesse privi di rischio sulle scadenze a breve-medio termine sono aumentati dopo la riunione di giugno e il finanziamento è divenuto più oneroso per le banche, in parte per via del graduale venir meno delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) della BCE. I consistenti rimborsi delle OMRLT in giugno sono avvenuti senza

problemi, grazie alla buona preparazione delle banche. I tassi medi sui prestiti alle imprese e sui mutui ipotecari sono saliti nuovamente a maggio, rispettivamente al 4,6 e al 3,6 per cento.

I più elevati tassi di interesse debitori e i connessi tagli ai programmi di spesa hanno determinato un ulteriore brusco calo della domanda di credito nel secondo trimestre, come rilevato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2023. In aggiunta, i criteri per la concessione di prestiti a famiglie e imprese hanno registrato un ulteriore inasprimento, giacché le banche nutrono maggiori timori circa i rischi a cui è esposta la clientela e sono meno disposte a sostenerli. Le condizioni di finanziamento più restrittive rendono inoltre l'acquisto di abitazioni meno accessibile e meno appetibile come investimento e la domanda di mutui è calata per il quinto trimestre consecutivo.

In tale contesto, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti ha continuato a diminuire a giugno, collocandosi al 3,0 per cento per le imprese e all'1,7 per le famiglie; nel secondo trimestre i tassi di incremento annualizzati sono stati pari rispettivamente allo 0,0 e al -0,2 per cento. A seguito del debole andamento del credito e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio è sceso allo 0,6 per cento a giugno; il tasso di incremento annualizzato si è collocato al -1,1 per cento nel secondo trimestre.

## Decisioni di politica monetaria

Il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati innalzati rispettivamente al 4,25, al 4,50 e al 3,75 per cento, con effetto dal 2 agosto 2023.

Il portafoglio del programma di acquisto di attività si sta riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

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 OMRLT, il Consiglio direttivo riesaminerà regolarmente il contributo fornito all'orientamento della politica monetaria dalle operazioni mirate e dai relativi rimborsi in atto.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di fissare la remunerazione delle riserve obbligatorie allo 0 per cento. La variazione decorrerà dal periodo di mantenimento delle riserve che inizia il 20 settembre 2023. Tale decisione non pregiudica l'esito del riesame dell'assetto operativo della BCE attualmente in corso.

## Conclusioni

L'inflazione continua a diminuire, ma ci si attende ancora che rimanga troppo elevata per un periodo di tempo prolungato. Nella riunione del 27 luglio 2023 il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE.

Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario, al fine di conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati dell'orientamento restrittivo. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse seguiranno a essere basate sulla 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.

In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti di cui dispone 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

*Nel secondo trimestre del 2023 l'attività economica mondiale ha continuato a evidenziare una buona tenuta, ma i dati più recenti mostrano una lieve perdita di slancio. A giugno la divergenza a livello mondiale tra il settore dei servizi e quello manifatturiero si è ulteriormente ampliata, a causa della recente debolezza dei risultati del settore manifatturiero nelle economie avanzate. Nel contempo, le prospettive a breve termine per il commercio mondiale sono offuscate dalla mancanza di vigore dell'interscambio di beni, in particolare nelle economie avanzate, mentre gli scambi di servizi continuano a migliorare. L'inflazione complessiva ha continuato a diminuire nelle economie dell'OCSE con l'attenuarsi delle pressioni sui prezzi dei beni alimentari ed energetici, mentre l'inflazione di fondo rimane su livelli elevati.*

**Nel secondo trimestre l'attività a livello internazionale ha continuato a evidenziare una buona tenuta, ma i dati ricavati dalle indagini più recenti hanno cominciato a segnalare una perdita di slancio.** A giugno l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è diminuito per la prima volta in quest'anno, in un contesto di moderazione sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. il pannello a) del grafico 1). Il PMI relativo al prodotto nel settore dei servizi ha subito una leggera flessione, pur rimanendo al di sopra della soglia neutra e in prossimità del suo valore di riferimento storico. Allo stesso tempo, il PMI relativo alla produzione manifatturiera è sceso in territorio negativo, soprattutto nelle economie avanzate. Questa debolezza del settore manifatturiero, dovuta probabilmente alla maggiore sensibilità all'inasprimento delle condizioni finanziarie e al continuo spostamento della domanda verso i servizi, ha determinato negli ultimi mesi un disallineamento tra l'attività del settore manifatturiero e di quello dei servizi.

**A giugno la divergenza tra il settore dei servizi e quello manifatturiero si è ulteriormente ampliata a livello mondiale.** I dati dell'indice PMI indicano che tale dinamica divergente è al momento trainata dalla recente debolezza dei risultati del settore manifatturiero nelle economie avanzate. All'inizio dell'anno la ripresa della domanda di servizi in Cina, dopo la riapertura delle attività economiche nel paese, è stata il principale fattore alla base di questo scostamento (cfr. il pannello b) del grafico 1). Per il futuro, mentre la debolezza del settore manifatturiero potrebbe potenzialmente ripercuotersi sui servizi attraverso una minore domanda aggregata, i dati di contabilità nazionale delle principali economie mostrano che, a differenza dei consumi di beni, i consumi di servizi sono ancora al di sotto dei parametri di riferimento del periodo precedente la pandemia e lasciano quindi margini per ulteriori miglioramenti nei prossimi mesi.

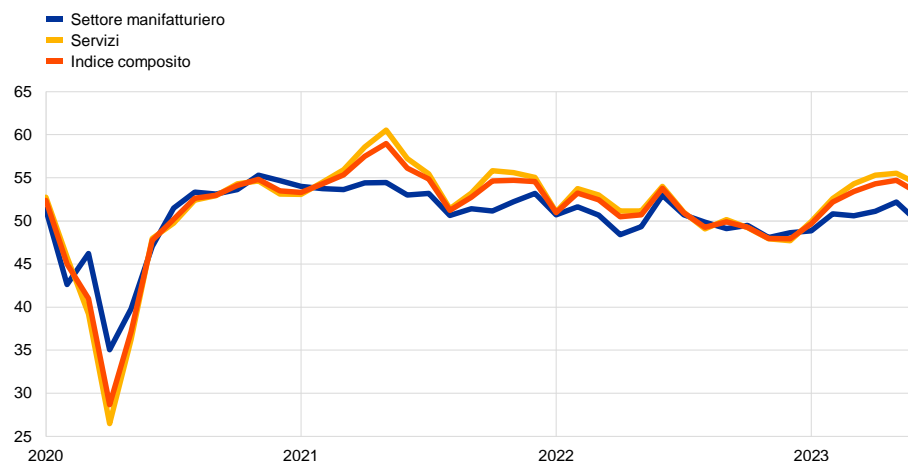


## Grafico 1

### Indice PMI mondiale composito (esclusa l'area dell'euro)

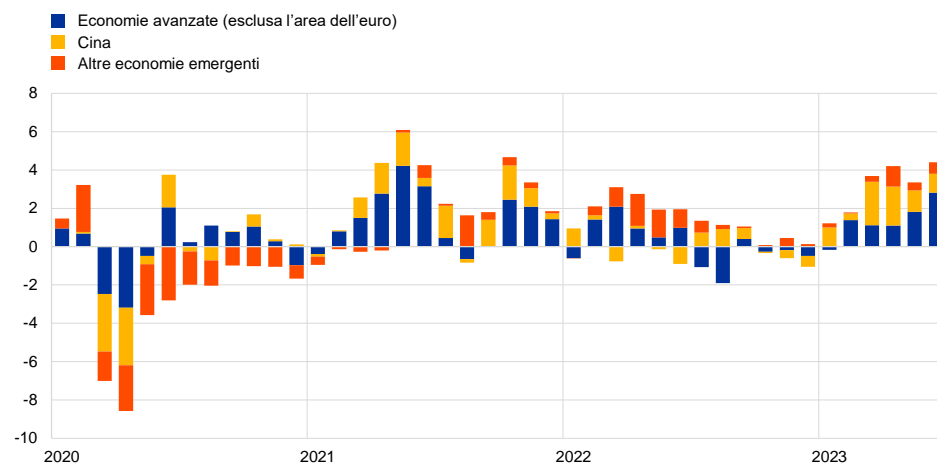
#### a) Indice PMI relativo al prodotto per settore

(indici di diffusione aggregati)



#### b) Differenza tra la produzione manifatturiera e l'attività dei servizi per contributo regionale

(differenza tra gli indici di diffusione)



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

Note: il pannello a) mostra gli indici di diffusione compositi relativi al prodotto, alla produzione manifatturiera e all'attività dei servizi, mentre il pannello b) mostra la differenza tra l'attività nel settore dei servizi a livello mondiale e la produzione manifatturiera. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2023.

**Le prospettive a breve termine per il commercio mondiale sono offuscate dalla mancanza di vigore dell'interscambio di merci, mentre gli scambi di servizi continuano a migliorare.** All'inizio del secondo trimestre l'andamento

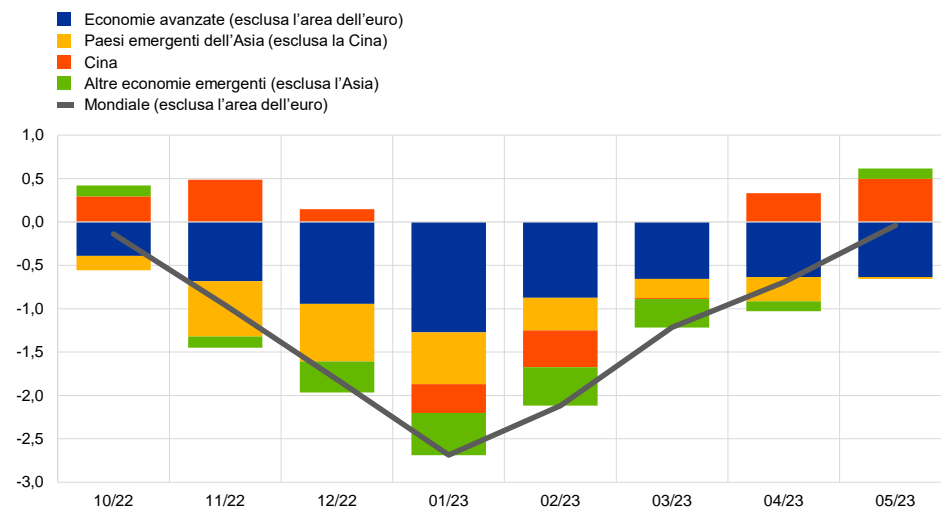
dell'interscambio di merci è gradualmente migliorato, in un contesto contraddistinto dall'ulteriore attenuazione delle strozzature dal lato dell'offerta e dalla riapertura delle attività economiche in Cina, ma è rimasto modesto, in particolare nelle economie avanzate, come mostrato anche dai dati recentemente pubblicati (cfr. il grafico 2). Sulla scia dell'andamento disomogeneo della crescita tra beni e servizi, la domanda mondiale di beni continua a indebolirsi evidenziando la dinamica modesta dell'interscambio di merci, come indicato anche dalla recente contrazione registrata dalle ultime rilevazioni degli indici PMI relativi ai nuovi ordinativi dall'estero.

Per contro, l'interscambio di servizi si conferma solido e il turismo, in particolare, continua a recuperare i livelli precedenti la pandemia.

## Grafico 2

### Dinamica dell'interscambio di merci

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



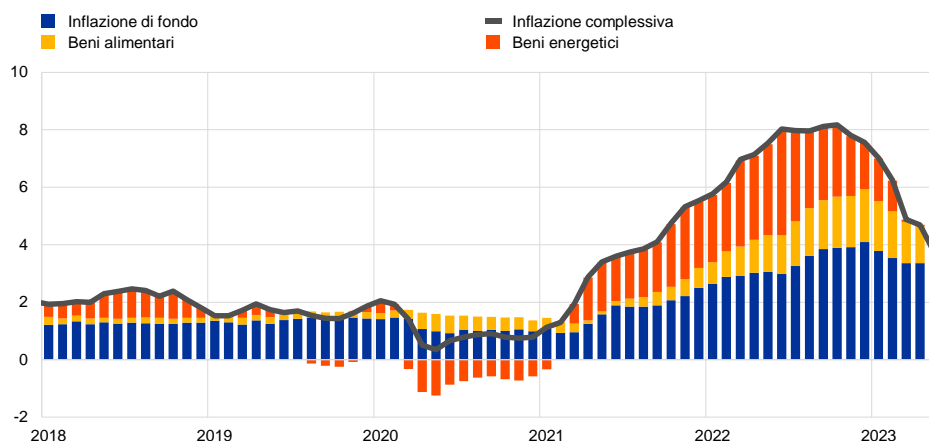
Fonti: CPB ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023.

**L'inflazione complessiva nelle economie dell'OCSE ha continuato a diminuire con l'attenuarsi delle pressioni sui prezzi dei beni alimentari ed energetici, mentre l'inflazione di fondo è rimasta su livelli elevati.** A maggio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è scesa notevolmente, portandosi al 6,5 per cento dal 7,4 per cento di aprile, soprattutto a causa del calo dei prezzi dei beni energetici e alimentari nonché di effetti base. Per contro, l'inflazione di fondo è scesa solo lievemente, al 6,9 per cento (cfr. il grafico 3). Analogamente, la dinamica dell'inflazione di fondo rimane elevata e ha subito solo una leggera flessione, a indicare il persistere di pressioni sui prezzi. Di fatto, sebbene i prezzi alla produzione stiano diminuendo considerevolmente, le retribuzioni continuano a esercitare pressioni al rialzo.

### Grafico 3

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

#### **Dalla riunione del Consiglio direttivo di giugno i corsi petroliferi sono aumentati del 13 per cento in seguito alla proroga di un mese dei tagli alla produzione da parte dell'Arabia Saudita (cfr. il grafico 4).**

L'Arabia Saudita ha annunciato che a luglio avrebbe ridotto la produzione di un milione di barili al giorno e tale riduzione è stata ora prorogata fino ad agosto. Nel contempo, la Russia ha annunciato una riduzione pari a 0,5 milioni di barili al giorno per il mese di agosto. Ci si attende che i tagli acuiscono ulteriormente le tensioni nel mercato petrolifero in un periodo in cui era già prevista un'inversione di segno, dall'avanzo al disavanzo. Dal lato della domanda, nell'ultimo bimestre la forte domanda di petrolio da parte dei settori dei viaggi e dei trasporti in Cina ha controbilanciato la debolezza della domanda del settore industriale nelle economie avanzate. Più di recente, tuttavia, la maggiore propensione al rischio, che riflette in parte i dati economici degli Stati Uniti, sorprendentemente positivi, e gli ultimi aggiornamenti sull'inflazione complessiva, inferiore alle attese, ha contribuito positivamente ai corsi petroliferi. Dopo un breve periodo di volatilità, i prezzi del gas in Europa sono diminuiti del 16 per cento dalla riunione di giugno del Consiglio direttivo. Essi hanno registrato un rimbalzo del 33 per cento nei due giorni precedenti la suddetta riunione, principalmente per via delle interruzioni nell'operatività dei giacimenti di gas norvegesi. Da quel momento il calo dei prezzi riflette il fatto che i livelli di stoccaggio restano elevati e la domanda resta bassa. Le quotazioni internazionali delle materie prime alimentari sono aumentate del 3 per cento dalla riunione tenuta dal Consiglio direttivo a giugno con il ritiro della Russia dall'accordo del Mar Nero sui cereali ucraini. Dallo scorso anno l'Ucraina ha individuato rotte alternative che potrebbe eventualmente utilizzare per alcune delle esportazioni di cereali che di solito sono trasportati attraverso il Mar Nero, sebbene a costi più elevati. Pertanto, le interruzioni nell'approvvigionamento di cereali dovrebbero essere meno incisive rispetto all'inizio dell'invasione russa, a indicare che è improbabile che si verifichino picchi dei prezzi simili a quelli osservati nella primavera del 2022. Tuttavia, l'andamento delle condizioni meteorologiche comporta ulteriori rischi al rialzo per i prezzi delle materie prime alimentari, in quanto

i rischi di siccità a breve termine nell'emisfero settentrionale rimangono elevati. Nel contempo, sui mercati dei metalli, la debolezza dell'attività nel settore industriale e in quello dell'edilizia cinesi è stata compensata da una maggiore propensione al rischio.

#### Grafico 4

##### Andamento dei prezzi del petrolio

(dollari statunitensi al barile)



Fonte: Refinitiv.

Note: le linee verticali rappresentano i seguenti eventi: il fallimento della Silicon Valley Bank avvenuto il 10 marzo 2023, il taglio della produzione annunciato dall'OPEC+ il 2 aprile 2023, la riunione del Consiglio direttivo tenuta il 15 giugno 2023 e la proroga dei tagli alla produzione annunciati dall'Arabia Saudita e dalla Russia il 3 luglio 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 26 luglio 2023.

#### Negli Stati Uniti l'attività economica ha mostrato una tenuta superiore alle aspettative.

La crescita per il primo trimestre del 2023 è stata rivista al rialzo, al 2,0 per cento su base annua. Inoltre, gli indicatori mensili per il secondo trimestre, compresi i dati relativi alle costruzioni non residenziali, all'occupazione e alle scorte, sono risultati più solidi rispetto alle attese. In particolare, sebbene in graduale moderazione, il vigore del mercato del lavoro statunitense continua a sostenere la crescita. Il tasso di disoccupazione rimane su livelli molto bassi, l'occupazione continua a crescere e i posti di lavoro vacanti stanno diminuendo, ma lentamente. Tuttavia, nonostante la capacità di tenuta mostrata in passato, prevalgono i rischi al ribasso per l'attività economica. Ad esempio, l'indice PMI statunitense per il settore manifatturiero ha evidenziato una contrazione per gran parte degli ultimi mesi. Inoltre, i tassi di insolvenza sui debiti da carte di credito e sui prestiti per l'acquisto di autovetture sono aumentati rapidamente negli ultimi mesi, indicando un rallentamento dei consumi futuri. A giugno l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,0 per cento, mentre le pressioni inflazionistiche sottostanti restano elevate, con l'inflazione di fondo al 4,8 per cento. Allo stesso tempo, la crescita delle retribuzioni nominali sui dodici mesi è ancora pari al 4,7 per cento, al di sopra di un livello ritenuto compatibile con l'obiettivo di inflazione.

#### In Cina la crescita del PIL ha subito un forte rallentamento nel secondo trimestre.

Nonostante sia salita al 6,3 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre, di riflesso agli effetti base dovuti alle misure di chiusura introdotte un anno fa per far fronte al COVID-19, la crescita del PIL è rallentata su base

trimestrale attestandosi allo 0,8 per cento, dal 2,2 del primo trimestre. Sembra che la ripresa trainata dai consumi sia stata di breve durata, per effetto di un nuovo calo nel settore degli immobili residenziali e di una decelerazione della spesa per consumi. Anche le esportazioni hanno subito una brusca riduzione, che riflette la debolezza della domanda estera, in particolare di beni manifatturieri. Ciò è dovuto allo spostamento della domanda mondiale dai beni manifatturieri ai servizi a seguito della pandemia. La perdita di slancio della crescita dovrebbe sollecitare, in prospettiva, ulteriore sostegno da parte della politica monetaria e di bilancio. In effetti, a metà giugno la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha abbassato al 2,65 per cento il tasso di rifinanziamento a medio termine a un anno.

**In Giappone gli indicatori recenti segnalano una lieve moderazione della crescita economica nel secondo trimestre.** Il clima di fiducia dei consumatori, nonostante l'ulteriore calo dei salari reali, dovrebbe sostenere la ripresa dei consumi privati, che finora è rimasta relativamente lenta. Inoltre, gli indicatori del clima di fiducia delle imprese segnalano una dinamica della crescita solida ma moderata. A giugno l'inflazione complessiva è aumentata lievemente, al 3,3 per cento, in ragione degli aumenti dei prezzi regolamentati dell'energia elettrica. L'inflazione di fondo (al netto dei prezzi dei beni energetici e alimentari) è rimasta invariata al 2,6 per cento rispetto al mese precedente, a indicare una solida dinamica dei prezzi sottostante. Per quanto riguarda le retribuzioni, l'esito delle trattative salariali annuali di primavera (Shunto) indica aumenti pari al 3,6 per cento, i più elevati dall'inizio degli anni '90.

**Nel Regno Unito, il flusso di dati positivi attesta una maggiore capacità di tenuta dell'economia rispetto alle attese, mentre l'inflazione rimane elevata.** Dopo l'aumento di aprile, a maggio il PIL mensile in termini reali è diminuito dello 0,1 per cento, meno del previsto, grazie alla tenuta della domanda interna, favorita dal vigore del mercato del lavoro e nonostante l'acuirsi della crisi legata al costo della vita. La crescita dovrebbe continuare a rafforzarsi nel terzo trimestre, ma l'inasprimento delle condizioni finanziarie grava sui consumi privati e sugli investimenti. A giugno l'inflazione complessiva è scesa al 7,9 per cento, mentre l'inflazione di fondo è diminuita portandosi al 6,9 per cento per effetto di un calo dell'inflazione dei servizi. Il risultato è stato inferiore alle aspettative di mercato, ma in linea con le previsioni del Monetary Policy Report della Bank of England di maggio 2023. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione complessiva diminuisca ulteriormente, soprattutto per il venir meno del contributo dei prezzi dei beni energetici. Tuttavia, le pressioni sui prezzi dovrebbero rimanere elevate a causa delle condizioni tese sul mercato del lavoro, della tenuta della domanda e della persistenza dell'inflazione dei beni alimentari.

## 2 Attività economica

*Nel primo trimestre del 2023 l'attività dell'area dell'euro ha ristagnato, in presenza di un calo della domanda interna, segnando un moderato miglioramento nel secondo trimestre, in linea con le proiezioni macroeconomiche di giugno formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro<sup>2</sup>. Le condizioni continuano a essere eterogenee tra i vari settori dell'economia e al loro interno: il settore manifatturiero e il comparto delle costruzioni sono stati particolarmente colpiti dalla più debole domanda e dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento, mentre i servizi hanno mostrato una maggiore capacità di tenuta, in particolare le attività ricreative. Il comparto dei servizi, tuttavia, sta perdendo slancio e l'economia dovrebbe rimanere debole nel breve periodo. I redditi delle famiglie stanno beneficiando del vigore del mercato del lavoro, rafforzato dalla robusta crescita dell'occupazione, nonché dell'allentamento dell'inflazione. Nondimeno, le prospettive per la crescita economica si confermano altamente incerte. L'inflazione in calo, i redditi in crescita e le condizioni dell'offerta in fase di miglioramento dovrebbero sostenere una ripresa; tuttavia, ci si attende che l'indebolimento della domanda mondiale e il crescente impatto delle più rigide condizioni di finanziamento gravino sull'attività economica.*

**Dopo essere rimasta invariata nel primo trimestre, nel secondo la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è moderatamente migliorata.** Dopo aver segnato una contrazione dello 0,1 per cento sul periodo precedente alla fine dello scorso anno, nel primo trimestre del 2023 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è rimasto invariato (cfr. il grafico 5), secondo dati aggiornati per tale trimestre relativi a diversi paesi dell'area dell'euro, che hanno integrato una significativa revisione al rialzo del PIL irlandese (passato dal -4,6 al -2,8 per cento). Per il secondo trimestre del 2023 i dati più recenti suggeriscono un lieve miglioramento della crescita del PIL. Le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno dagli esperti dell'Eurosistema ne hanno indicato un aumento dello 0,3 per cento sul trimestre precedente. I servizi ad alta intensità di contatti dovrebbero aver sostenuto l'attività economica nel secondo trimestre, mentre è probabile che la produzione manifatturiera abbia subito una nuova contrazione. A giugno l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto dell'area dell'euro è sceso in territorio di contrazione, di riflesso agli andamenti eterogenei segnati dai vari settori. Nel secondo trimestre l'indice PMI relativo all'attività nei servizi si è collocato in media a 54,4, continuando a indicare una crescita (cfr. il pannello b) del grafico 6) nonostante la moderazione di giugno. Anche i nuovi ordinativi e l'attività attesa per i servizi, tuttavia, hanno iniziato a diminuire, sebbene siano ancora in linea con la crescita in atto. A giugno, per contro, il PMI relativo alla produzione industriale è ulteriormente sceso, dopo essersi ridotto a 46,4 nel secondo trimestre. Gli ordini inevasi hanno evidenziato un peggioramento, per effetto di una crescita della produzione sostenuta ma in moderazione, unita al calo dei nuovi ordinativi (cfr. il pannello a) del grafico 6). La debolezza della produzione industriale alla fine del primo trimestre ha determinato un effetto di trascinamento negativo sul secondo, ampiamente compensato, tuttavia, dall'effetto di trascinamento positivo derivante

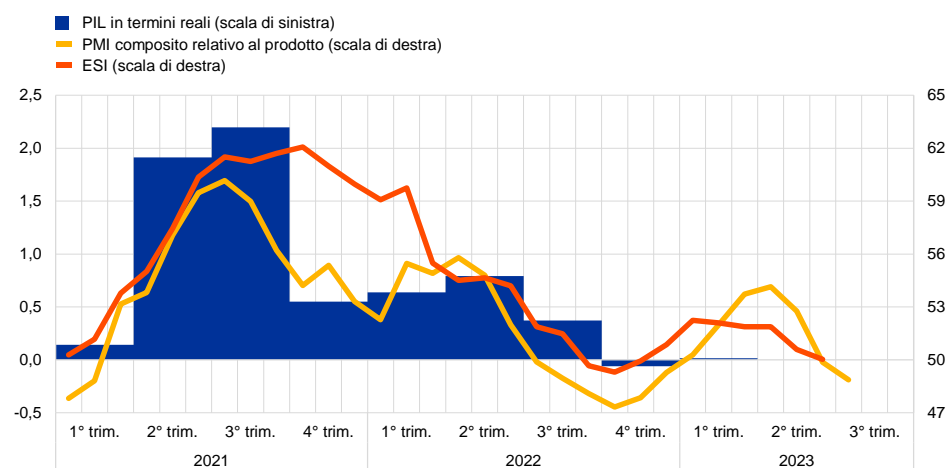
<sup>2</sup> Secondo la stima rapida diffusa dall'Eurostat il 31 luglio, nel secondo trimestre dell'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento. Tale stima non era disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio.

dalla produzione nel settore dei servizi. Inoltre, nonostante la ripresa di aprile e maggio, in questi due mesi il livello medio della produzione industriale (al netto delle costruzioni) è stato inferiore dell'1,5 per cento rispetto a quello del primo trimestre dell'anno. A giugno l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha registrato un'ulteriore diminuzione, mostrandosi coerente con una crescita modesta nel secondo trimestre (cfr. il grafico 5).

### Grafico 5

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

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



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

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

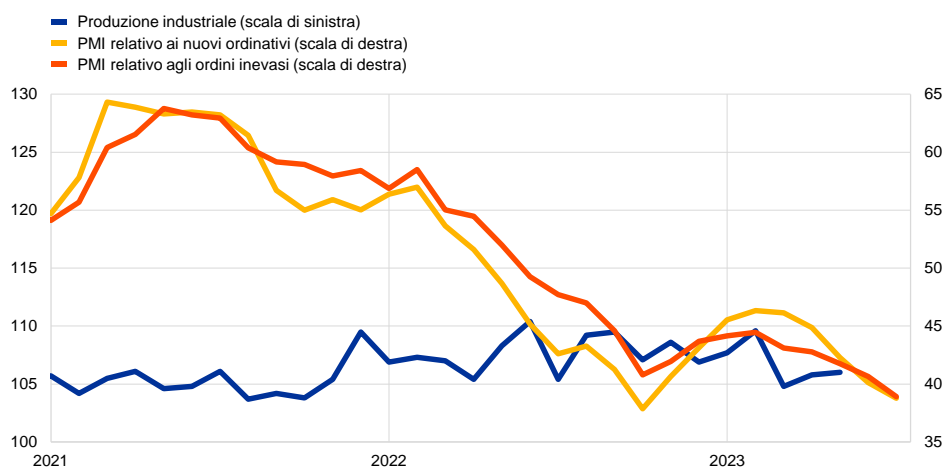
**Nel terzo trimestre il prodotto dell'area dell'euro dovrebbe evidenziare una crescita moderata, prevalentemente sostenuta dal settore dei servizi.** Si stima che l'attività nel settore manifatturiero rimanga debole, a causa del crescente impatto esercitato dalla mancanza di vigore del commercio mondiale e dal rafforzamento della trasmissione della politica monetaria. Tuttavia la domanda attesa si conferma robusta nei servizi a elevata intensità di contatti, in particolare in quelli di viaggio, come indicato dall'indagine della Commissione europea presso le imprese e i consumatori. Ciò è in linea con i principali risultati emersi dai recenti contatti della BCE con il settore non finanziario (cfr. il riquadro 3), che hanno evidenziato un elevato grado di eterogeneità dell'attività attesa nei vari settori e al loro interno, con una domanda ancora vigorosa nei comparti connessi al turismo e destinata, secondo le aspettative, a sostenere l'attività nel terzo trimestre. Sebbene a luglio l'indice PMI relativo ai servizi continuasse a evidenziare miglioramenti, il ritmo di questi ultimi si mostrava molto più contenuto rispetto agli inizi dell'anno, a indicare che l'indebolimento del comparto manifatturiero inizia a trasmettersi ai servizi. Per il futuro, le prospettive per l'attività continueranno a beneficiare degli effetti positivi generati dall'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, dalla moderazione dei prezzi dell'energia e dalla tenuta dei mercati del lavoro. Tali fattori di sostegno attenueranno l'indebolimento della domanda mondiale e il crescente impatto dell'irrigidimento delle condizioni di finanziamento.

## Grafico 6

### Indicatori PMI nei diversi settori dell'economia

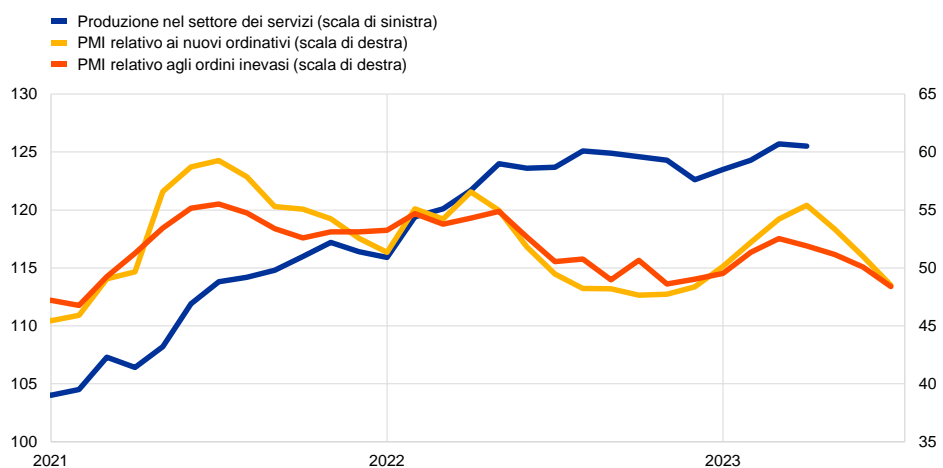
#### a) Settore manifatturiero

(indici; indici di diffusione)



#### b) Servizi

(indici; indici di diffusione)



Fonti: Eurostat e S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023 per la produzione nel settore dei servizi, a maggio 2023 per la produzione industriale e a luglio 2023 per gli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI).

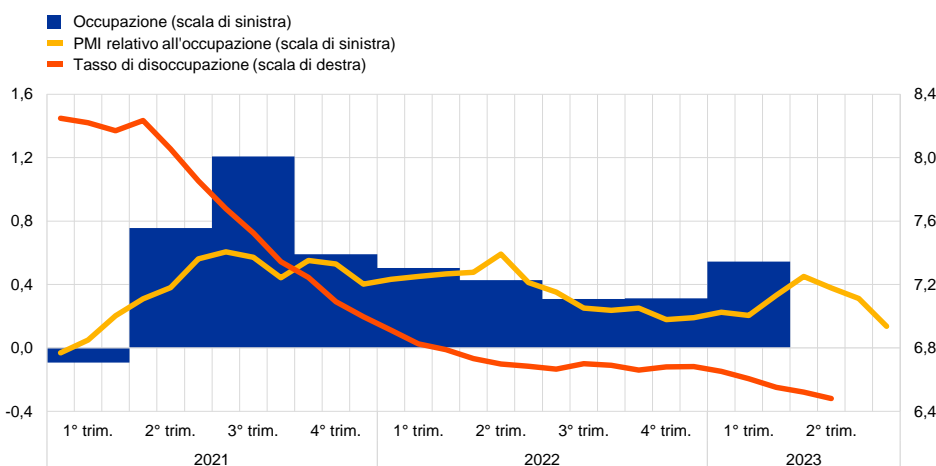
**Il mercato del lavoro si conferma robusto, trainato dal settore dei servizi, sebbene indicatori più recenti suggeriscano segnali di debolezza.** Dopo la forte crescita dell'occupazione pari allo 0,5 per cento nel primo trimestre dell'anno (cfr. il grafico 7), i recenti dati mensili suggeriscono una dinamica del mercato del lavoro lievemente più debole nel secondo trimestre. Sebbene a maggio 2023 il tasso di disoccupazione sia rimasto invariato al 6,5 per cento, in calo di 0,2 punti percentuali da maggio 2022, la dinamica positiva dell'occupazione continua a essere trainata da un aumento delle forze di lavoro. In particolare, la crescita per le persone giovani, quelle meno qualificate e per gli stranieri è superiore alla tendenza di lungo periodo e sembrerebbe in gran parte alla base di questo andamento positivo.



## Grafico 7

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, 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 luglio 2023 (stima preliminare dell'Eurostat) per il PMI relativo all'occupazione e a maggio 2023 per il tasso di disoccupazione.

**L'indicatore PMI relativo all'occupazione suggerisce un rallentamento della dinamica, ma continua a segnalare una crescita dell'occupazione nel secondo trimestre.** Benché a giugno sia sceso a 53,1, il PMI relativo all'occupazione ha continuato a segnalare un'espansione della stessa. Tuttavia il PMI aggregato relativo all'occupazione cela un pronunciato divario a livello settoriale. A giugno l'espansione è stata limitata al settore dei servizi, mentre la componente manifatturiera ha segnato una contrazione per la prima volta da gennaio 2021. L'indice, pari a 49,8, suggerisce crescenti rischi al ribasso per l'espansione dell'occupazione, in particolare nei paesi con una maggiore quota di lavoratori impiegati nel settore manifatturiero. Gli indicatori PMI preliminari per luglio mostrano un'ulteriore decelerazione della dinamica dell'occupazione, suggerendone una crescita piuttosto flebile (o addirittura nulla) nel terzo trimestre.

**I consumi privati dovrebbero essere stati deboli nel secondo trimestre, nonostante la tenuta di quelli di servizi, di riflesso all'ulteriore contrazione dei consumi di beni.** Nel primo trimestre i consumi privati hanno subito una contrazione dello 0,3 per cento, determinata da un calo della spesa per beni. I dati più recenti indicano un'ulteriore diminuzione del consumo di beni nel secondo trimestre, mentre è probabile che i consumi di servizi abbiano continuato a evidenziare una buona tenuta. L'attesa debolezza della spesa per beni di consumo è corroborata dai recenti andamenti delle vendite al dettaglio, che tra aprile e maggio sono state, in media, inferiori dello 0,3 per cento rispetto al livello segnato nel primo trimestre. Questo dato, tuttavia, ha celato un aumento delle vendite di prodotti non alimentari e un calo di quelle di carburanti e prodotti alimentari. Nel secondo trimestre, al contempo, le immatricolazioni di nuove autovetture sono risultate inferiori dell'1 per cento rispetto al periodo precedente, nonostante il miglioramento delle condizioni dal lato

dell'offerta. Per contro, è probabile che i consumi di servizi abbiano continuato a evidenziare una buona tenuta, favoriti dai perduranti effetti della riapertura delle attività economiche dopo la pandemia, come suggerito dal PMI relativo alle attività dei servizi a elevata intensità di contatti, rimasto in territorio espansivo nel secondo trimestre nonostante la moderazione di giugno.

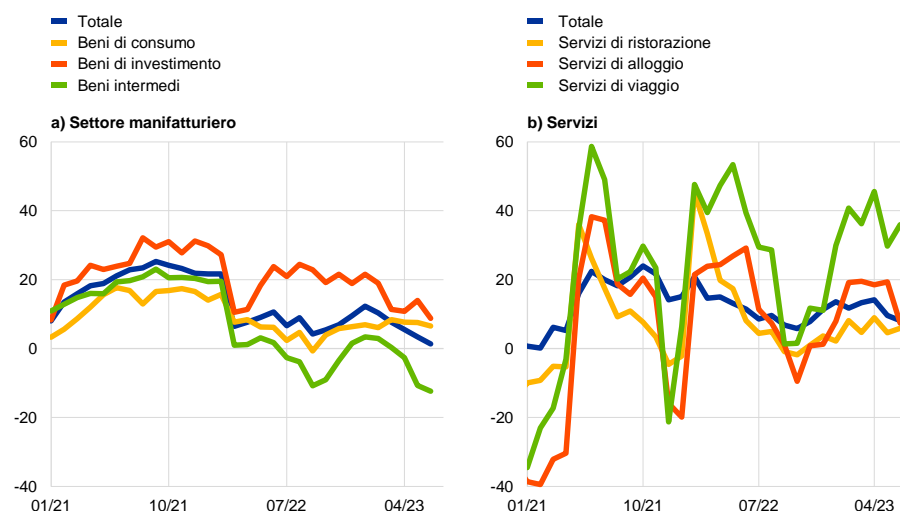
**I dati più recenti mostrano segnali di prospettive più favorevoli per i servizi ad alta intensità di contatti rispetto alla spesa per consumi di beni, soprattutto nel breve termine.**

I risultati relativi a giugno dell'indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori suggeriscono che nel mese la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti si è mantenuta al di sopra della sua media storica (cfr. il pannello b) del grafico 8). Anche l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotta a giugno, e i recenti contatti della Banca centrale con il settore non finanziario indicano il relativo vigore della domanda attesa di servizi ad alta intensità di contatti. A giugno e a luglio l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è ulteriormente salito, riflettendo soprattutto il miglioramento delle aspettative delle famiglie riguardo alla situazione finanziaria personale e a quella economica generale. La forte crescita dei redditi nominali da lavoro e non da lavoro ha finora sostenuto il potere d'acquisto delle famiglie. È tuttavia probabile che le più rigide condizioni di finanziamento e i più elevati tassi di interesse ne accrescano l'incentivo al risparmio, gravando sui consumi privati. Le evidenze dell'indagine CES mostrano che le aspettative dei consumatori riguardo ai tassi di interesse sui mutui ipotecari e sui conti di risparmio sono aumentate, coerentemente con gli andamenti effettivi dei tassi di interesse (cfr. il riquadro 2). In linea con le attese espresse, nel primo trimestre del 2023 il tasso di risparmio delle famiglie è lievemente aumentato, raggiungendo il 14,1 per cento del reddito disponibile.

**Grafico 8**

**Attese relative alla produzione manifatturiera e alla domanda di servizi**

(saldi percentuali)



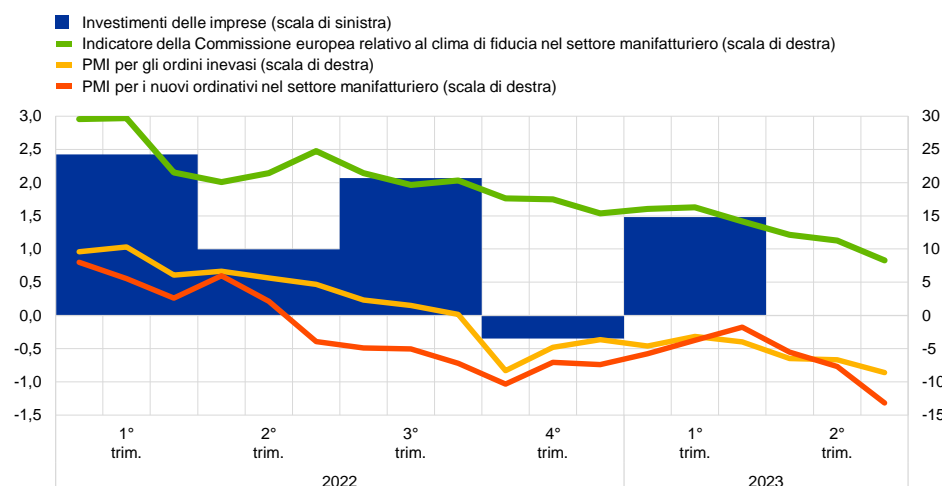
Fonte: Commissione europea.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2023.

**Nonostante la capacità di tenuta evidenziata all’inizio dell’anno, nel secondo trimestre gli investimenti delle imprese dovrebbero essersi indeboliti, man mano che l’attività rallenta in risposta alle condizioni di finanziamento sempre più restrittive.** Nel primo trimestre del 2023 gli investimenti complessivi in beni diversi dalle costruzioni sono rimasti invariati rispetto al trimestre precedente, ma sarebbero stati più elevati se fosse stato escluso il contributo volatile fornito dagli investimenti immateriali in Irlanda. Sebbene la produzione di beni di investimento abbia segnato un recupero ad aprile e maggio, i dati delle indagini suggeriscono un indebolimento degli investimenti delle imprese nel trimestre in corso. Nel secondo trimestre il PMI relativo al prodotto è sceso al di sotto della soglia di crescita nulla. Nello stesso periodo, nonostante un miglioramento dei tempi di consegna dei fornitori, nel settore manifatturiero e dei beni di investimento gli indici PMI per i nuovi ordinativi e per gli ordini inevasi sono ulteriormente diminuiti, rimanendo in territorio negativo; in tale settore, inoltre, il clima di fiducia delle imprese è peggiorato (cfr. il grafico 9). L’indagine di luglio 2023 sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) nell’area dell’euro indica che la domanda di prestiti a lungo termine e di prestiti per investimenti fissi da parte delle imprese si è marcatamente contratta negli ultimi trimestri e dovrebbe continuare a ridursi nel secondo. Nei precedenti episodi recessivi questo andamento ha preceduto forti cali degli investimenti delle imprese, ma ciò non trova riscontro nel profilo di crescita complessivamente piatto finora osservato sul periodo corrispondente. In linea con le informazioni desunte dall’indagine BLS, l’indagine sull’accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) relativa al periodo tra ottobre 2022 e marzo 2023 suggerisce che un numero maggiore di imprese si attende un deterioramento della disponibilità di prestiti bancari nei successivi sei mesi, nonostante un lieve miglioramento. L’indagine SAFE indica inoltre che le imprese prevedono un aumento del fatturato nel secondo e nel terzo trimestre, con un’importanza crescente delle fonti interne di finanziamento, che quindi compenserebbero in parte gli effetti negativi dei più elevati costi di finanziamento sugli investimenti. Inoltre, le evidenze fornite dall’indagine telefonica presso le imprese (Corporate Telephone Survey, CTS) condotta dalla BCE a luglio 2023 suggeriscono che gli investimenti per la transizione ecologica e la digitalizzazione, che sono anche i principali beneficiari dei fondi del Next Generation EU (NGEU), continuano a mostrare una relativa capacità di tenuta. Sia le fonti interne di finanziamento sia i fondi del Next Generation EU sono fondamentali per sostenere l’accumulazione di capitale nei tempi a venire.

## Grafico 9

### Investimenti delle imprese e indicatori relativi ai beni di investimento

(variazioni sul trimestre precedente; deviazioni dalla media)



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

Note: gli investimenti delle imprese sono approssimati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni e non comprendono i prodotti di proprietà intellettuale irlandesi. Gli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) per gli ordini inevasi e per i nuovi ordinativi sono espressi come deviazioni da 50 e l'indicatore del clima di fiducia nel settore manifatturiero elaborato dalla Commissione europea come deviazione dalla sua media di lungo periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023 per gli investimenti e a giugno 2023 per le altre variabili.

**Si stima che nel secondo trimestre gli investimenti nell'edilizia residenziale abbiano subito una contrazione, in presenza di un deterioramento della domanda di abitazioni e delle condizioni di finanziamento.** Dopo aver segnato un aumento dell'1,3 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre del 2023, grazie ai considerevoli ordini arretrati e alle condizioni meteorologiche favorevoli, nel secondo trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti, sulla base di indicatori sia quantitativi sia qualitativi. In termini di indicatori quantitativi, il numero di concessioni edilizie residenziali rilasciate, un indicatore anticipatore dell'attività nel settore delle costruzioni, è precipitato nell'ultimo anno, raggiungendo, a marzo 2023, il valore minimo degli ultimi sette anni (al netto dei lockdown di aprile e maggio 2020 dovuti alla pandemia). Nei mesi di aprile e maggio il prodotto nel settore delle costruzioni si è collocato su un livello dell'1,2 per cento inferiore al dato medio del primo trimestre. In termini di indicatori qualitativi, l'indice PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale si è ulteriormente ridotto fino a giugno, nonostante il netto miglioramento dei tempi di consegna dei fornitori e in presenza di un graduale calo dei prezzi degli input. Nel secondo trimestre l'indice della Commissione europea per l'attività edilizia relativa ai tre mesi precedenti ha registrato il quinto calo consecutivo, in presenza di una domanda esigua, di condizioni finanziarie tese e di carenze di manodopera che hanno continuato a frenare stabilmente la produzione nel settore. Anche gli indicatori prospettici suggeriscono una dinamica modesta dell'attività nel terzo trimestre, in un contesto in cui il rialzo dei tassi sui mutui ipotecari e gli accresciuti costi di costruzione gravano, rispettivamente, sull'accessibilità economica e sulla redditività delle abitazioni, come confermano le ultime indagini della BCE. Secondo l'indagine CES, le percezioni delle famiglie rispetto all'appetibilità degli investimenti in immobili residenziali hanno toccato il punto minimo a gennaio, pur continuando a essere modeste a giugno

(cfr. il riquadro 2). Nell'ultima indagine CTS le imprese hanno segnalato un calo dell'attività e degli ordini, soprattutto nel settore dell'edilizia residenziale, a causa delle maggiori pressioni sui costi e dei crescenti tassi di interesse.

**I volumi delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero crescere a ritmi modesti nel secondo trimestre a causa dell'indebolimento dell'interscambio mondiale e dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro.**

A maggio lo slancio espansivo delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro (sulla base dei tassi di crescita sui tre mesi precedenti) ha subito una contenuta riduzione, in un contesto in cui la debolezza dell'interscambio mondiale ha frenato la domanda di beni dell'area e gli effetti dell'apprezzamento dell'euro dall'autunno dello scorso anno hanno gravato sulla competitività. Sembra scemare l'impulso fornito alle esportazioni manifatturiere dall'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta, con le imprese che segnalano di aver riportato gli ordinativi arretrati a livelli normali. Le esportazioni di servizi, in particolare di quelli di viaggio, hanno rafforzato le esportazioni totali dell'area dell'euro. La dinamica di crescita dei volumi di importazioni dell'area dell'euro si è stabilizzata, ma si mantiene negativa, per effetto della debole domanda interna. Ciò ha determinato una riduzione delle scorte da parte delle imprese e un calo delle importazioni di beni energetici.

Gli indicatori anticipatori continuano a segnalare prospettive modeste a breve termine per i volumi delle esportazioni dell'area dell'euro. A giugno i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero si sono ulteriormente ridotti e, nonostante i più bassi prezzi dell'energia abbiano attenuato parte delle pressioni sulla competitività degli esportatori dell'area dell'euro, l'interscambio mondiale di beni si conferma debole. Allo stesso tempo il PMI relativo ai nuovi ordini di esportazioni di servizi ha segnato un rallentamento. Quest'estate, tuttavia, il turismo dovrebbe essere vivace, sostenuto dal forte aumento delle prenotazioni nei primi mesi dell'anno.

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

Da un lato, l'economia dovrebbe tornare a crescere nei prossimi trimestri in concomitanza con la moderazione dei prezzi dell'energia, il rafforzamento della domanda estera e la risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta. Ci si attende inoltre un miglioramento dei redditi reali, favorito dal vigore del mercato del lavoro, con tassi di disoccupazione su nuovi minimi storici, e dal rallentamento dell'inflazione. D'altro canto, l'orientamento restrittivo della politica monetaria della BCE si sta trasmettendo in misura crescente all'economia reale e, insieme alla graduale revoca del sostegno di bilancio, graverà sulla domanda interna e sulle pressioni sui prezzi nel medio periodo.

## 3 Prezzi e costi

*A giugno 2023 l'inflazione è diminuita ulteriormente al 5,5 per cento, dal 6,1 di maggio. I prezzi dell'energia sono scesi nuovamente, registrando un calo del 5,6 per cento sui dodici mesi. Per quanto riguarda i beni alimentari, l'inflazione ha continuato ad attenuarsi pur restando su un livello elevato, all'11,6 per cento. L'inflazione depurata delle componenti energetica e alimentare è aumentata al 5,5 per cento a giugno, dal 5,3 di maggio, per effetto di una sostenuta spesa per viaggi e vacanze, di riflesso agli effetti base al rialzo e a un incremento, al 5,4 per cento, della componente dei servizi. Le pressioni esterne sui prezzi si stanno allentando, mentre quelle interne, anche a seguito dell'aumento delle retribuzioni e dei margini di profitto ancora forti, stanno divenendo una determinante sempre più significativa dell'inflazione. Sebbene alcune misure siano in diminuzione, l'inflazione di fondo rimane nel complesso elevata, in parte per l'impatto persistente dei passati rincari dell'energia sui prezzi nell'intera economia. Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collochi attualmente intorno al 2 per cento, alcuni indicatori si confermano elevati.*

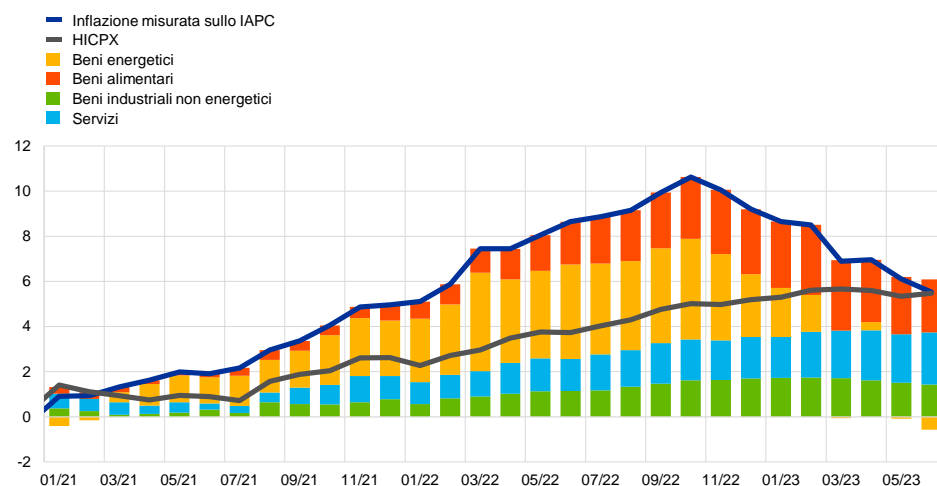
### **A giugno l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro ha continuato a scendere.**

Principale responsabile dell'ulteriore calo, al 5,5 per cento dal 7,0 di aprile e dal 6,1 di maggio, è stata la componente energetica, che ha proseguito il proprio andamento discendente, registrando a giugno una diminuzione al -5,6 per cento, rispetto al -1,8 del mese precedente. Anche per i tassi di inflazione di altri beni, sia alimentari sia industriali non energetici, a giugno si è osservata un'ulteriore flessione. L'unico aumento tra le componenti principali è stato di fatto riportato dai servizi, che sono passati dal 5,0 per cento di maggio al 5,4. Ciò implica una crescita al 5,5 per cento dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), dopo che a maggio era scesa al 5,3 per cento. I sostenuti livelli inflazionistici dei servizi riflettono il vigore del turismo, delle attività ricreative e della domanda repressa, oltre all'aumento dei costi della manodopera. Il rialzo di giugno, tuttavia, è stato essenzialmente determinato dagli effetti base al rialzo legati all'introduzione temporanea, lo scorso anno in Germania, del biglietto per il trasporto pubblico al costo di 9 euro (cfr. il grafico 10).

## 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 giugno 2023.

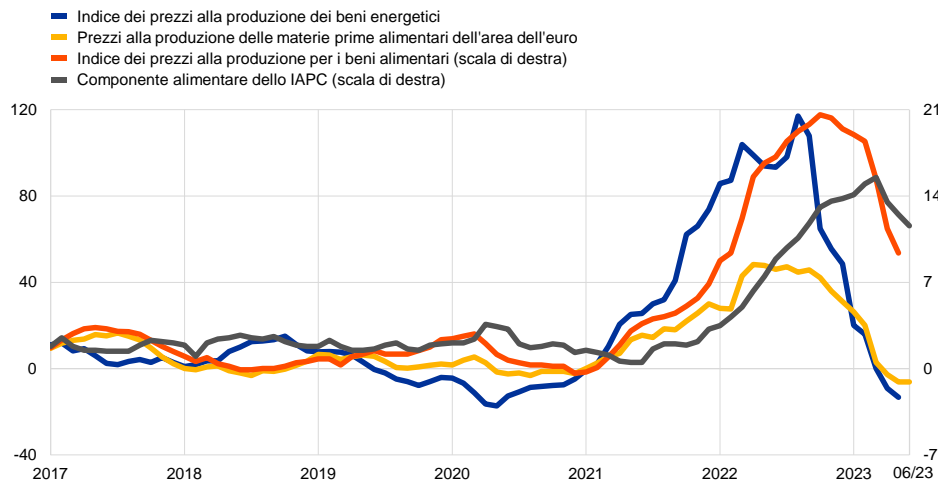
**L'inflazione dei beni energetici si conferma negativa, principalmente a causa di effetti base al ribasso, ma anche di un'ulteriore moderazione del livello dei prezzi al consumo dell'energia, registrata a giugno.** Rispetto al picco, raggiunto a ottobre 2022, si è verificata una diminuzione del 14 per cento, soprattutto sulla scorta del calo dei prezzi del carburante e del gas. Nel contempo, sebbene negli ultimi mesi si sia osservato un decremento su base annua dell'inflazione al consumo dell'elettricità, essa si colloca ancora su livelli superiori di oltre il 40 per cento a quelli precedenti la pandemia, pur non esercitando ulteriori pressioni sull'inflazione complessiva al consumo dell'energia. Le pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni energetici hanno continuato a diminuire, con una crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione di tali beni pari al -13,3 per cento a maggio 2023, in calo rispetto al picco del 117,3 per cento registrato ad agosto 2022 (cfr. il grafico 11).

**Sebbene in calo, l'inflazione dei beni alimentari rimane elevata, con i precedenti shock ai costi che continuano a trasmettersi.** La componente alimentare è diminuita dal 12,5 per cento di maggio all'11,6 a giugno; gli alimenti trasformati si sono collocati al 12,4 per cento, in calo rispetto al 13,4 di maggio. Anche gli alimenti freschi hanno registrato una flessione, al 9,0 per cento, dal 9,6 di maggio. Sebbene il picco sembri essere stato superato, l'inflazione dei beni alimentari rimane elevata, soprattutto quella dei beni alimentari trasformati, e continua a gravare sul potere d'acquisto delle famiglie (cfr. il grafico 11). Se da un lato l'impatto dei precedenti shock ai costi, come quello dei prezzi dei beni energetici, dovrebbe gradualmente attenuarsi, dall'altro un contributo maggiore all'elevata inflazione dei beni alimentari potrebbe provenire dal rafforzamento della crescita del costo del lavoro, dalla decisione unilaterale della Russia di porre fine all'iniziativa per il trasporto dei cereali dal Mar Nero (Black Sea Grain Initiative) e dalle condizioni meteorologiche estreme in alcuni paesi, giacché siccità e alluvioni potrebbero comportare pressioni al rialzo.

## Grafico 11

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023 per le voci "Indice dei prezzi alla produzione dei beni energetici" e "Indice dei prezzi alla produzione per i beni alimentari" e a giugno 2023 per le altre voci.

**Sebbene alcune misure mostrino segnali di attenuazione, l'inflazione di fondo rimane nel complesso elevata (cfr. il grafico 12).** Ciò si deve, tra le altre cose,

al persistente impatto dei passati rincari energetici sui prezzi dell'intera economia.

A giugno l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti alimentare ed energetica è aumentata al 5,5 per cento dal 5,3 del mese precedente, a causa di effetti base al rialzo nel settore dei servizi, ossia di quelli derivanti dalla sopracitata iniziativa relativa al biglietto per il trasporto pubblico in Germania. Tali effetti base al rialzo si sono manifestati anche in altri indicatori, in misura particolarmente rilevante nello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e delle voci più volatili legate a viaggi, calzature e abbigliamento (HICPXX), anch'esso aumentato a giugno.

Per contro, altri indicatori monitorati regolarmente hanno proseguito l'andamento discendente iniziato ad aprile. L'indicatore dell'inflazione interna, che esclude le componenti con un elevato contenuto di importazioni, a giugno non ha mostrato variazioni sostanziali. L'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, ha registrato una diminuzione, al 6,0 per cento, dal 6,2 di maggio. La misura della componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata su modelli, espressa in termini di tasso annualizzato, è ulteriormente scesa a giugno (a prescindere dall'inclusione dell'energia). Nel complesso, gli andamenti recenti di tali indicatori suggeriscono un'inversione di tendenza delle pressioni inflazionistiche di fondo.

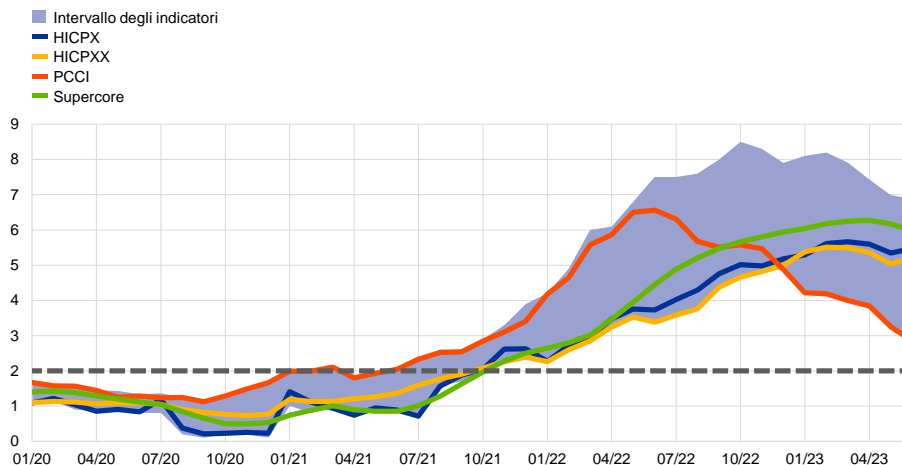
Nondimeno, l'intervallo di valori delle misure dell'inflazione di fondo monitorate resta ampio ed elevato, riflettendo un grado di incertezza ancora alto ed evidenziando la necessità di tenere sotto osservazione un ampio insieme di dati (cfr. il riquadro 5).



## Grafico 12

### 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 giugno 2023.

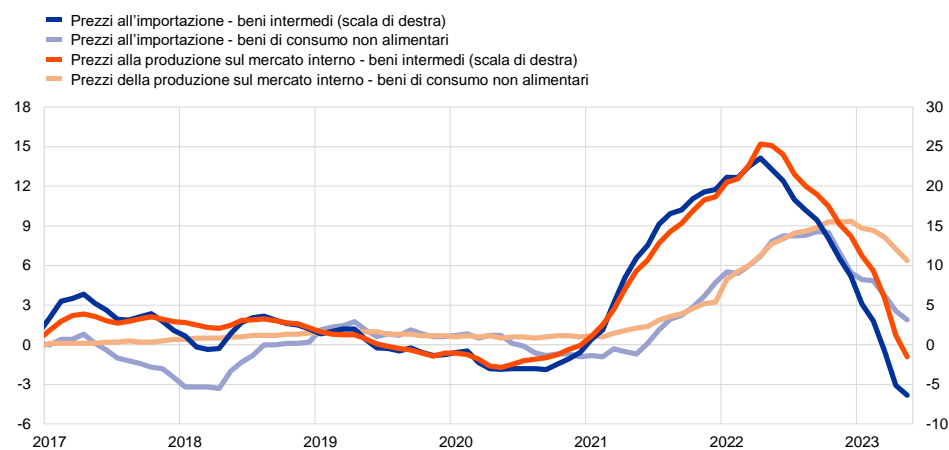
### A giugno l'inflazione dei beni industriali non energetici è ulteriormente diminuita, al 5,5 per cento dal 5,8 di maggio.

Gli indicatori delle pressioni inflazionistiche segnalano che è in atto un processo di moderazione. Osservando i primi stadi della catena di formazione dei prezzi, a maggio è diminuita ulteriormente l'inflazione sia alla produzione sia all'importazione dei beni intermedi. Agli stadi successivi, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari è scesa al 6,4 per cento a maggio, dal 7,2 di aprile, registrando per il quinto mese consecutivo un calo sui dodici mesi, a conferma del graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche accumulate per i beni di consumo. Nel contempo, sebbene i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione e alla produzione dei beni di consumo non alimentari siano scesi, rimangono elevati, anche se il recente apprezzamento del tasso di cambio dovrebbe favorire i prezzi all'importazione (cfr. il grafico 13).

### Grafico 13

#### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

**La crescita salariale è in aumento e sta divenendo una fonte sempre più rilevante di pressioni inflazionistiche.** La crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali nel primo trimestre del 2023 era pari al 4,3 per cento, in aumento rispetto al 3,9 registrato nel quarto trimestre del 2022. Le informazioni prospettive derivanti dalle trattative salariali concluse di recente suggeriscono che le pressioni sui salari nominali rimarranno forti anche oltre il primo trimestre del 2023. La crescita effettiva delle retribuzioni, misurata in termini di reddito per occupato e reddito per ora lavorata, ha continuato ad aumentare. I tassi di crescita sui dodici mesi di questi due indicatori salariali sono stati rivisti al rialzo in confronto alla prima stima: nel primo trimestre del 2023 si sono collocati al 5,4 e 4,9 per cento rispettivamente, contro il 4,8 e 4,1 per cento del quarto trimestre del 2022. Pur rimanendo relativamente elevata nel primo trimestre del 2023, la crescita dei profitti per unità di prodotto si è attenuata nei singoli settori industriali, in particolare nei servizi a maggiore intensità di contatti.

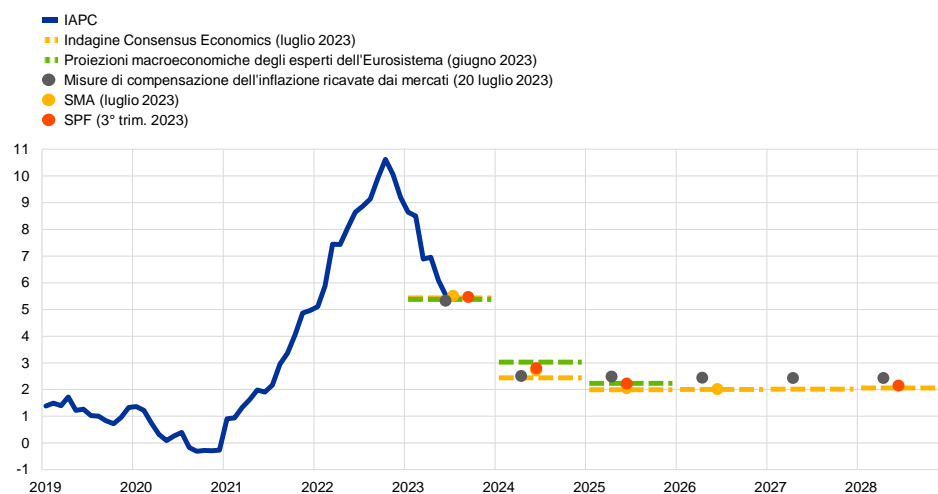
**La maggior parte degli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro desunti dalle indagini è rimasta più o meno invariata, a circa il 2 per cento, ed è sostanzialmente in linea con le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati corrette per i premi per il rischio (cfr. il grafico 14).** In base all'indagine della BCE effettuata presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il terzo trimestre del 2023, le aspettative medie di inflazione a più lungo termine (ora per il 2028) e il risultato mediano si sono mantenuti stabili al 2,1 e 2,0 per cento, rispettivamente. Anche nell'indagine di luglio 2023 di Consensus Economics le aspettative di inflazione per il 2028 non hanno subito variazioni, confermandosi al 2,1 per cento di aprile. Nell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) a luglio 2023, la mediana delle aspettative a più lungo termine è rimasta invariata al 2,0 per cento. Secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori di giugno 2023, le aspettative mediane su un orizzonte di tre anni sono diminuite al 2,3 per cento, dal 2,5 di maggio, proseguendo

la traiettoria discendente dal picco registrato a ottobre 2022<sup>3</sup>. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) nel complesso hanno subito un incremento su tutte le scadenze, particolarmente rilevante per quelle a breve termine. Di fatto, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale è salito di circa 14 punti base e alla fine del periodo in esame era pari a circa il 2,5 per cento. Per il segmento a lungo termine, il periodo in esame è terminato con un lieve aumento del tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che si è collocato a quasi il 2,6 per cento. 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. Nel complesso, dopo essere stati depurati dai premi per il rischio, i prezzi di mercato continuano a segnalare uno scenario di inflazione più ottimistico per i prossimi due anni rispetto a quello suggerito dalle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2023.

#### 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 SPF, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023*, indagine SMA 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 gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 20 luglio 2023. L'indagine SPF relativa al terzo trimestre del 2023 si è svolta tra il 30 giugno e il 5 luglio 2023. L'indagine SMA mostra i dati trimestrali. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a luglio 2023. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 31 maggio 2023. L'ultima osservazione per lo IAPC si riferisce a giugno 2023.

**Persistono rischi al rialzo e al ribasso per le prospettive di inflazione.** Fra i rischi al rialzo per l'inflazione vi sono: possibili nuove pressioni sui costi dei beni energetici e alimentari, connesse al ritiro unilaterale della Russia dall'iniziativa per il trasporto dei cereali dal Mar Nero e al suo attacco militare a terminal e porti ucraini dedicati al loro carico; condizioni meteorologiche avverse, che potrebbero far

<sup>3</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB Consumer Expectations Survey results – June 2023* dell'8 agosto 2023, Francoforte sul Meno.

crescere i prezzi dei beni alimentari più del previsto; un incremento duraturo delle aspettative di inflazione al di sopra del nostro obiettivo oppure aumenti delle retribuzioni o dei margini di profitto maggiori di quanto atteso, entrambi i quali potrebbero sospingere al rialzo l'inflazione nel medio termine. Per contro, l'indebolimento della domanda, riconducibile ad esempio a una più intensa trasmissione della politica monetaria, determinerebbe un allentamento delle pressioni sui prezzi, soprattutto nel medio periodo. Inoltre, se il calo delle quotazioni dell'energia e i minori rincari dei beni alimentari si trasmettessero ai prezzi degli altri beni e servizi più rapidamente di quanto previsto, l'inflazione si ridurrebbe più velocemente.

*Nel periodo di riferimento (dal 15 giugno al 26 luglio 2023) gli andamenti dei mercati finanziari sono stati determinati principalmente dalle revisioni sulle prospettive di inflazione e dalle attese implicazioni per la politica monetaria. In seguito alla riunione di giugno del Consiglio direttivo, le aspettative di mercato sui tassi di riferimento a breve termine dell'area dell'euro sono aumentate, sulla scia delle comunicazioni delle banche centrali su entrambe le sponde dell'Atlantico, indicative di un inasprimento dell'orientamento di politica monetaria. A partire dalla metà di luglio, tuttavia, tali aspettative sono ritornate su livelli solo lievemente superiori a quelli prevalenti a metà giugno, in un contesto caratterizzato da un'inflazione inferiore alle attese negli Stati Uniti e dall'associata rivalutazione della politica monetaria. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mossi sostanzialmente in linea con i tassi privi di rischio, senza che l'interruzione dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) della BCE a fine giugno abbia avuto un impatto evidente. Nel complesso, le valutazioni delle attività di rischio dell'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente invariate, in presenza di una certa volatilità all'interno del periodo, dovuta alla sensibilità del mercato alla comunicazione di politica monetaria e alle notizie macroeconomiche. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro hanno mostrato un andamento stabile. Nonostante una certa volatilità all'interno del periodo, i corsi azionari sono rimasti sostanzialmente invariati, in un contesto in cui la rivalutazione della politica monetaria da parte del mercato è in evoluzione e alla luce delle prospettive macroeconomiche. Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio.*

**Dopo alcune oscillazioni durante il periodo, i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno terminato il periodo di riferimento sostanzialmente in linea con i livelli osservati prima della riunione di giugno del Consiglio direttivo.** Nel corso del periodo in esame il tasso di riferimento a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) è stato pari, in media, a 337 punti base, seguendo da vicino le variazioni del tasso sui depositi presso la banca centrale. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 526 miliardi di euro, portandosi a 3.618 miliardi, principalmente per effetto del rimborso della terza serie delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basata sul tasso di riferimento €STR, è aumentata per le scadenze a breve e medio termine, dopo la decisione di politica monetaria, adottata a giugno dal Consiglio direttivo, di innalzare di 25 punti base il tasso sui depositi presso la banca centrale. Ciò riflette le aspettative degli operatori di mercato, secondo cui i tassi di riferimento si confermeranno su livelli più elevati più a lungo di quanto atteso in precedenza. I tassi di interesse a breve termine sono diminuiti in misura significativa da metà luglio, riportandosi intorno ai livelli di metà giugno. Al termine del periodo di riferimento la curva a termine del tasso OIS ha incorporato un ulteriore aumento di 25 punti base dovuto alla riunione di luglio del Consiglio direttivo, con un tasso massimo pari a circa il 3,9 per cento per dicembre 2023. L'aspettativa circa il tasso terminale desunta dall'ultima curva a termine è lievemente cresciuta rispetto alla curva a termine del tasso OIS prevalente prima della riunione di giugno del Consiglio

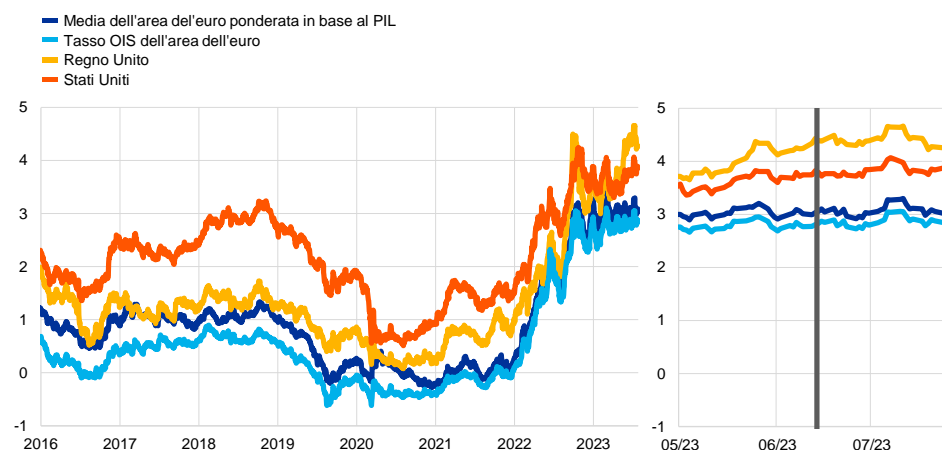
direttivo, mentre una prima riduzione dei tassi d'interesse è stata posticipata al secondo trimestre del 2024.

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno mostrato andamenti pressoché analoghi a quelli dei tassi privi di rischio e i differenziali sui titoli di Stato si sono mantenuti stabili (cfr. il grafico 15).** Il 26 luglio il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si è collocato a circa il 3,1 per cento, vale a dire soltanto pochi punti base al di sotto del livello segnato all'inizio del periodo in esame e complessivamente inferiore ai valori precedenti le turbolenze che hanno interessato il settore bancario all'inizio di quest'anno. I rendimenti dei titoli di Stato decennali nell'area dell'euro si sono generalmente mossi in linea con i tassi a lungo termine privi di rischio, senza che l'interruzione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA a luglio abbia avuto un impatto evidente. All'esterno dell'area dell'euro il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è lievemente aumentato, collocandosi al 3,9 per cento, mentre quello dei titoli di Stato del Regno Unito è diminuito di 10 punti base, portandosi al 4,3 per cento.

### Grafico 15

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (15 giugno 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 26 luglio 2023.

**I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie hanno mostrato variazioni contenute, con profili lievemente divergenti tra il segmento di qualità elevata (investment grade) e quello ad alto rendimento.** I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie di qualità elevata si sono ridotti di 7 punti base: la diminuzione più marcata, pari a 12 punti base, è stata registrata dai differenziali relativi alle obbligazioni delle società finanziarie, che alla fine del periodo in esame si sono collocati lievemente al di sotto dei livelli precedenti le turbolenze osservate nel settore bancario all'inizio di quest'anno<sup>4</sup>. Il carattere volatile della

<sup>4</sup> Per un approfondimento sull'evoluzione delle determinanti dei prezzi di mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 6 *Variazioni della base degli investitori in obbligazioni di società non finanziarie dell'area dell'euro e implicazioni per i prezzi di mercato* in questo numero del Bollettino.

rivalutazione della politica monetaria e le prospettive macroeconomiche hanno gravato sui differenziali delle obbligazioni societarie ad alto rendimento, che sono aumentati di 25 punti base nel periodo in esame.

**Nonostante una certa volatilità all'interno del periodo, i corsi azionari dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, in un contesto in cui la rivalutazione della politica monetaria da parte del mercato è in evoluzione e alla luce delle prospettive macroeconomiche.**

Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno registrato delle flessioni generalizzate, sia per paese sia per settore, nella prima metà del periodo in esame, per poi invertire la tendenza, tuttavia, nelle ultime due settimane. Nel complesso, alla fine del periodo, i prezzi azionari composti dell'area dell'euro hanno riportato un lieve aumento, dello 0,2 per cento, sulla scorta di un miglioramento degli utili attesi, mentre le misure prospettive della volatilità azionaria sono diminuite, rispetto al picco temporaneo raggiunto nella prima settimana di luglio. Complessivamente, i corsi azionari delle società non finanziarie (SNF) sono diminuiti dello 0,9 per cento circa, mentre le banche dell'area dell'euro hanno assistito a un aumento, pari a circa il 7,4 per cento, dei prezzi delle proprie azioni, che hanno segnato una ripresa rispetto alle turbolenze osservate a marzo nel settore bancario, pur mantenendosi al di sotto dei livelli a esse precedenti. Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie delle SNF sono salite di circa il 2,9 per cento nel periodo in esame, mentre quelle bancarie sono aumentate di circa l'8,6 per cento, con un ritmo lievemente superiore a quello delle omologhe europee, sebbene si siano comunque attestate su livelli inferiori a quelli del periodo prima di marzo.

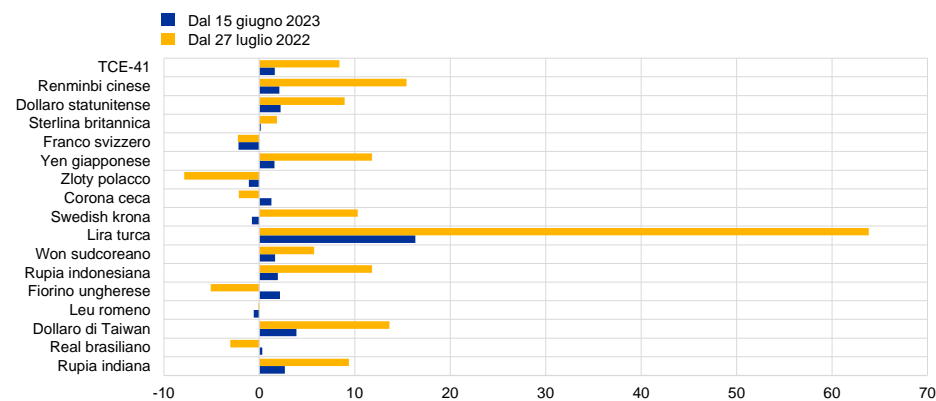
**Sui mercati dei cambi, l'euro ha continuato ad apprezzarsi sia nei confronti del dollaro statunitense, sia su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 16).**

L'euro si è apprezzato del 2,2 per cento nei confronti del dollaro statunitense, sulla scorta di un miglioramento della propensione al rischio. Nel periodo in esame, anche il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro, si è apprezzato, dell'1,6 per cento. Ciò è avvenuto in un contesto caratterizzato da un apprezzamento generalizzato nei confronti delle altre valute principali, tra cui lo yen giapponese (dell'1,6 per cento) e il renminbi cinese (del 2,1 per cento), nonché rispetto alle valute delle altre principali economie emergenti, compresa, in particolare, la lira turca (del 16 per cento). Per contro, l'euro si è deprezzato nei confronti delle valute di alcuni paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

## Grafico 16

### 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 26 luglio 2023.



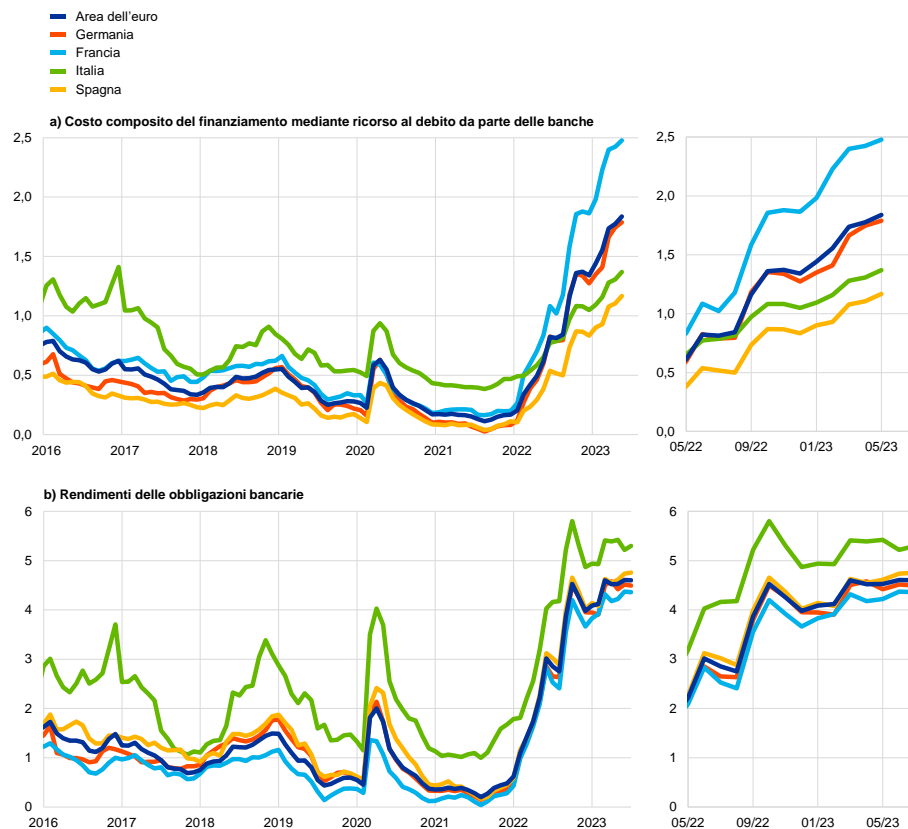
*L'inasprimento della politica monetaria della BCE ha continuato a trasmettersi con forza alle condizioni di finanziamento generali. I costi di provvista delle banche hanno seguito a salire, di riflesso agli ulteriori aumenti dei tassi sui depositi e al graduale venir meno delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). I rimborsi dei fondi presi in prestito nel quadro della terza serie di tali operazioni (OMRLT-III), del valore di circa 500 miliardi di euro a giugno, si sono svolti regolarmente, grazie alla buona preparazione delle banche. Tali rimborsi hanno contribuito anche a un'ulteriore riduzione della liquidità in eccesso. A maggio 2023 i tassi sul credito bancario sono ulteriormente aumentati, raggiungendo il livello più elevato dal 2008 per le imprese e dal 2012 per le famiglie. Nel periodo compreso tra il 15 giugno e il 26 luglio 2023 il costo del capitale di rischio per le società non finanziarie (SNF) è rimasto sostanzialmente invariato, mentre il costo del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato è diminuito in misura marginale. In base all'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro le banche hanno ulteriormente inasprito i criteri per la concessione di prestiti di tutte le categorie e la domanda di credito da parte di imprese e famiglie ha registrato nuovamente un forte calo nel secondo trimestre del 2023, segnalando un indebolimento in atto nella dinamica dei prestiti. A giugno i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno continuato a segnare un rallentamento, in un contesto caratterizzato da più elevati tassi sui prestiti bancari, una domanda di prestiti più debole a fronte di tagli ai programmi di spesa e un inasprimento dei criteri di concessione del credito. Nello stesso mese si è osservato un ulteriore indebolimento della dinamica monetaria, determinato dalle sue componenti più liquide, da una moderata crescita del credito e dal ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema.*

**I costi della provvista bancaria nell'area dell'euro hanno continuato a salire, di riflesso agli ulteriori aumenti dei tassi sui depositi.** A maggio 2023 il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è ulteriormente salito, raggiungendo il suo livello più elevato da oltre dieci anni (cfr. il pannello a) del grafico 17). Tale aumento riflette tassi sui depositi più elevati e rendimenti delle obbligazioni bancarie stabili (cfr. il pannello b) del grafico 17). I tassi sui depositi hanno continuato ad aumentare costantemente, con alcune variazioni tra gli strumenti. I depositanti reagiscono all'ampliamento del differenziale fra 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 depositi tra queste ultime. I risparmiatori hanno spostato i depositi da banche con una remunerazione meno appetibile verso quelle che hanno aumentato i tassi sui depositi a un ritmo più sostenuto. Le emissioni di obbligazioni bancarie remunerate a tassi superiori a quelli sui depositi e di riferimento della BCE sono aumentate da settembre 2022, in un contesto caratterizzato dal graduale rimborso delle OMRLT e dal calo dei depositi.

## Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC e/o relative affiliate ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, di depositi con scadenza prestabilita e di depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 26 luglio 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

**I rimborsi dei fondi presi in prestito nel quadro delle OMRLT-III si sono svolti regolarmente grazie alla buona preparazione delle banche; tali rimborsi hanno contribuito a una riduzione della liquidità in eccesso e all'aumento dei costi della provvista bancaria.** A giugno 2023 le banche hanno rimborsato 506,3 miliardi di euro provenienti da fondi presi in prestito nell'ambito delle OMRLT-III, di cui 29,5 miliardi per mezzo di rimborsi volontari e 476,8 miliardi sotto forma di rimborsi obbligatori, dovuti alla scadenza della quarta operazione OMRLT-III. In seguito al regolamento del 28 giugno, l'ammontare complessivo dei fondi delle OMRLT-III ancora in essere è sceso a 592 miliardi di euro, ossia a un livello del 72 per cento inferiore rispetto agli importi in essere prima della ricalibrazione della remunerazione delle OMRLT-III intervenuta a ottobre 2022 (2.113 miliardi di euro)<sup>5</sup>. Le banche hanno fatto fronte a tali ingenti rimborsi attingendo alla liquidità in eccesso e cercando attivamente di sostituire il finanziamento sul mercato emettendo importi relativamente elevati di titoli di debito prima della data del rimborso. Oltre ad avere

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

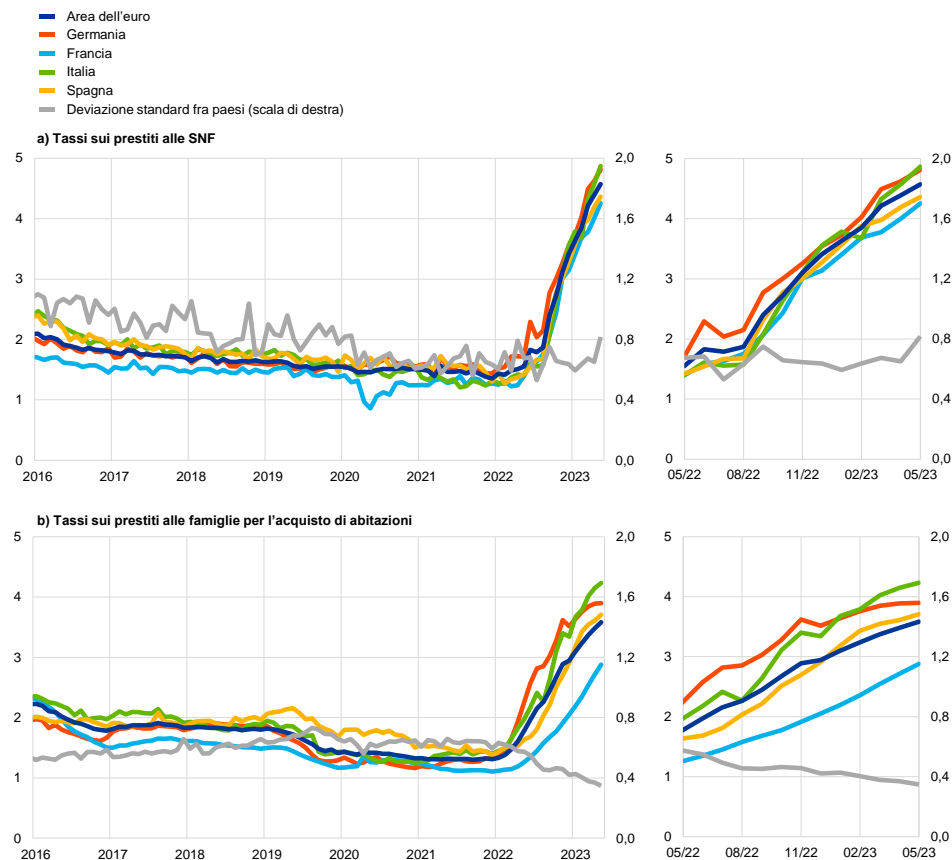
aumentato le emissioni di titoli di debito, le banche con consistenze residue di fondi delle OMRLT hanno evidenziato un maggior vigore competitivo in merito ai depositi, rispetto alle altre banche. Ciononostante, la partecipazione alle operazioni di rifinanziamento principale e alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi è moderatamente aumentata, riflettendo il fatto che le banche avevano avuto tempo sufficiente a prepararsi ai rimborsi delle OMRLT.

**I tassi sul credito bancario a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati, raggiungendo il loro livello più elevato da dicembre 2008 per le imprese e da giugno 2012 per le famiglie.** L'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE si sta trasmettendo alle condizioni del credito bancario, con l'aumento dei tassi applicati e l'inasprimento dei criteri per la concessione dei prestiti. L'aumento dei tassi creditizi rimane più elevato per le imprese che per le famiglie, nei diversi paesi come nei differenti periodi di determinazione iniziale (cfr. il grafico 18). A maggio i tassi sui nuovi prestiti bancari alle SNF sono saliti al 4,57 per cento, toccando il livello più alto dalla fine del 2008. A titolo di raffronto, si collocavano al 4,39 per cento ad aprile 2023 e all'1,83 per cento a giugno 2022, prima dell'inizio del ciclo restrittivo. Tale aumento ha interessato tutti i paesi e i periodi di determinazione iniziale, ed è stato particolarmente pronunciato per i prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno. A maggio anche i tassi sui nuovi prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati, collocandosi al 3,58 per cento, dopo aver segnato il 3,48 ad aprile 2023 e l'1,97 a giugno 2022. L'aumento di maggio è riconducibile ai più elevati tassi sui mutui ipotecari a tasso fisso e variabile, con una certa eterogeneità fra paesi. I risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) di maggio 2023 indicano che i consumatori si attendono che i tassi sui mutui ipotecari si stabilizzino attorno ai livelli attuali nei prossimi 12 mesi. Tuttavia, un'ampia percentuale netta dei partecipanti all'indagine ha segnalato di aver percepito un inasprimento dei criteri di concessione del credito e di attendersi che diventi più difficile ottenere prestiti per l'acquisto di abitazioni nello stesso periodo.

## Grafico 18

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

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

**Nel complesso, i tassi sui prestiti sono aumentati più rapidamente rispetto ai precedenti cicli di rialzo, rispecchiando principalmente il ritmo più rapido degli incrementi dei tassi di riferimento.** I tassi di riferimento della BCE sono aumentati in misura considerevole in un periodo di tempo breve: nella fattispecie, di 425 punti base complessivi da luglio 2022, e a un ritmo più lento dalla riunione del Consiglio direttivo del 4 maggio 2023. Ciò si è riflesso nei primi segnali di moderazione del ritmo di incremento dei tassi sui prestiti osservati nel secondo trimestre del 2023 rispetto al primo trimestre dello stesso anno e al quarto del 2022. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti alle imprese ha evidenziato un lieve aumento rispetto ai precedenti bassi livelli, mentre quella relativa ai tassi sui prestiti alle famiglie si è mantenuta su livelli contenuti a maggio 2023 (cfr. il grafico 18). In una prospettiva storica, il differenziale di tasso di interesse tra i prestiti bancari di piccola e grande entità alle imprese dell'area dell'euro è rimasto stabile, su livelli contenuti, a maggio, pur variando in qualche misura da un paese all'altro.

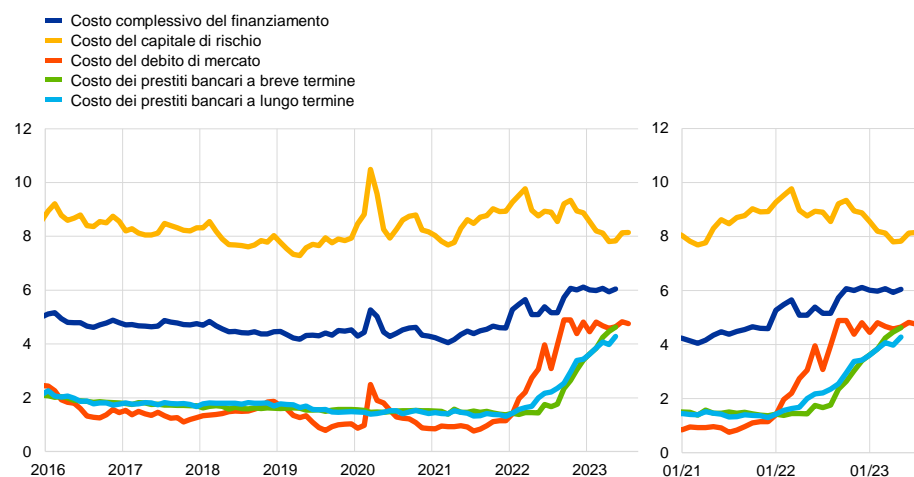
**Nel periodo compreso tra il 15 giugno e il 26 luglio 2023 il costo del capitale di rischio per le SNF è rimasto sostanzialmente invariato, mentre è sceso in misura marginale il costo dell'emissione di debito sul mercato.** A maggio 2023 il

costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, dell'emissione di debito sul mercato e del capitale di rischio, si è collocato al 6,1 per cento, circa 10 punti base al di sopra del livello nel mese precedente (cfr. il grafico 19)<sup>6</sup>. Ciò è dovuto a un aumento generalizzato del costo di tutte le componenti del finanziamento alle SNF registrato a maggio, determinato principalmente dal costo dell'erogazione di prestiti a breve e a lungo termine da parte delle banche. Nonostante il suo recente aumento, a maggio il costo complessivo del finanziamento si è confermato prossimo agli elevati livelli registrati a settembre 2022 e osservati in precedenza a fine 2011. Nel periodo in esame il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato è sceso lievemente, mentre il costo del capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato. Il lieve calo del costo dell'emissione di debito sul mercato è riconducibile al fatto che la compressione dei differenziali sulle obbligazioni emesse da imprese non finanziarie nel segmento investment grade non è stata interamente compensata dal lieve aumento del tasso privo di rischio (approssimato dal tasso overnight index swap, OIS, a dieci anni) e da un certo ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie nel segmento ad alto rendimento. La stabilità del costo del capitale di rischio nel periodo in esame ha rispecchiato l'equilibrio tra il lieve aumento dei tassi privi di rischio e il calo altrettanto contenuto del premio per il rischio azionario.

### Grafico 19

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 26 luglio 2023 per il costo dell'emissione di debito sul mercato (media mensile di dati giornalieri), al 21 luglio 2023 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a maggio 2023 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

### Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese si sono ulteriormente inaspriti nel

<sup>6</sup> A causa del ritardo con cui si rendono disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, alla data del 26 luglio 2023 il costo complessivo del finanziamento per le SNF può essere calcolato solo fino a maggio.

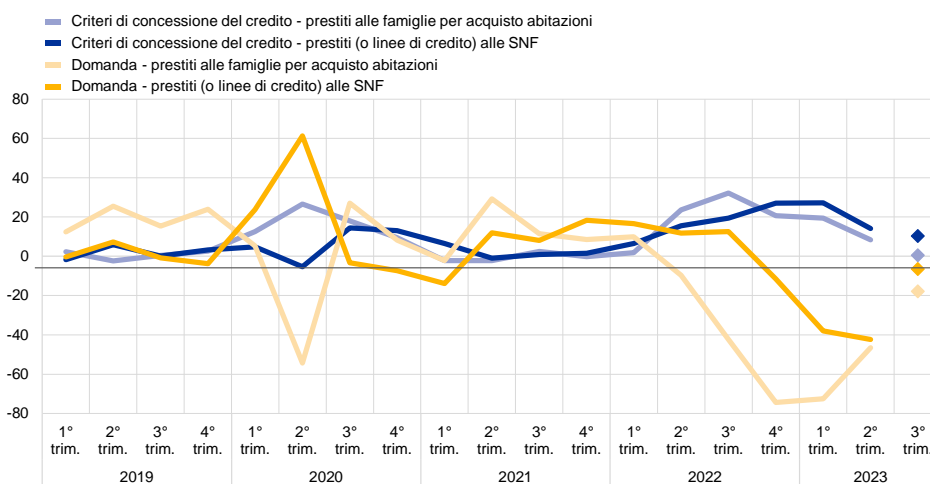
**secondo trimestre del 2023, sebbene la percentuale netta delle banche che hanno segnalato un inasprimento sia stata più bassa rispetto al trimestre precedente (cfr. il grafico 20).** L'inasprimento dei criteri di concessione del credito è stato in linea con le aspettative delle banche nel trimestre precedente, mantenendosi al di sopra della media storica sin dall'inizio dell'indagine, nel 2003. L'inasprimento netto dall'inizio del 2022 in termini cumulati è stato considerevole e i risultati delle indagini hanno fornito prime indicazioni sul significativo indebolimento della dinamica del credito osservato dallo scorso autunno. Nel contesto dei tipici ritardi di impatto della trasmissione della politica monetaria sull'economia, i rischi collegati alle prospettive economiche e alla situazione specifica delle singole imprese sono rimasti i principali fattori determinanti dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese. A tale irrigidimento hanno contribuito anche la minore tolleranza al rischio, i più alti costi di provvista e il deterioramento dei bilanci delle banche, di riflesso a più elevati rischi di credito in un contesto di aumento dei tassi di interesse e di debole crescita economica. Le banche hanno inoltre segnalato che nella prima metà del 2023 i criteri per la concessione di nuovi prestiti alle imprese si sono inaspriti ulteriormente in tutti i principali settori dell'economia, in particolare in quello degli immobili commerciali. Le banche dell'area dell'euro si attendono un ulteriore inasprimento dei criteri di erogazione del credito alle imprese nel terzo trimestre del 2023.

**Le banche hanno segnalato un ulteriore inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito alle famiglie nel secondo trimestre del 2023.** Rispetto al trimestre precedente, l'inasprimento netto è stato meno marcato per i mutui per l'acquisto di abitazioni e più marcato per il credito al consumo. Per i mutui per l'acquisto di abitazioni, l'inasprimento è stato sostanzialmente in linea con le attese delle banche nel trimestre precedente, mentre per il credito al consumo si è rivelato nettamente superiore alle attese. A tale irrigidimento hanno contribuito l'aumento del rischio percepito riguardo alle prospettive economiche e alle situazioni specifiche dei prenditori, la minore tolleranza al rischio e il più elevato costo del finanziamento. Per il terzo trimestre del 2023 le banche dell'area dell'euro si attendono che i criteri per la concessione del credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni rimangano invariati, mentre per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie è atteso un ulteriore inasprimento netto, anche se in misura minore rispetto al secondo trimestre.

## Grafico 20

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

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



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

Note: per i quesiti sui criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" e "notevole". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" e "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

**Le banche hanno segnalato un forte calo della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie nel secondo trimestre del 2023.** Il calo della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato il più marcato dall'avvio dell'indagine, nel 2003, mentre quello che ha interessato la domanda di prestiti da parte delle famiglie è stato minore rispetto alla diminuzione molto consistente osservata nei due trimestri precedenti. Le banche hanno segnalato che il livello generale dei tassi di interesse è stato il principale fattore alla base della ridotta domanda di prestiti da parte delle imprese, dato l'effetto frenante esercitato dai tassi di interesse in aumento sulla domanda di prestiti e sulla crescita economica. Anche il calo del fabbisogno finanziario per gli investimenti fissi ha avuto un brusco impatto frenante sulla domanda di prestiti, cui ha fatto riscontro una forte diminuzione della domanda di prestiti a lungo termine. La contrazione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è stata principalmente determinata dall'aumento dei tassi di interesse, dall'indebolimento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e dal basso livello di fiducia dei consumatori. Per il terzo trimestre del 2023 le banche si attendono un'ulteriore flessione (netta) della domanda di prestiti da parte delle imprese e della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni, anche se molto più contenuta rispetto al secondo trimestre.

**Le banche interpellate nell'indagine hanno dichiarato che l'accesso al finanziamento è peggiorato nella maggior parte dei segmenti di mercato, in particolare per la raccolta al dettaglio, e che all'inasprimento delle condizioni per la concessione del credito hanno contribuito anche i crescenti timori riguardo ai crediti deteriorati (non-performing loans, NPL).** Il deterioramento netto segnalato nell'accesso al finanziamento al dettaglio potrebbe

riflettere l'accresciuta concorrenza per i depositi al dettaglio nell'attuale contesto di tassi di interesse più elevati e deflussi dei depositi a vista. Per la prima metà del 2023 le banche hanno indicato che l'impatto della quota di crediti deteriorati sui loro criteri di concessione del credito è stato nettamente restrittivo per i prestiti alle imprese e per il credito al consumo, e sostanzialmente neutro per i prestiti per l'acquisto di abitazioni. Come in passato, i principali fattori alla base del contributo della quota di NPL all'inasprimento delle condizioni di finanziamento sono stati la più elevata percezione del rischio e la minore tolleranza a quest'ultimo da parte delle banche.

**Nel questionario dell'indagine di luglio 2023 è stata introdotta una nuova domanda ad hoc tesa a valutare l'impatto dei cambiamenti climatici sul credito bancario alle imprese.**

Le banche dell'area dell'euro hanno dichiarato che i rischi correlati al clima per le imprese e le misure adottate da queste ultime per far fronte ai cambiamenti climatici hanno avuto un impatto restrittivo netto sui criteri di concessione del credito e sui termini e le condizioni applicati ai prestiti alle imprese inquinanti (quelle che contribuiscono significativamente al cambiamento climatico e che non hanno ancora avviato la transizione o hanno compiuto scarsi progressi) negli ultimi dodici mesi<sup>7</sup>. Tuttavia, essi hanno avuto un effetto di allentamento netto sui prestiti alle imprese verdi (ovvero quelle che non contribuiscono o contribuiscono in misura ridotta al cambiamento climatico) e a quelle in fase di transizione (le imprese che contribuiscono al cambiamento climatico ma stanno attuando notevoli progressi nella transizione). Le banche dell'area dell'euro hanno indicato anche un aumento netto della domanda di prestiti alle imprese a causa dei rischi collegati al cambiamento climatico negli ultimi 12 mesi, trainato dalle imprese in fase di transizione e da quelle verdi, mentre per le imprese inquinanti si riscontra una diminuzione netta della domanda di prestiti. Le principali determinanti della domanda di prestiti collegata ai rischi climatici sono costituite dagli investimenti fissi e dalle ristrutturazioni societarie, a indicare il fabbisogno di investimento da parte delle imprese nella transizione a un'economia più sostenibile. Per i prossimi 12 mesi, le banche dell'area dell'euro si attendono un impatto restrittivo netto più marcato dovuto ai cambiamenti climatici sui criteri di concessione del credito alle imprese inquinanti, mentre per le imprese verdi e in via di transizione è atteso un allentamento netto. Inoltre, le banche dell'area dell'euro si attendono che l'impatto dei rischi climatici sulla domanda di prestiti divenga più marcato in termini netti.

**A giugno i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno continuato a segnare un rallentamento, in un contesto caratterizzato da più elevati tassi sul credito bancario, una domanda di prestiti più debole e un inasprimento dei criteri di concessione credito.**

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso al 3,0 per cento a giugno, dal 4,0 di maggio (cfr. il pannello a) del grafico 21). I flussi mensili dei prestiti alle SNF sono stati prossimi allo zero a partire da novembre 2022. Il rallentamento ha interessato le maggiori economie dell'area dell'euro e riflette il forte calo della domanda di prestiti, in parte dovuto a più elevati

<sup>7</sup> I rischi di transizione collegati al clima specifici di ogni impresa sono stati i principali fattori alla base dell'impatto restrittivo sui criteri di concessione del credito bancario, mentre il rischio fisico, spesso collegato all'ubicazione geografica del prestatore, ha avuto, in media, un impatto restrittivo netto lievemente inferiore e il sostegno fiscale collegato al clima ha consentito un allentamento dei criteri di approvazione dei prestiti.

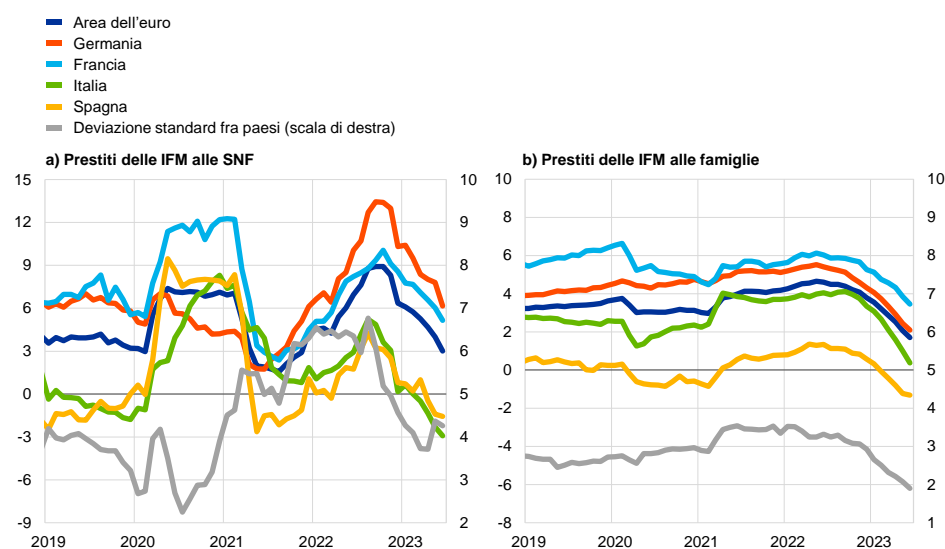


tassi di interesse debitori e ai conseguenti tagli nei programmi di spesa, nonché a un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso dal 2,1 per cento di maggio all'1,7 di giugno (cfr. il pannello b) del grafico 21), in un contesto caratterizzato da un peggioramento delle prospettive nel mercato degli immobili residenziali, da un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito bancario e da un aumento dei tassi applicati ai prestiti. Il calo è riconducibile a tutte le componenti, ossia i prestiti per l'acquisto di abitazioni, il credito al consumo e i prestiti alle imprese individuali (piccole imprese senza personalità giuridica).

## Grafico 21

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

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

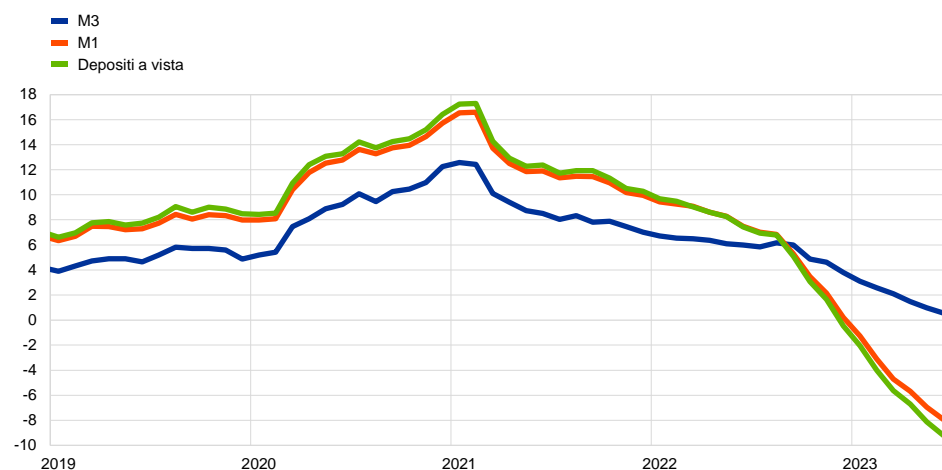
### I depositi a vista hanno subito un'ulteriore contrazione a giugno, per effetto della riallocazione di fondi verso strumenti a maggiore remunerazione.

Dopo il calo dell'8,1 per cento sui dodici mesi registrato a maggio, il tasso di crescita dei depositi a vista è diminuito ulteriormente a giugno, segnando, sui dodici mesi, il -9,2 per cento, la contrazione più marcata dall'avvio dell'Unione economica e monetaria, nel 1999 (cfr. il grafico 22). Tale contrazione è dovuta principalmente alla protratta conversione, da parte di famiglie e imprese, dei depositi a vista e rimborsabili su preavviso in depositi a termine. L'incentivo alla base delle riallocazioni di portafoglio è stato l'ampio differenziale tra i depositi a termine e quelli a vista, dovuto al più lento adeguamento dei tassi di interesse sui depositi a vista alle variazioni dei tassi di riferimento rispetto ai tassi sui depositi a termine. Il fatto che l'inasprimento della politica monetaria della BCE sia stato più rapido rispetto ai precedenti cicli restrittivi spiega la straordinaria entità dei volumi riallocati.

## Grafico 22

### M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2023.

**A giugno 2023 è proseguito l'indebolimento della dinamica monetaria, determinato dalle sue componenti più liquide, da una moderata crescita del credito e dal ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema.** La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) si è ulteriormente ridotta, passando dall'1,0 per cento di maggio allo 0,6 di giugno (cfr. il grafico 22), il tasso più basso da luglio 2010. Le variazioni sul mese precedente dell'aggregato monetario ampio a giugno sono divenute positive per la prima volta da novembre 2022, per effetto degli acquisti di titoli di Stato dell'area dell'euro da parte di banche e investitori esteri. L'aggregato monetario ristretto (M1) ha subito un'ulteriore contrazione, dell'8,0 per cento a giugno, dopo il 7,0 di maggio, registrando il calo di gran lunga più marcato nella storia dell'Unione economica e monetaria. Il rallentamento osservato a partire da marzo 2023, insieme all'interruzione del reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto di attività, a luglio 2023, 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 ricomprese in M3.

# Riquadri

## 1 Perché è diminuito l'interesse per il settore immobiliare? Evidenze dall'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE

a cura di Niccolò Battistini, Evangelos Charalampakis, Johannes Gareis e Desislava Rusinova

**Il recente calo degli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro è stato preceduto da un deterioramento della percezione delle famiglie rispetto all'acquisto di abitazioni come forma di investimento vantaggioso<sup>1</sup>.**

Nell'[indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE](#) (Consumer Expectations Survey, CES) alle famiglie viene chiesto regolarmente di indicare se considerano l'acquisto di un immobile residenziale nel loro quartiere un buono o un cattivo investimento<sup>2</sup>. La quota delle risposte positive a questa domanda può essere utilizzata come misura indiretta della domanda di abitazioni, che è un'importante determinante degli investimenti in edilizia residenziale<sup>3</sup>. Di fatto, la percezione delle famiglie in merito all'acquisto di abitazioni come forma di investimento vantaggioso ha rappresentato un indicatore anticipatore relativamente accurato della debolezza del settore dell'edilizia residenziale che ha avuto inizio nel secondo trimestre del 2022, con la percezione delle famiglie scesa dal picco registrato nel secondo trimestre del 2021 a un punto minimo nel primo trimestre del 2023 (cfr. il grafico A). Dal volgere dell'anno, tali percezioni hanno registrato un lieve miglioramento, pur mantenendosi su livelli bassi. Il presente riquadro analizza i fattori alla base della percezione riguardo l'attrattiva degli investimenti in edilizia residenziale da parte delle famiglie, utilizzando i dati provenienti dall'indagine CES sulle caratteristiche e sulle aspettative di queste ultime, mettendo così in luce le ragioni del recente rallentamento degli investimenti in tale settore.

---

<sup>1</sup> Per una discussione sulla debolezza degli investimenti nell'edilizia residenziale e un confronto con gli Stati Uniti, cfr. il riquadro 1 [Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti](#) nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

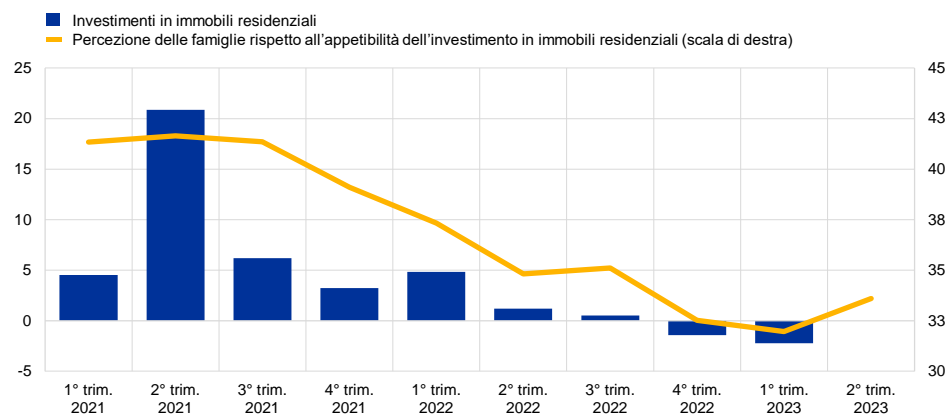
<sup>2</sup> Lo studio si basa sui dati dell'indagine CES rilevati in Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi.

<sup>3</sup> La ripresa della domanda di immobili residenziali durante la pandemia è analizzata nel riquadro 6 [La ripresa della domanda di immobili residenziali attraverso l'indagine sulle aspettative dei consumatori](#) nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Investimenti in immobili residenziali e percezione delle famiglie rispetto alle abitazioni come forma di investimento

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: percentuale degli intervistati)



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

Note: la percezione delle famiglie rispetto all'investimento in immobili residenziali misura la quota di intervistati che oggi considera l'acquisto di un immobile nel proprio quartiere un investimento "buono" o "molto buono". Medie trimestrali di dati mensili. Il valore relativo al secondo trimestre del 2023 corrisponde alla media dei dati mensili di aprile e maggio 2023.

### Le famiglie percepiscono l'investimento in immobili residenziali diversamente a seconda delle loro caratteristiche demografiche ed economiche.

Dall'analisi delle diverse caratteristiche delle famiglie partecipanti all'indagine CES emergono notevoli differenze nella percezione dell'appetibilità degli investimenti in immobili residenziali in base all'appartenenza a gruppi specifici (cfr. il grafico B). In media, i consumatori in età più avanzata e di genere maschile segnalano una maggiore propensione a investire nel settore dell'edilizia residenziale rispetto a quelli in età più giovane e di sesso femminile. I partecipanti all'indagine che vivono in un'abitazione di proprietà (in particolare quelli con un mutuo ipotecario) e quelli che dichiarano di possedere una maggiore alfabetizzazione finanziaria sono anch'essi più propensi a considerare gli immobili residenziali un buon investimento rispetto alle famiglie che non possiedono una casa, non hanno sottoscritto un mutuo ipotecario o non si considerano molto alfabetizzate a livello finanziario<sup>4</sup>. Sebbene queste caratteristiche possano incidere di per sé sulla percezione degli investimenti in immobili residenziali da parte delle famiglie, anche le differenze tra le caratteristiche economiche dei diversi segmenti a cui queste ultime appartengono potrebbero svolgere un ruolo importante. I dati sul reddito delle famiglie, sulla situazione lavorativa, sulla disponibilità di liquidità sufficiente, sulla situazione finanziaria percepita e sulle condizioni di accesso al credito mostrano che famiglie finanziariamente più solide sono generalmente più propense a ritenere il settore dell'edilizia residenziale un

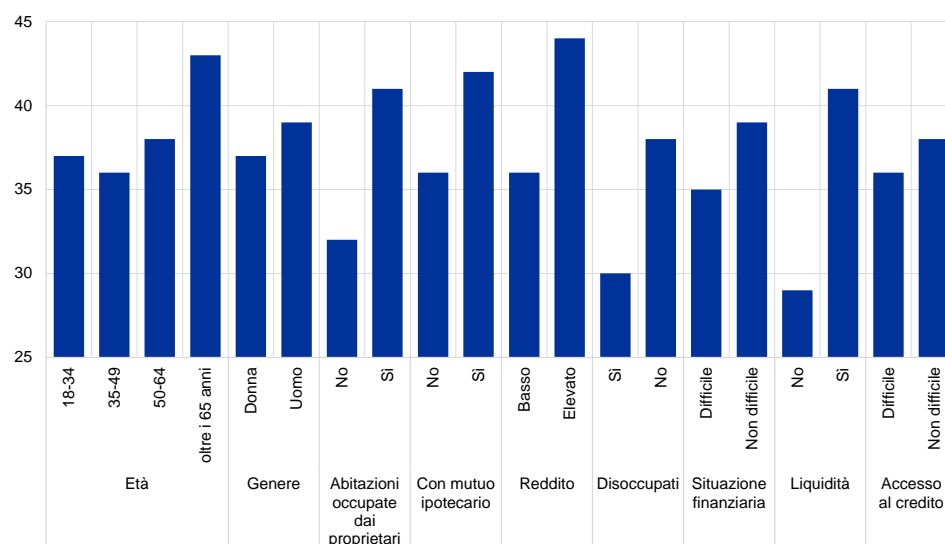
<sup>4</sup> Il livello di alfabetizzazione finanziaria è misurato, nell'indagine CES, attraverso tre domande che valutano le conoscenze finanziarie di base e una domanda che presuppone una comprensione più approfondita dello strumento del prestito mediante mutuo ipotecario. Per la formulazione precisa, cfr. ad esempio l'appendice nello studio di Ehrmann, M., Georganakos, D. e Kenny, G., "Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy", Working Paper Series, n. 2785, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2023.

buon investimento<sup>5</sup>. Ciò indica che queste famiglie sono più capaci o più disposte a incorrere nel rischio di un investimento illiquido ingente come quello nell'edilizia residenziale<sup>6</sup>.

### Grafico B

Percezione delle famiglie rispetto all'appetibilità dell'investimento in immobili residenziali secondo le caratteristiche demografiche ed economiche

(percentuale degli intervistati)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico mostra i valori medi delle percezioni delle famiglie rispetto all'appetibilità dell'investimento in edilizia residenziale per segmento di appartenenza, come quota di intervistati che oggi considerano l'acquisto di un immobile nel proprio quartiere un investimento "buono" o "molto buono" tra aprile 2020 e maggio 2023.

**Le aspettative delle famiglie sono un importante fattore esplicativo della percezione di queste ultime circa l'appetibilità degli investimenti in immobili residenziali<sup>7</sup>.** Oltre alle diverse caratteristiche delle famiglie, anche le loro aspettative svolgono un ruolo importante nella tendenza a ritenere gli immobili residenziali un buon investimento. Ciò si deve al fatto che gli investimenti in edilizia residenziale si associano a decisioni di spesa e di indebitamento su un orizzonte di lungo periodo, che necessitano di una visione, da parte delle famiglie, sugli andamenti economici futuri.

**Per valutare formalmente la relazione tra la percezione delle famiglie in merito all'appetibilità degli investimenti in edilizia residenziale e le loro aspettative,**

<sup>5</sup> Nell'indagine CES, la domanda sull'adeguatezza della liquidità chiede alle famiglie di indicare se dispongono di risorse finanziarie sufficienti a sostenere una spesa inattesa di importo pari a una mensilità del reddito familiare. Nella domanda sull'accesso al credito si chiede se sia più facile o più difficile per le famiglie ottenere un credito o un prestito oggi rispetto a 12 mesi fa e l'accesso al credito è misurato su una scala di cinque gradi che va da "molto più difficile" a "molto più facile". L'indagine CES chiede inoltre agli intervistati di indicare se la loro situazione finanziaria sia molto peggiore, lievemente peggiore, pressoché invariata, lievemente migliore o molto migliore rispetto a 12 mesi prima.

<sup>6</sup> Le differenze nei punteggi medi per gruppi di età, genere, abitazioni occupate dai proprietari, sottoscrizione di mutui, reddito, disoccupazione, situazione finanziaria, liquidità e accesso al credito sono statisticamente diverse da zero al livello di significatività dell'1 per cento.

<sup>7</sup> Per una rassegna della letteratura recente sulle determinanti delle aspettative basate sulle indagini nel mercato dell'edilizia residenziale, cfr. Kuchler, T., Piazzesi, M. e Stroebel, J., "Housing market expectations", *NBER Working Paper*, n. 29909, National Bureau of Economic Research, aprile 2022.

**utilizziamo un modello di regressione lineare di probabilità che tiene conto di diversi fattori.** Il modello include varie aspettative che incidono sull'appetibilità degli investimenti in edilizia residenziale. Si considerano le aspettative delle famiglie sulla crescita del reddito personale, sull'inflazione, sulla crescita economica, sull'aumento dei prezzi delle abitazioni e sui tassi dei mutui ipotecari per i successivi dodici mesi e si tiene conto di caratteristiche delle famiglie quali il reddito, l'assetto lavorativo, la situazione finanziaria, la disponibilità di liquidità, l'accesso al credito e gli effetti a livello individuale, gli effetti onda e/o quelli fissi per paese<sup>8</sup>.

**Il modello evidenzia che aspettative più elevate in merito alla crescita economica, del reddito personale e dei prezzi delle abitazioni si associano a più elevate percezioni sull'appetibilità degli investimenti in edilizia residenziale** (cfr. il grafico C). Per contro, aspettative di inflazione e di tassi sui mutui ipotecari più alti correlano con la percezione di una minore appetibilità degli investimenti in immobili residenziali. Ciò potrebbe essere spiegato dagli effetti negativi sul reddito reale prodotti dall'inflazione più elevata e dagli effetti sui flussi di cassa prodotti dai maggiori costi per il servizio del debito, entrambi elementi che incidono sulla domanda di immobili residenziali<sup>9</sup>. Quanto alle variabili di controllo, la disponibilità di liquidità e la situazione finanziaria sono statisticamente significative: un'abbondante liquidità si correla positivamente con la percezione delle famiglie rispetto all'investimento in immobili residenziali, mentre una situazione finanziaria difficile è correlata negativamente.

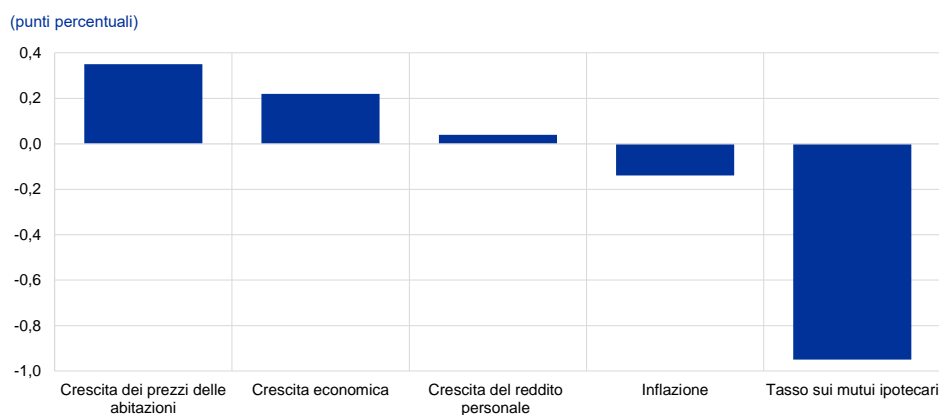
---

<sup>8</sup> La scelta delle variabili specifiche per le aspettative delle famiglie è motivata da studi macroeconomici che modellizzano la domanda di immobili residenziali, come quello di Kohlscheen, E., Mehrotra, A. e Mihaljek, D., "Residential Investment and Economic Activity: Evidence from the Past Five Decades", *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n. 6, dicembre 2020.

<sup>9</sup> Nel complesso, questi risultati corrispondono sostanzialmente a quelli riportati nello studio di Qian (2023) per gli Stati Uniti. In particolare, i risultati circa le aspettative di inflazione sono in linea con l'interpretazione dell'inflazione dal lato dell'offerta evidenziata in Candia et al. (2020) e supportano i rilievi riportati nello studio di Bachmann et al. (2015) per gli Stati Uniti. Tuttavia essi contraddicono le conclusioni di Duca et al. (2018) per l'area dell'euro, secondo cui una più ampia variazione attesa dell'inflazione si associa a una maggiore probabilità che le famiglie effettuino acquisti rilevanti. Inoltre, i risultati riportati nel presente riquadro evidenziano anche il ruolo marginale dell'investimento in immobili residenziali come protezione contro l'inflazione, contrariamente a quanto riscontrato da Malmendier e Steiny Wellsjo (2023), che si concentrano sull'inflazione effettiva di lungo periodo piuttosto che sulle aspettative di inflazione a breve termine. Cfr. Qian, W., "House price expectations and household consumption", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 151, 104652, giugno 2023; Candia, B., Coibion, O. e Gorodnichenko, Y., "Communication and the Beliefs of Economic Agents", *NBER Working Paper*, n. 27800, National Bureau of Economic Research, settembre 2020; Bachmann, R., Berg, T.O. e Sims, E.R., "Inflation expectations and Readiness to Spend: Cross-sectional evidence", *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n. 1: pagg. 1-35; Duca, I.A., Kenny G. e Reuter, A., "Inflation expectations, consumption and the lower bound: micro evidence from a large euro area survey", *Working Paper Series*, n. 2196, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2018; Malmendier, U., e Steiny Wellsjo, A., "Rent or Buy? Inflation Experiences and Homeownership within and across Countries", *Journal of Finance*, di prossima pubblicazione, 2023.

## Grafico C

### Coefficienti di regressione stimati



Fonti: indagine CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti stimati per le aspettative delle famiglie ricavati da un modello di regressione lineare di probabilità in cui la percezione individuale di una famiglia circa l'appetibilità degli investimenti in immobili residenziali viene sottoposta a regressione in base alle aspettative di tale famiglia sulla crescita del reddito personale, sull'inflazione, sulla crescita economica, sui prezzi delle abitazioni e sui tassi dei mutui ipotecari per i successivi 12 mesi. Il modello tiene anche conto del reddito delle famiglie, dell'assetto lavorativo, della situazione finanziaria, della liquidità, dell'accesso al credito e degli effetti a livello individuale, gli effetti onda e/o quelli fissi per paese. Un coefficiente pari a 1 indica che, per un aumento delle aspettative delle famiglie pari a 1 punto percentuale la probabilità che gli intervistati considerino gli immobili residenziali un buon investimento aumenta di 1 punto percentuale. Tutti i coefficienti stimati sono statisticamente diversi da zero al livello dell'1 per cento. Il campione copre il periodo da aprile 2020 a maggio 2023.

**Le aspettative delle famiglie di tassi sui mutui ipotecari più elevati, di inflazione più alta e di crescita economica più contenuta hanno gravato in misura significativa sulla loro percezione di appetibilità degli investimenti in immobili residenziali a partire dalla metà del 2021 (cfr. il grafico D).** Utilizzando i parametri stimati dal modello per le aspettative delle famiglie circa la crescita del reddito personale, l'inflazione, la crescita economica, l'aumento dei prezzi delle abitazioni e i tassi di interesse sui mutui ipotecari, nonché le aspettative medie delle famiglie rilevate nell'indagine CES in ciascun periodo, è possibile ricavare un indicatore delle aspettative delle famiglie riguardo all'appetibilità dell'investimento in immobili residenziali<sup>10</sup>. Tale indicatore ha evidenziato un brusco calo nel 2022, per poi stabilizzarsi dalla fine dell'anno, sostanzialmente in linea con la quota effettiva delle famiglie che considerano gli immobili residenziali un buon investimento. Il calo di questo indicatore basato sulle aspettative ha riflesso principalmente le aspettative di aumento dei tassi di interesse applicati ai mutui ipotecari, esacerbate da più elevate aspettative di inflazione a breve termine all'inizio del 2022 nonché da inferiori attese di crescita economica e di aumento dei prezzi delle abitazioni a fine 2022. L'effetto frenante delle aspettative sui tassi di interesse applicati ai mutui ipotecari si è intensificato all'inizio del 2023, insieme al deterioramento delle aspettative sulla crescita dei prezzi delle abitazioni, mentre le aspettative di inflazione si sono ridotte esercitando un minore impatto restrittivo<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> L'indicatore basato sulle aspettative misura le variazioni della probabilità che le famiglie considerino gli immobili residenziali un buon investimento, ipotizzando l'assenza di variazioni nelle loro caratteristiche demografiche ed economiche. Esso spiega circa l'80 per cento della volatilità nel tempo delle percezioni delle famiglie rispetto agli investimenti in immobili residenziali, come mostrato nel grafico A.

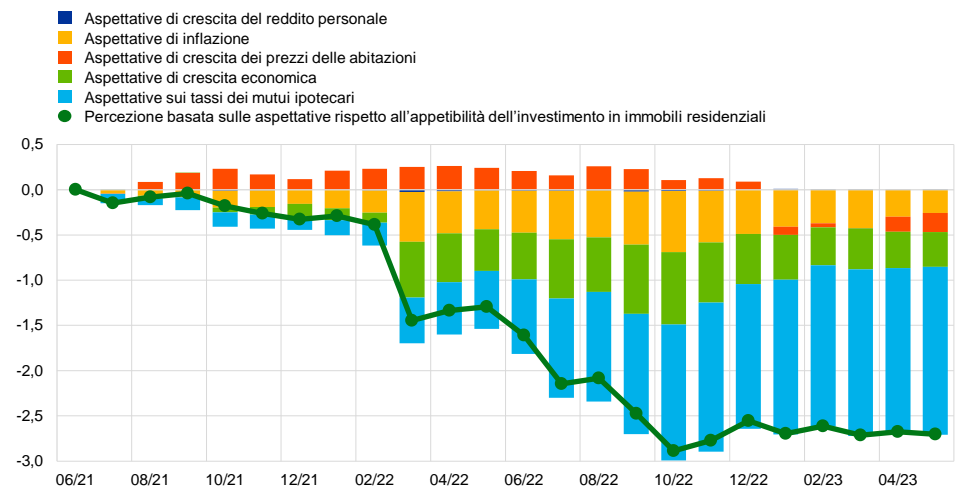
<sup>11</sup> Nonostante la loro significatività statistica, le aspettative di crescita del reddito personale non sembrano aver determinato in misura quantitativamente rilevante il recente peggioramento dei valori segnalati dall'indicatore basato sulle aspettative in merito all'appetibilità degli investimenti negli immobili residenziali, in quanto le oscillazioni di questa variabile a partire da giugno 2021 sono state relativamente contenute.

Nel complesso, le aspettative di più elevati tassi sui mutui ipotecari hanno indotto le famiglie a considerare gli investimenti in edilizia residenziale significativamente meno appetibili, riflettendo l'impatto di una politica monetaria e, in genere, di condizioni di finanziamento più restrittive<sup>12</sup>.

### Grafico D

#### Indicatore basato sulle aspettative della percezione delle famiglie riguardo alle abitazioni come investimento

(variazioni in punti percentuali della probabilità per le famiglie di considerare gli immobili residenziali un buon investimento a partire da giugno 2021)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico riporta la variazione, da giugno 2021, dell'indicatore basato sulle aspettative della percezione delle famiglie riguardo all'appetibilità degli investimenti in immobili residenziali. Combina i coefficienti stimati da un modello di regressione lineare di probabilità riportati nel grafico C con la media delle aspettative delle famiglie rispetto alla crescita del reddito personale, all'inflazione, alla crescita economica, all'aumento dei prezzi delle abitazioni e ai tassi sui mutui ipotecari, come rilevato dall'indagine CES in momenti specifici.

<sup>12</sup> Per una discussione sugli immobili residenziali quale componente della trasmissione della politica monetaria all'economia, cfr. il riquadro 7 *Il ruolo della ricchezza immobiliare nella trasmissione della politica monetaria* in questo numero del Bollettino.



## Le aspettative dei consumatori sui tassi di interesse nel ciclo di inasprimento della politica monetaria

a cura di Evangelos Charalampakis e Virginia Di Nino

### **Le aspettative dei consumatori possono contribuire a formulare valutazioni tempestive sulla trasmissione della politica monetaria all'attività economica.**

Utilizzando i dati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE, il presente riquadro documenta: a) la misura in cui le attese dei consumatori relative ai tassi di interesse sui mutui e sui depositi bancari si sono adeguate all'orientamento più restrittivo della politica monetaria; b) la percezione dell'inasprimento monetario da parte dei diversi gruppi di famiglie e c) in che misura tali variazioni hanno influenzato le aspettative delle famiglie circa la loro spesa futura<sup>1</sup>. Si tratta di elementi importanti nel processo continuo di valutazione delle modalità con cui l'orientamento più restrittivo della politica monetaria si trasmette alla spesa delle famiglie.

### **Le aspettative dei consumatori sui tassi di interesse, in linea con l'andamento effettivo di questi ultimi, hanno registrato un aumento.**

Le aspettative relative ai tassi di interesse applicati ai mutui ipotecari e ai conti di risparmio su un periodo di 12 mesi sono salite rispettivamente di quasi 2,0 e 1,5 punti percentuali dall'inizio del 2022 (cfr. il pannello a) del grafico A). La percentuale di intervistati che prevedono maggiori difficoltà nell'ottenere credito (di qualsiasi tipo) è aumentata costantemente dall'inizio del 2022 fino a ottobre dello stesso anno e da allora ha oscillato intorno al 30 per cento.

---

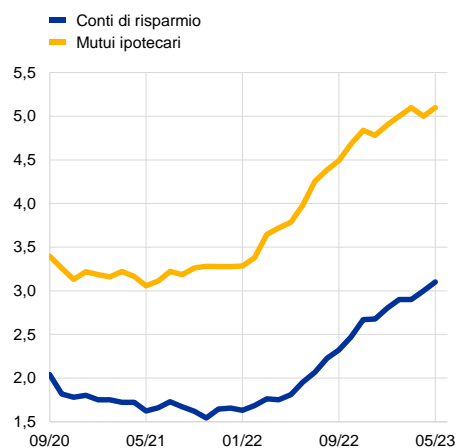
<sup>1</sup> L'indagine CES è condotta mensilmente presso un gruppo di circa 14.000 partecipanti, intervistati a rotazione, provenienti dai sei maggiori paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi).

## Grafico A

### Aspettative delle famiglie sui tassi di interesse e l'accesso al credito

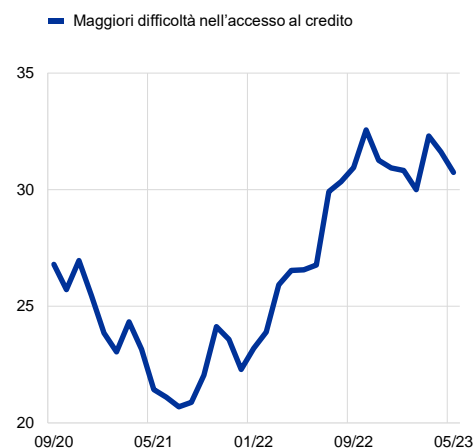
a) Tasso di interesse atteso su un orizzonte di 12 mesi

(in percentuale)



b) Quota di intervistati che si attende maggiori difficoltà nell'accesso al credito

(in percentuale)



Fonte: indagine CES.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023.

**Da giugno 2022 una quota crescente di intervistati, in particolare tra i titolari di un mutuo ipotecario a tasso variabile, si è espressa a favore di tassi di interesse più bassi.** A giugno 2022 la percentuale di intervistati che indicava tassi di interesse più bassi come ottimali per l'economia del proprio paese aveva già superato la quota di coloro che si dichiaravano favorevoli a tassi più elevati (cfr. il pannello a) del grafico B)<sup>2</sup>. Analogamente, nell'autunno del 2022 la quota di consumatori secondo i quali tassi di interesse più bassi sarebbero stati ottimali per la propria famiglia era superiore a quella che dichiarava di preferire tassi più elevati. La crescente preferenza per tassi di interesse più bassi è evidente soprattutto tra le famiglie con un mutuo ipotecario a tasso variabile, le quali presumibilmente risentono in modo più diretto dell'aumento dei tassi. Per contro, le famiglie titolari di un mutuo ipotecario a tasso fisso, non esposte, o quanto meno non in maniera così immediata, a tassi di interesse più elevati, hanno modificato in misura molto inferiore il loro atteggiamento nei confronti dei tassi di interesse.

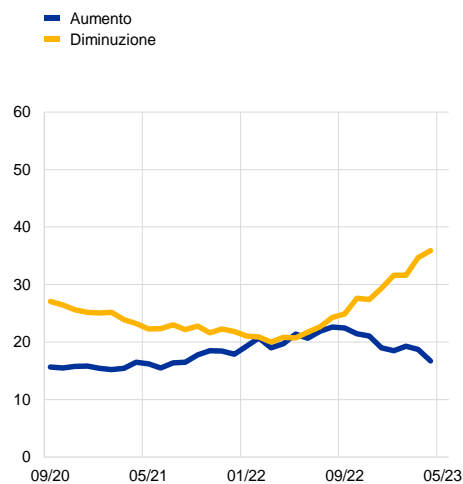
<sup>2</sup> Nell'indagine CES si chiede ai partecipanti di dichiarare le proprie preferenze qualitative circa il tasso di interesse che essi ritengono sia migliore per l'economia del paese in cui vivono e, analogamente, anche per la propria famiglia. Agli intervistati viene chiesto di indicare se abbiano una preferenza circa l'aumento, la diminuzione o la stabilità dei tassi di interesse, oppure se siano indifferenti rispetto a qualsiasi variazione di questi ultimi.

## Grafico B

### Preferenze delle famiglie sulle variazioni dei tassi di interesse

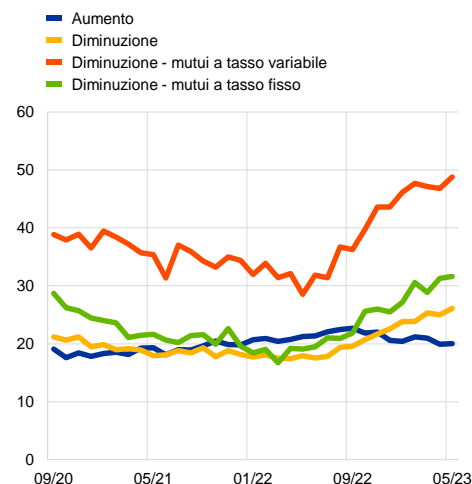
a) Quota di intervistati favorevole a un aumento/diminuzione dei tassi di interesse per l'economia del proprio paese

(in percentuale)



b) Quota di intervistati favorevole a un aumento/diminuzione dei tassi di interesse per la propria famiglia

(in percentuale)



Fonte: indagine CES.

Note: il pannello b) mostra i risultati relativi a tutte le famiglie partecipanti all'indagine nonché a quelle titolari di mutui ipotecari a tasso variabile e mutui ipotecari a tasso fisso. Per ulteriori dettagli cfr. anche la nota 3 a piè di pagina. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2023.

### Vi è una notevole divergenza tra gli intervistati con differenti tipi di mutuo ipotecario in termini di aspettative sulla situazione finanziaria del proprio nucleo familiare.

La quota di famiglie titolari di un mutuo a tasso variabile che hanno segnalato di attendersi difficoltà nel far fronte ai pagamenti del mutuo nel trimestre successivo è aumentata considerevolmente, soprattutto nella prima metà del 2023. Per contro, le aspettative circa le difficoltà nel far fronte ai pagamenti futuri sono rimaste sostanzialmente stabili tra le famiglie con un mutuo ipotecario a tasso fisso<sup>3</sup>. In linea con tale divergenza, nei primi due trimestri del 2023 la quota di famiglie titolari di un mutuo a tasso variabile che intendono richiedere il rifinanziamento ipotecario nell'anno successivo è aumentata (cfr. il grafico C), mentre nello stesso periodo è costantemente diminuita l'omologa quota di famiglie con un mutuo a tasso fisso.

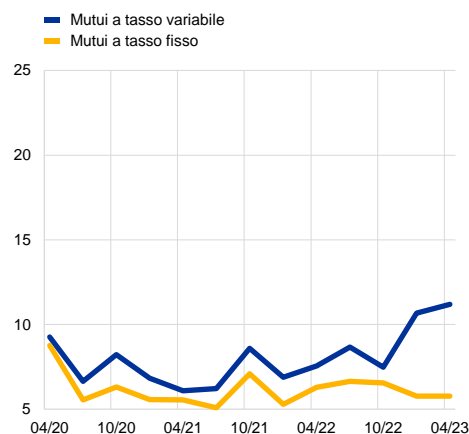
<sup>3</sup> In base alle osservazioni disponibili per il nostro modello di regressione, il 12,6 per cento delle famiglie ha contratto un mutuo ipotecario a tasso fisso e il 7,3 per cento un mutuo a tasso variabile. La quota degli intervistati che sono proprietari a pieno titolo dell'abitazione in cui vivono e quella di chi ne è locatario sono rispettivamente il 43 e il 37,1 per cento.

## Grafico C

### Onere dei più elevati tassi di interesse, per tipologia di mutuo

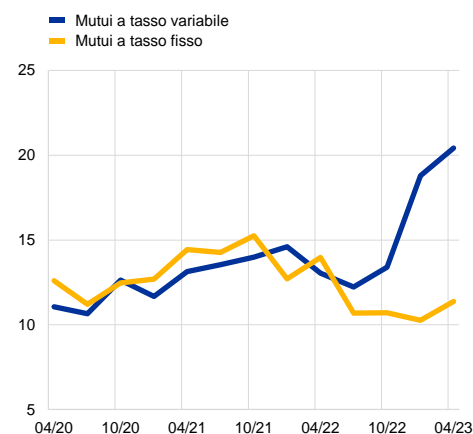
a) Quote di debitori ipotecari che prevedono ritardi nei pagamenti del mutuo

(in percentuale)



b) Quote di debitori ipotecari che intendono rifinanziare il contratto di mutuo nel corso dell'anno successivo

(in percentuale)



Fonte: indagine CES.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

### Le aspettative di spesa delle famiglie con un mutuo ipotecario a tasso variabile sono più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse attesi.

In media, gli intervistati tendono a ridurre le proprie aspettative circa l'incremento della spesa in termini reali quando innalzano le proprie attese riguardo ai futuri tassi sui mutui ipotecari (con una crescita attesa della spesa in calo di -0,05 punti percentuali in risposta a un aumento di 1,0 punto percentuale delle aspettative riguardo ai tassi sui mutui ipotecari). Se si opera una distinzione tra i locatari, i proprietari di abitazioni senza mutuo, quelli con mutuo a tasso fisso e quelli con mutuo a tasso variabile, l'analisi empirica mostra che le famiglie di quest'ultimo gruppo prevedono di ridurre la crescita dei propri consumi di tre volte rispetto alla famiglia media della popolazione, in linea con la maggiore esposizione ai tassi di interesse di tali famiglie. All'altro estremo, la crescita attesa dei consumi delle famiglie titolari di un mutuo ipotecario a tasso fisso non sembra risentire di un aumento delle aspettative sui tassi di interesse (cfr. il grafico D)<sup>4</sup>. Nel complesso, i risultati dell'indagine CES indicano che nell'ultimo anno i consumatori hanno progressivamente incorporato l'impatto dei tassi di interesse più elevati nelle loro decisioni di spesa, il che riflette la trasmissione in atto dell'orientamento più restrittivo della politica monetaria all'attività economica<sup>5</sup>.

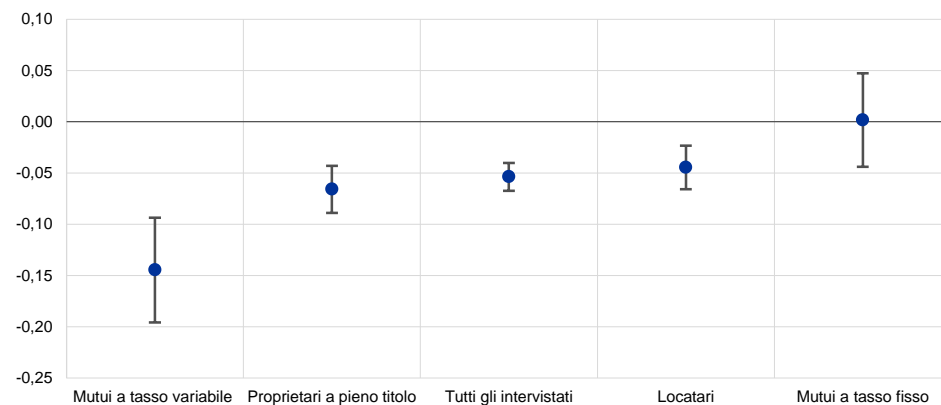
<sup>4</sup> A parità di altre condizioni, i proprietari di abitazioni con un mutuo ipotecario a tasso fisso sono meno esposti al rischio di tasso di interesse rispetto ai proprietari a pieno titolo, in quanto a una loro attività a lungo termine (l'abitazione) corrisponde una passività a lungo termine (il mutuo ipotecario). Cfr., ad esempio, Auclert, A. (2019), "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, vol. 109(6), pagg. 2333-2367.

<sup>5</sup> Per un'analisi più approfondita del ruolo particolare svolto dalle famiglie con mutui ipotecari nella trasmissione della politica monetaria ai consumi aggregati, cfr. il riquadro 7 *Il ruolo della ricchezza immobiliare nella trasmissione della politica monetaria* in questo numero del Bollettino.

## Grafico D

### Impatto delle aspettative riguardo ai tassi dei mutui ipotecari sui consumi attesi

(in punti percentuali)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni della BCE.

Note: i punti mostrano la sensibilità delle aspettative sui consumi a una variazione attesa dei tassi di interesse sui mutui ipotecari per tipologia di famiglia. Tali parametri sono stimati in una regressione panel della variazione mensile delle aspettative sulla crescita dei consumi reali delle famiglie su un orizzonte di un anno (crescita nominale dei consumi meno tasso di inflazione atteso su un orizzonte di 12 mesi) rispetto alla variazione delle aspettative riguardo ai tassi di interesse sui mutui ipotecari che tiene conto anche della crescita attesa del reddito nominale a un anno e dell'eterogeneità non osservata tra le famiglie. Gli intervalli di confidenza del 95 per cento dei parametri stimati sono evidenziati dalle linee verticali (baffi). Il periodo di stima è compreso tra aprile 2020 e maggio 2023.

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

a cura di Catherine Elding, Johannes Gareis, Friderike Kuik e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 73 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 26 giugno e il 5 luglio 2023<sup>1</sup>.

**Le società contattate hanno continuato a descrivere una situazione coerente con una generalizzata e sostanziale stagnazione dell'attività, benché con differenze rilevanti sia tra i vari settori, sia all'interno degli stessi comparti.**

Da questo punto di vista non ci sono state variazioni di rilievo dagli inizi di quest'anno. I referenti hanno continuato per lo più ad assistere a un aumento o a una diminuzione dell'attività in base a come gli effetti di propagazione degli shock passati (la pandemia di COVID-19 e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia) e i cambiamenti strutturali in corso (digitalizzazione e decarbonizzazione) hanno influenzato la domanda e l'offerta del loro settore.

**Nel settore dell'industria si è osservata particolare debolezza nel comparto delle costruzioni e dei beni intermedi, a fronte di andamenti meno univoci per quanto riguarda i beni di consumo e di investimento.** È stata segnalata una diminuzione degli ordini e della produzione in gran parte del settore dei beni intermedi (prodotti chimici, acciaio, carta/imballaggi e componenti elettronici), a causa sia della domanda finale contenuta, sia del proseguire della riduzione delle scorte da parte dei clienti, nonché, in alcuni casi, dell'aumento della concorrenza nelle importazioni. La domanda per la costruzione di nuovi immobili residenziali e commerciali ha subito la contrazione più pronunciata, seguita dalla domanda di macchinari e attrezzature industriali. Per contro, gli investimenti in infrastrutture, e in generale tutti gli investimenti legati alla decarbonizzazione, hanno mostrato capacità di tenuta. Molti produttori di beni di investimento avevano ancora lunghe liste di ordinativi da smaltire, circostanza che ha sostenuto la produzione nonostante la debolezza della domanda. La produzione automobilistica ha continuato a risollevarsi dato l'attenuarsi dei vincoli dal lato dell'offerta, sebbene siano stati segnalati colli di bottiglia nella logistica che hanno ostacolato la consegna di nuovi veicoli ai punti vendita; la domanda di veicoli a combustione interna è stata più robusta di quella di veicoli elettrici. Nel settore dei beni di consumo il principale punto di debolezza è stato il perdurare del calo della domanda di elettrodomestici e di elettronica di consumo, riflettendo il riorientamento della spesa dai beni verso i servizi, nonché la contrazione generalizzata dei redditi delle famiglie (con l'aumento della spesa nominale per beni alimentari ed energetici a scapito della spesa per beni di consumo durevoli).

---

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

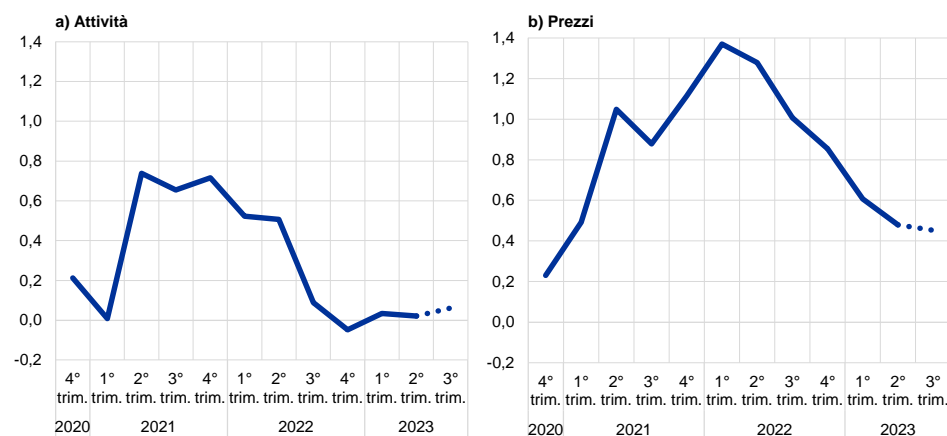
**Il prodotto nel settore dei servizi è stato sostenuto dalla forte domanda di viaggi e attività legate al tempo libero, dalla tenuta nel commercio al dettaglio e dalla crescita dei servizi digitali, mentre l'attività relativa a molti altri servizi è rimasta stabile o si è ridotta.** I referenti che operano nel settore dei viaggi e in quello ricettivo hanno segnalato una crescita molto marcata dell'attività. Nel secondo trimestre il trasporto aereo passeggeri e le prenotazioni nel settore alberghiero erano tornati sui livelli precedenti la pandemia, o in alcuni casi li avevano perfino superati, e le prenotazioni per l'estate hanno registrato il tutto esaurito o livelli comunque molto alti di occupazione, nonostante i prezzi elevati. Alcuni operatori al dettaglio hanno manifestato sorpresa per la capacità di tenuta mostrata dalla spesa per consumi. Sebbene sia stato segnalato che molti clienti hanno optato per alternative più economiche nei loro acquisti, soprattutto di cibo e prodotti di consumo giornaliero, i commercianti di abbigliamento al dettaglio hanno riferito volumi delle vendite per lo più in aumento o quanto meno stabili. Particolarmente pronunciata è stata la crescita delle vendite di marchi di abbigliamento costosi e articoli di lusso, quali cosmetici e gioielleria, in quanto i clienti a più alto reddito hanno mantenuto le proprie abitudini di spesa. Tali segmenti del settore al dettaglio hanno tratto beneficio anche dalla ripresa del turismo. I servizi digitali sono cresciuti grazie a una combinazione di fattori strutturali e ciclici, tra cui lo sviluppo di centri di elaborazione dati e cloud computing (connesso all'intelligenza artificiale) e la ripresa dei servizi di roaming (collegata al turismo). Per contro, la domanda di servizi di trasporto (spedizione e trasporto di beni) e di logistica (magazzinaggio) ha continuato a contrarsi. Le società contattate che si occupano di servizi relativi a occupazione, sicurezza, pubblicità e viaggi di affari hanno segnalato andamenti sostanzialmente stabili, malgrado il livello ancora molto contenuto degli spostamenti per ragioni lavorative.

**Le aspettative per il terzo trimestre indicano un probabile mantenimento delle tendenze correnti dell'attività, con un leggero orientamento al ribasso del quadro dei rischi su un orizzonte temporale ad alcuni trimestri.** Nel settore manifatturiero alcuni referenti hanno dichiarato di attendersi una ripresa degli ordini nel prosieguo dell'anno, con l'inversione del ciclo delle scorte, mentre altri hanno riferito di prevedere un calo della produzione in mancanza di una ripresa degli ordini. Sono stati manifestati timori circa la ripresa, inferiore alle aspettative, dell'economia cinese e le relative implicazioni per la concorrenza, sia dal lato delle esportazioni sia delle importazioni. I vincoli di capacità limiterebbero il potenziale per un'ulteriore crescita dei servizi turistici durante l'estate e sono stati espressi dubbi sulla sostenibilità degli attuali livelli di spesa per consumi. In tale contesto, molti referenti hanno mostrato di paventare un rischio molto elevato di recessione, sebbene di lieve entità, nella parte finale del 2023 o nel 2024. Al tempo stesso, segnali più chiari di un'inflazione sotto controllo e, di conseguenza, del percorso previsto per i tassi di interesse, contribuirebbero a ridurre l'incertezza e ad accrescere la fiducia delle imprese.

## Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

### **Gli andamenti e le prospettive a breve termine per l'occupazione hanno rispecchiato in larga misura gli andamenti e le prospettive dell'attività, mostrandosi quindi piuttosto eterogenei, ma nel complesso stabili.**

Le segnalazioni dei referenti su livelli di occupazione in aumento, in diminuzione o stabili sono state sostanzialmente in egual numero, con poche variazioni rispetto al trimestre precedente. Le aziende che intendevano ridurre il numero degli addetti hanno avuto la possibilità di farlo attraverso il normale ricambio generazionale nella forza lavoro, sebbene un esiguo numero abbia dichiarato di prevedere licenziamenti nel prosieguo dell'anno. Le relazioni delle agenzie per l'impiego sono state piuttosto variegata e hanno incluso un'apparente transizione dalle assunzioni a tempo indeterminato verso quelle a tempo determinato, circostanza interpretata come un riflesso dell'elevato livello di incertezza presso le imprese. Molte aziende interpellate hanno continuato a riscontrare difficoltà nell'assumere personale per via della carenza di varie qualifiche richieste, ma vi sono stati anche alcuni segnali di un eccesso di offerta crescente in alcune parti del mercato del lavoro. Alla domanda se avessero osservato riduzioni dell'orario di lavoro, è emerso che tali riduzioni sono state ampiamente interpretate come parte di un riorientamento strutturale di più lungo termine a favore di un maggiore equilibrio tra vita professionale e vita privata e di condizioni di lavoro flessibili, soprattutto tra i giovani.

**Nel complesso, gli aumenti dei prezzi di vendita hanno subito un ulteriore rallentamento nel secondo trimestre.** Il quadro aggregato cela tuttavia notevoli distinzioni. Il rallentamento della crescita dei prezzi osservato negli ultimi trimestri ha riflesso in gran parte l'effetto dei passati aumenti dei costi delle materie prime e i successivi cali lungo la catena del valore, mentre attualmente i prezzi degli input risentono in misura crescente dei salari più elevati che i fornitori si trovano ad affrontare. Nel complesso, ciò ha dato luogo a costi degli input diversi dal lavoro piuttosto stabili (con i prezzi degli input che tendono a diminuire ai primi stadi della



catena del valore ma continuano a salire nelle fasi successive). Insieme al recente allentamento delle pressioni sui costi degli input diversi dal lavoro, il calo della domanda ha reso più difficile aumentare i prezzi per i produttori e i venditori al dettaglio di beni di consumo. In molti hanno dichiarato di aver ancora aumentato i prezzi, esprimendo l'intenzione di continuare a farlo, ma di aver dovuto essere più cauti e selettivi durante tale processo, mentre altri hanno previsto una sostanziale stabilità dei prezzi in futuro. La crescita dei prezzi nel settore dei servizi è stata generalmente superiore a quella del settore manifatturiero, data la frazione più elevata dei costi salariali rispetto al totale dei costi. Inoltre, l'eccezionale crescita dei prezzi nei settori turistico e ricettivo, trainata dalla forte ripresa della domanda dopo la pandemia, non ha mostrato segni di rallentamento. Nel complesso, i referenti hanno pertanto segnalato di attendersi un tasso di crescita dei prezzi lievemente inferiore nel terzo trimestre, in confronto al secondo. Si sono inoltre registrati segnali di ulteriore moderazione nel prosieguo dell'anno o nel 2024, con un numero crescente di referenti che prevedono una stabilizzazione o una diminuzione dei prezzi nei propri settori di appartenenza.

**Le aspettative salariali indicano una lieve moderazione della crescita salariale per il prossimo anno.** Prendendo una media semplice tra i valori medi delle indicazioni quantitative raccolte, emerge che le società interpellate si aspettano una crescita salariale in diminuzione, dal 5,5 per cento circa nell'anno in corso al 4,7 nel 2024. Circa la metà dei referenti ha previsto per il 2024 una crescita salariale simile a quella del 2023, mentre quattro su dieci hanno dichiarato di attendersi aumenti salariali più contenuti l'anno prossimo.

## Colmare la carenza di dati sul clima: indicatori relativi ai cambiamenti climatici

a cura di Andrew Kanutin

**A gennaio 2023 la BCE ha pubblicato per la prima volta sul proprio sito Internet una serie di indicatori statistici relativi al clima che coprono la finanza sostenibile, le emissioni di anidride carbonica e i rischi fisici.** Tali indicatori legati al clima, ancora in fasi di sviluppo diverse, mirano a far luce sui rischi connessi ai cambiamenti climatici cui è esposto il settore finanziario dell'area dell'euro e a sostenere i responsabili delle politiche e gli investitori nello sviluppo di strategie efficaci per affrontare queste sfide. I cambiamenti climatici hanno anche potenziali implicazioni per le banche centrali in merito al loro mandato sulla stabilità dei prezzi, ai loro obiettivi di stabilità finanziaria e, in molti casi, alla vigilanza prudenziale sulle banche. Il presente riquadro fornisce una breve rassegna degli indicatori legati al clima, comprese le motivazioni alla base degli stessi e i motivi di cautela che li caratterizzano.

**La BCE è fermamente impegnata, nell'ambito del suo mandato, a fornire il proprio contributo nell'affrontare i cambiamenti climatici.** A luglio 2021 il Consiglio direttivo ha definito un piano d'azione per integrare le considerazioni relative ai cambiamenti climatici nel proprio quadro di riferimento per le politiche economiche<sup>1</sup>. I crescenti rischi associati ai cambiamenti climatici hanno evidenziato l'importanza di comprendere meglio l'esposizione delle istituzioni finanziarie agli andamenti legati a questi cambiamenti, nonché il loro ruolo nel distribuire fondi all'economia per meglio adattarsi a tali rischi. Nell'ambito del piano d'azione sono stati elaborati indicatori relativi ai cambiamenti climatici, intesi a sostenere l'analisi delle questioni a essi relativi nel settore finanziario. Un'area di interesse è l'impronta ecologica dei portafogli finanziari delle istituzioni finanziarie: monitorando le emissioni di gas responsabili dell'effetto serra delle attività economiche, finanziate direttamente o indirettamente dalle istituzioni finanziarie, è possibile valutare i progressi compiuti da queste ultime nella riduzione dell'impronta ecologica dei portafogli e nel loro ruolo all'interno della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica. Inoltre, con l'evoluzione dell'agenda europea sulle questioni climatiche e l'aumento della regolamentazione e delle restrizioni imposte ai soggetti maggiormente responsabili dell'inquinamento, alcuni settori e attività potrebbero diventare obsoleti o subire una significativa svalutazione, trasformandosi in cosiddette "attività immobilizzate". È importante valutare i rischi fisici per le attività, comprese quelle utilizzate per la produzione, gli alloggi o come garanzia a fronte dei prestiti, in quanto tali rischi possono incidere sulla stabilità del sistema finanziario e dell'economia nel suo complesso. Gli indicatori per gli strumenti di finanza sostenibile facilitano il tracciamento dei dati

<sup>1</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria](#) dell'8 luglio 2021.

sulle informazioni aggregate degli emittenti e dei detentori di titoli di debito verdi e di altri titoli di debito sostenibili, in tal modo aumentando la trasparenza del mercato.

**Gli indicatori sono stati sviluppati dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC).** Le fonti dei dati per le elaborazioni sono di norma prodotte da varie organizzazioni internazionali e utilizzano fonti dati del SEBC di tipo microeconomico quali il registro anagrafico delle istituzioni e delle entità affiliate (Register of Institutions and Affiliates Data, RIAD), le serie di dati AnaCredit, l'archivio centralizzato sui titoli (Centralised Securities Database, CSDB) e le statistiche sulle disponibilità in titoli per settore (Securities Holdings Statistics by Sector, SHSS). Sul sito Internet della BCE è stato pubblicato un manuale metodologico che fornisce tutti i dettagli sul calcolo di tali indicatori, ma è importante sottolineare che permangono motivi di cautela associati alle statistiche<sup>2</sup>. Tuttavia si prevede che molte di queste limitazioni saranno affrontate man mano che i dati si consolideranno.

**La serie di dati sulla finanza sostenibile offre una panoramica delle emissioni e delle consistenze di titoli di debito sostenibili nell'area dell'euro.** Gli indicatori forniscono informazioni sui proventi raccolti per finanziare progetti sostenibili e, in tal modo, sui progressi compiuti nella transizione verso un'economia a zero emissioni nette<sup>3</sup>. Nel contesto della finanza sostenibile, le definizioni di investimento "verde" o "sostenibile" possono variare tra operatori di mercato, in quanto attualmente non esistono standard universalmente accettati, anche se alcuni standard internazionali sono ampiamente utilizzati, come quelli dell'International Capital Markets Association o della Climate Bonds Initiative. La mancanza di definizioni armonizzate di alcuni concetti, accettate a livello internazionale, può portare a limitazioni nell'utilizzo dei dati raccolti, che sono stati pertanto classificati come sperimentali dalla BCE.

**Le emissioni di titoli di debito sostenibili, che possono essere suddivise in quattro classificazioni di sostenibilità (sostenibilità, legato alla sostenibilità, verde e sociale), sono state significative negli ultimi due anni (cfr. il grafico A), e le consistenze in essere totali sono più che raddoppiate, seppur partendo da una base bassa.** Tale incremento è riconducibile all'emissione di titoli di debito sostenibili nelle classificazioni verde e sociale (cfr. il grafico B), che rappresentano la maggior parte del mercato dei titoli di debito sostenibili. Resta tuttavia un mercato nascente, che attualmente rappresenta circa il 5 per cento del mercato totale dei titoli di debito dell'area dell'euro. Le amministrazioni pubbliche e le istituzioni finanziarie monetarie sono i principali settori che emettono titoli di debito verdi nell'area dell'euro e detengono quote di mercato del tutto comparabili. I fondi di investimento sono i principali investitori in titoli di debito verdi, seguiti dalle banche centrali nazionali dell'area. I dati mostrano che Francia e Germania sono i principali

<sup>2</sup> Cfr. *Towards climate-related statistical indicators*, Comitato per le statistiche del SEBC, BCE, gennaio 2023.

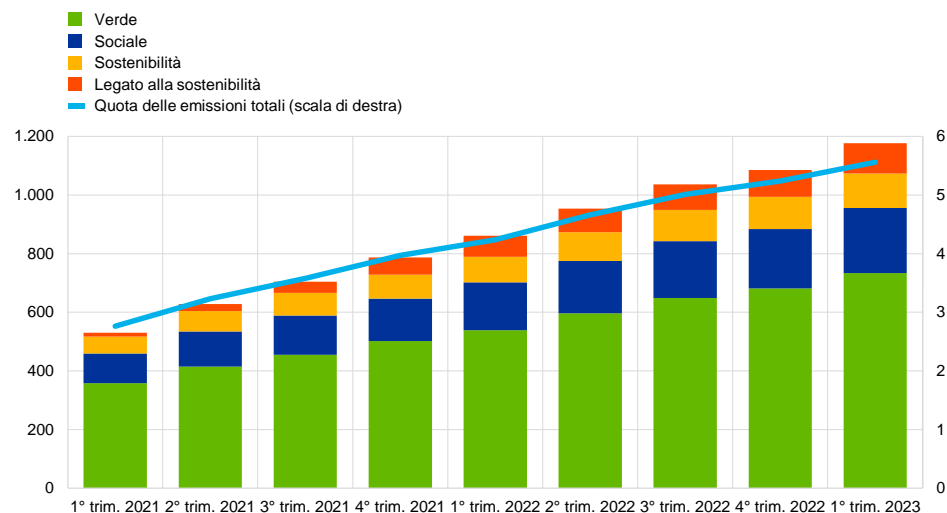
<sup>3</sup> I rischi di transizione sono associati alla transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica e possono derivare dalla graduale introduzione di imposte sulle emissioni di quest'ultima, dalla fissazione del prezzo dei diritti di emissione, dall'evoluzione dei comportamenti e dei modelli di consumo e dalle normative ambientali. I rischi fisici tendono a essere sia acuti sia cronici.

emittenti e detentori di titoli di debito verdi nell'area dell'euro, mentre alcuni paesi dell'area hanno solo mosso i primi passi o non sono ancora entrati in tale mercato.

### Grafico A

#### Emissioni di titoli di debito sostenibili nell'area dell'euro

(scala di sinistra: miliardi di euro, consistenze al valore nominale; scala di destra: valori percentuali)



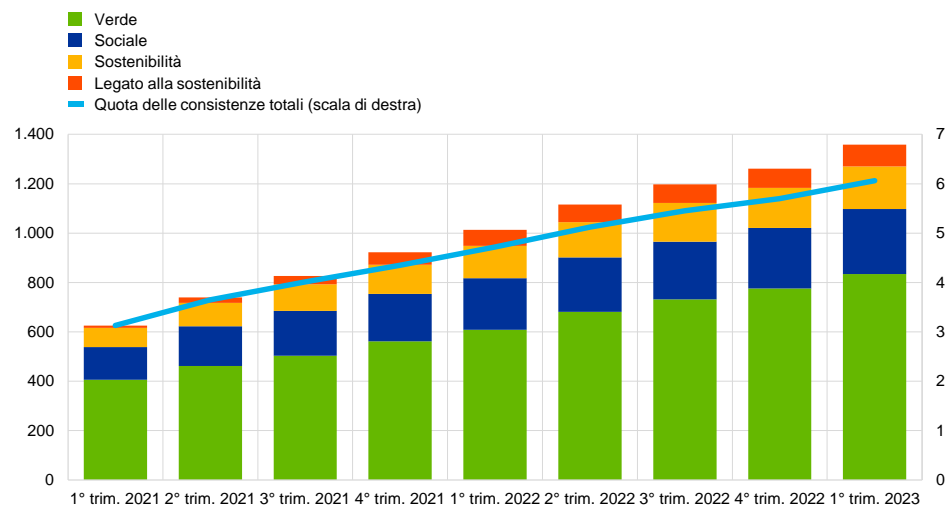
Fonte: CSDB.

Note: gli importi osservati si riferiscono all'ultimo giorno del periodo di riferimento. La quota delle emissioni totali rappresenta l'ammontare di tutti i titoli sostenibili in percentuale delle consistenze in essere di tutti i titoli di debito emessi nell'area dell'euro.

### Grafico B

#### Consistenze di titoli di debito sostenibili nell'area dell'euro

(scala di sinistra: miliardi di euro, consistenze al valore nominale; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: CSDB e SHSS.

Note: gli importi osservati si riferiscono all'ultimo giorno del periodo di riferimento. La quota delle consistenze totali rappresenta l'ammontare di tutti i titoli sostenibili in percentuale delle consistenze di tutti i titoli di debito emessi nell'area dell'euro.

**Gli indicatori pubblicati dal SEBC forniscono dati sulle emissioni di anidride carbonica delle società non finanziarie sostenute da prestiti e titoli del settore finanziario.** Le emissioni di anidride carbonica, che contribuiscono in misura significativa ai cambiamenti climatici, si riferiscono al rilascio di anidride carbonica e

di altri gas a effetto serra nell'atmosfera, principalmente derivanti da attività umane quali la combustione di carburanti fossili.

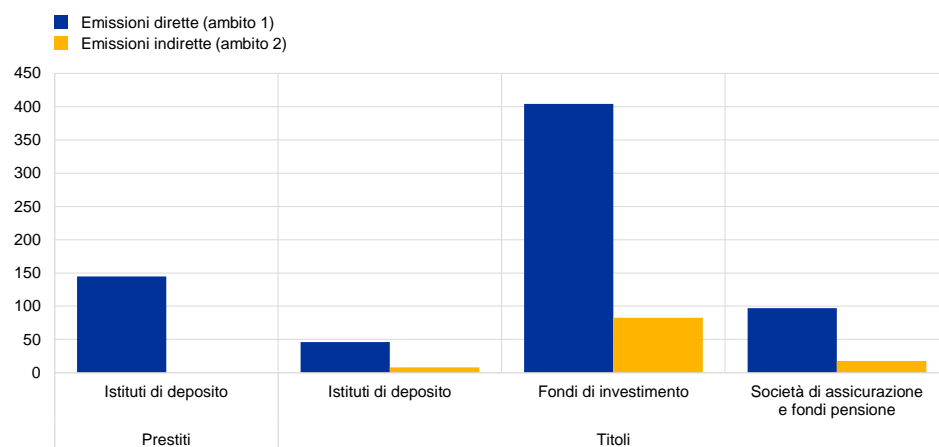
**Nella sua attuale fase di sviluppo, la serie di dati sulle emissioni di anidride carbonica è la migliore per individuare le relazioni strutturali di alto livello tra i settori finanziari, piuttosto che esaminare le tendenze nel tempo.** Gli indicatori

risentono di una copertura variabile nel tempo e non sono corretti per effetti di valutazione. Ciò dovrebbe cambiare nella prossima pubblicazione dei dati. Il grafico C mostra i dati sulle emissioni dirette e indirette sostenute dal settore finanziario in base al tipo di istituzione finanziaria, utilizzando le medie del periodo dal 2018 al 2021 per mitigare in parte le variazioni temporali. In termini assoluti, i fondi di investimento sono i maggiori gruppi di finanziamento delle emissioni dirette, il che riflette le grandi dimensioni del loro portafoglio. Il grafico D, che standardizza le emissioni finanziate attraverso i ricavi finanziati per tenere conto dell'efficienza con cui le emissioni sono utilizzate per produrre beni e servizi, mostra che gli istituti di deposito tendono ad avere la maggiore esposizione nei confronti dei settori ad alta intensità di carbonio. Ciò accade nonostante gli istituti di deposito finanzino una quota relativamente modesta delle emissioni dirette assolute rispetto ai fondi di investimento. Esaminando più in dettaglio i dati sottostanti, tale relazione è determinata principalmente dalle loro consistenze di titoli azionari, giacché queste ultime rappresentano la maggior parte delle emissioni totali di ambito 1 per l'area dell'euro.

### Grafico C

Emissioni dirette e indirette sostenute dal settore finanziario, ripartite per tipo di istituzione finanziaria

(area dell'euro, milioni di tonnellate di CO<sub>2</sub>, medie 2018-2021)



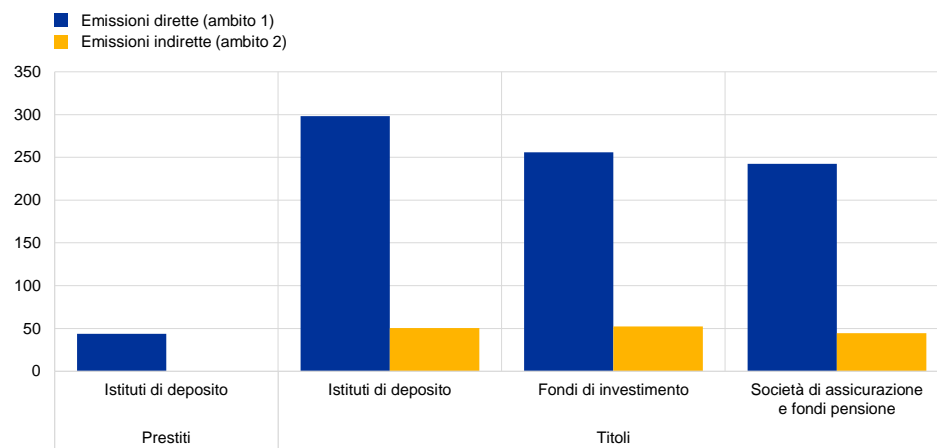
Fonti: elaborazioni del SEBC basate su dati di AnaCredit, SHSS, Institutional Shareholder Services (ISS), Refinitiv, EU Emissions Trading System (EU ETS), Eurostat Air Emissions Accounts (AEA) e Orbis di Bureau van Dijk.

Note: i prestiti sono calcolati a livello di singola entità. I titoli comprendono azioni quotate e titoli di debito e sono calcolati a livello di gruppo. Gli "istituti di deposito" non comprendono le banche centrali. Le "emissioni dirette" e le "emissioni indirette" si riferiscono unicamente al volume di finanziamento coperto e saranno più elevate una volta aumentata la copertura. L'accuratezza dei dati risente degli effetti relativi alla composizione, ai prezzi e al tasso di cambio.

## Grafico D

### Intensità delle emissioni dirette e indirette finanziate dal settore finanziario, ripartite per tipo di istituzione finanziaria

(area dell'euro, tonnellate di emissioni di CO2 per milione di euro di entrate, medie 2018-2021)



Fonti: elaborazioni del SEBC basate su dati AnaCredit, SHSS, ISS, Refinitiv, EU ETS, AEA e Orbis di Bureau van Dijk.

Note: i prestiti sono calcolati a livello di singola entità. I titoli comprendono azioni quotate e titoli di debito e sono calcolati a livello di gruppo. Gli "istituti di deposito" non comprendono le banche centrali. Le emissioni indirette si riferiscono unicamente al volume di finanziamento coperto e saranno più elevate una volta aumentata la copertura. L'accuratezza dei dati risente degli effetti relativi ai prezzi e al tasso di cambio.

**A livello internazionale si stanno compiendo sforzi per armonizzare le definizioni e stabilire quadri di riferimento comuni, come il regolamento sulla tassonomia dell'UE<sup>4</sup>, che mira a fornire un linguaggio comune per le attività sostenibili.** Per quanto riguarda le emissioni di anidride carbonica e gli indicatori di rischio fisico, i principali fattori di incertezza sono le questioni relative alla disponibilità e alla qualità dei dati e alle differenze nelle metodologie di calcolo. Anche questioni quali i futuri percorsi delle emissioni di gas serra, la variabilità climatica naturale e i complessi meccanismi di feedback possono contribuire a creare un'elevata incertezza nelle proiezioni climatiche. Per tali motivi, entrambe le serie di indicatori sono attualmente classificate come analitiche.

**Gli indicatori di rischio fisico misurano le conseguenze dirette degli eventi legati al clima, quali eventi meteorologici estremi, innalzamento del livello dei mari e cambiamenti negli andamenti delle temperature.** Gli indicatori di rischio fisico che sono stati elaborati esaminano la vulnerabilità di vari settori economici, sostenuti dal settore finanziario, agli effetti dei cambiamenti climatici derivanti da determinati pericoli fisici. Attualmente questi comprendono inondazioni costiere, inondazioni fluviali, incendi boschivi, frane, cedimenti del terreno, tempeste e stress idrici. Analizzando tali indicatori, la BCE intende valutare la vulnerabilità delle attività economiche ai rischi fisici. Nella prima pubblicazione dei dati sul clima, la BCE ha fornito una serie di indicatori per misurare e monitorare tali rischi fisici all'interno dei portafogli prestiti e titoli del settore finanziario.

**Una delle serie di indicatori pubblicati per i rischi fisici è quella che riguarda l'esposizione al rischio normalizzata (normalised exposure at risk, NEAR).**

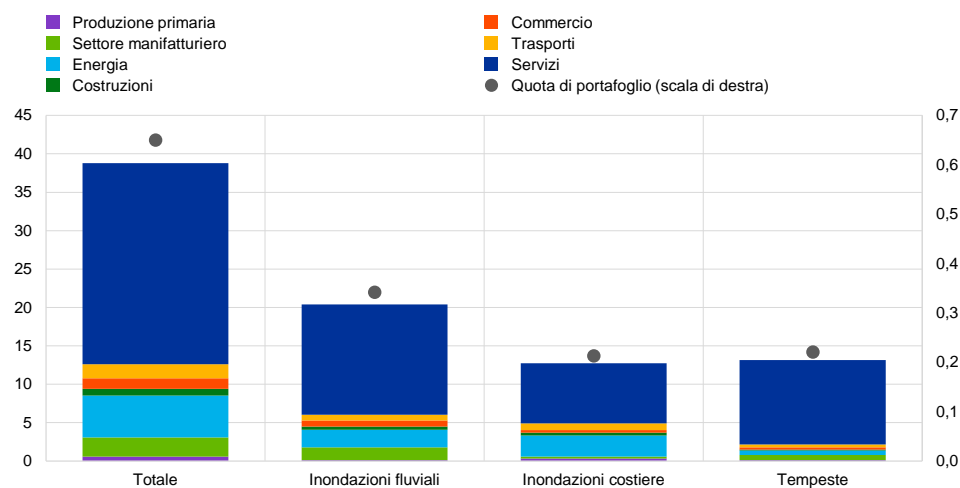
<sup>4</sup> Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (GU L 198 del 22.6.2020, pag. 13).

NEAR combina le perdite annuali attese e l'esposizione finanziaria delle società presso gli enti finanziari e le collega alle entrate o alle attività totali della singola società. Esso è espresso come importo annuo dell'esposizione finanziaria a rischio. Come si evince dal grafico E, la distribuzione tra settori riflette sostanzialmente la quota di ciascun settore in termini di attività finanziarie totali, con la quota maggioritaria rappresentata dal settore dei servizi, pari al 67 per cento circa. Rispetto ad altri settori, quello dell'energia è proporzionalmente più esposto alle alluvioni, il che potrebbe essere dovuto al fatto che le imprese del settore energetico hanno livelli relativamente elevati di immobilizzazioni che devono essere ubicate in prossimità delle fonti idriche. Tuttavia, occorre sottolineare che trarre conclusioni di questo tipo richiede cautela, data la difficoltà di ottenere informazioni accurate sull'esatta ubicazione delle attività a rischio<sup>5</sup>.

### Grafico E

#### Esposizione al rischio normalizzata (NEAR), ripartita per settore

(area dell'euro, scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: percentuale di portafogli prestiti e titoli)



Fonti: elaborazioni del SEBC basate su dati AnaCredit, SHSS, Joint Research Centre, Copernicus e Orbis di Bureau van Dijk.  
 Note: le informazioni nel presente grafico si basano sui danni annuali previsti causati ai beni fisici delle imprese da ciascun rischio. Le misure di protezione, le assicurazioni e le garanzie reali non sono prese in considerazione. I dati AnaCredit e SHSS si riferiscono a dicembre 2020.

**Gli indicatori dei cambiamenti climatici della BCE rappresentano un passo avanti nell'offerta di strumenti di elevata qualità per misurare e monitorare i rischi climatici per l'economia dell'area dell'euro.** Tali statistiche riguardano la finanza sostenibile, le emissioni di anidride carbonica e i rischi fisici, e consentono ai responsabili di prendere decisioni informate e di formulare strategie politiche efficaci. Promuovendo la comprensione e la considerazione di tali rischi, la BCE contribuisce allo sviluppo di un sistema finanziario più sostenibile e in grado di resistere alle sfide poste dai cambiamenti climatici. Gli indicatori sono ancora in fase di sviluppo e il SEBC sta attivamente sollecitando riscontri in merito alla loro costruzione e plausibilità da parte dei soggetti interessati. Mettere a disposizione degli analisti, dei responsabili delle politiche e del pubblico un insieme completo di indicatori è un compito complesso, che richiede una stretta interazione con le parti interessate e

<sup>5</sup> I dati disponibili tendono a indicare il luogo dove si trova la società madre che ha contratto il prestito, piuttosto che l'ubicazione dell'attività stessa.

una forte dipendenza dalla disponibilità di dati adeguati e di buona qualità. L'offerta di tali dati dovrebbe migliorare grazie a numerose iniziative a livello internazionale e dell'UE, tra cui la Data Gaps Initiative del G20<sup>6</sup> e i lavori intrapresi, tra gli altri, dal Network for Greening the Financial System<sup>7</sup> cui appartengono banche centrali e autorità di vigilanza. La disponibilità di tali dati in linea con le scadenze e il livello di qualità previsti è un elemento importante per l'ulteriore miglioramento degli indicatori dei cambiamenti climatici.

---

<sup>6</sup> Cfr. il [sito Internet del Fondo monetario internazionale](#).

<sup>7</sup> Cfr. il [sito Internet del Network for Greening the Financial System](#).



## 5 Misure dell'inflazione di fondo: una guida analitica per l'area dell'euro

a cura di Marta Bańbura, Elena Bobeica, Katalin Bodnár, Bruno Fagandini, Peter Healy e Joan Paredes

**Gli andamenti dell'inflazione di fondo costituiscono un contributo fondamentale per le valutazioni di politica monetaria della BCE.** Nell'assumere decisioni di politica monetaria in un contesto di elevata incertezza, il Consiglio direttivo della BCE ha sottolineato la necessità di prestare particolare attenzione alle implicazioni dei nuovi dati per le prospettive di inflazione, agli *andamenti dell'inflazione di fondo* e al vigore della trasmissione della politica monetaria<sup>1</sup>. Le misure dell'inflazione di fondo dovrebbero cogliere gli andamenti più persistenti e generalizzati dei prezzi, prescindendo dalle variazioni volatili o idiosincriche dei prezzi relativi, e fornire così un segnale informativo in merito a dove si collocherà l'inflazione complessiva nel medio termine. Idealmente, tali misure dovrebbero fondarsi su solide basi teoriche, essere interpretabili sul piano economico e agevoli da comunicare al pubblico.

**Operatori e teorici applicano definizioni diverse all'inflazione di fondo, per cui sono necessari dei chiarimenti.** Talvolta il termine "inflazione di fondo" ("underlying inflation") è utilizzato come sinonimo delle nozioni di "inflazione ad esclusione delle componenti volatili" ("core inflation") e "inflazione tendenziale" ("trend inflation"). Nell'analisi economica della BCE, i concetti di inflazione di fondo e di inflazione tendenziale si distinguono in base all'orizzonte temporale entro cui si esauriscono gli shock. Concettualmente, l'inflazione di fondo riflette gli andamenti a medio termine dell'inflazione legati al ciclo economico, mentre l'inflazione tendenziale coglie componenti più persistenti e a più lungo termine connesse a fattori strutturali. In BCE l'inflazione ad esclusione delle componenti volatili si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) al netto dei beni energetici e alimentari. Poiché tale indice esclude le componenti volatili dei beni energetici e alimentari soggette a frequenti shock transitori, è considerato una misura specifica dell'inflazione di fondo.

**L'inflazione di fondo non è osservabile, pertanto la BCE fa fronte a tale incertezza intrinseca monitorando un insieme di misure<sup>2</sup>.** L'inflazione di fondo è un concetto teorico e deve essere sottoposta a stime. Tutte le misure stimate mirano a filtrare la componente più transitoria dell'inflazione e possono essere classificate

<sup>1</sup> Cfr. Lane, P. R., *Underlying Inflation*, conferenza tenutasi al Trinity College di Dublino il 6 marzo 2023 e Lagarde, C., *Dichiarazione di politica monetaria*, 4 maggio 2023. Per un'introduzione all'analisi dell'inflazione di fondo presso la BCE, cfr. l'articolo 3 *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero 4/2018 di questo Bollettino. L'importanza dell'inflazione di fondo per il processo decisionale della politica monetaria è stata evidenziata nel riesame della strategia di politica monetaria della BCE del 2021.

<sup>2</sup> Il presente riquadro si concentra sulle misure dell'inflazione di fondo basate sui dati (disaggregati) dello IAPC. Tuttavia, viene valutata regolarmente anche un'ampia serie di variabili aggiuntive contenenti informazioni sulle pressioni sui prezzi nel medio termine. Fra queste si osservano indicatori di salari, profitti e aspettative di inflazione, nonché indicatori ad alta frequenza quali gli indici salariali e le indagini congiunturali.

attraverso tre approcci di stima generale. Le misure di esclusione permanente rimuovono alcune voci fisse che tendono a essere più volatili, come i beni energetici o alimentari. Le misure di esclusione temporanea eliminano voci che mostrano una dinamica più volatile in determinati mesi, su base variabile nel tempo. Le misure basate su modelli si fondano su relazioni economiche per cogliere la componente persistente dell'inflazione in modo teoricamente più rigoroso. Ciascuno di questi approcci è incluso nella valutazione approfondita dell'inflazione condotta dalla BCE. La tavola A elenca alcune delle principali misure monitorate dalla BCE e valutate nel presente riquadro<sup>3</sup>. L'insieme degli indicatori è periodicamente rivisto e aggiornato.

## Tavola A

### Definizioni dei principali indicatori dell'inflazione di fondo della BCE

Metodo di stima generale	Misura	Definizione
Misure di esclusione permanente	IAPC al netto dei beni energetici	Tutte le voci dello IAPC eccetto i beni energetici
	IAPC al netto di beni alimentari non trasformati e beni energetici	Tutte le voci dello IAPC eccetto beni alimentari non trasformati e beni energetici (inclusi i beni alimentari trasformati)
	HICPX (ad esclusione delle componenti volatili)	IAPC al netto di beni energetici e alimentari
	HICPXX	IAPC al netto delle componenti energetiche, alimentari e relative a viaggi e abbigliamento
Misure di esclusione temporanea	Inflazione interna	Voci HICPX per le quali l'intensità di importazioni non supera il 18% <sup>1</sup>
	Medie troncate	IAPC al netto delle voci con la variazione sul periodo corrispondente maggiore e minore per ciascun mese, pari al 10% o al 30% del peso dello IAPC alle estremità della distribuzione ponderata
	Mediana ponderata	Ogni mese mantiene la collocazione dell'elemento a metà della distribuzione ponderata
Misure basate su modelli	Componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), PCCI al netto dei beni energetici	Componente comune e persistente delle voci dello IAPC di 12 paesi dell'area dell'euro (circa 1.000 serie) estratte sulla base di un modello fattoriale dinamico. Per la PCCI al netto dei beni energetici, sono aggregate solo le componenti comuni dei beni non energetici <sup>2</sup>
	Supercore	Aggregati delle voci HICPX sensibili alla capacità produttiva inutilizzata, misurate in base alla loro efficacia predittiva in una curva di Phillips in forma ridotta attraverso l'uso dell'output gap <sup>3</sup>

Fonti: BCE.

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

2) La PCCI rileva le componenti comuni e persistenti della classificazione europea dei consumi individuali per finalità (European classification of individual consumption according to purpose, ECOICOP) delle categorie a quattro cifre delle voci dello IAPC in 12 paesi dell'area dell'euro (circa 1.000 serie); per la PCCI al netto dei beni energetici, sono aggregate solo le componenti comuni dei beni non energetici. Utilizza un modello fattoriale dinamico per filtrare gli andamenti idiosincratici e transitori delle singole voci dello IAPC e raccoglie le risultanti componenti comuni utilizzando i pesi dello IAPC. Cfr. Bañura, M. e Bobeica, E., "PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area", *Statistics Paper Series*, n. 38, BCE, ottobre 2020.

3) Cfr. il riquadro 2 nell'articolo 3 *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, op. cit.

**Empiricamente, la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo fornisce un utile segnale per l'andamento dell'inflazione complessiva a medio termine nell'area dell'euro.** Le loro proprietà auspicabili sono solitamente valutate rispetto a un insieme di criteri statistici che verificano se una misura è meno volatile dell'inflazione complessiva, se rappresenta una stima di quest'ultima priva di distorsioni e se ha una capacità predittiva al di fuori del campione per l'inflazione a

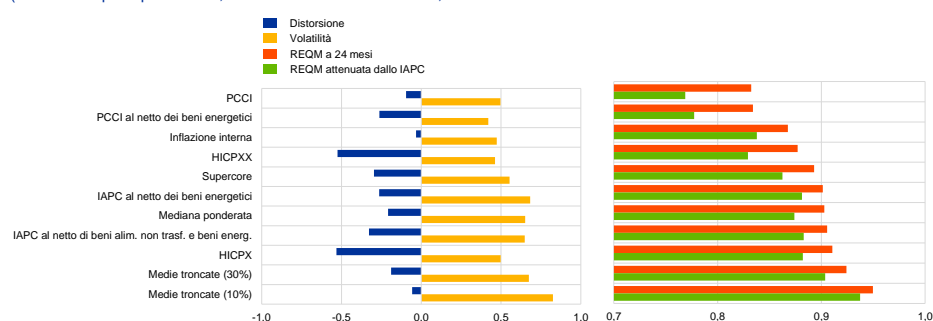
<sup>3</sup> Per maggiori dettagli, cfr. *Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro*, op. cit. e Lane, P. R., *Inflation Diagnostics*, Il blog della BCE, 25 novembre 2022.

medio termine<sup>4</sup>. Tutte le misure dell'inflazione di fondo sono meno volatili dell'inflazione complessiva perché eliminano parte del fattore di disturbo che incide sull'indice complessivo (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico A). Per la maggior parte di tali misure, la media di lungo periodo è inferiore a quella dell'inflazione complessiva; ciò significa che si tratta di indicatori in qualche misura distorti (cfr. gli istogrammi blu nel grafico A). Tale distorsione si deve al fatto che, nel campione disponibile per l'area dell'euro, le componenti volatili quali i beni energetici e alimentari sono state per lo più soggette a shock al rialzo e sono cresciute più rapidamente delle altre componenti. Il valore corrente delle misure dell'inflazione di fondo fornisce, in media, una previsione a medio termine migliore del tasso complessivo futuro rispetto al valore corrente del tasso complessivo stesso<sup>5</sup>. Ciò è indicato dalla radice dell'errore quadratico medio (REQM) di previsione delle misure rispetto all'inflazione futura su un orizzonte di 24 mesi in rapporto a quella dell'inflazione complessiva stessa (cfr. gli istogrammi rossi nel grafico A). Lo stesso vale quando si prevede una versione più regolare dell'inflazione complessiva, qui approssimata da una media mobile centrata a due anni (cfr. gli istogrammi verdi nel grafico A)<sup>6</sup>. Alcune misure, in particolare le misure PCCI, inflazione interna e HICPXX, tendono a dare buoni risultati in relazione ai criteri. Esse presentano la minore volatilità e registrano la più bassa REQM<sup>7</sup>.

## Grafico A

### Proprietà delle misure dell'inflazione di fondo

(distorsione: punti percentuali; volatilità: deviazione standard; REQM: nessuna unità)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la distorsione corrisponde alla differenza contemporanea media rispetto all'inflazione complessiva. La volatilità corrisponde alla deviazione standard di ciascuna misura divisa per la deviazione standard dell'inflazione complessiva. La REQM a 24 mesi e la REQM attenuata dallo IAPC sono, rispettivamente, la radice dell'errore quadratico medio di previsione di ciascuna misura rispetto all'inflazione complessiva su un orizzonte di 24 mesi e la media mobile centrata a due anni dell'inflazione che copre due anni di dati futuri, divisa per la REQM dell'inflazione complessiva. Un numero inferiore a uno indica che la misura ottiene risultati migliori dell'inflazione complessiva. Il campione copre il periodo da aprile 2001 a giugno 2023. Per le definizioni degli indicatori, cfr. la tavola A.

## La capacità predittiva relativa delle diverse misure varia nel tempo, ma le misure di PCCI, inflazione interna e HICPXX tendono a produrre i

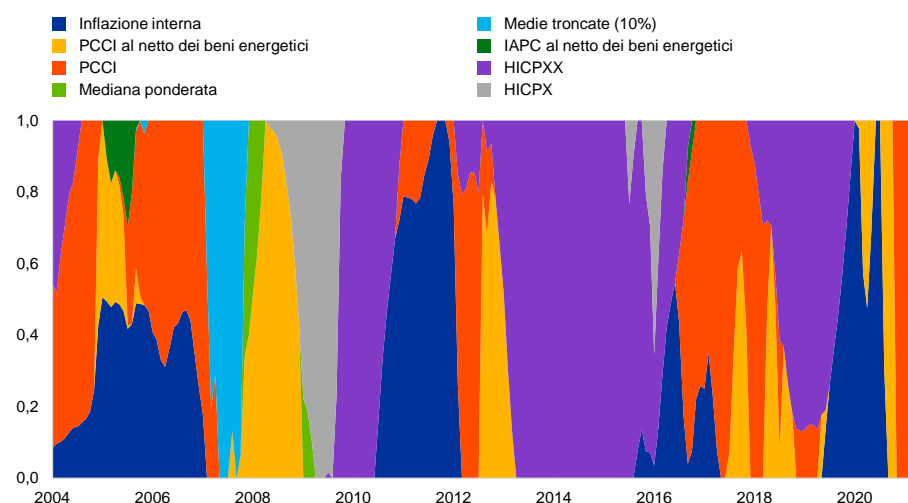
- <sup>4</sup> L'inflazione complessiva tende ad anticipare gran parte delle misure dell'inflazione di fondo (compresa quella inerziale), poiché coglie più direttamente gli shock energetici, mentre le misure dell'inflazione di fondo lo fanno con un certo ritardo a causa degli effetti indiretti. Tuttavia, tali misure possono comunque essere indicative di dove si collocherà l'inflazione nel medio termine.
- <sup>5</sup> Ciò corrisponde a una "previsione random walk", ovvero la previsione è uguale al valore corrente.
- <sup>6</sup> L'ultima valutazione degli indicatori di inflazione di fondo è stata effettuata nel 2021, nell'ambito del riesame della strategia di politica monetaria. Cfr. "Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review", *Occasional Paper Series*, n. 265, BCE, settembre 2021.
- <sup>7</sup> Si precisa che le revisioni dei dati non sono prese in considerazione nell'analisi. Ciò è particolarmente rilevante per la PCCI. In quanto misura basata su modelli, viene rivista man mano che si rendono disponibili nuovi dati e i parametri del modello vengono nuovamente stimati, ma la direzione è generalmente prevista in modo robusto. In un contesto in tempo reale, i risultati della PCCI si deteriorano, ma resta competitiva rispetto ad altre misure dell'inflazione di fondo.

**risultati migliori.** Ciò viene confermato dall'utilizzo di un algoritmo di combinazione delle previsioni progettato per ridurre al minimo la REQM a due anni. Nel tempo, l'algoritmo tende a selezionare una o più di queste misure (cfr. il grafico B). Al tempo stesso, alcuni indicatori basati sulle esclusioni permanenti e indicatori troncati sono sistematicamente assenti dalla combinazione ottimale delle previsioni, il che suggerisce che non forniscono segnali utili in aggiunta a quelli forniti da altre misure. Vale la pena notare che, sebbene produca buoni risultati in termini di REQM, lo HICPXX presenta una distorsione negativa piuttosto ampia, come mostrato nel grafico A.

### Grafico B

#### Misure dell'inflazione di fondo selezionate in una combinazione di previsione ottimale

(peso assegnato per ridurre al minimo la REQM a 24 mesi su una finestra mobile di tre anni)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i pesi ottimali per combinare le 11 misure dell'inflazione di fondo descritte nella tavola A per prevedere l'inflazione complessiva su un orizzonte di 24 mesi. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2021 (corrispondono alla previsione dello IAPC per giugno 2023).

**A seguito delle importanti tensioni economiche verificatesi di recente, un elemento transitorio consistente e forse più lento nell'invertire la tendenza è ora incorporato nelle misure dell'inflazione di fondo, il che le rende meno informative nel medio periodo.** L'impennata dell'inflazione dalla metà del 2021 è

stata il risultato di shock straordinari sui prezzi relativi connessi alla ripresa successiva alla pandemia, alle strozzature dal lato dell'offerta e all'aumento dei prezzi dell'energia, collegato in parte alla guerra russa contro l'Ucraina. Tali shock si sono rivelati più ampi e i loro effetti potrebbero essere più persistenti rispetto al passato. In tale contesto, le misure standard dell'inflazione di fondo possono contenere una consistente componente di "inversione di tendenza" che ci si può attendere si esaurisca nel medio periodo<sup>8</sup>. Un modo per correggere l'impatto di questi shock eccezionali consiste nell'utilizzare un modello per valutarne l'effetto sull'inflazione negli ultimi anni. Il grafico C mostra un intervallo di inflazione di fondo controfattuale basato su tale modello in cui gli shock energetici (offerta di petrolio, shock della domanda specifica di petrolio e dei prezzi del gas) e gli shock legati alle interruzioni nelle catene di approvvigionamento mondiali vengono filtrati il

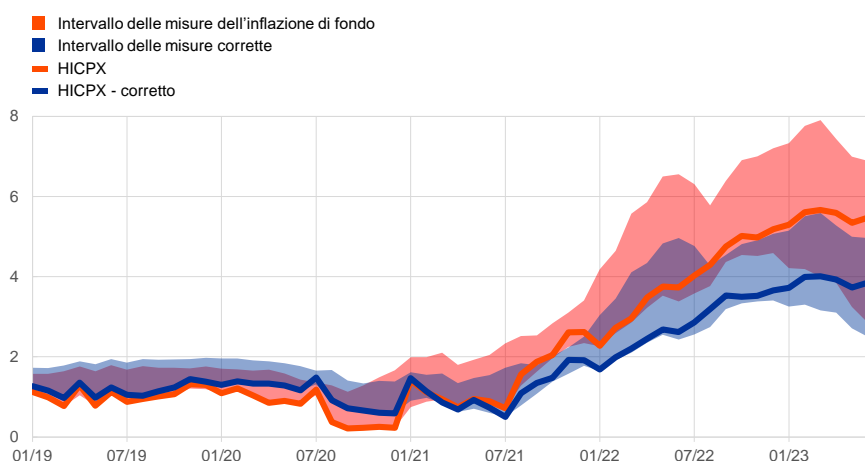
<sup>8</sup> Cfr. Lane, P. R., "Underlying Inflation", op. cit.

più possibile<sup>9</sup>. Tale filtraggio indicativo degli shock legati all'energia e alle strozzature dal lato dell'offerta si sposta verso il basso e restringe l'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo, rispecchiando il notevole contributo di questi shock nelle misure attuali. Eliminare altri shock transitori, quali gli effetti della riapertura e gli shock che determinano una parte significativa dei recenti rincari dei beni alimentari, oppure tenere conto di possibili effetti non lineari sposterebbe l'intervallo ancora più basso. Analogamente, se parte degli shock legati all'energia e alle strozzature dal lato dell'offerta generasse anche pressioni inflazionistiche a medio termine, l'intervallo si sposterebbe verso l'alto.

### Grafico C

Intervallo di misure dell'inflazione di fondo e di misure corrette per l'impatto degli shock legati alle strozzature dal lato dell'offerta e degli shock energetici

(crescita percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: correzioni basate su Bańbura, M., Bobeica, E. e Martínez Hernández, C., "What drives core inflation? The role of supply shocks" (di prossima pubblicazione), utilizzando un ampio modello BVAR che tiene conto di molte determinanti dell'inflazione (17 variabili), identificate con restrizioni a zero e di segno e stimate da gennaio 1995 a giugno 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2023.

### Le forze inflazionistiche interne stanno acquisendo maggiore rilevanza, mentre le pressioni esterne si stanno in larga misura attenuando.

La distinzione tra inflazione dei servizi e dei beni può contribuire a valutare la componente persistente dell'inflazione, in particolare dopo la pandemia. I beni hanno risentito maggiormente delle strozzature dal lato dell'offerta e sono stati soggetti a una domanda relativamente più elevata durante la pandemia. Di conseguenza, all'inizio del 2023, l'inflazione dei beni industriali non energetici (non energy industrial goods, NEIG), che rappresentava circa il 20 per cento dell'HICPX prima della pandemia,

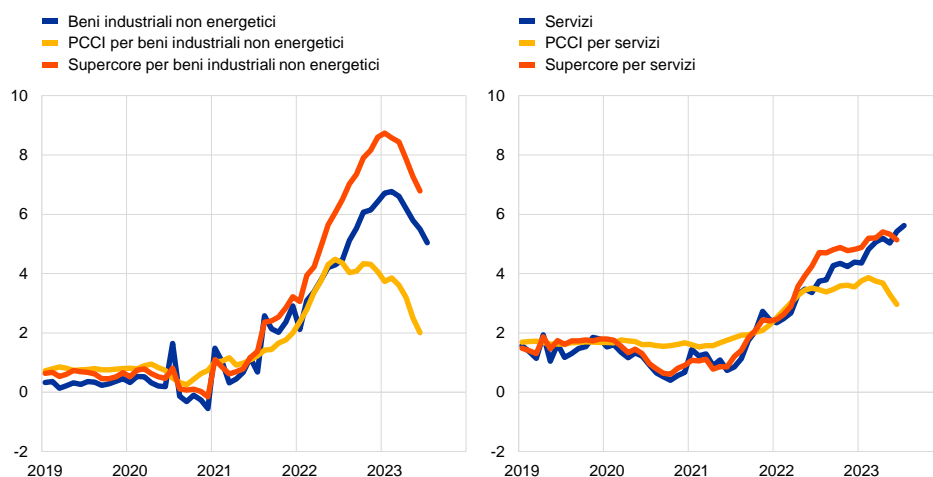
<sup>9</sup> Si utilizza un ampio modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) identificato con restrizioni a zero e di segno per scomporre le misure dell'inflazione di fondo nei contributi provenienti da vari shock, seguendo la metodologia di Korobilis, e con stime effettuate da gennaio 1995 a giugno 2023. Cfr. Korobilis, D., "A new algorithm for structural restrictions in Bayesian vector autoregressions", *European Economic Review*, vol. 148, settembre 2022; e Bańbura, M., Bobeica, E. e Martínez Hernández, C., "What drives core inflation? The role of supply shocks", di prossima pubblicazione. Nello scenario controfattuale, il contributo degli shock legati all'offerta di petrolio, alla domanda specifica di petrolio, ai prezzi del gas e alle strozzature dal lato dell'offerta è fissato a zero. Nel contesto attuale, un motivo di cautela consiste nel fatto che l'impatto di tali shock può altresì includere elementi persistenti che permangono anche nel medio periodo. L'intervallo controfattuale si basa solo sulle misure dell'inflazione di fondo per le quali era disponibile un indice destagionalizzato; le medie troncate non sono considerate.

vi ha contribuito per circa la metà. Con il venir meno delle strozzature dal lato dell'offerta e dell'impennata della domanda di beni legata alla pandemia, le probabilità che l'inflazione dei beni sia persistente sono minori, mentre la dinamica dell'inflazione dei servizi potrebbe determinare la persistenza generale dell'inflazione complessiva<sup>10</sup>. Anche PCCI e Supercore, calcolati separatamente per i beni industriali non energetici e i servizi, confermano che il recente calo dell'inflazione ad esclusione delle componenti volatili è dovuto principalmente alla prima componente piuttosto che alla seconda. Tuttavia, la PCCI che, per costruzione, coglie meglio la dinamica di una serie, sembra aver iniziato a diminuire anche per i servizi (cfr. il grafico D).

## Grafico D

### Inflazione di beni e servizi

(crescita percentuale sul periodo corrispondente; PCCI: media mobile a tre mesi dei tassi di crescita mensili annualizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2023 per PCCI e Supercore e a luglio 2023 per l'inflazione di beni industriali non energetici e servizi.

**Sebbene la maggior parte delle misure mostri segnali di allentamento, l'inflazione di fondo rimane nel complesso elevata.** A giugno gli indicatori si sono collocati tra il 2,9 (PCCI) e il 6,9 per cento (IAPC al netto dei beni energetici). Le misure che hanno ottenuto un punteggio elevato rispetto all'insieme dei criteri per segnalare gli andamenti dell'inflazione complessiva nel medio termine (misure PCCI, HICPXX e inflazione interna) si collocano nella metà inferiore dell'intervallo (cfr. l'area ombreggiata più scura nel grafico E). Le misure dell'inflazione di fondo mediana e media indicano che l'inflazione di fondo ha probabilmente raggiunto un picco nella prima metà del 2023, in particolare se si considera l'effetto base al rialzo causato dall'introduzione del biglietto da 9 euro in Germania, a giugno 2022<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Di recente anche altre importanti banche centrali si sono focalizzate sull'inflazione dei servizi. Negli Stati Uniti la categoria dei servizi è ulteriormente scomposta in servizi abitativi e servizi fondamentali diversi dalle abitazioni. Quest'ultima "potrebbe essere la categoria più importante per comprendere l'evoluzione futura dell'inflazione inerziale", traduzione non ufficiale. Cfr. Powell, J. H., *Inflation and the Labor Market*, intervento tenuto presso l'Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Brookings Institution, Washington, D.C., 30 novembre 2022.

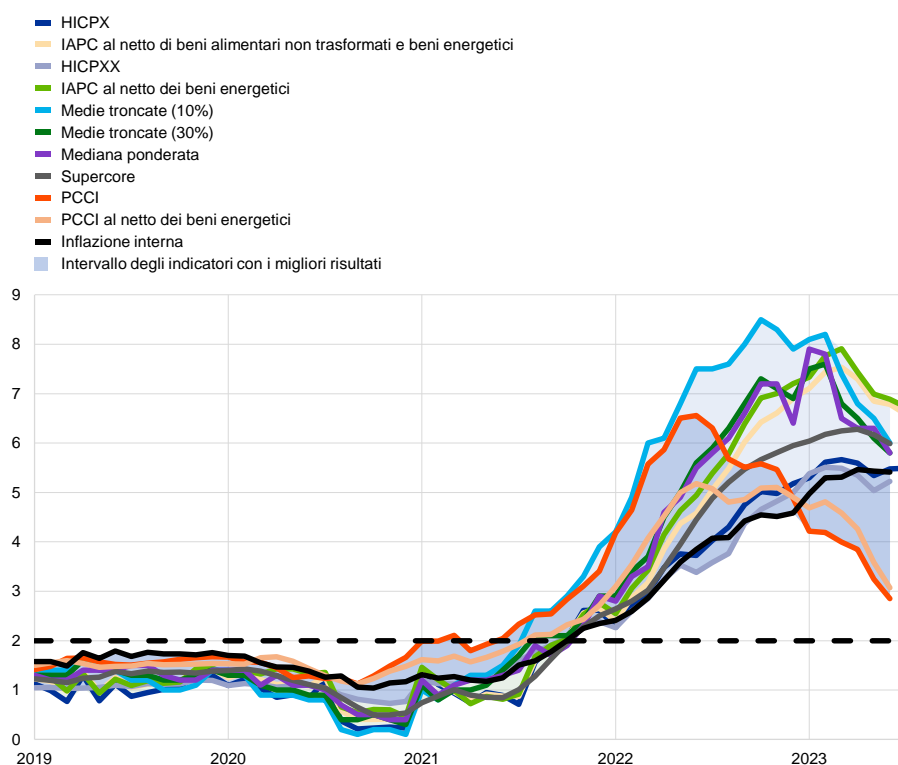
<sup>11</sup> Ciò ha avuto un impatto al ribasso sui prezzi dei servizi di viaggio tra giugno 2022 e settembre 2022 e ha incrementato il tasso di crescita sui dodici mesi di tali voci a giugno 2023. Diverse misure, in particolare quelle che si collocano all'estremità superiore dell'intervallo e quelle basate su esclusioni permanenti, sono distorte da questo effetto base.

Anche le stime degli indicatori corretti, comprese tra il 2,5 e il 5,0 per cento a giugno, mostrano alcuni segnali di allentamento. Tuttavia, l'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo rimane molto più ampio rispetto a prima del 2022, il che suggerisce che permane un elevato grado di incertezza circa il livello dell'inflazione di fondo. Al tempo stesso, l'allentamento dell'inflazione di fondo è accompagnato da un continuo spostamento delle forze inflazionistiche da fonti esterne a fonti interne. Ciò si riflette in particolare nelle dinamiche divergenti della PCCI che sta diminuendo rapidamente, in parte a causa della sua sensibilità al rapido calo dei prezzi dell'energia, e dell'indicatore dell'inflazione interna che non ha ancora mostrato alcun segno di rallentamento<sup>12</sup>.

## Grafico E

### Indicatori dell'inflazione di fondo e indicatori con i migliori risultati

(crescita percentuale sul periodo corrispondente; PCCI e PCCI al netto dei beni energetici: media mobile a tre mesi dei tassi di crescita mensili annualizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE

Note: l'area ombreggiata più scura comprende le misure di PCCI, HICPXX e inflazione interna. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2023 per HICPXX, IAPC al netto di beni alimentari non trasformati e beni energetici e IAPC al netto di beni energetici e a giugno 2023 per le altre voci.

**Le misure dell'inflazione di fondo sono aggiornate a ogni pubblicazione dello IAPC e gli andamenti devono essere attentamente valutati, su base regolare, alla luce delle prospettive di inflazione.** Insieme all'inflazione di fondo e agli indicatori della trasmissione della politica monetaria, i nuovi dati — anche sotto

<sup>12</sup> A differenza della maggior parte delle altre misure dell'inflazione di fondo, la PCCI non esclude a priori l'energia, ma solo la sua componente transitoria stimata. Le misure della PCCI sono stimate sulla base del più tempestivo tasso di variazione sul mese precedente dei prezzi, mentre le altre misure sono espresse come tassi di crescita sui dodici mesi e tendono a mostrare un certo ritardo. Tale tempestività colloca la PCCI in una posizione migliore per cogliere la dinamica delle pressioni inflazionistiche.

forma di errori di proiezione e fattori straordinari, quali gli effetti base — possono fornire informazioni preziose sui rischi per l'inflazione a medio termine. A tale riguardo, i dati aggiuntivi forniti dalla stima preliminare per l'inflazione misurata sullo IAPC a luglio confermano la valutazione degli andamenti dell'inflazione di fondo (cfr. il grafico E). In particolare, l'HICPX, che si colloca al 5,5 per cento, è rimasto sostanzialmente invariato anziché diminuire. Ciò era previsto alla luce degli effetti base distorsivi sopra menzionati.

**Il costante monitoraggio dell'inflazione di fondo può aiutare a valutare se le ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE siano sulla buona strada, soprattutto in un contesto di elevata incertezza.** Nella situazione attuale l'andamento per lo più stabile o decrescente degli indicatori dell'inflazione di fondo a partire dai loro livelli elevati è sostanzialmente in linea con le prospettive di inflazione contenute nelle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema. L'andamento disinflazionistico di tali proiezioni è coerente con l'esaurirsi della componente di inversione di tendenza, collegata all'impennata dei prezzi dell'energia osservata lo scorso anno e alle strozzature dal lato dell'offerta legate alla pandemia, che avevano contribuito ai bruschi aumenti delle misure dell'inflazione di fondo. Le differenze nell'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo sono altresì in linea con la valutazione contenuta nelle proiezioni di giugno secondo cui le determinanti esterne dell'inflazione dovrebbero esaurirsi, dato che la dinamica delle componenti interne dell'inflazione dovrebbe determinare la persistenza complessiva del processo inflazionistico. Tale valutazione sottolinea l'importanza di integrare il monitoraggio delle misure dell'inflazione di fondo con un'attenta osservazione dei fattori che probabilmente determineranno le pressioni interne sui prezzi nel medio termine, in particolare i nuovi dati su salari, profitti e aspettative di inflazione.



## 6 Variazioni della base degli investitori in obbligazioni di società non finanziarie dell'area dell'euro e implicazioni per i prezzi di mercato

a cura di Taneli Mäkinen e Lia Vaz Cruz

**Il mercato delle obbligazioni delle società non finanziarie nell'area dell'euro è cresciuto considerevolmente nell'ultimo decennio, man mano che l'attività di emissione reagiva alla forte domanda proveniente dal settore pubblico e da quello privato.** Questa tendenza è divenuta particolarmente marcata dopo l'introduzione, da parte della BCE, del programma di acquisto delle attività del settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) nel 2016<sup>1</sup>. Per via del ritmo sostenuto delle emissioni nette positive, le consistenze di obbligazioni idonee ai fini del CSPP sono raddoppiate tra il 2016 e il 2022, raggiungendo un totale di 1.500 miliardi di euro. Al netto di quelle detenute dall'Eurosistema, dette consistenze sono cresciute di circa il 50 per cento fino a raggiungere 1.100 miliardi di euro nel 2022<sup>2</sup>. Nonostante la considerevole crescita di questo segmento, nel periodo indicato non si è osservata una tendenza al rialzo dei differenziali degli swap sulle obbligazioni idonee, a indicare che le nuove emissioni sono state assorbite da una forte domanda (cfr. il grafico A)<sup>3</sup>. Sebbene la domanda di titoli idonei ai fini del CSPP sia cresciuta per tutti i gruppi di investitori del settore privato, le consistenze di titoli sono aumentate a tassi notevolmente diversi, comportando una variazione delle consistenze relative tra il 2016 e il 2022. Questa eterogeneità chiarisce le modalità con cui gli investitori del settore privato assorbono gli incrementi dell'offerta<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Per una descrizione dell'espansione del programma CSPP e dei titoli ammissibili, cfr., ad esempio, l'articolo 2 *L'impatto del programma di acquisto di titoli del settore societario sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro* nel numero 3/2018 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> L'analisi si limita all'insieme dei titoli idonei ai fini del CSPP, in quanto ciò consente di distinguere la domanda del settore privato da quella del settore pubblico. Il CSPP comprende anche obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie non bancarie, ma è per lo più composto da obbligazioni di qualità elevata (investment grade) emesse da società non finanziarie e fornisce quindi una buona approssimazione del mercato delle obbligazioni di società di questo tipo per l'area dell'euro.

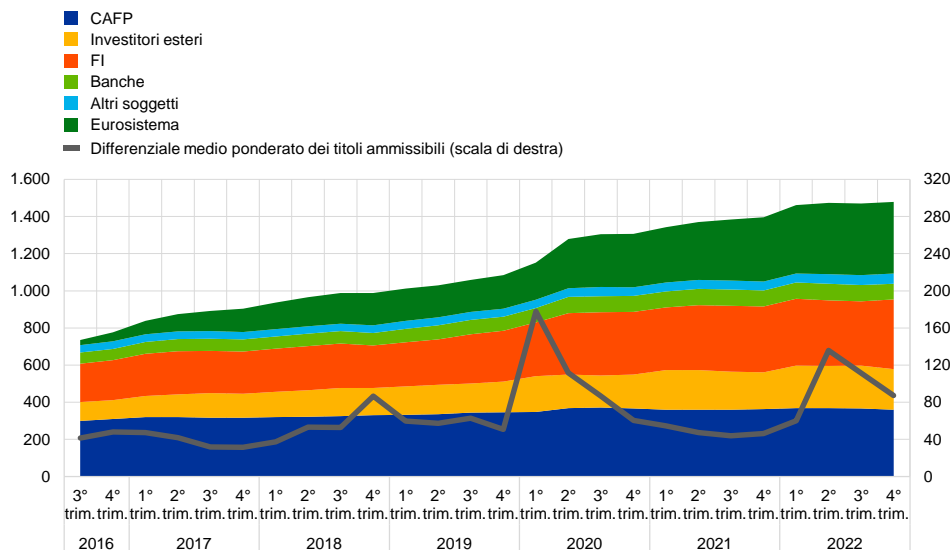
<sup>3</sup> Sebbene la quota media di obbligazioni sul totale dei finanziamenti mediante debito sia aumentata nel tempo, i prestiti restano la principale fonte di finanziamento per le imprese dell'area dell'euro. Un fattore che ha contribuito alla diminuzione del peso relativo dei prestiti nella struttura patrimoniale è la riduzione del costo del finanziamento tramite titoli di debito rispetto ai prestiti bancari, in parte attribuibile all'introduzione del CSPP. Per maggiori dettagli al riguardo, cfr., ad esempio, Work stream on non-bank financial intermediation, *"Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities"*, Occasional Paper Series, n. 270, BCE, settembre 2021.

<sup>4</sup> Per un'analisi complementare delle obbligazioni societarie detenute dall'Eurosistema e delle relative implicazioni per il mercato, cfr. Zaghini, A., "The CSPP at work: Yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel", *Journal of Corporate Finance*, vol. 56, n. 2, 2019, pagg. 282-297; Todorov, K. "Quantify the quantitative easing: Impact on bonds and corporate debt issuance", *Journal of Financial Economics*, vol. 135, febbraio 2020, pagg. 340-358; Arce, O., Mayordomo, S. e Gimeno, R., *"Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE"*, *Review of Finance*, vol. 25, febbraio 2021, pagg. 43-84; e Zaghini, A. e De Santis, R.A., "Unconventional monetary policy and corporate bond issuance", *European Economic Review*, vol. 135, giugno 2021.

## Grafico A

### Titoli idonei ai fini del CSPP detenuti nei vari settori

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: punti base)



Fonte: BCE, Intercontinental Exchange ed elaborazioni della BCE.

Note: con la dicitura "Euro sistema" si indicano le consistenze di titoli idonei ai fini del CSPP e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP). Il differenziale è calcolato sulla base del differenziale sullo swap corretto per le opzioni delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP, ponderato per il valore nominale dei titoli.

### La distribuzione delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP fra i vari soggetti del settore privato è cambiata significativamente a partire dal 2016, con un calo del peso relativo di compagnie di assicurazione e fondi pensione (CAFP).

Nel 2016 le compagnie di assicurazione e i fondi pensione dell'area dell'euro erano i maggiori detentori di obbligazioni idonee ai fini del CSPP, con una quota di mercato pari al 41 per cento (cfr. il grafico B). Da allora, la loro quota di mercato è diminuita costantemente, raggiungendo il 24 per cento prima della fine del 2022<sup>5</sup>. Tale diminuzione è attribuibile non solo all'aumento dei titoli detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del CSPP, ma anche al fatto che i fondi di investimento (FI) e gli investitori esteri hanno incrementato le consistenze di questo tipo di titoli a un ritmo più sostenuto rispetto ai CAFP<sup>6</sup>. Pertanto la concentrazione di questi titoli presso gli investitori del settore privato si è ridotta e le consistenze detenute dai fondi di investimento hanno recentemente superato quelle di società di assicurazione e fondi pensione.

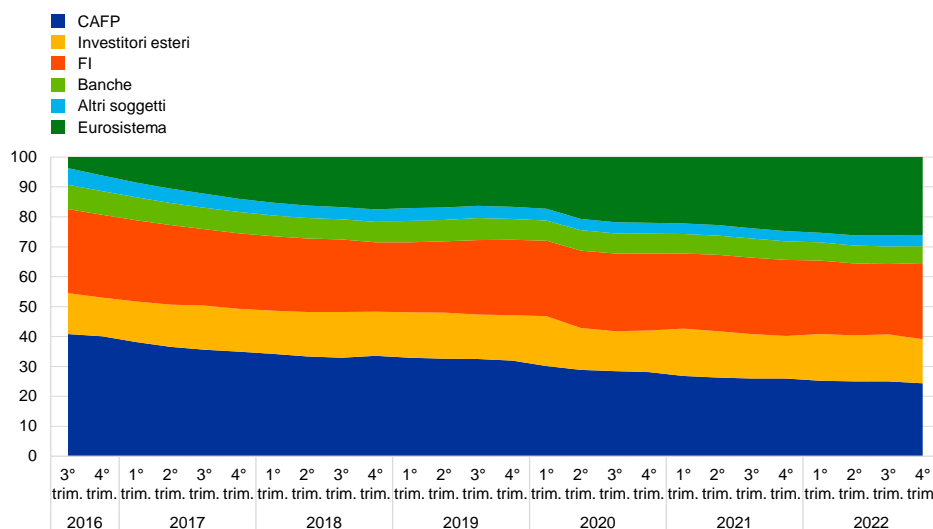
<sup>5</sup> Al netto delle consistenze detenute dall'Eurosistema, la quota di mercato riconducibile ad assicurazioni e fondi pensione è scesa dal 43 per cento nel 2016 al 33 per cento nel 2022.

<sup>6</sup> Le consistenze detenute da società di assicurazione e fondi pensione sono aumentate in misura minore, in parte per via del fatto che le attività da loro gestite non hanno conosciuto una crescita tanto significativa quanto quella delle attività di altri grandi categorie di investitori nel periodo in esame.

## Grafico B

### Distribuzione dei titoli idonei ai fini del CSPP tra i vari settori

(valori percentuali)



Fonti: BCE e sue elaborazioni.

Note: il grafico mostra le consistenze detenute da ogni settore istituzionale in percentuale del totale.

**Le variazioni nella distribuzione delle consistenze di obbligazioni implicano, in presenza di scarse tensioni di mercato, una risposta più forte della domanda di obbligazioni di società non finanziarie dell'area dell'euro da parte del settore privato all'aumento dei differenziali.** Si rileva che la domanda totale del settore privato, ottenuta aggregando le domande delle diverse categorie di investitori che lo compongono e ponderandole per le rispettive consistenze, reagisce positivamente a un contemporaneo incremento dei differenziali obbligazionari. Questa risposta aggregata, tuttavia, cela differenze tra le varie categorie di investitori: mentre si stima<sup>7</sup> che le imprese di assicurazione e i fondi pensione mostrino un'elasticità negativa della domanda di obbligazioni societarie rispetto ai differenziali (ossia tendono a ridurre le proprie consistenze di titoli idonei ai fini del CSPP quando i differenziali aumentano), i fondi di investimento, gli investitori esteri e le banche tendono ad accrescere le loro consistenze di titoli idonei quando i differenziali aumentano (cfr. il pannello a) del grafico C)<sup>8</sup>. Pertanto, la riduzione della quota di mercato delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione rende maggiormente positiva l'elasticità aggregata della domanda rispetto agli spread. Queste relazioni

<sup>7</sup> La domanda di obbligazioni societarie di ciascuna categoria di investitori è stimata utilizzando l'approccio di riferimento illustrato in Kojien, R.S.J. e Yogo, M., "A Demand System Approach to Asset Pricing", *Journal of Political Economy*, vol. 127, n. 4, 2019, pagg. 1475-1515. Allo scopo di limitare la possibile influenza del CSPP sull'elasticità della domanda di ciascuna categoria di investitori, il periodo campionario non comprende i trimestri in cui gli acquisti dell'Eurosistema sono stati particolarmente elevati. Per evidenze relative all'elasticità della domanda nel settore privato, cfr. il riquadro "The Eurosystem's asset purchase programme, risk-taking and portfolio rebalancing", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2019.

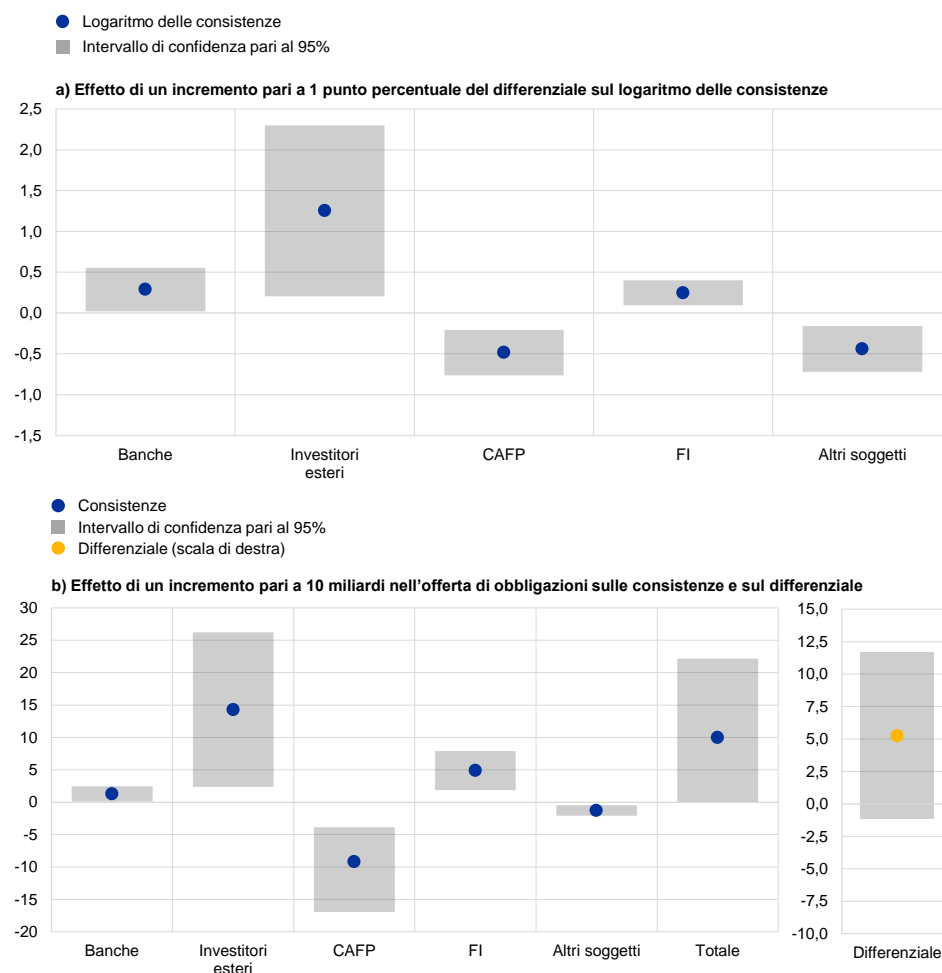
<sup>8</sup> Anche nel caso di investitori del settore privato dell'area dell'euro diversi da banche, fondi di investimento e compagnie di assicurazione e fondi pensione si osserva una moderazione della risposta positiva, ma in misura solo marginale, poiché le loro consistenze di obbligazioni idonee ai fini del CSPP sono relativamente modeste. L'elasticità negativa della domanda da parte di questa categoria di investitori rispetto ai differenziali è interamente attribuibile al comportamento delle famiglie. Per evidenze relative alla domanda di attività da parte del settore delle famiglie, cfr. Gabaix, X., Kojien, R.S.J., Mainardi, F., Oh, S.S. e Yogo, M., "Asset Demand of U.S. Households", *mimeo*, 2022.

empiriche possono tuttavia riflettere lo specifico periodo assunto come campione, caratterizzato da bassi tassi di interesse, e sono suscettibili di variazioni in futuro<sup>9</sup>.

## Grafico C

### Domanda di titoli idonei ai fini del CSPP da parte del settore privato

(pannello a): miliardi di euro espresso in logaritmo; pannello b): scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: punti base)



Fonte: BCE, Intercontinental Exchange ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra l'effetto stimato di un aumento pari a 1 punto percentuale del differenziale delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP sul logaritmo delle consistenze detenute da ciascun settore. Il pannello b) mostra l'effetto di un incremento inatteso di 10 miliardi di euro nell'offerta di obbligazioni idonee ai fini del CSPP sulle consistenze detenute da ciascun settore, sul totale delle consistenze del settore privato (entrambi espressi in miliardi di euro) e sul differenziale di equilibrio (in punti base). Gli effetti sono stimati nel periodo compreso tra il secondo trimestre del 2017 e il terzo trimestre del 2019 e in quello che va dal primo trimestre del 2022 al quarto trimestre 2022 utilizzando variabili strumentali e, per il settore dei fondi di investimento, sono ottenuti al netto delle consistenze dei FI in Lussemburgo e Irlanda.

**La maggiore reattività della domanda del settore privato ai differenziali sembra indicare un'attenuazione degli effetti di un aumento dell'offerta obbligazionaria sui differenziali (cfr. il pannello b) del grafico C).** Le osservazioni degli ultimi anni

<sup>9</sup> Ad esempio, utilizzando i rendimenti ritardati (anziché i differenziali contemporanei) e un periodo campionario precedente, compreso tra il 2004 e il 2014, Timmer, Y., in "Cyclical investment behavior across financial institutions", *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n. 2, agosto 2018, pagg. 268-286, osserva che compagnie di assicurazione e fondi pensione si comportano in modo anticiclico, ossia tendono ad accrescere le loro consistenze quando i rendimenti del periodo esaminato sono bassi. Al tempo stesso, l'autore riconosce l'eterogeneità delle evidenze empiriche esistenti in letteratura, rilevando comportamenti sia prociclici sia anticiclici dei CAFI, e afferma in particolare che un contesto di tassi di interesse bassi potrebbe indebolire i comportamenti anticiclici.

indicano che le compagnie di assicurazione e i fondi pensione possono amplificare le pressioni al rialzo sui differenziali derivanti dall'aumento dell'offerta obbligazionaria, poiché tendono a vendere i titoli quando i differenziali aumentano. Altri investitori del settore privato si trovano quindi ad assorbire l'incremento dell'offerta come anche i titoli ceduti dai CAFP, il che comporta un ulteriore aumento dei differenziali per indurli a farlo (rispetto a un'ipotetica situazione in cui le consistenze detenute dai CAFP resterebbero invariate)<sup>10</sup>. Quando la quota di mercato delle obbligazioni societarie facente capo a compagnie di assicurazione e fondi pensione è più bassa, l'effetto di amplificazione può essere proporzionalmente più debole. Per questo motivo, in condizioni di ridotte tensioni sul mercato, il calo di detta quota ha attenuato gli effetti delle variazioni dell'offerta obbligazionaria sui differenziali rispetto al momento in cui i CAFP rappresentavano i maggiori detentori di obbligazioni idonee ai fini del CSPP. Questo effetto di attenuazione potrebbe tuttavia indebolirsi nel tempo in caso di variazioni nelle elasticità della domanda o nella composizione della base degli investitori privati, ad esempio in risposta alla riduzione delle consistenze di obbligazioni di società non finanziarie dell'area dell'euro detenute dall'Eurosistema<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> L'effetto di amplificazione è analogo a quello osservato nel mercato dei titoli di Stato, in cui compagnie di assicurazione e fondi pensione reagiscono all'aumento dei rendimenti riducendo le proprie consistenze, esercitando quindi ulteriori pressioni al rialzo sui rendimenti. Tale comportamento è dovuto al fatto che la durata finanziaria delle passività detenute dai CAFP è più sensibile ai tassi di interesse a lungo termine rispetto alla durata finanziaria delle attività. Ciò comporta che quando i rendimenti dei titoli di Stato aumentano, il divario tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività dei CAFP diminuisce, consentendo loro di cedere le obbligazioni a più lungo termine. Cfr. Domanski, D., Shin, H.S. e Sushko, V., "The hunt for duration: Not waving but drowning?", *IMF Economic Review*, Fondo monetario internazionale, 2017, vol. 65, pagg. 113-153; il riquadro "Investment strategies of euro area insurers and pension funds: procyclical or countercyclical?", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017; Kojien, R.S.J., Koulischer, F., Nguyen, B. e Yogo, M., "Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area", *Journal of Financial Economics*, vol. 140, 2021, pp. 1-20; e Carboni, G. ed Ellison, M., "Preferred habitat and monetary policy through the looking-glass", *Working Paper Series*, n. 2697, BCE, agosto 2022.

<sup>11</sup> A giugno 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine ai reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività a partire da luglio 2023.

## Il ruolo della ricchezza immobiliare nella trasmissione della politica monetaria

a cura di Paola Di Casola

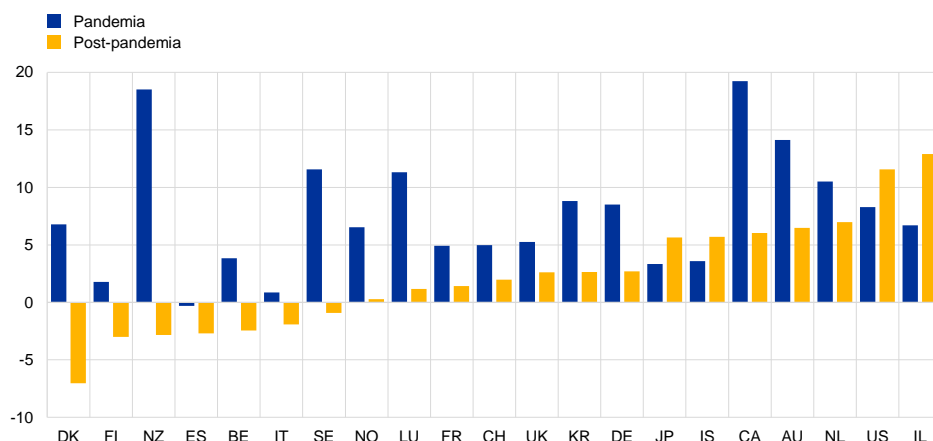
**La crescita dei prezzi degli immobili residenziali sta rallentando nelle economie avanzate, a fronte dell'inasprimento della politica monetaria a livello mondiale e del venir meno dei rapidi aumenti osservati durante la pandemia di coronavirus (COVID-19).** Negli ultimi anni in molte economie avanzate si è assistito a un aumento significativo dei prezzi reali delle abitazioni, accentuatosi ulteriormente durante la pandemia. Test statistici indicano una crescita sostenuta dei prezzi degli immobili residenziali durante la pandemia in molti paesi, che in certi casi si è manifestata con aumenti superiori al 10 per cento sui dodici mesi (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. Alla base vi erano diversi fattori. In primo luogo, il contesto di bassi tassi di interesse che ha caratterizzato l'ultimo decennio ha dato origine a un comportamento orientato alla ricerca di rendimento, che ha determinato un innalzamento dei prezzi delle abitazioni. Inoltre, il sostegno di bilancio, determinando un aumento della ricchezza netta delle famiglie, soprattutto durante la fase principale della pandemia, ha consentito alla crescita dei prezzi delle case di permanere su livelli elevati. Infine, ha altresì contribuito la maggiore domanda di alcuni tipi di alloggi, scaturita in parte da un cambiamento delle preferenze di vita, connesso, tra le altre cose, alle nuove esigenze di lavoro da remoto e alle minori necessità di spostamenti<sup>2</sup>. Questo andamento dei prezzi degli immobili residenziali ha subito un'inversione di tendenza nel 2022, quando si sono mostrati i primi segni di irrigidimento della politica monetaria in tutto il mondo: alcuni paesi hanno iniziato a registrare incrementi meno significativi o perfino diminuzioni dei prezzi reali delle abitazioni (cfr. il grafico A)<sup>3</sup>.

- 
- <sup>1</sup> Un test modificato di radice unitaria secondo l'approccio illustrato in Pavlidis, E. et al., "Episodes of Exuberance in Housing Markets: In Search of the Smoking Gun", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 53, numero 4, 2016, pagg. 419-449 rappresenta una possibile valutazione di esuberanza della crescita dei prezzi reali delle abitazioni. [Stime aggiornate](#) sono rese disponibili dalla Federal Reserve Bank of Dallas.
  - <sup>2</sup> Considerazioni basate sull'analisi pubblicata nel riquadro "Drivers of rising house prices and the risk of reversals", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2022, con dati e modelli analoghi.
  - <sup>3</sup> Per una panoramica sull'orientamento della politica monetaria a livello mondiale, cfr. il [CFR Global Monetary Policy Tracker](#). Per un'analisi del recente peggioramento della percezione degli immobili residenziali come buon investimento da parte delle famiglie dell'area dell'euro, principalmente a causa dell'atteso aumento dei tassi di interesse sui mutui, cfr. il riquadro 1 *Perché è diminuito l'interesse per il settore immobiliare? Evidenze dall'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE* in questo numero del Bollettino.

## Grafico A

### Andamenti dei prezzi reali delle abitazioni nelle economie avanzate

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Federal Reserve Bank of Dallas ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Pandemia" si riferisce al periodo dal primo trimestre del 2020 al primo trimestre del 2022. La voce "Post-pandemia" si riferisce al periodo dal secondo trimestre del 2022 al terzo trimestre del 2022.

### Il mercato degli immobili residenziali rappresenta un elemento importante nella trasmissione della politica monetaria all'economia.

Importanti studi accademici hanno ad esempio riscontrato uno stretto legame tra il mercato degli immobili residenziali e la trasmissione della politica monetaria nei modelli DSGE<sup>4</sup>. In tali modelli la presenza di acquirenti di abitazioni caratterizzati da difficoltà di accesso al credito rafforza la trasmissione della politica monetaria attraverso ulteriori canali, oltre a quello standard di sostituzione intertemporale. Uno è il canale dei flussi di cassa, per cui l'aumento dei tassi di interesse, ad esempio, determina un innalzamento del costo del rimborso dei mutui, riducendo così le risorse disponibili per i consumi; il secondo è il canale delle garanzie, in cui l'aumento dei tassi di interesse riduce i prezzi delle abitazioni a garanzia dei mutui ipotecari, rendendo i vincoli più stringenti<sup>5</sup>. La rilevanza di tali canali è influenzata dalle caratteristiche specifiche del mercato dei mutui di un determinato paese, quali, ad esempio, la quota di mutui a tasso variabile o il livello di indebitamento delle famiglie. La ricerca accademica ha segnalato una correlazione positiva tra la quota di mutui a tasso variabile e l'intensità di trasmissione della politica monetaria<sup>6</sup>. Quanto al livello di indebitamento delle famiglie, vi sono alcune evidenze che suggeriscono una

<sup>4</sup> Cfr. Iacoviello, M., "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, vol. 95, n. 3, 2005, pagg. 739-764; Iacoviello, M. e Neri, S., "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n. 2, 2010, pagg. 125-164; Gerali, A., Neri, S., Sessa, S. e Signoretti, F.M., "Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, numero s1, 2010, pagg. 107-141.

<sup>5</sup> Il canale di sostituzione intertemporale implica, ad esempio, che l'aumento dei tassi di interesse incentiva gli agenti economici ad accantonare sotto forma di risparmi le risorse attualmente disponibili, al fine di aumentare i consumi futuri.

<sup>6</sup> Cfr. Corsetti, G., Duarte, J.B. e Mann, S., "One Money, Many Markets", *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, numero 1, 2022, pagg. 513-548; Calza, A., Monacelli, T. e Stracca, L., "Housing finance and monetary policy", *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, numero s1, 2013, pagg. 101-122.

relazione con un effetto più forte della politica monetaria sul PIL<sup>7</sup>.

Pertanto, i cambiamenti strutturali nel mercato dei mutui ipotecari e nei livelli di indebitamento delle famiglie nell'area dell'euro sono possibili fattori di distinzione dell'attuale ciclo di inasprimento rispetto ai precedenti. Poiché la dimensione temporale dei dati disponibili per lo studio empirico di tali questioni è limitata, il presente riquadro illustra le evidenze tratte da un'analisi su più paesi.

**L'analisi si fonda su modelli empirici strutturali, basati sulla letteratura recente e che si avvalgono di dati sui prezzi delle abitazioni e tassi ombra confrontabili tra loro, al fine di tenere altresì conto della politica monetaria non**

**convenzionale.** Sono stati stimati modelli BVAR strutturali per 19 economie avanzate per il periodo dal primo trimestre del 1995 al primo trimestre del 2022; è possibile aggiornare l'analisi ogni volta si rendano disponibili nuovi dati.

Il campione include le economie più avanzate, di cui otto appartenenti all'area dell'euro, per le quali si dispone di dati sui prezzi delle abitazioni confrontabili tra loro<sup>8</sup>. Di fatto, i paesi dell'area dell'euro si sono rivelati piuttosto dissimili in termini di effetti della politica monetaria sull'economia, a causa di fattori riconducibili al mercato degli immobili residenziali. Un'analisi su più paesi che include altre economie avanzate contribuisce a spiegare tali differenze. Il modello comprende le seguenti variabili: consumi privati, prezzi al consumo, credito alle famiglie, prezzi reali delle abitazioni, un tasso di interesse e il tasso di cambio effettivo reale<sup>9</sup>. Per quanto riguarda il tasso di interesse, si adotta il tasso di riferimento o il tasso ombra calcolato da Krippner (cfr. la nota a piè di pagina), essendo disponibile per molti paesi in cui sono stati effettuati acquisti di attività dalle rispettive banche centrali<sup>10</sup>. Si include inoltre un blocco di variabili estere per tenere conto degli

<sup>7</sup> Cfr. Gelos, R.G., Mancini Griffoli, T., Narita, M., Grinberg, F., Rawat, U. e Khan, S., "Has Higher Household Indebtedness Weakened Monetary Policy Transmission?", *IMF Working Papers*, n. 2019/011, Fondo monetario internazionale, 2019. Per un'analisi dei dati svedesi, cfr. Di Casola, P. e Iversen, J., "Monetary policy with high household debt and low interest rates", *Staff Memo*, Sveriges Riksbank, ottobre 2019, e Stockhammar, P., Strid, I. e Tornese, T., "How has the impact of the policy rate on consumption changed when the debt-to-income ratio has risen?", *Economic Commentary*, n. 9, Sveriges Riksbank, 2022.

<sup>8</sup> I dati relativi ai prezzi delle abitazioni sono tratti dalla base dati costruita dalla Federal Reserve Bank of Dallas. Per una descrizione della serie di dati, cfr. Mack, A. e Martínez-García, E., "A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note", *Working Paper Series*, n. 99, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas, 2011. Sono state selezionate tutte le economie avanzate presenti nella base dati, eccetto la Svizzera, caratterizzata da serie più corte di dati disponibili, e il Lussemburgo, per la sua natura peculiare.

<sup>9</sup> I dati sui consumi e sui prezzi al consumo provengono dall'OCSE. I dati sul credito alle famiglie e sul tasso di cambio effettivo reale sono della BRI. Il tasso ombra costituisce una misura dell'orientamento di politica monetaria quando i tassi di interesse sono prossimi al limite inferiore pari a zero. Il tasso ombra di Krippner si basa su un modello della struttura per scadenze; cfr. Krippner, L., "Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments", *Economics Letters*, vol. 118, numero 1, 2013, pagg. 135-138.

<sup>10</sup> Ove non disponibili, si utilizza il tasso a breve termine sui titoli di Stato (per la Svezia).



andamenti mondiali<sup>11</sup>. L'approccio di identificazione amplia la metodologia utilizzata in altri studi per individuare gli shock alla domanda di abitazioni, alla politica monetaria e all'offerta di mutui in modo separato dagli shock di domanda aggregata e di offerta aggregata<sup>12</sup>.

### **L'effetto massimo degli shock di politica monetaria sui prezzi delle abitazioni e sui consumi presenta una grande eterogeneità nelle economie avanzate.**

L'impatto dell'inasprimento della politica monetaria sui prezzi delle case è negativo e più marcato nei paesi con livelli più elevati di indebitamento delle famiglie. Gli shock di politica monetaria hanno ripercussioni più negative sui consumi in presenza di una quota maggiore di proprietari immobiliari che hanno contratto mutui e di un livello più alto di indebitamento delle famiglie (cfr. il grafico B). Un aumento pari all'1 per cento del tasso di interesse (ombra) incide in misura trascurabile sui consumi privati in Germania e in Italia, dove la quota di proprietari che hanno contratto un mutuo per acquistare una casa è bassa o molto bassa, mentre in Danimarca e Norvegia tale aumento comporta una riduzione dei consumi privati pari al 2,5 per cento circa. Tuttavia, fino alla fine del periodo campione, vi sono solo deboli evidenze del fatto che una quota più elevata di mutui a tasso variabile implichi un maggiore effetto sui consumi in caso di shock di politica monetaria<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Per tutti i paesi, eccetto gli Stati Uniti, è incluso, inoltre, un blocco di variabili estere come blocco esogeno, al fine di rilevare l'influenza dei fattori esteri per le piccole economie aperte. Per il blocco estero si considera una media delle variabili di Stati Uniti e area dell'euro o, in alternativa, solo dati statunitensi, in base ai rapporti commerciali di ogni economia aperta di piccole dimensioni. Inoltre, per i paesi di grandi dimensioni appartenenti all'area dell'euro (Germania, Spagna, Francia e Italia) sono inclusi il PIL in termini aggregati e i prezzi al consumo dell'area, come blocco endogeno utile per tenere in considerazione il ruolo dei paesi dell'area dell'euro di grandi dimensioni nell'aggregato, come in Ciccarelli, M., Kuik, F. e Martínez Hernández, C., "The asymmetric effects of weather shocks on euro area inflation", *Working Paper Series*, n. 2798, BCE, 2023. L'importanza di considerare il blocco estero nei modelli VAR delle economie aperte di piccole dimensioni è evidenziato, tra gli altri, in Corbo, V. e Di Casola, P., "Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies", *Journal of International Money and Finance*, vol. 122, 2022.

<sup>12</sup> Per l'identificazione degli shock sono state imposte restrizioni nulle e di segno di breve periodo e l'approccio basato sulla massima varianza degli errori di previsione (Max Forecast Error Variance, Max FEV), ampliando la metodologia illustrata in Calza, A. et al., op. cit. e in Nocera, A. e Roma, M., "House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs", *Working Paper Series*, n. 2073, BCE, 2017. L'approccio Max FEV è stato proposto per la prima volta in Uhlig, H., "What moves real GNP?", mimeo, 2003. Si presume che sia lo shock dal lato della domanda di abitazioni sia quello dal lato dell'offerta di mutui abbiano un effetto ritardato su consumi, prezzi al consumo e tasso di interesse. Mentre si ipotizza che lo shock dal lato dell'offerta di mutui generi un comovimento tra prezzi delle abitazioni e credito alle famiglie, si suppone che lo shock dal lato della domanda di immobili residenziali spieghi la maggior parte della scomposizione della varianza degli errori di previsione dei prezzi delle case su orizzonti brevi. Si presume che lo shock di politica monetaria abbia un effetto ritardato su consumi e prezzi al consumo. Si ipotizza, inoltre, che un aumento dei tassi di interesse determini un calo dei prezzi reali delle abitazioni e del credito alle famiglie e un apprezzamento della valuta locale.

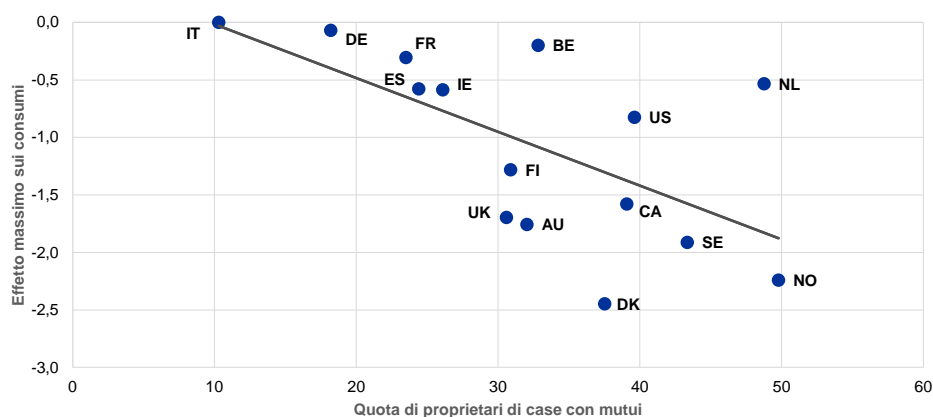
<sup>13</sup> I dati si riferiscono a nuovi mutui, sulla base di Badarinza, C., Campbell, J.Y. e Ramadorai, T., "What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages", *Management Science*, vol. 64, n. 5, 2018, pagg. 1975-2471. Per evidenze sulle determinanti della quota di mutui a tasso variabile nell'area dell'euro, cfr. Albertazzi, U., Fringuellotti, F. e Ongena, S., "Fixed Rate versus Adjustable Rate Mortgages: Evidence from Euro Area Banks", *Research Paper Series*, n. 20-99, Swiss Finance Institute, 2023. Per ulteriori analisi su come la quota di mutui a tasso variabile e l'onere del debito incidano sulle aspettative dei consumatori durante le fasi di irrigidimento della politica monetaria, cfr. anche il riquadro 2 *Le aspettative dei consumatori sui tassi di interesse nel ciclo di inasprimento della politica monetaria* in questo numero del Bollettino.

## Grafico B

Effetto massimo di uno shock di politica monetaria pari all'1 per cento sui consumi in base alla quota di proprietari di case con mutui e livelli di indebitamento delle famiglie

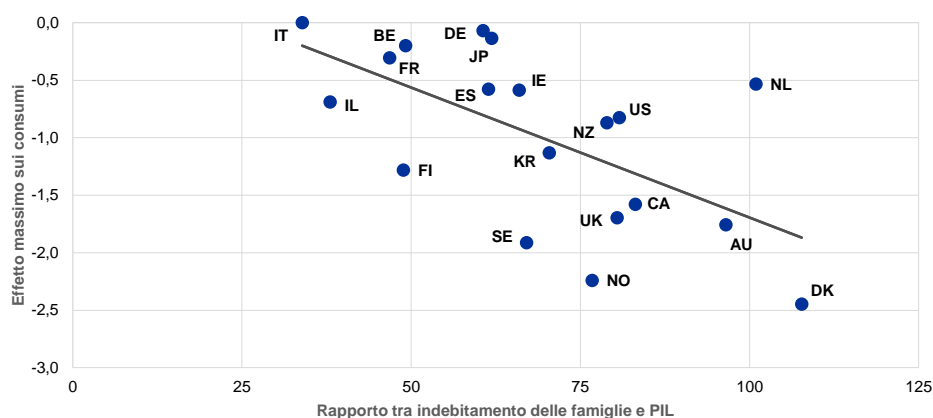
### a) Quota di proprietari di case con mutui

(valori percentuali)



### b) Livello di indebitamento delle famiglie

(valori percentuali)



Fonti: OCSE, BRI ed elaborazioni della BCE.

Note: l'insieme di paesi dipende dalla disponibilità dei dati. Le ultime osservazioni per gli effetti sui consumi si riferiscono al primo trimestre del 2022. Pannello a): le ultime osservazioni per la quota di proprietari di case con mutui si riferiscono al 2020 o a periodi precedenti. Pannello b): le ultime osservazioni per i rapporti tra indebitamento delle famiglie e PIL si riferiscono al primo trimestre del 2022.

**I canali delle garanzie e dei flussi di cassa rappresentano degli elementi chiave alla base delle differenze tra paesi nella rilevanza del canale di trasmissione della politica monetaria legato agli immobili residenziali.** Le differenze osservate nell'impatto degli shock di politica monetaria tra i vari paesi potrebbero essere in parte riconducibili a quelle registrate negli effetti che tali shock esercitano sui livelli dei prezzi delle abitazioni. Al fine di isolare la misura in cui tale eterogeneità dipenda dal canale delle garanzie, in base al fatto che il valore delle garanzie sottostanti gli immobili residenziali è influenzato in maniera diversa da paese a paese, si considera l'effetto massimo sui consumi, normalizzato dall'effetto massimo sui prezzi delle case. I risultati mostrano che, con questa normalizzazione, l'impatto della politica monetaria sui consumi si conferma più forte nei paesi con una maggiore quota di proprietari di abitazioni con mutui (cfr. il pannello a) del grafico C). Il canale più

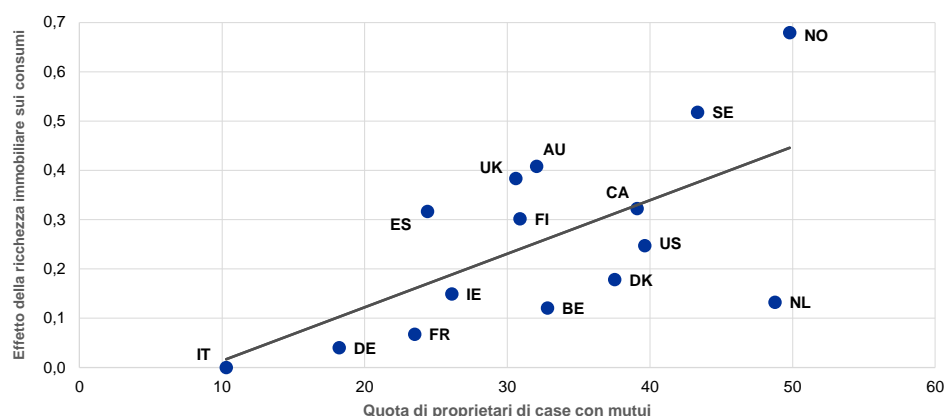
rilevante sembra essere, pertanto, quello dei flussi di cassa. Un rapporto più elevato tra indebitamento delle famiglie e PIL comporta un impatto maggiore sui consumi, ma la relazione si indebolisce se si pone come condizione l'effetto massimo sui prezzi delle abitazioni. Infine, nei paesi con una quota maggiore di mutui a tasso variabile l'effetto massimo sui consumi si manifesta con maggiore rilevanza e in anticipo, dopo la normalizzazione per l'effetto massimo sui prezzi delle abitazioni (cfr. il pannello b) del grafico C). Tale evidenza corrobora ulteriormente la nozione secondo cui è il canale dei flussi di cassa a determinare la relazione, benché sussistano altre differenze strutturali nei mercati dei mutui dei paesi europei che potrebbero rivestire un ruolo nello spiegare alcune delle differenze osservate tra questi.

### Grafico C

Effetto massimo della ricchezza immobiliare sui consumi in base alla quota di proprietari di case con mutui e alla quota di mutui a tasso variabile

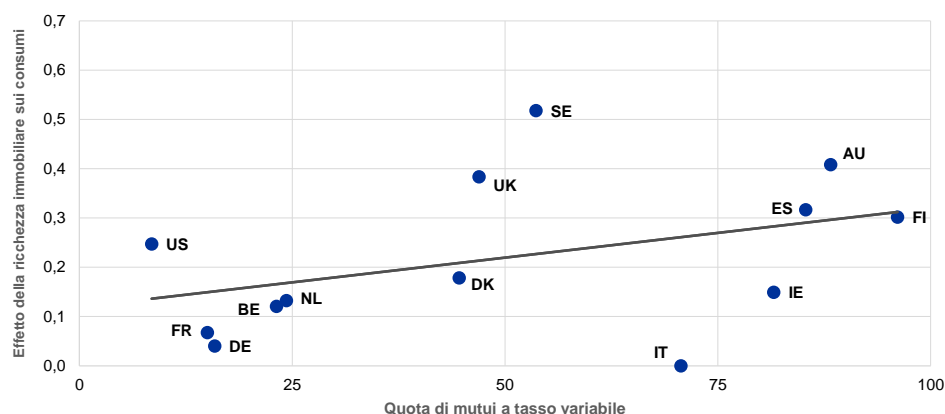
a) Quota di proprietari di case con mutui

(valori percentuali)



b) Quota di mutui a tasso variabile

(valori percentuali)



Fonti: OCSE, Badarinza et al.\*), Corsetti et al.\*\*\*) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'effetto massimo sui consumi è normalizzato dall'effetto massimo sui prezzi delle abitazioni. Le ultime osservazioni per gli effetti della ricchezza immobiliare si riferiscono al primo trimestre del 2022. L'insieme di paesi dipende dalla disponibilità dei dati.

Pannello a): le ultime osservazioni per la quota di proprietari di case con mutui si riferiscono al 2020 o a periodi precedenti.

Pannello b): le ultime osservazioni per la quota di mutui a tasso variabile si riferiscono al 2013.

\*) Cfr. Badarinza, C., Campbell, J.Y. e Ramadorai, T., "What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages", *Management Science*, vol. 64, n. 5, 2018, pagg. 1975-2471.

\*\*) Cfr. Corsetti, G., Duarte, J.B. e Mann, S., "One Money, Many Markets", *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, numero 1, 2022, pagg. 513-548.

**Rispetto ai precedenti cicli di inasprimento, i canali delle garanzie e dei flussi di cassa potrebbero amplificare la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro attraverso il mercato degli immobili residenziali.**

Nel complesso tali evidenze contribuiscono ad alimentare il dibattito in corso circa la trasmissione della politica monetaria, evidenziando il ruolo fondamentale dei canali delle garanzie e dei flussi di cassa<sup>14</sup>. In termini relativi, i paesi di maggiori dimensioni appartenenti all'area dell'euro si collocano nella parte inferiore della distribuzione per quanto riguarda le quote di proprietari di case con mutui e di livelli di indebitamento delle famiglie (cfr. il grafico C), mostrando pertanto che il canale della ricchezza immobiliare è meno rilevante in caso di famiglie che hanno contratto debiti. Osservando gli andamenti nel tempo, la quota di mutui a tasso variabile nell'ultimo decennio è diminuita nell'area dell'euro, in particolare nei paesi in cui tali quote sono elevate<sup>15</sup>. Allo stesso tempo, in molti paesi le quote di proprietari di case con mutui e i livelli di indebitamento delle famiglie sono più elevati ora, rispetto ai precedenti cicli di inasprimento. A livello aggregato l'aumento è modesto e i paesi sono divenuti sempre più simili tra loro (cfr. il grafico D). La trasmissione della politica monetaria attraverso il canale dell'edilizia residenziale potrebbe, quindi, essere lievemente più rilevante e più uniforme tra paesi rispetto ai precedenti cicli di inasprimento. Tale risultato è altresì coerente con l'analisi dell'effetto degli shock di politica monetaria sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, a riprova di un impatto più forte nelle giurisdizioni caratterizzate da livelli maggiori di indebitamento delle famiglie<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Ad esempio, la Sveriges Riksbank, nella comunicazione di politica monetaria rilasciata a settembre 2022, ha citato i più alti livelli di indebitamento delle famiglie per sostenere che, rispetto al passato, sarebbe necessario un minore irrigidimento della politica monetaria per ottenere lo stesso effetto sull'economia. La Bank of England, invece, a giugno 2023 è ricorsa all'argomentazione della maggiore quota di mutui a tasso fisso nel Regno Unito per spiegare perché l'impatto dell'attuale aumento del tasso di riferimento non si percepirebbe appieno per un po' di tempo.

<sup>15</sup> Cfr. l'intervento di Lane, P.R., "The euro area hiking cycle: an interim assessment", Dow Lecture, National Institute of Economic and Social Research, 16 febbraio 2023.

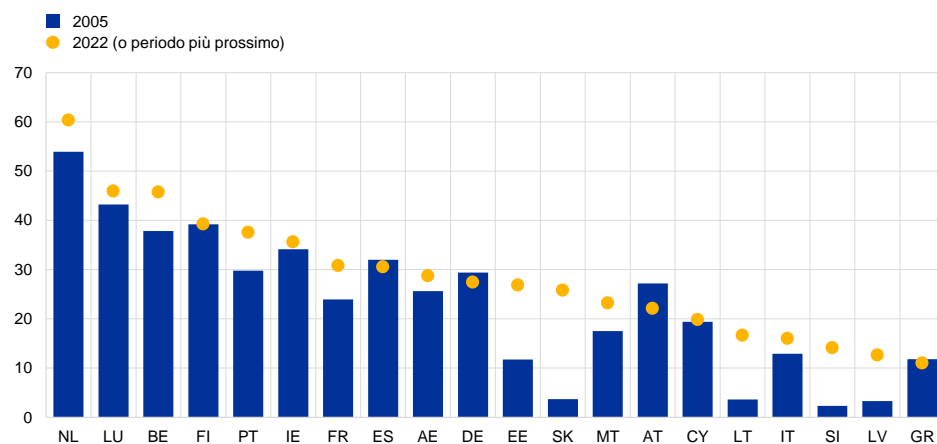
<sup>16</sup> Cfr. il riquadro 1 *Politica monetaria e investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

## Grafico D

Variazioni della quota di proprietari di case con mutui e dei livelli di indebitamento delle famiglie nell'area dell'euro

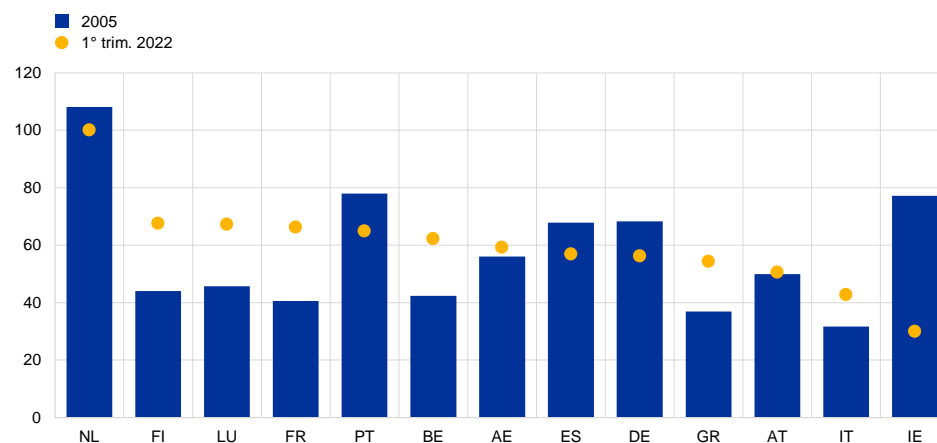
### a) Quota di proprietari di case con mutui

(valori percentuali)



### b) Livello di indebitamento delle famiglie

(in percentuale del PIL)



Fonti: statistiche dell'Unione europea sul reddito e sulle condizioni di vita e BRI.

Note: l'insieme di paesi dipende dalla disponibilità dei dati. Pannello a): le ultime osservazioni si riferiscono al 2022, o al 2021 in caso di indisponibilità dei dati relativi al 2022. Pannello b): le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022. Fonte dei dati scelta per coerenza con le analisi mostrate nei grafici B e C.

## 8 L'inflazione e la reazione delle retribuzioni del settore pubblico nell'area dell'euro

a cura di Cristina Checherita-Westphal e Aurelian Vlad

**Nel contesto di elevata inflazione che (malgrado i recenti cali) sta caratterizzando l'area dell'euro, per quantificare le pressioni aggiuntive sui salari del comparto privato e sull'inflazione di fondo è utile esaminare la reazione delle retribuzioni del settore pubblico.** Pur rappresentando solo circa un quinto dei redditi da lavoro dipendente dell'intera economia nell'area, il settore pubblico può fornire un segnale rilevante per le trattative salariali nel comparto privato. La crescita delle retribuzioni nel settore pubblico può quindi influire sull'inflazione sia attraverso un canale diretto (domanda aggregata) sia mediante un canale indiretto (come segnale per le variazioni dei salari nel comparto privato). Il presente riquadro fornisce un aggiornamento delle precedenti analisi condotte sulle proiezioni relative alle retribuzioni del settore pubblico per l'area dell'euro, anche con riferimento alle caratteristiche istituzionali che disciplinano la determinazione di tali salari nei vari paesi dell'area<sup>1</sup>. Lo studio si basa sulle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2023 ed è corroborato da un questionario compilato dai membri del gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPf) del Sistema europeo di banche centrali<sup>2</sup>.

**Dopo essere generalmente aumentate a tassi superiori all'inflazione a partire dall'introduzione dell'euro, nel 2022 le retribuzioni del settore pubblico hanno subito una profonda riduzione in termini reali, sebbene ci si attenda che registrino una parziale ripresa nell'orizzonte temporale di proiezione 2023-2025 (cfr. il grafico A).** Nel periodo 2001-2021 i salari e i redditi per occupato nel pubblico impiego dell'area dell'euro sono aumentati, in media, a un tasso del 2,3 per cento sui dodici mesi, segnando una crescita lievemente più elevata di quella delle retribuzioni nel settore privato (2,0 per cento) e superiore all'inflazione misurata sullo IAPC (1,7 per cento), sebbene con differenze tra periodi, soprattutto durante gli episodi di crisi. Le retribuzioni nel settore pubblico, ad esempio, sono aumentate più rapidamente dell'inflazione e dei salari nel comparto privato prima e durante la crisi finanziaria mondiale e più lentamente durante la crisi del debito sovrano. Nel 2020, all'insorgere della crisi legata al coronavirus (COVID-19), le retribuzioni del settore

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, Checherita-Westphal, C. (a cura di), "Public wage and pension indexation in the euro area: an overview", *Occasional Paper Series*, n. 299, BCE, agosto 2022. Il lavoro contiene anche un'analisi del ruolo che le retribuzioni del settore pubblico svolgono nel determinare la dinamica salariale nel comparto privato. Sulla base di una rassegna della letteratura empirica, l'analisi conclude che generalmente gli studi panel riguardanti i paesi dell'area dell'euro riscontrano evidenze di una relazione positiva tra salari dei settori pubblico e privato, nonché di un rapporto di causalità bidirezionale. A livello di singoli paesi, con particolare riferimento al nesso di causalità, le evidenze sono meno nette in vari studi. Considerando diversi campioni di paesi dell'area dell'euro, il lavoro rileva una stretta relazione positiva tra le retribuzioni del settore pubblico e quelle del settore privato, con il rapporto di causalità che si manifesta in entrambe le direzioni. In particolare, i risultati della regressione panel indicano un aumento della crescita media dei salari nel comparto privato compreso tra 0,3 e 0,5 punti percentuali per un incremento di 1 punto percentuale della crescita delle retribuzioni nel pubblico impiego, tenendo conto delle altre determinanti dei salari nel settore privato.

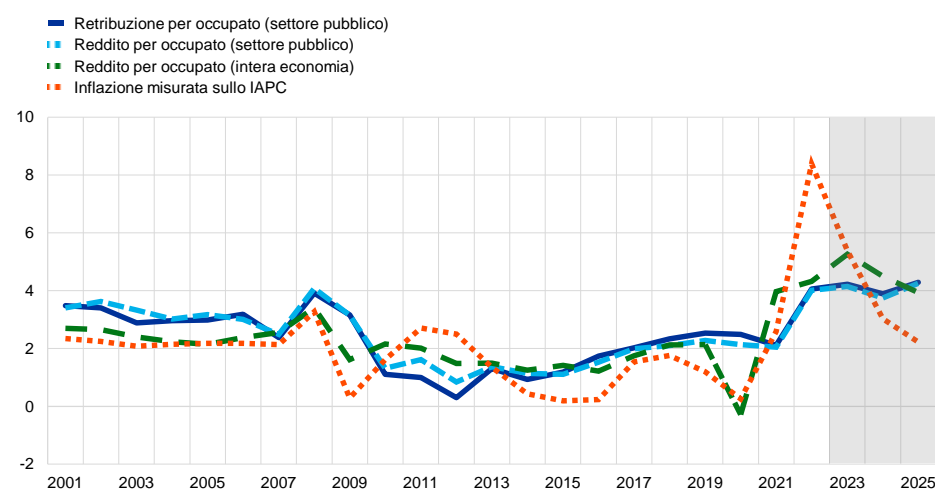
<sup>2</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2023* per maggiori dettagli sull'andamento del reddito per occupato e dell'inflazione a livello di intera economia.

pubblico hanno continuato a crescere in maniera costante, riflettendo, tra l'altro, i premi riconosciuti nel comparto sanitario<sup>3</sup>. Nel 2022 la dinamica dei salari del settore pubblico nell'area dell'euro si è ridotta in termini reali (di 4,3 punti percentuali) ma, secondo le proiezioni, se ne prevede una parziale ripresa nel periodo 2023-2025, con un tasso di crescita nominale medio del 4,1 per cento. Nel periodo 2022-2025, la crescita delle retribuzioni nominali nel settore pubblico dovrebbe ancora essere inferiore all'inflazione di circa 2,5 punti percentuali in termini cumulati (la differenza si ridurrebbe a meno di 1 punto percentuale per il periodo 2020-2025, che include l'impatto della crisi legata al COVID-19).

### Grafico A

Crescita delle retribuzioni nel settore pubblico dell'area dell'euro rispetto all'inflazione e ad altri indicatori dei redditi da lavoro dipendente

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: banca dati delle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE. Note: i dati sui salari e sui redditi riportati nel grafico rappresentano i tassi di crescita sui dodici mesi. Queste tre dimensioni aggregate per l'area dell'euro sono medie ponderate per il PIL di dati specifici relativi ai vari paesi. I dati relativi alla retribuzione per occupato nel settore pubblico (cui nel presente riquadro si fa riferimento anche con il concetto di "retribuzioni medie del settore pubblico") sono calcolati a livello nazionale dividendo la spesa registrata alla voce "Retribuzioni e stipendi" della banca dati sulle statistiche di finanza pubblica (cui nel presente riquadro si fa riferimento anche con il concetto di "spesa per le retribuzioni del settore pubblico") per il numero dei dipendenti pubblici. I redditi da lavoro dipendente riportati nelle statistiche delle amministrazioni pubbliche includono di norma i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro in aggiunta a salari e stipendi.

**In termini di accordi istituzionali, nell'area dell'euro l'indicizzazione automatica delle retribuzioni del settore pubblico ai prezzi rimane relativamente limitata (rappresentando circa un quinto della spesa totale per tali retribuzioni), ma vi sono indicazioni del fatto che l'inflazione venga sempre più utilizzata come riferimento nella determinazione dei salari.** Le informazioni aggiornate ricavate dal questionario del gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche indicano che l'indicizzazione ai prezzi, totale o parziale, continua a essere applicata soltanto in cinque paesi e costituisce il 19 per cento della spesa per le retribuzioni nel settore pubblico dell'area dell'euro relativa al 2022. In due di questi paesi (Belgio e Lussemburgo, che rappresentano il 5 per cento della spesa per retribuzioni nel settore pubblico dell'area dell'euro), i salari del pubblico impiego sono pienamente

<sup>3</sup> È opportuno precisare che nel 2020 il calo dei salari a livello di intera economia e il loro parziale recupero nel 2021 sono distorti dall'impatto delle misure di integrazione salariale che, finanziate dai governi per salvaguardare l'occupazione nel comparto privato, non consentono un raffronto accurato con la crescita delle retribuzioni nel settore pubblico.

indicizzati ai prezzi mediante un indice basato sull'inflazione passata automaticamente collegato al costo della vita. A Cipro e a Malta è in vigore un'indicizzazione simile ma limitata. In Italia, paese cui è riconducibile la quota più elevata del gruppo in questione (13 per cento della spesa per le retribuzioni nel settore pubblico dell'area dell'euro relativa al 2022), gli accordi sono rinnovati sulla base di tornate negoziali triennali (le ultime riguardanti i periodi 2019-2021 e 2022-2024) e l'inflazione attesa al netto della componente energetica è utilizzata come indicatore di riferimento nelle trattative salariali, con l'applicazione ai contratti esistenti della compensazione ex post per l'inflazione passata. Sebbene negli altri paesi dell'area dell'euro l'inflazione non svolga un ruolo formale nella determinazione delle retribuzioni del settore pubblico, vi sono indicazioni del fatto che essa sia sempre più utilizzata come riferimento nel processo, anche nell'ambito delle trattative salariali<sup>4</sup>.

**Nella maggior parte dei casi le retribuzioni del settore pubblico sono fissate mediante contratti collettivi formali, che generalmente durano da uno a tre anni e sono aggiornati in cicli negoziali.** Cinque paesi (Francia, Grecia, Lettonia, Portogallo e Spagna), che rappresentano quasi il 40 per cento della spesa per le retribuzioni dell'area dell'euro relativa al 2022, non dispongono di accordi regolamentari orizzontali applicati all'intero comparto pubblico o a suoi specifici sottosettori. In questi casi le retribuzioni del settore pubblico sono solitamente aggiornate nel contesto delle discussioni sul bilancio. Nei paesi che dispongono di contratti collettivi la durata regolamentare o abituale di questi ultimi è eterogenea: un anno in Austria, Lituania e Slovacchia; poco più di un anno in Irlanda e Slovenia; circa due anni in Estonia, Finlandia, Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi; da due a tre anni a Cipro; tre anni in Italia e più di tre anni in Croazia e a Malta<sup>5</sup>.

**Tenendo conto dei suddetti meccanismi di determinazione dei salari e di altri fattori rilevanti, nell'orizzonte di proiezione le retribuzioni del settore pubblico nel complesso dell'area dell'euro e nella maggior parte dei suoi paesi dovrebbero crescere a tassi che, in termini cumulati, sono superiori all'inflazione (cfr. il grafico B).** Nel complesso dell'area dell'euro e nella maggior parte dei suoi paesi (16, pari al 60 per cento della spesa salariale dell'area nel 2022) le retribuzioni medie del settore pubblico (per dipendente) dovrebbero aumentare, secondo le proiezioni, a tassi superiori all'inflazione (ben al di sopra di tale livello in alcuni paesi) in termini cumulati, nel periodo 2023-2025. Ciò riflette i meccanismi di

<sup>4</sup> In Germania, ad esempio, il nuovo accordo salariale concluso nell'aprile 2023 per i livelli amministrativi federale e municipale comprende premi temporanei di compensazione per l'inflazione pari a 3.000 euro per dipendente, erogabili tra giugno 2023 e febbraio 2024 (esenti da imposte sulle retribuzioni e contributi sociali). La cessazione di tali premi nel 2024 comporta incrementi dei salari lordi in qualche misura inferiori nel 2025. Nel complesso l'accordo prevede aumenti salariali superiori al 7 per cento nel 2023 e di quasi il 5 per cento nel 2024. Per i dipendenti delle amministrazioni federali ciò si traduce in incrementi delle retribuzioni pari a circa il 5,5 per cento nel 2023 e al 4 per cento nel 2024.

<sup>5</sup> Nei Paesi Bassi la durata varia a seconda dei contratti collettivi, pur essendo solitamente compresa tra uno e due anni. In Estonia la contrattazione salariale collettiva interessa circa il 15 per cento dei dipendenti pubblici, applicandosi soltanto al comparto sanitario. In Finlandia non esiste una durata "regolamentare", ossia la legislazione lascia aperta la durata dei contratti collettivi. Nella pratica durano spesso due anni, sebbene vi siano eccezioni. A Malta i contratti collettivi nell'ambito delle amministrazioni centrali hanno una durata molto più lunga rispetto ad altri paesi (in media 5,3 anni; il contratto di pubblico impiego attualmente in vigore va dal 2017 al 2024 e copre circa 7,5 anni). Gli altri enti appartenenti al settore delle amministrazioni pubbliche maltesi hanno contratti collettivi distinti, che di norma coprono circa tre anni.



indicizzazione ai prezzi basati sull'inflazione passata o la parziale compensazione per la riduzione dei salari reali nel 2022<sup>6</sup>. La spesa complessiva per le retribuzioni del settore pubblico nell'area dell'euro, che riflette anche l'andamento del numero di dipendenti pubblici, dovrebbe aumentare a tassi in qualche misura più elevati (14,3 per cento in termini cumulati nel periodo 2023-2025, rispetto al 12,4 per i salari medi del pubblico impiego), sebbene lievemente al di sotto del tasso di crescita del PIL nominale (cfr. il pannello a) del grafico B).

**Le proiezioni sulle retribuzioni del settore pubblico riflettono una notevole eterogeneità a livello di singoli paesi, rispecchiando principalmente i differenziali di inflazione, ma anche altri fattori, come le posizioni di bilancio<sup>7</sup>.**

In termini di profilo annuo, l'aggregato dell'area dell'euro cela differenze tra paesi: diverse economie più piccole con inflazione elevata (ad esempio i paesi baltici) e le economie con indicizzazione automatica registrano una crescita salariale superiore alla media nel 2023. In generale la crescita delle retribuzioni nel settore pubblico dovrebbe diminuire nell'ultimo anno dell'orizzonte temporale di proiezione (2025), di riflesso al raffreddamento dell'inflazione e al venir meno dell'impatto dei premi temporanei in alcuni paesi. In alcuni casi, inclusi quelli in cui gli accordi sono rinnovati con significativo ritardo, come in Italia, nel 2025 la crescita salariale dovrebbe essere più consistente, secondo le proiezioni, rispetto agli anni precedenti. Un semplice esercizio di correlazione a livello di paese mostra che nel periodo in esame la crescita media delle retribuzioni nel settore pubblico tende a essere più vigorosa nei paesi che hanno registrato un'inflazione più elevata nel 2022 rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro, per effetto della (parziale) compensazione basata sull'inflazione passata (cfr. la prima sezione del pannello b) del grafico B). In termini di raggruppamento per tipo di indicizzazione, le proiezioni relative alla crescita delle retribuzioni nel settore pubblico sono di fatto più elevate, in media, nei paesi che non applicano indicizzazioni automatiche ai prezzi (cfr. la seconda sezione del pannello b) del grafico B). Ciò potrebbe indicare che: a) i paesi appartenenti a questa categoria (in particolare i paesi baltici e altre economie più aperte) siano stati più esposti allo shock inflazionistico nel 2022 e b) a livelli elevati, l'inflazione si stia riflettendo in misura sempre maggiore nel processo di formazione dei salari nominali, anche negli accordi istituzionali in cui essa non costituisce un requisito formale. In termini di raggruppamento per fondamentali di bilancio, i paesi con elevati livelli di debito pubblico sembrano essere meno propensi a concedere aumenti salariali nel settore pubblico (cfr. la terza sezione del pannello b) del grafico B)<sup>8</sup>. Infine, se si considerano le misure di sostegno di bilancio attuate dai governi dell'area dell'euro per compensare gli alti prezzi dell'energia e l'elevata inflazione nel periodo 2021-2023, la crescita delle retribuzioni nel settore pubblico prevista dalle proiezioni

<sup>6</sup> Per quanto riguarda i restanti paesi, le retribuzioni medie del settore pubblico dovrebbero crescere sostanzialmente in linea con l'inflazione in Irlanda e in Francia e lievemente al di sotto di questa in Grecia (in quanto i salari del settore pubblico sono ancora congelati nel 2023) e in Italia (di riflesso, tra l'altro, all'indicatore utilizzato come riferimento, ossia l'inflazione al netto dei beni energetici).

<sup>7</sup> Le proiezioni sui conti pubblici elaborate dall'Eurosistema a livello di singolo paese sono, di norma, riservate e pertanto non sono riportate nel presente riquadro.

<sup>8</sup> Tale correlazione si osserva se dal campione si escludono i cinque paesi con indicizzazione automatica delle retribuzioni nel settore pubblico (si determina persino un aumento della differenza tra il gruppo con bassi livelli di debito e quello con elevati livelli di debito). È possibile pervenire a un quadro analogo (con un coefficiente di correlazione lievemente inferiore) quando la variabile soglia utilizzata è il rapporto tra il saldo di bilancio e il PIL nel 2022.

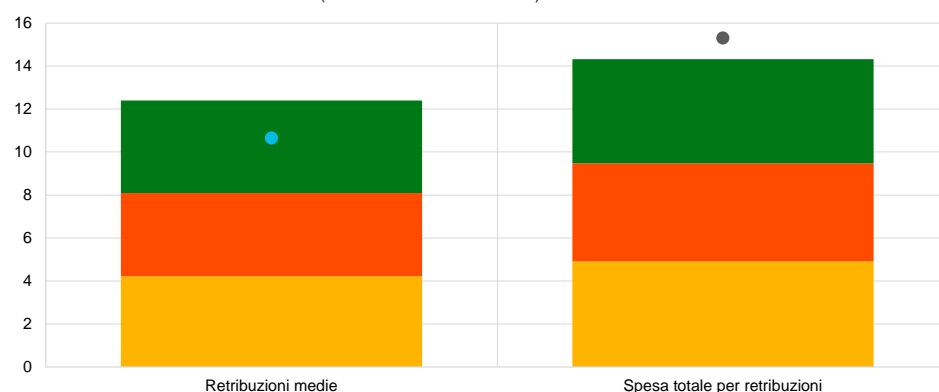
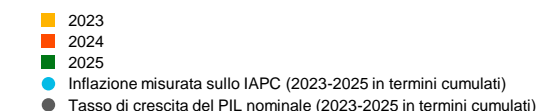
per il periodo 2023-2025 è lievemente più contenuta nei paesi che presentano livelli superiori di tale sostegno (cfr. la quarta sezione del pannello b) del grafico B).

## Grafico B

Proiezioni relative alle retribuzioni del settore pubblico nell'area dell'euro per il periodo 2023-2025

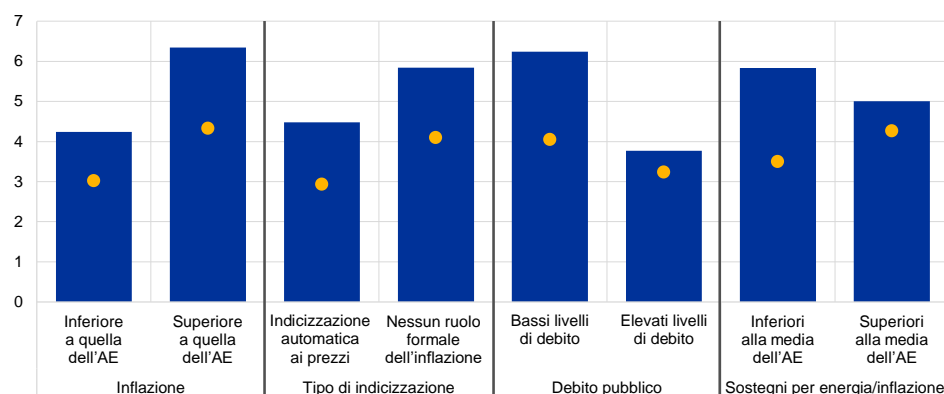
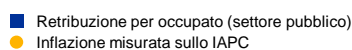
### a) Tassi di crescita degli indicatori relativi alle retribuzioni del settore pubblico per l'area dell'euro nel periodo 2023-2025

(valori percentuali)



### b) Tassi medi di crescita delle retribuzioni del settore pubblico per gruppi di paesi dell'area dell'euro nel periodo 2023-2025

(valori percentuali)



Fonti: banca dati delle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE. Note: nel pannello a) la categoria "Retribuzioni medie" è la stessa utilizzata nel grafico A e nel pannello b) del grafico B. Essa include le retribuzioni contrattuali e lo slittamento salariale. Le retribuzioni contrattuali si riferiscono principalmente agli incrementi salariali nel settore pubblico derivanti da contratti collettivi negoziati, ove esistenti, o da analoghi sistemi per l'aumento delle retribuzioni di base. Lo slittamento salariale è generalmente calcolato come componente residua, che dal punto di vista concettuale dovrebbe riflettere fattori quali: a) avanzamenti di carriera/promozioni dei dipendenti; b) l'impatto di cambiamenti strutturali e del lavoro a tempo parziale; c) salari e premi al di fuori degli accordi sulle retribuzioni contrattuali. I dati sono riportati a livello aggregato dell'area dell'euro (medie ponderate per il PIL dei dati specifici per paese). Nel pannello b) i dati rappresentano medie semplici (non ponderate per il PIL) tra paesi nei rispettivi gruppi. Nella sezione "Inflazione" il gruppo "Superiore a quella dell'AE" ("Inferiore a quella dell'AE") comprende i paesi con un tasso di inflazione misurata sullo IAPC superiore (inferiore) nel 2022 rispetto all'aggregato dell'area dell'euro (AE). Nella sezione "Tipo di indicizzazione" Belgio, Cipro, Italia, Lussemburgo e Malta rientrano nel gruppo di indicizzazione automatica (totale o parziale), mentre tutti gli altri paesi dell'area dell'euro sono ricompresi nel gruppo "Nessun ruolo formale dell'inflazione". Nella sezione "Debito pubblico" i paesi con un debito pubblico superiore al 90 per cento del PIL nel 2022 (ossia Belgio, Francia, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna) si collocano nel gruppo con elevati livelli di debito, mentre il resto dei paesi dell'area dell'euro rientra nel gruppo con bassi livelli di debito. La sezione "Sostegni per energia/inflazione" mostra i paesi nei quali i costi lordi di bilancio cumulati di tali misure nel periodo 2021-2023, stimati dall'Eurosistema, sono superiori/inferiori alla media semplice dell'area dell'euro nei vari paesi.

**In prospettiva, sebbene non ci si attenda che inducano significativi effetti indiretti, le retribuzioni del settore pubblico dovrebbero continuare a essere seguite con attenzione.** Secondo le proiezioni, a livello aggregato dell'area dell'euro, la crescita delle retribuzioni del settore pubblico dovrebbe mantenersi al di sotto di quella del comparto privato nel periodo 2023-2024, ma collocarsi lievemente al di sopra di questa nel 2025 (anno per il quale le proiezioni sono altresì caratterizzate da un più elevato grado di incertezza). A livello di singoli paesi, nel medio periodo è opportuno prestare la dovuta attenzione anche alle conseguenze, per le finanze pubbliche, degli aumenti delle retribuzioni a carico dello Stato, bilanciando adeguatamente gli obiettivi di stabilizzazione macroeconomica e sostenibilità dei conti pubblici, soprattutto nei paesi con elevati livelli di debito e ingenti costi legati all'invecchiamento demografico.

# Articolo

## 1 Le implicazioni macroeconomiche della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica

a cura di Claus Brand, Günter Coenen, John Hutchinson e Arthur Saint Guilhem<sup>1</sup>

### 1 Introduzione

**Per contribuire a evitare gravi danni economici derivanti dai cambiamenti climatici, l'Unione europea (UE) ha adottato misure volte a ridurre a zero le emissioni nette di gas serra entro il 2050.** L'obiettivo dell'UE di portare a zero le emissioni nette è stato definito nell'ambito del Green Deal europeo e le esaustive misure collegate sono contenute nel pacchetto "Pronti per il 55%"<sup>2</sup>. Tali misure puntano a ridurre le emissioni di gas serra del 55 per cento entro il 2030 (rispetto ai livelli del 1990). Il pacchetto "Pronti per il 55%" include incrementi dei prezzi delle emissioni e misure di regolamentazione; prevede altresì ingenti investimenti verdi.

**Tra le misure finalizzate a ridurre le emissioni di anidride carbonica, l'aumento dei prezzi di tali emissioni è generalmente considerato uno strumento efficace.**

I prezzi delle emissioni incorporano nelle transazioni economiche i costi sociali esterni che esse implicano. Sono mirati in maniera diretta al rilascio di anidride carbonica derivante dai processi produttivi e incrementano il prezzo della produzione ad alta intensità di anidride carbonica rispetto a quella caratterizzata da minori emissioni di tale gas. L'aumento dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica costituisce quindi un incentivo a ridurre tali emissioni<sup>3</sup>. Nell'area dell'euro il sistema europeo di scambio delle quote di emissione (emissions trading system, ETS), le imposte nazionali sulle emissioni di anidride carbonica e le altre imposte ambientali nazionali, come le accise sui combustibili fossili, determinano, direttamente o indirettamente, un prezzo per le emissioni di anidride carbonica.

**L'impatto economico dei rincari delle emissioni di anidride carbonica dipende da molteplici fattori.** I prezzi delle emissioni di anidride carbonica incidono sull'attività economica e sull'inflazione principalmente attraverso i più elevati

<sup>1</sup> Redatto in collaborazione con Alina Bobasu, Kai Christoffel, Alistair Dieppe, Michael Dobrew, Marien Ferdinandusse, Alessandro Ferrari, Thais Massei, Romanos Priftis, Angela Torres Noblejas e Aurelian Vlad.

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni sul Green Deal europeo e sul pacchetto "Pronti per il 55%" dell'UE, cfr. le pagine "Un Green Deal europeo – Per diventare il primo continente a impatto climatico zero" e "Pronti per il 55%", disponibili, rispettivamente, sui siti Internet della Commissione europea e del Consiglio europeo.

<sup>3</sup> Per una rassegna completa della letteratura sui prezzi delle emissioni di anidride carbonica, cfr. Timilsina, G.R., "Carbon taxes", *Journal of Economic Literature*, vol. 60(4), dicembre 2022, pagg. 1456-1502. Per una discussione sulla complementarità tra le diverse politiche per la transizione in materia di emissioni di anidride carbonica, cfr. Blanchard, O.J., Gollier, C. e Tirole, J., "The portfolio of economic policies needed to fight climate change", *Working Papers*, n. 22-18, Peterson Institute for International Economics, novembre 2022.

corsi energetici. L'efficacia e l'impatto dei rincari delle emissioni di anidride carbonica dipendono in maniera determinante dalla credibilità con cui vengono attuati e dalla capacità di essere incorporati nelle decisioni di investimento e di consumo di imprese e famiglie. L'impatto di tali rincari sull'economia dipende anche dai loro effetti redistributivi, in particolare per le famiglie, dal momento che la loro natura regressiva incide sulle famiglie a basso reddito più che su quelle a reddito più elevato<sup>4</sup>. Politiche di bilancio mirate a ricollocare il gettito derivante dai più elevati prezzi delle emissioni in favore delle famiglie a più basso reddito possono attenuare alcuni di questi effetti redistributivi e sostenerne l'accettazione da parte dell'opinione pubblica. In alternativa, queste entrate possono essere utilizzate per finanziare gli investimenti verdi. Giacché i rincari delle emissioni di anidride carbonica generano un trade-off tra prodotto e inflazione, il loro impatto è influenzato anche dalla risposta della politica monetaria. In ultima analisi, la loro efficacia e il loro impatto dipendono dalle politiche di transizione attuate a livello globale.

**Il presente articolo fornisce una valutazione basata su modelli dell'impatto macroeconomico di un più elevato profilo dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica a sostegno della transizione verso un'economia a basse emissioni, con particolare riferimento all'area dell'euro.** Per far fronte all'elevato livello di incertezza nel determinare l'impatto dei rincari delle emissioni di anidride carbonica, la valutazione è basata su una serie di modelli macroeconomici. In linea con la [tabella di marcia delle iniziative in materia di cambiamento climatico della BCE](#), tale serie include modelli sviluppati di recente, nonché reperiti esternamente. La sezione 2 illustra la situazione attuale dell'area dell'euro in relazione al suo impegno per una transizione verso l'azzeramento delle emissioni nette; la sezione 3 descrive i canali di propagazione dei più elevati prezzi delle emissioni di anidride carbonica all'economia e fornisce una panoramica dei modelli impiegati; la sezione 4 delinea lo scenario dell'imposizione di un prezzo per le emissioni; la sezione 5 esamina i risultati macroeconomici; nella sezione 6 sono esposte le conclusioni.

## 2 La situazione attuale nella transizione a emissioni nette pari a zero nell'area dell'euro

**Per conseguire l'azzeramento delle emissioni nette di gas a effetto serra, in linea con l'obiettivo dell'UE, sarà necessario accelerare il ritmo di riduzione delle emissioni di anidride carbonica nel decennio in corso.** Sebbene dal 1990 le emissioni di anidride carbonica siano state ridotte del 29 per cento, come illustrato nel grafico 1, per conseguire l'obiettivo intermedio dell'UE di una riduzione del 55 per cento delle emissioni di gas serra entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990 sarà necessaria un'ulteriore considerevole riduzione delle emissioni di anidride carbonica. Ipotizzando che le emissioni di gas a effetto serra diverse dall'anidride carbonica diminuiscano in maniera proporzionale, il raggiungimento di questi obiettivi richiederà un'ulteriore riduzione del 46 per cento delle emissioni di CO<sub>2</sub> entro il

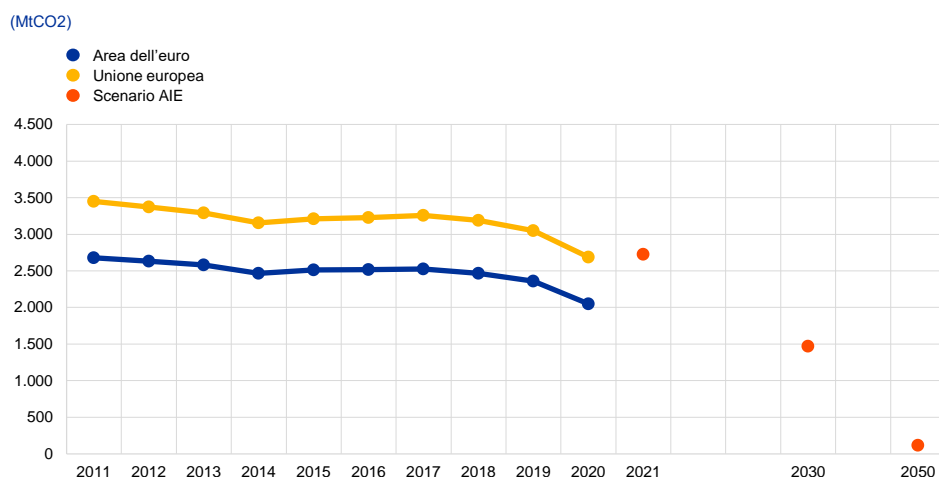
---

<sup>4</sup> Per una discussione sugli effetti distributivi del prezzo delle emissioni di anidride carbonica sui consumi dei diversi gruppi di reddito, cfr. l'articolo 1 [Politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici nell'area dell'euro](#) nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

2030, rispetto ai livelli del 2021. Il ritmo di tale riduzione sarebbe più rapido rispetto a quello osservato dal 1990.

### Grafico 1

#### Emissioni di CO<sub>2</sub> nell'UE e nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat e World Energy Outlook (WEO) 2022 dell'Agenzia internazionale per l'energia (AIE).  
Nota: i punti rossi indicano gli impegni assunti dall'UE nell'ambito del WEO 2022.

**È improbabile che l'obiettivo di riduzione delle emissioni nell'area dell'euro sia conseguibile attraverso la sola imposizione di un prezzo per le emissioni di anidride carbonica.** In effetti, oltre all'aumento dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica attraverso una più rigorosa applicazione su ampia scala del sistema europeo di scambio delle quote, il pacchetto "Pronti per il 55%" include anche misure regolamentari e di sostegno per gli investimenti verdi. Inoltre, il pacchetto è integrato da una serie di iniziative politiche europee, come il piano REPowerEU e la strategia dell'UE sull'impiego dell'idrogeno<sup>5</sup>.

**Secondo i prezzi effettivi (netti) medi delle emissioni di anidride carbonica definiti dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), la quota di emissioni di anidride carbonica sottoposta a tassazione è bassa e i livelli di tassazione per tonnellata di CO<sub>2</sub> sono eterogenei tra i paesi dell'area dell'euro.** In base ai dati del 2021, l'OCSE stima che le imposte sulle emissioni di anidride carbonica nei paesi dell'UE siano troppo basse e troppo frammentate per raggiungere gli obiettivi di emissioni nette pari a zero dell'Unione<sup>6</sup>. L'OCSE fornisce una misura composita armonizzata del prezzo delle emissioni di anidride carbonica in un'ampia gamma di paesi, ricavata dalla stima dei prezzi effettivi (netti) medi. Tale misura comprende le accise sull'energia e sul carburante, le imposte dirette sulle emissioni di anidride carbonica e i programmi di scambio delle quote a livello nazionale per sei settori economici (trasporto su strada, trasporto fuori strada, industria, agricoltura e pesca, edilizia commerciale e residenziale, elettricità). I prezzi effettivi delle emissioni di anidride carbonica sono distribuiti in

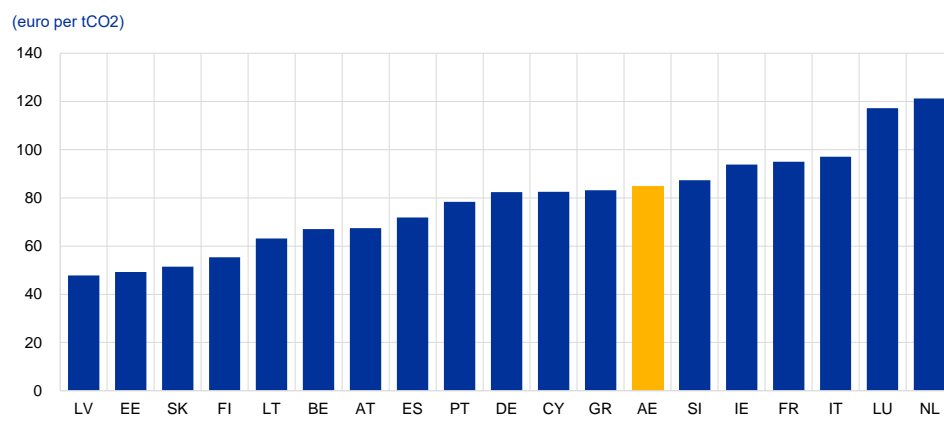
<sup>5</sup> Cfr. "Un Green Deal europeo – Per diventare il primo continente a impatto climatico zero" sul sito Internet della Commissione europea e i riferimenti ivi contenuti.

<sup>6</sup> Cfr. Avgousti, A. et al., "The climate change challenge and fiscal instruments and policies in the EU", *Occasional Paper Series*, n. 315, BCE, aprile 2023.

maniera diseguale tra i paesi dell'area dell'euro, come evidenzia il grafico 2, da cui si evince che il livello dei Paesi Bassi è quasi tre volte quello della Lettonia. Secondo gli ultimi dati disponibili (per il 2021), i prezzi effettivi medi delle emissioni di anidride carbonica per l'area dell'euro si collocano a 85 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub> (€85/tCO<sub>2</sub>). Il profilo futuro delle quote effettive delle emissioni di anidride carbonica nell'area dell'euro rileva gli effetti diretti e indiretti dei prezzi delle emissioni derivanti dall'attuazione del pacchetto "Pronti per il 55%" e di altre iniziative politiche.

### Grafico 2

Livello di tassazione medio effettivo delle emissioni di anidride carbonica nei paesi dell'area dell'euro nel 2021 (tutti i settori)



Fonte: OCSE.

Note: dati per Croazia e Malta non disponibili. I paesi sono ordinati per prezzi effettivi delle emissioni di anidride carbonica al netto delle sovvenzioni per i carburanti fossili.

## 3 Canali di propagazione dei rincari delle emissioni di anidride carbonica

**L'obiettivo di un'imposta sulle emissioni di anidride carbonica è incoraggiare la riduzione di emissioni incorporando nelle transazioni private i costi sociali legati al rilascio di tali sostanze nell'ambiente, incentivando in tal modo una produzione e un utilizzo dell'energia più sostenibili dal punto di vista ambientale.** Le emissioni di anidride carbonica sono un classico esempio di esternalità negativa, in quanto i costi sociali delle emissioni sono di gran lunga superiori ai costi privati sostenuti dall'emittente. Le imposte sulle emissioni di anidride carbonica mirano a trasferire tali costi sociali sugli emittenti, accrescendo il costo associato all'impiego di combustibili fossili in proporzione alle quantità di anidride carbonica emesse. Imposte sulle emissioni di anidride carbonica più elevate, pertanto, incrementano i costi delle produzioni ad alto rilascio di anidride carbonica rispetto a quelle caratterizzate da un minore rilascio e incentivano la transizione verso un maggiore utilizzo di fonti di energia pulita e un più alto grado di innovazione in tecnologie più verdi<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Cfr. Aghion, P., Dechezleprêtre, A., Hémous, D., Martin, R. e Van Reenen, J., "Carbon taxes, path dependency, and directed technical change: Evidence from the auto industry", *Journal of Political Economy*, vol. 124(1), febbraio 2016, pagg. 1-51.

**A differenza di altre misure di mitigazione come i sussidi, le imposte sulle emissioni generano entrate pubbliche, almeno durante la fase di transizione.**

Le imposte sulle emissioni di anidride carbonica generano un significativo gettito fiscale fino a quando la relativa base imponibile rimane significativa<sup>8</sup>. Altre misure di mitigazione, per contro, hanno un effetto neutro sul bilancio (come nel caso degli interventi normativi) o comportano un potenziale aggravio per i conti pubblici (come nel caso dei sussidi per l'adozione di tecnologie verdi).

**Le politiche di incremento dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica si propagano a tutti i settori interni dell'economia (cfr. la figura 1).** Spingendo al rialzo i prezzi dell'energia, le imposte sulle emissioni riducono i redditi delle famiglie in termini reali e i margini di profitto delle imprese e rallentano la domanda interna. Tale impatto si esplica in maniera diretta, attraverso i prezzi al consumo, o indiretta, attraverso i costi di produzione. Gli effetti redistributivi possono rafforzare le ripercussioni, mettendo in luce l'importante ruolo della politica di bilancio. In particolare, essa può attenuare gli effetti negativi sulla domanda convogliando il gettito proveniente dalle imposte sulle emissioni di anidride carbonica verso le famiglie a più basso reddito, sostenendo i consumi di queste ultime e l'accettazione dell'imposta da parte dell'opinione pubblica. Il principale aspetto negativo è che l'impatto sul consumo di energia potrebbe risultare attenuato, fattore che indebolirebbe l'efficacia dell'imposta nel ridurre le emissioni. In alternativa, le entrate potrebbero essere utilizzate per finanziare progetti finalizzati alla transizione ecologica, attenuando in tal modo le perdite in termini di prodotto dovute agli aumenti delle imposte sull'anidride carbonica in modo più efficace rispetto ad altre misure di spesa<sup>9</sup>.

---

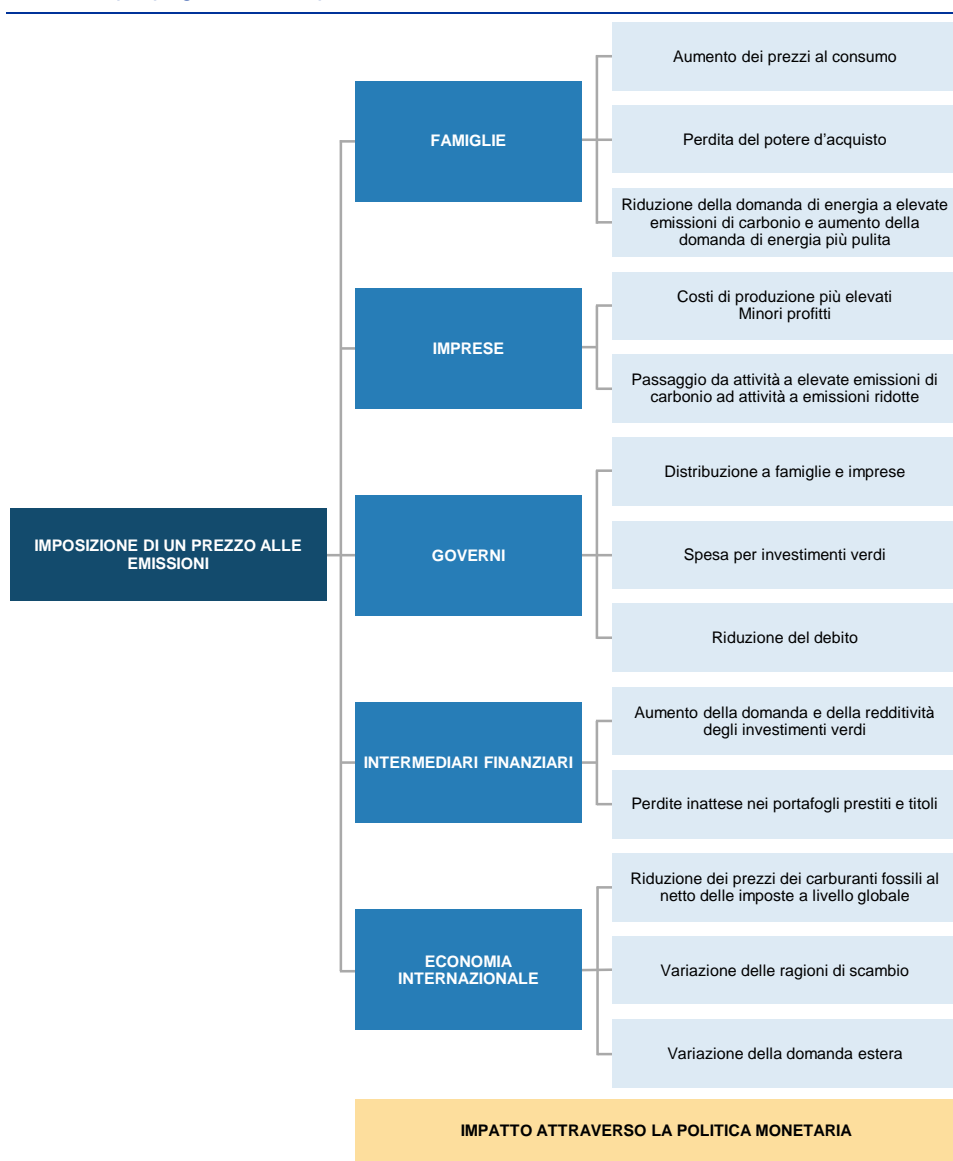
<sup>8</sup> Cfr. l'articolo 1 *Politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici nell'area dell'euro*, op. cit.

<sup>9</sup> Cfr. Batini, N., Di Serio, M., Fragetta, M., Melina, G. e Waldron, A., "Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?", *IMF Working Papers*, n. 2021/087, Fondo monetario internazionale, marzo 2021, da cui si evince che il moltiplicatore di bilancio degli investimenti verdi è lievemente maggiore di uno.



**Figura 1**

**Canali di propagazione dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica**



Fonte: BCE.

**Una politica di prezzi delle emissioni di anidride carbonica più elevati mira principalmente a sostenere la transizione verso un'economia caratterizzata da emissioni più basse.** Assicurandosi che l'aumento dei costi di produzione interessi principalmente i settori ad alta intensità di anidride carbonica, prezzi delle emissioni più elevati incentivano il passaggio a energie rinnovabili e l'adozione di tecnologie produttive verdi. L'efficacia di tale intervento dipende dal ritmo e dall'entità della riallocazione settoriale, dall'adattamento tecnologico e dalla capacità, da parte degli intermediari finanziari, di sostenere la riallocazione del capitale.

**Anche la conduzione della politica monetaria svolge un ruolo nella propagazione delle politiche sui prezzi delle emissioni di anidride carbonica all'economia.** Dal momento che su domanda e offerta incidono diversi canali, sulle prime non è chiaro quali siano i canali di adeguamento alle imposte sulle emissioni

di anidride carbonica predominanti. La risposta della politica monetaria dipenderà dalla prevalenza di effetti avversi dal lato della domanda o da quello dell'offerta. L'aumento dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica determina un divario, indotto dai corsi energetici, tra inflazione complessiva e inflazione di fondo. Se una banca centrale ha la capacità di "guardare oltre" tale andamento dell'inflazione complessiva, sarà in grado di attenuare l'impatto negativo dell'aumento dei prezzi dell'energia sulla domanda.

**Inoltre, l'impatto di una politica di prezzi delle emissioni di anidride carbonica più elevati nell'area dell'euro dipenderà anche dal profilo della transizione energetica a livello globale.** Gli adeguamenti relativi dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica a livello globale influenzano le ragioni di scambio per importatori ed esportatori di beni energetici, la domanda estera e la competitività<sup>10</sup>. È importante notare che, quanto più vengono innalzati i prezzi delle emissioni nel resto del mondo, tanto più tali aumenti saranno efficaci nel ridurre le emissioni a livello globale.

**In sintesi, le imposte sulle emissioni di anidride carbonica incidono sull'economia in maniera multiforme e la modellizzazione del loro impatto è soggetta a considerevole incertezza.** Il riquadro 1 illustra la serie di modelli impiegati per gestire tale margine di incertezza nella valutazione dell'impatto.

## Riquadro 1

### Principali caratteristiche dei modelli utilizzati

a cura di Romanos Priftis

Per far fronte all'incertezza associata ai molteplici canali attraverso i quali le imposte sulle emissioni di anidride carbonica incidono sull'economia, la valutazione d'impatto è basata su un insieme di sei modelli macroeconomici di cui attualmente si avvale la BCE. Tutti i modelli utilizzati nell'analisi integrano una serie di elementi ambientali e rientrano in due classi: a) tre nuovi modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) sviluppati di recente e b) tre modelli commerciali su larga scala (cfr. la tavola A). I modelli DSGE sono modelli a due aree geografiche rappresentanti l'area dell'euro e il resto del mondo (RdM) o modelli a economia chiusa rappresentanti l'area dell'euro. I modelli commerciali sono modelli multi-area che possono essere utilizzati per esaminare la dimensione globale delle politiche per la transizione in materia di emissioni di anidride carbonica. Il ricorso a tali modelli rientra nel costante impegno degli esperti della BCE a favore dell'integrazione di valutazioni relative al cambiamento climatico nel proprio portafoglio di modellizzazione macroeconomica, coerentemente con la tabella di marcia per il riesame della strategia di politica monetaria e con l'agenda complessiva in materia di cambiamenti climatici da essa definite.

<sup>10</sup> Sugli effetti delle diverse politiche relative ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica sulle esportazioni di produzioni ad alta intensità di emissioni di anidride carbonica, ossia sulla riallocazione delle emissioni, cfr. Böning, J., Di Nino, V. e Folger, T., "Stop carbon leakage at the border", *Il Blog della BCE*, BCE, 1° giugno 2023.

## Tavola A

### Principali caratteristiche dei modelli utilizzati

	NAWM-E	E-DSGE I (RR)	E-DSGE II (FNL)	G-Cubed	NIGEM	Oxford
<b>Tipologia</b>	DSGE	DSGE	DSGE	Ibrido	Semi-strutturale	Semi-strutturale
<b>Copertura geografica</b>	Due regioni: area dell'euro e RdM	Area dell'euro	Area dell'euro	Multi-area: mondiale	Multi-area: mondiale	Multi-area: mondiale
<b>Copertura settoriale</b>	Limitata	Limitata	Limitata	Elevata	Limitata	Limitata
<b>Settore energetico</b>	Disaggregato: due tipi di energia per consumo e produzione	Disaggregato: due tipi di energia per produzione	Disaggregato: due tipi di energia per produzione con riduzione delle emissioni	Disaggregato: diversi tipi di energia per produzione	Aggregato: diversi tipi di energia per produzione	Aggregato: diversi tipi di energia per produzione
<b>Trasmissione dell'imposta sulle emissioni di anidride carbonica</b>	Diretta e indiretta	Indiretta (anche attraverso il settore bancario)	Indiretta	Indiretta	Indiretta	Diretta e indiretta
<b>Indicatori prospettici</b>	Sì	Sì	Sì	Misti	Misti	Misti
<b>Eterogeneità delle famiglie</b>	Sì	No	Sì	Sì	No	No
<b>Ipotesi di finanza pubblica</b>	Il gettito dell'imposta sulle emissioni di anidride carbonica viene trasferito alle famiglie			Il gettito dell'imposta sulle emissioni di anidride carbonica viene impiegato per ridurre il debito pubblico		
<b>Politica monetaria</b>	Regola del tasso di interesse specifica del modello					

Fonte: BCE.

Note: modello NAWM-E: cfr. Coenen, G., Lozej, M. e Priftis, R., "Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector", *Working Paper Series*, n. 2819, BCE, maggio 2023; modello E-DSGE I: cfr. Priftis, R. e Schoenle, R., "Energy shocks through the banking sector and the fiscal-monetary policy mix", BCE, di prossima pubblicazione; modello E-DSGE II: cfr. Ferrari, A. e Nispi Landi, V., "Toward a green economy: the role of central bank's asset purchases", *International Journal of Central Banking*, vol. 19(4), di prossima pubblicazione; modello G-Cubed: cfr. McKibbin, W.J. e Wilcoxen, P.J., "The theoretical and empirical structure of the G-Cubed model", *Economic Modelling*, vol. 16(1), gennaio 1998, pagg. 123-148. modello NIGEM: cfr. Hantzsche, A., Lopresto, M. e Young, G., "Using NIGEM in uncertain times: Introduction and overview of NIGEM", *National Institute Economic Review*, vol. 244, maggio 2018, pagg. 1-14; modello Oxford Economics: cfr. "Global Economic Model" sul sito Internet di Oxford Economics.

L'insieme dei modelli utilizzati presenta gli elementi ambientali e macroeconomici necessari a consentire la trasmissione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica attraverso il settore energetico, pur con differenze in termini di granularità settoriale. I modelli DSGE permettono di distinguere tra input energetici "sporchi" e "puliti" a fini di consumo/produzione o per entrambi gli scopi, mentre i modelli commerciali prevedono una differenziazione tra input energetici quali elettricità, gas, petrolio, carbone ed energie rinnovabili per la produzione di energia. A seconda che nel modello il settore energetico venga disaggregato o meno, è possibile sostituire gli input energetici a elevata intensità di anidride carbonica indotti da variazioni dei loro prezzi relativi a seguito di aumenti delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica. In virtù di tale riallocazione, le emissioni di anidride carbonica, che sono un derivato della produzione nel settore energetico "sporco", diminuiscono di conseguenza.

Gli effetti macroeconomici degli aumenti delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica nei vari modelli dipendono dalla natura e dall'importanza relativa degli specifici canali di trasmissione, tra cui la capacità delle famiglie o delle imprese di tener conto degli aumenti futuri del prezzo delle emissioni di anidride carbonica nelle decisioni relative a spese correnti o determinazione dei prezzi di vendita. In termini nominali, le imposte sulle emissioni di anidride carbonica incidono sull'inflazione principalmente attraverso i prezzi dell'energia, in maniera diretta attraverso la spesa per consumi energetici e in maniera indiretta attraverso i costi di produzione delle imprese. In termini reali, gli aumenti dei prezzi dell'energia indotti dalle imposte sulle emissioni di anidride carbonica frenano la domanda interna riducendo i redditi e gli utili reali delle famiglie e delle

imprese. Quanto più tali effetti saranno attesi, tanto più essi determineranno un calo anticipato dei consumi e degli investimenti. Analogamente, ciò potrebbe indurre a sua volta un'anticipazione degli incrementi dei prezzi stabiliti dalle aziende in previsione di un aumento dei costi dell'energia. Inoltre, l'impatto delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica, in particolare sugli investimenti, dipende anche dalla presenza di effetti di amplificazione finanziaria. Una diminuzione degli utili societari trainata dai costi può causare un calo dei prezzi delle attività, che limiterebbe l'accesso delle imprese al finanziamento bancario.

Un'altra questione determinante è l'eterogeneità delle famiglie, giacché le imposte sulle emissioni di anidride carbonica hanno carattere regressivo ed effetti redistributivi. I loro aumenti colpiscono le famiglie a basso reddito in misura maggiore rispetto a quelle a reddito più elevato, rafforzando l'impatto negativo sulla domanda aggregata. Questo canale redistributivo lascia ampi margini di intervento alla politica di bilancio. In particolare, le ricadute negative sulla domanda possono essere limitate da una redistribuzione del gettito delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica a favore delle famiglie a basso reddito attraverso trasferimenti mirati. Poiché un confronto tra le varie alternative percorribili nel definire una politica di bilancio con l'obiettivo di ridurre gli effetti negativi sulla domanda esula dalla trattazione del presente articolo, le ipotesi per i vari scenari sono state calibrate per far sì che detta politica continuasse a risultare sufficientemente passiva, senza generare effetti secondari sulla domanda (ad esempio, a seconda del modello utilizzato, si ipotizza che le entrate derivanti dalle imposte sulle emissioni di anidride carbonica siano restituite alle famiglie sotto forma di somme forfettarie o utilizzate per ridurre il debito pubblico).

I modelli utilizzati prevedono anche un ruolo esplicito per la politica monetaria, che influenza l'impatto macroeconomico complessivo delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica nel breve e medio periodo. In tutti i modelli vengono applicate regole analoghe alla regola di Taylor, in base alle quali il tasso di interesse reagisce a una determinata misura dell'inflazione e dell'attività, sebbene con intensità diversa a seconda del modello. L'impatto preciso di tale politica dipende dalla specificazione della regola utilizzata in ciascun modello e dalla relativa robustezza dei vari canali di trasmissione delle imposte in questione.

---

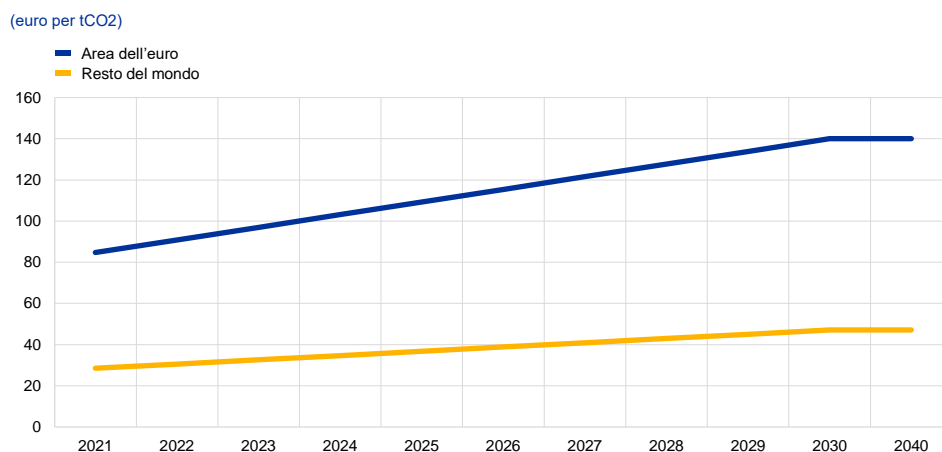
## 4 Scenario di applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica

**In questo scenario i prezzi iniziali delle emissioni sono ancorati alle stime delle aliquote effettive diffuse dall'OCSE per il 2021 e alle prospettive di emissioni nette pari a zero dell'AIE.** Lo scenario ipotizza un aumento lineare delle aliquote effettive medie sulle emissioni di anidride carbonica nell'area dell'euro da €85/tCO<sub>2</sub> nel 2021 a €140/tCO<sub>2</sub> nel 2030, in linea con l'obiettivo intermedio fissato per i prezzi delle emissioni nelle economie avanzate impegnate ad azzerare le emissioni nette, come considerato nello scenario di emissioni nette pari a zero delineato nell'ambito del World Energy Outlook dell'AIE nel 2022. Per il resto del mondo lo scenario ipotizza un aumento proporzionale da livelli più bassi (cfr. il grafico 3). È incerto se tali profili siano abbastanza ambiziosi, considerando che le stime relative agli obiettivi per i prezzi delle emissioni di anidride carbonica variano ampiamente tra le istituzioni. Dal momento che i prezzi delle emissioni sono incorporati nei modelli

sotto forma di imposte, a questo scenario si fa riferimento in maniera intercambiabile come scenario di determinazione dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica o scenario di applicazione di imposte alle emissioni di anidride carbonica.

### Grafico 3

#### Profilo dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica nello scenario



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**L'impatto dello scenario di applicazione di imposte alle emissioni di anidride carbonica viene paragonato a quello di uno scenario di base che ipotizza l'assenza di variazioni nelle imposte sulle emissioni di anidride carbonica e di eventi climatici che incidano negativamente sull'economia nell'orizzonte temporale della simulazione.** Questo approccio riflette il fatto che, se da un lato il danno economico derivante dai cambiamenti climatici a causa della concentrazione di gas a effetto serra esistente nell'atmosfera si sta concretizzando, dall'altro l'esatta determinazione di tempi e portata di tale danno presenta delle difficoltà. Implica inoltre che lo scenario di applicazione di imposte alle emissioni non riduca in maniera sostanziale la probabilità e l'incidenza dei rischi fisici collegati al clima negli anni a venire. È evidente che l'ipotesi di assenza di danni climatici dovuta al mancato aumento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica non sia realistica nel lungo periodo.

**Lo scenario ha un ambito di applicazione più ristretto in confronto agli scenari climatici delineati dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dal Network for Greening the Financial System (NGFS).** Esso ipotizza una politica di bilancio quanto più possibile neutrale e una risposta della politica monetaria conforme a una regola specifica del modello (cfr. il riquadro 1). Per contro, l'analisi dell'FMI esamina ipotesi di politiche di bilancio alternative; l'assetto più semplice esaminato nel presente articolo, invece, riflette la scelta consapevole di rendere l'analisi più facilmente gestibile in considerazione dell'impiego di un insieme di modelli piuttosto complesso e diversificato<sup>11</sup>. Gli scenari climatici dell'NGFS considerano una serie di profili alternativi per il rischio fisico e la transizione fino al 2100, in combinazione con

<sup>11</sup> Cfr. "Near-Term Macroeconomic Impact of Decarbonization Policies", *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2022, capitolo 3.

diverse politiche sul clima calibrate in modo da conseguire determinati obiettivi di temperature alla fine del secolo<sup>12</sup>.

## 5 Effetti dello scenario che prevede l'applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica

**L'impatto complessivo sul PIL in termini reali dello scenario in cui vengono applicate le imposte sulle emissioni di anidride carbonica è piuttosto contenuto (cfr. il pannello a) del grafico 4).** L'effetto sul PIL aumenta in misura relativamente graduale lungo l'orizzonte temporale dello scenario ed entro il 2030 il livello del prodotto ne risulta condizionato in modo permanente. In particolare nel 2030 se ne registra una diminuzione compresa tra lo 0,5 e l'1,2 per cento rispetto allo scenario di base, che si traduce in una crescita media annua del PIL inferiore di circa 0,1 punti percentuali nel corso dell'orizzonte temporale dello scenario. In termini generali, i risultati sono caratterizzati da una notevole dispersione tra i modelli, a causa dell'eterogeneità degli impatti sui consumi privati e, soprattutto, sugli investimenti. I modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) che incorporano frizioni finanziarie presentano la diminuzione del PIL più marcata.

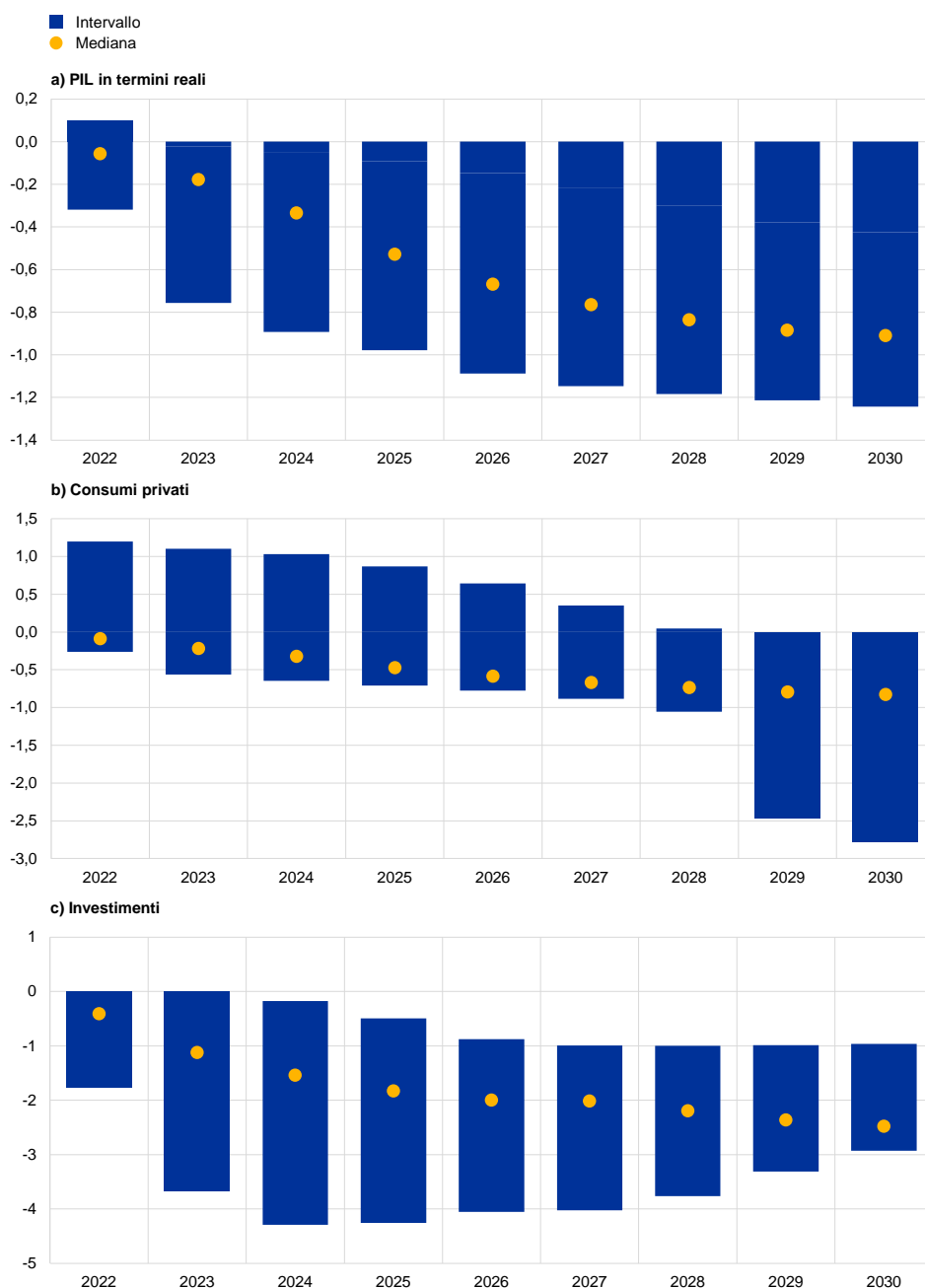
---

<sup>12</sup> Ulteriori informazioni sono disponibili sul [portale degli scenari dell'NGFS](#).

## Grafico 4

### Impatto dell'applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica sul PIL e su alcune componenti

(deviazioni dallo scenario di base in percentuale)



Fonti: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM e Oxford Economics.

Nota: il grafico mostra gli impatti (intervallo e mediana) dello scenario che prevede l'applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica sul PIL in termini reali, sui consumi privati e sugli investimenti delle imprese dell'area dell'euro tra il 2022 e il 2030.

**Tutti i modelli presentano una flessione dei consumi privati, dovuta alla riduzione del reddito delle famiglie per l'aumento dei costi energetici (cfr. il pannello b) del grafico 4).** A causa delle perdite in termini di reddito, le famiglie riducono i consumi. Anticipano tali tagli alle spese nella misura in cui, nelle loro attuali decisioni di spesa, tengono conto delle perdite future di reddito derivanti

dall'aumento dei prezzi dell'energia. Ciò viene messo in evidenza nei modelli che includono famiglie con atteggiamenti prospettici. Nei modelli in cui le famiglie sono più orientate al passato, invece, la riduzione dei consumi è dovuta principalmente al calo del reddito attualmente disponibile, di conseguenza l'impatto cresce nel tempo soltanto in misura graduale. Un altro fattore alla base delle differenze della reazione dei consumi in base ai modelli è rappresentato dalla politica di bilancio.

Rappresentazioni alternative specifiche del modello della reazione all'aumento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica in termini di politica di bilancio restituiscono differenze nell'impatto sul reddito e sui consumi privati. In alcuni modelli, ad esempio, si evitano le ripercussioni sulle finanze pubbliche mediante trasferimenti una tantum di gettito fiscale alle famiglie, che, a loro volta, attutiscono l'impatto negativo sul reddito e sui consumi<sup>13</sup>.

**Poiché il rialzo dei prezzi dell'energia comprime gli utili delle imprese, si registra una flessione degli investimenti, benché in misura diversa in base ai modelli (cfr. il pannello c) del grafico 4).** Per le imprese il calo degli utili incide sugli investimenti. Tale impatto è amplificato perché i minori profitti determinano una svalutazione delle attività materiali delle imprese (cioè il prezzo ombra del capitale, soprattutto nei settori dei combustibili fossili) e un inasprimento delle condizioni di finanziamento. Questo canale è più rilevante nei modelli DSGE rispetto a quelli commerciali su larga scala, dove le reazioni in quanto a investimenti si basano sul costo d'uso del capitale. Il profilo degli investimenti in termini aggregati può nascondere episodi significativi di riallocazione del capitale a livello settoriale, caratterizzati da una forte crescita degli investimenti nel settore delle energie rinnovabili, che viene più che compensata da perdite di capitale molto ingenti nei settori dei combustibili fossili.

**Sebbene anche l'impatto sull'inflazione sia modesto e si riduca gradualmente verso la fine dell'orizzonte temporale dello scenario, vi sono alcune differenze nelle dinamiche a breve termine dell'inflazione (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 5).** In alcuni modelli si anticipa maggiormente l'impatto, perché le imprese hanno un approccio più prospettico nella determinazione dei prezzi, mettendo già in conto i futuri aumenti dei costi energetici. In altri modelli, in cui le imprese fissano i propri prezzi sulla base di considerazioni più retrospettive, l'impatto sull'inflazione è più graduale. L'impatto sull'inflazione di fondo (misurata in termini di inflazione al netto dell'impatto diretto della componente energetica) è pressoché nullo. Nel complesso l'impatto sull'inflazione tende a zero entro la fine dell'orizzonte temporale dello scenario in tutti i modelli, ma entro il 2030 il livello dei prezzi sarà aumentato in modo permanente.

**Nello scenario che prevede l'applicazione di imposte sulle emissioni di anidride carbonica il trade-off in termini di politica monetaria appare contenuto (cfr. il pannello c) del grafico 5).** Indipendentemente dal modello preso in esame, la reazione della politica monetaria, misurata come risposta dei tassi di interesse nominali a breve termine, è modesta. I tassi di interesse presentano un ristretto

<sup>13</sup> L'analisi di sensibilità basata sul NAWM-E mostra che gli effetti regressivi di un aumento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica a scapito delle famiglie a basso reddito possono essere evitati tramite trasferimenti mirati di gettito fiscale. Cfr. Coenen et al., op. cit.



intervallo di variazione, che si amplia nei modelli che enfatizzano gli effetti dal lato dell'offerta (principalmente sull'inflazione) e si riduce in quelli che mettono in evidenza gli effetti dal lato della domanda. Nel complesso, bilanciando gli impatti sulla domanda e sull'offerta, l'orientamento della politica monetaria risulta lievemente meno restrittivo, come dimostrato dalla diminuzione, osservata in tutti i modelli, del tasso di interesse in termini reali.

## Grafico 5

### Impatto dell'applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica sulle misure di inflazione e sulla risposta della politica monetaria

(deviazioni dallo scenario di base in punti percentuali)



Fonti: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM e Oxford Economics.

Note: il grafico mostra gli impatti (intervallo e mediana) dello scenario che prevede l'applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica sull'inflazione complessiva, di fondo e sul tasso di interesse nominale a breve termine dell'area dell'euro tra il 2022 e il 2030. Le misure dell'inflazione di fondo sono mostrate solo per i modelli NAWM-E, G-Cubed e Oxford Economics.

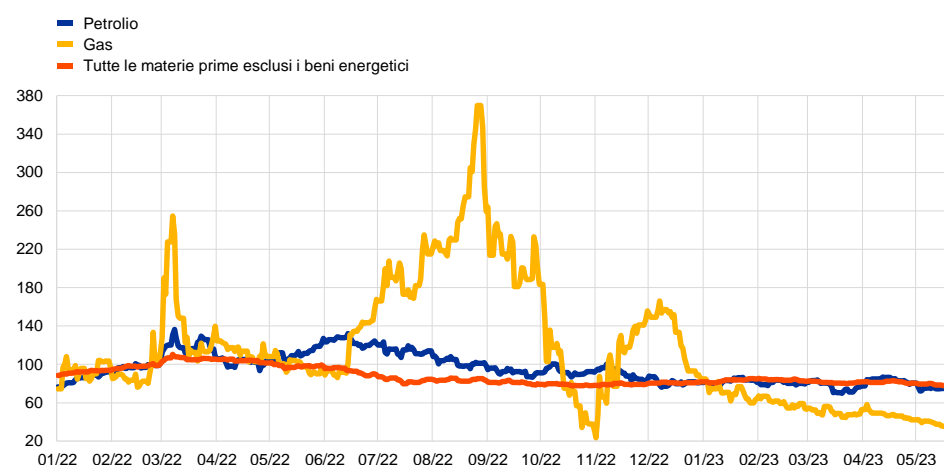
**L'esiguità dell'impatto sull'inflazione di un aumento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica ne mette altresì in luce la diversa natura economica rispetto a uno shock legato alla fornitura di energia. L'impatto sull'inflazione può essere paragonato, in termini di rilevanza contenuta delle**

ripercussioni, all'effetto di uno shock legato all'offerta dei beni energetici, al fine di evidenziarne la natura specifica. L'aumento dei prezzi delle emissioni ipotizzato viene attuato in modo graduale, ma duraturo e prevedibile, per dare all'economia del tempo per adattarsi. Inoltre tale rincaro riguarda i prezzi dei beni e i costi di produzione in misura proporzionale al loro rilascio di anidride carbonica. Uno shock legato all'offerta dei beni energetici, invece, in genere non è previsto, ha un impatto molto più esteso e più temporaneo. Esso incide sui prezzi dell'energia in modo indiscriminato o non proporzionale al rilascio di CO<sub>2</sub> derivante dal processo produttivo dei beni. Questi aspetti sono evidenziati nell'andamento dei prezzi del gas osservato a partire dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (cfr. il grafico 6). All'inizio dell'invasione e nei mesi immediatamente successivi i prezzi del gas hanno subito un brusco aumento, ma sono diminuiti in misura marcata negli ultimi mesi. Nello stesso periodo anche le quotazioni petrolifere sono state caratterizzate da oscillazioni significative, ma molto più contenute rispetto a quelle estreme registrate nei prezzi del gas, dovute ai timori di possibili interruzioni delle forniture nell'area dell'euro nel 2022.

## Grafico 6

### Andamenti dei prezzi delle materie prime

(indice: 23 febbraio 2022 = 100)



Fonti: Refinitiv, HWWI ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Gas" fa riferimento al prezzo del gas TTF olandese. I dati sono indicizzati ai valori registrati il giorno precedente l'inizio dell'invasione russa dell'Ucraina il 24 febbraio 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 22 maggio 2023 per le voci "Petrolio" e "Gas" e al 19 maggio 2023 per la voce "Tutte le materie prime esclusi i beni energetici".

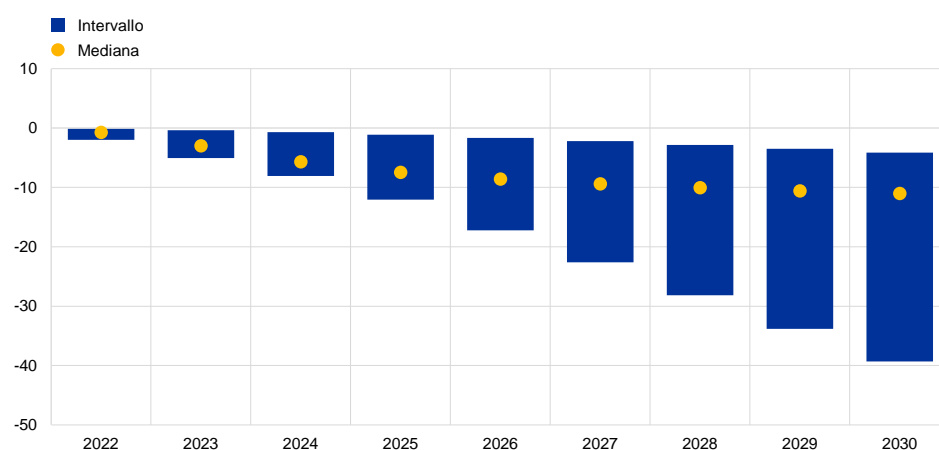
**Le simulazioni basate su modelli indicano che gli adeguamenti dei prezzi delle emissioni da soli potrebbero essere insufficienti a raggiungere gli ambiziosi obiettivi di emissione dell'UE (cfr. il grafico 7).** La dispersione delle riduzioni stimate delle emissioni di anidride carbonica ottenute aumentandone il prezzo è molto ampia in tutti i modelli. Considerando un determinato impatto sul prodotto, in genere si osservano riduzioni di emissioni di anidride carbonica inferiori quando ci si avvale di modelli con basse elasticità di sostituzione tra tecnologie ad alta intensità di carbonio e a energia rinnovabile, costi di adeguamento del capitale elevati e una minore reazione in termini di fornitura di energie rinnovabili. Nel complesso, la mediana delle stime, caratterizzate da notevole dispersione, indica una riduzione delle emissioni di anidride carbonica pari a circa l'11 per cento entro il 2030, in grado

di contribuire in misura soltanto limitata al raggiungimento dell'obiettivo intermedio fissato dall'UE: una riduzione delle emissioni del 46 per cento tra il 2021 e il 2030. La quota mancante e la sua dispersione tra i modelli ne riflettono i canali di propagazione specifici, principalmente per quanto riguarda l'elasticità di sostituzione tra combustibili a intensità di carbonio alta e bassa. Inoltre, lo scenario dell'AIE che prevede emissioni nette pari a zero è più completo e prevede un'ampia gamma di misure di politica economica che non si limitano alla determinazione dei prezzi delle emissioni. Le proporzioni mondiali dell'applicazione di imposte sulle emissioni di anidride carbonica e le relative implicazioni sono oggetto di ulteriore trattazione nel riquadro 2.

### Grafico 7

#### Impatto sulle emissioni di anidride carbonica

(deviazioni dallo scenario di base in percentuale)



Fonti: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM e Oxford Economics.

Nota: il grafico mostra gli impatti (intervallo e mediana) sulle emissioni di anidride carbonica dell'area dell'euro dello scenario che prevede l'applicazione delle relative imposte tra il 2022 e il 2030.

#### Un aumento della fornitura di energia verde, combinato a maggiore efficienza tecnologica, aiuterebbe a colmare le carenze esistenti in termini di riduzione delle emissioni, fungendo da complemento a prezzi delle emissioni sufficientemente elevati.

Le simulazioni del modello NAWM-E indicano, ad esempio, che un aumento del 10 per cento della fornitura di risorse rinnovabili o dell'efficienza della produzione di energia verde ridurrebbe le emissioni di anidride carbonica di ulteriori 2 punti percentuali (cfr. Coenen et al., op. cit.). In questi casi si osserva una maggiore riduzione delle emissioni, benché a fronte di una minore flessione del PIL. Analogamente, anche delle politiche a sostegno di una maggiore elasticità di sostituzione tra energia ad alta intensità di carbonio ed energia verde contribuirebbero a ridurre le emissioni. Sulla base del modello NAWM-E, anche un'elasticità maggiore di quella ipotizzata dal modello produrrebbe un ulteriore taglio delle emissioni, pari a circa 3,5 punti percentuali, purché si verifichi un adeguamento della fornitura di energia verde.

#### Lo scenario dell'applicazione di imposte sulle emissioni di anidride carbonica sarebbe fonte di entrate supplementari, utilizzabili per finanziare investimenti verdi.

L'aumento graduale delle imposte sulle emissioni genera entrate annuali

medie comprese tra lo 0,3 e l'1,1 per cento del PIL nel 2030. Sebbene non sia disponibile un'esatta scomposizione degli investimenti complessivi, le stime della Commissione europea indicano che, al fine di raggiungere l'obiettivo fissato dal pacchetto "Pronti per il 55%", saranno necessari circa 1.000 miliardi di euro (6 per cento del PIL) di investimenti privati e pubblici all'anno per il periodo 2021-2030, lasciando dedurre che non è probabile che la quota pubblica di questi investimenti possa essere finanziata esclusivamente dal gettito proveniente dalle imposte sulle emissioni di anidride carbonica previste dallo scenario<sup>14</sup>.

**Le evidenze tratte dallo scenario di applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica sono sostanzialmente coerenti con quelle fornite dall'FMI (cfr. il grafico 8).** Mettendo a confronto lo scenario che prevede l'applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica e un'analisi simile svolta dall'FMI nel *World Economic Outlook* di ottobre 2022, si ottiene, a fronte di un aumento delle imposte di pari entità, un impatto su PIL, inflazione ed emissioni di anidride carbonica compreso nello stesso intervallo<sup>15</sup>. Al fine di ottenere un raffronto significativo tra le due analisi, l'aumento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica nell'area dell'euro previsto dall'analisi condotta dall'FMI è normalizzato all'aumento impiegato nello scenario di cui al presente articolo. Nello scenario principale dell'FMI l'aumento delle imposte è pari a 135 dollari per tonnellata di anidride carbonica, a fronte dei 55 euro per tonnellata previsti nello scenario di riferimento del presente articolo.

---

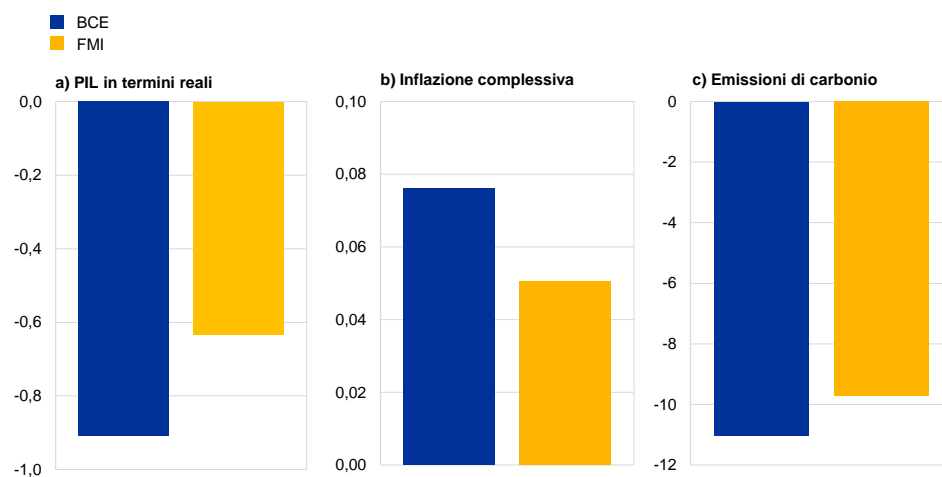
<sup>14</sup> Cfr. "L'economia dell'UE dopo la COVID-19: implicazioni per la governance economica", Commissione europea, ottobre 2021.

<sup>15</sup> L'analisi dell'FMI considera dei pacchetti di provvedimenti pubblici alternativi, che riguardano l'impiego del gettito fiscale derivante dall'aumento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica. Cfr. "Near-Term Macroeconomic Impact of Decarbonization Policies", *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2022, capitolo 3. L'analisi comparativa è condotta per il caso in cui il gettito fiscale è trasferito alle famiglie, cioè l'ipotesi più neutra in termini di conti pubblici, e in linea con l'approccio seguito per l'analisi basata sui modelli DSGE illustrata nel presente articolo.

## Grafico 8

### Confronto tra le evidenze tratte dai modelli e le stime dell'FMI

(pannello a): deviazioni dallo scenario di base in percentuale nel 2030; pannello b): deviazioni dallo scenario di base in punti percentuali, media annua del periodo 2022-2030; pannello c): deviazioni dallo scenario di base in percentuale nel 2030)



Fonti: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM, Oxford Economics e modello GMMET dell'FMI.

Note: il pannello a) mostra l'impatto nel 2030 sul PIL in termini reali dello scenario in cui vengono applicate le imposte sulle emissioni di anidride carbonica; il pannello b) mostra l'impatto medio tra il 2022 e il 2030 dello scenario sull'inflazione complessiva; il pannello c) mostra l'impatto dello scenario sulle emissioni di CO<sub>2</sub> nel 2030. Per i modelli della BCE sono riportati gli effetti mediani. Gli effetti stimati dall'FMI sono stati riproporzionati per riflettere un aumento di pari entità delle imposte sulle emissioni.

## Riquadro 2

### La dimensione globale dell'imposta sulle emissioni di anidride carbonica: analisi di sensibilità

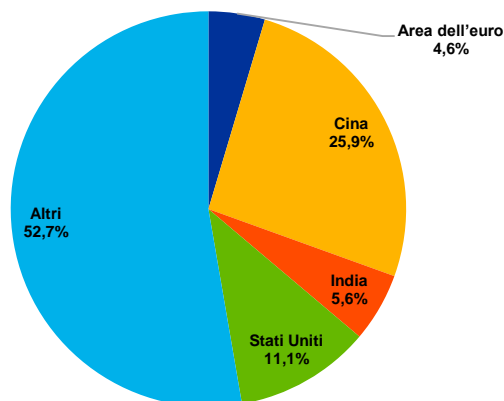
a cura di Alina Bobasu, Alistair Dieppe, John Hutchinson, Arthur Saint-Guilhem e Aurelian Vlad

Dal momento che nel 2021 l'area dell'euro ha contribuito per circa il 5 per cento alle emissioni mondiali di CO<sub>2</sub> (cfr. il grafico A), qualsiasi imposta sulle emissioni di anidride carbonica venisse applicata nel resto del mondo (RdM) avrebbe conseguenze macroeconomiche potenzialmente significative, anche per l'area dell'euro, nonché implicazioni per la riduzione delle emissioni di anidride carbonica, la competitività e le ragioni di scambio a livello mondiale. Il presente riquadro fornisce un'analisi di sensibilità dell'impatto di ipotesi alternative concernenti il resto del mondo, in materia di tassazione delle emissioni di anidride carbonica, sull'economia dell'area dell'euro e sulle emissioni mondiali di CO<sub>2</sub> utilizzando i modelli globali Oxford Economics e NiGEM. Dall'analisi emerge che quanto più omogeneo e ambizioso è il campo di applicazione delle imposte globali sulle emissioni di anidride carbonica, tanto più ampia sarebbe la riduzione della domanda mondiale di combustibili fossili e di emissioni di CO<sub>2</sub> e tanto maggiori sarebbero gli effetti negativi sull'economia dell'area dell'euro. Nel complesso, i risultati sottolineano l'importanza di una sincronia nella cooperazione internazionale in materia di politiche sul clima.

## Grafico A

### Emissioni di anidride carbonica a livello mondiale

(valori percentuali)



Fonte: *Global Energy Review: CO2 Emissions in 2021*, Agenzia internazionale dell'energia (AIE), 2022.

Nota: il grafico mostra i contributi per regione alle emissioni annue di CO2 a livello mondiale, sulla base dell'analisi dell'AIE.

Vengono presi in considerazione due scenari, che differiscono dallo scenario di riferimento per quanto riguarda l'ipotesi di tassazione sulle emissioni di anidride carbonica nel resto del mondo:

a) uno scenario caratterizzato da un'imposizione elevata nel resto del mondo, in cui l'imposta sulle emissioni di anidride carbonica nel resto del mondo raggiunge lo stesso livello di quella dell'area dell'euro entro il 2030; e b) uno scenario contraddistinto dall'assenza di qualsiasi forma di imposizione sulle emissioni di anidride carbonica nel resto del mondo. Gli scenari a) e b) possono essere considerati i limiti superiore e inferiore rispetto allo scenario di riferimento così come illustrato nel testo principale del presente articolo<sup>16</sup>.

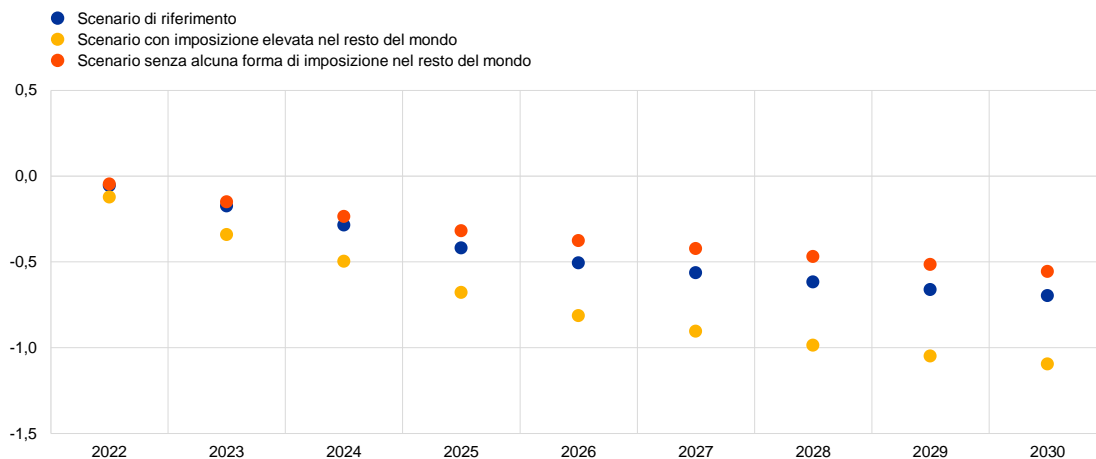
Sebbene il PIL dell'area dell'euro diminuisca costantemente in tutti e tre gli scenari, il calo è più pronunciato nello scenario che prevede un'elevata tassazione sulle emissioni di anidride carbonica nel resto del mondo (cfr. il grafico B). In questo scenario, la maggiore imposta sulle emissioni di anidride carbonica in questa area geografica deprime la domanda estera dell'area dell'euro, producendo a sua volta un effetto negativo sul PIL di quest'ultima. Nello scenario in cui nel resto del mondo non viene applicata alcuna forma di imposizione, l'impatto sul PIL dell'area dell'euro è più contenuto rispetto allo scenario di riferimento per via del minore freno esercitato dalla domanda estera dell'area.

<sup>16</sup> Entrambi gli scenari sono presentati ipotizzando tassi di cambio fissi.

## Grafico B

### Impatto sul PIL in termini reali dell'area dell'euro

(deviazioni dallo scenario di base in percentuale; medie annue)



Fonti: NiGEM, Oxford Economics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico mostra l'impatto medio sul PIL in termini reali dell'area dell'euro nei modelli Oxford Economics e NiGEM in relazione a tre diversi scenari in termini di imposizione sulle emissioni di anidride carbonica che comportano ipotesi differenti riguardo all'aumento dell'imposta sulle emissioni nel resto del mondo tra il 2022 e il 2030.

In linea con quanto illustrato nella sezione 3 in riferimento ai canali di trasmissione a livello mondiale, l'aumento dell'imposta sulle emissioni di anidride carbonica determina un miglioramento delle ragioni di scambio (la quantità di beni che un paese può acquistare per una certa quantità di beni esportati) per i paesi importatori di energia e un peggioramento per gli esportatori di materie prime (cfr. il pannello a) del grafico C). Questi ultimi registrano un peggioramento delle loro ragioni di scambio perché sia la domanda mondiale sia i prezzi (al lordo delle imposte) dei combustibili fossili diminuiscono entro la fine dell'orizzonte temporale dello scenario a causa degli aumenti dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica. Tale effetto è diverso da quello di uno shock legato all'offerta dei beni energetici, in cui le ragioni di scambio degli esportatori di materie prime beneficiano del rincaro dei combustibili fossili. Per l'area dell'euro, le ragioni di scambio migliorano complessivamente nel lungo periodo, in particolare nello scenario con un'elevata tassazione nel resto del mondo, giacché in ultima analisi l'aumento relativo dei prezzi all'esportazione risulta superiore a quello dei prezzi all'importazione.

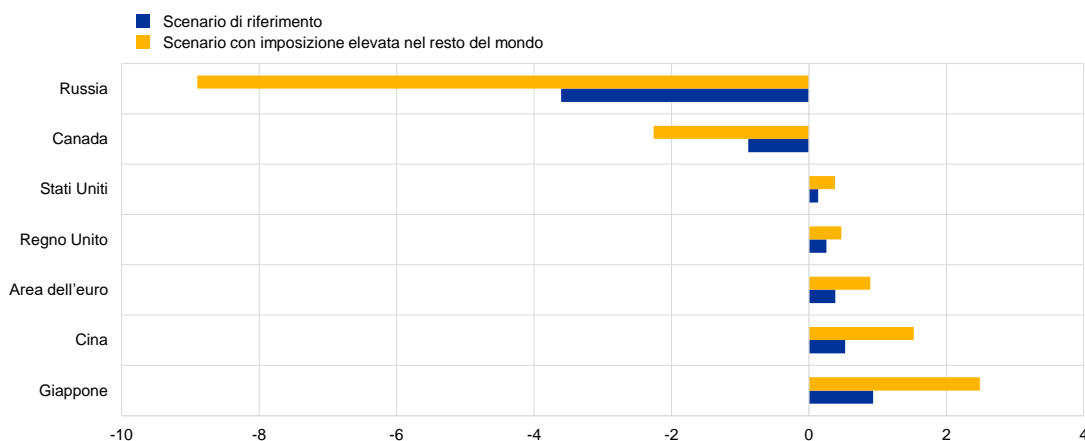


## Grafico C

### Impatto sulle ragioni di scambio e sull'intensità energetica dei combustibili fossili

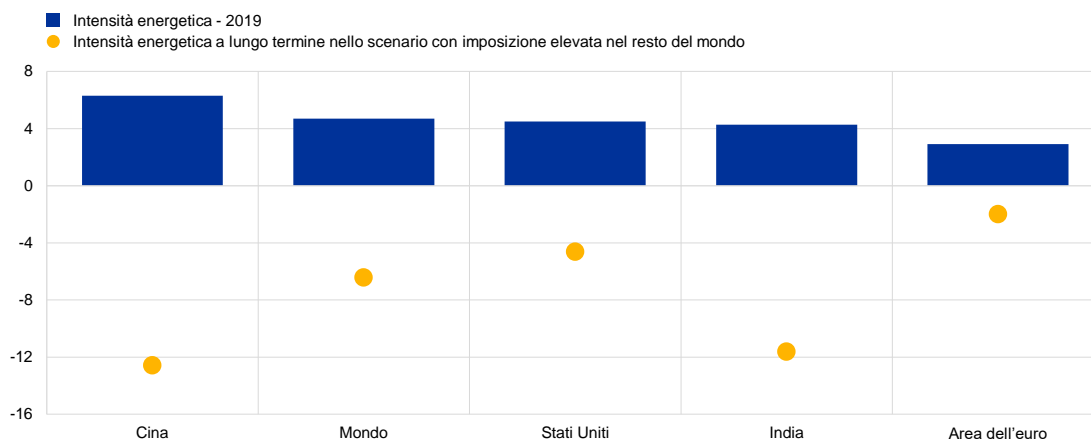
#### a) Ragioni di scambio

(deviazioni dallo scenario di base in percentuale)



#### b) Intensità energetica dei combustibili fossili: risultati storici e basati su modelli

(mega joule per dollaro statunitense di PIL a parità di potere d'acquisto del 2017; deviazioni dallo scenario di base in percentuale)



Fonti: modelli globali NiGEM e Oxford Economics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) mostra le variazioni delle ragioni di scambio a lungo termine per lo scenario di riferimento e per quello con un'elevata imposizione nel resto del mondo. Il pannello b) mostra le variazioni dell'intensità energetica con un'elevata imposizione nel resto del mondo. I risultati si basano sulla media dei modelli Oxford Economics e NiGEM.

L'esercizio mostra inoltre che, a fronte di un determinato incremento del prezzo delle emissioni di anidride carbonica, la riduzione di tali emissioni e gli effetti macroeconomici impliciti variano da un paese all'altro a seconda della loro dipendenza dai combustibili fossili. In particolare, il calo più marcato nell'intensità energetica dei combustibili fossili verrebbe registrato dai paesi che dipendono maggiormente da questi ultimi, come la Cina, qualora applicassero un'imposta sulle emissioni di anidride carbonica (cfr. il pannello b) del grafico C). Viceversa, i paesi che dipendono in misura minore dai combustibili fossili registrano una riduzione inferiore. Ciò mostra come a beneficiare marginalmente della fissazione di un prezzo per le emissioni di anidride carbonica in termini di riduzione dell'intensità dei combustibili fossili dovrebbero essere soprattutto le economie che impiegano elevate quantità di carbonio. Inoltre, è prevedibile che tali benefici diminuiscano nel corso del tempo man mano che viene applicata la tassazione.

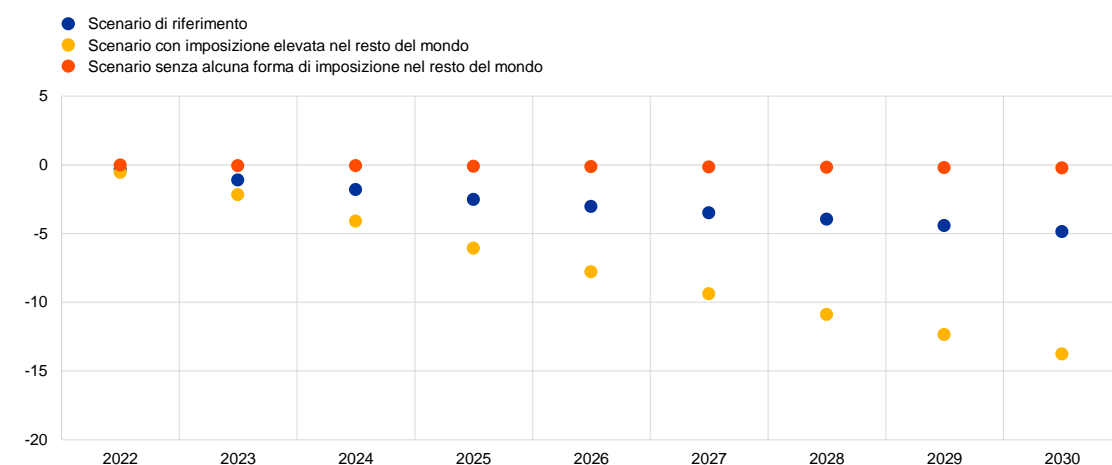
Quanto più è omogenea e ambiziosa l'imposizione sulle emissioni globali di anidride carbonica, tanto più ampia sarebbe la riduzione delle emissioni stesse, sebbene ancora insufficiente rispetto

agli impegni assunti a livello mondiale in materia di clima (cfr. il grafico D). Nel complesso, nello scenario con un'imposizione elevata nel resto del mondo, le emissioni globali di CO2 risultano ridotte di circa il 15 per cento nel 2030, ossia di un'entità tre volte maggiore rispetto allo scenario di riferimento. Tale andamento è in netto contrasto con lo scenario senza alcuna forma di imposizione nel resto del mondo, in cui l'area dell'euro applicherebbe tale imposta unilateralmente e l'entità della riduzione delle emissioni di CO2 a livello mondiale sarebbe insignificante.

## Grafico D

### Emissioni di CO2 a livello mondiale

(deviazioni dallo scenario di base in percentuale)



Fonti: modelli NiGEM e Oxford Economics.

Nota: il grafico mostra l'impatto medio sulle emissioni mondiali di anidride carbonica nei modelli Oxford Economics e NiGEM in relazione a tre diversi scenari in termini di imposizione sulle emissioni di anidride carbonica che comportano ipotesi differenti riguardo all'aumento dell'imposta sulle emissioni nel resto del mondo tra il 2022 e il 2030.

Tutto sommato, gli scenari di tipo illustrativo ipotizzati nell'analisi di sensibilità evidenziano l'importanza della cooperazione internazionale in materia di politiche sul clima, la necessità di imporre prezzi sufficientemente elevati alle emissioni di anidride carbonica e la rilevanza del ricorso a un ampio portafoglio di misure per la riduzione delle emissioni di anidride carbonica, appositamente studiate in funzione della struttura dei singoli paesi.

**Nel caso in cui una banca centrale, al fine di mitigare le perdite di prodotto, preferisse “guardare oltre” gli effetti sull’inflazione direttamente indotti dalle imposte sulle emissioni di anidride carbonica, dovrebbe sostenere un periodo prolungato di inflazione complessiva più elevata (cfr. il grafico 9).** Allo scopo di indagare il trade-off tra prodotto e inflazione che la banca centrale si troverebbe di fronte, è stata condotta un'ulteriore analisi di sensibilità con l'impiego del modello NAWM-E. L'analisi illustrativa ipotizza che la banca centrale segua una regola di Taylor semplice, scegliendo tra due alternative: la prima si focalizza sul contrastare gli effetti inflazionistici diretti dell'aumento dei prezzi dell'energia indotto dalle imposte sulle emissioni di anidride carbonica, concentrandosi sulla stabilizzazione dell'inflazione complessiva; la seconda ipotesi consiste, invece, nello scegliere di guardare oltre tali effetti diretti e occuparsi principalmente dell'inflazione di fondo,

cioè depurata della componente energetica<sup>17</sup>. In base al modello, l'aumento delle imposte sulle emissioni di CO2 determina un calo del prodotto e un rialzo dell'inflazione in entrambi i casi, seppure di diversa entità. Nel caso in cui la banca centrale optasse per attenuare le perdite in termini di prodotto contrastando l'impatto diretto sull'inflazione dell'aumento indotto dei prezzi dell'energia, potrebbe guardare oltre gli effetti sui prezzi dei beni energetici e dedicare maggiore attenzione a stabilizzare l'inflazione di fondo. Un approccio di questo tipo comporterebbe un orientamento di politica monetaria meno rigido, come dimostrato dal maggiore calo del tasso di interesse reale, attenuando, di conseguenza, le perdite in termini di prodotto, con la contropartita, tuttavia, di un'inflazione complessiva più elevata. Nel contempo, adottando tale approccio l'inflazione complessiva si discosterebbe dal proprio obiettivo per un periodo significativamente più lungo rispetto al caso in cui la banca centrale si concentrasse sulla stabilizzazione dell'inflazione complessiva; ciò potrebbe tradursi in una perdita di credibilità della politica monetaria e in un aumento del rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione. In tali circostanze la politica monetaria dovrebbe correggere l'approccio che prevede di "guardare oltre" e assumere un orientamento più incisivo per poter fronteggiare l'aumento dei costi legati alla stabilizzazione del prodotto e dell'inflazione. Tuttavia, una reazione molto forte potrebbe altresì spingere l'inflazione di fondo al di sotto dell'obiettivo in modo persistente.

---

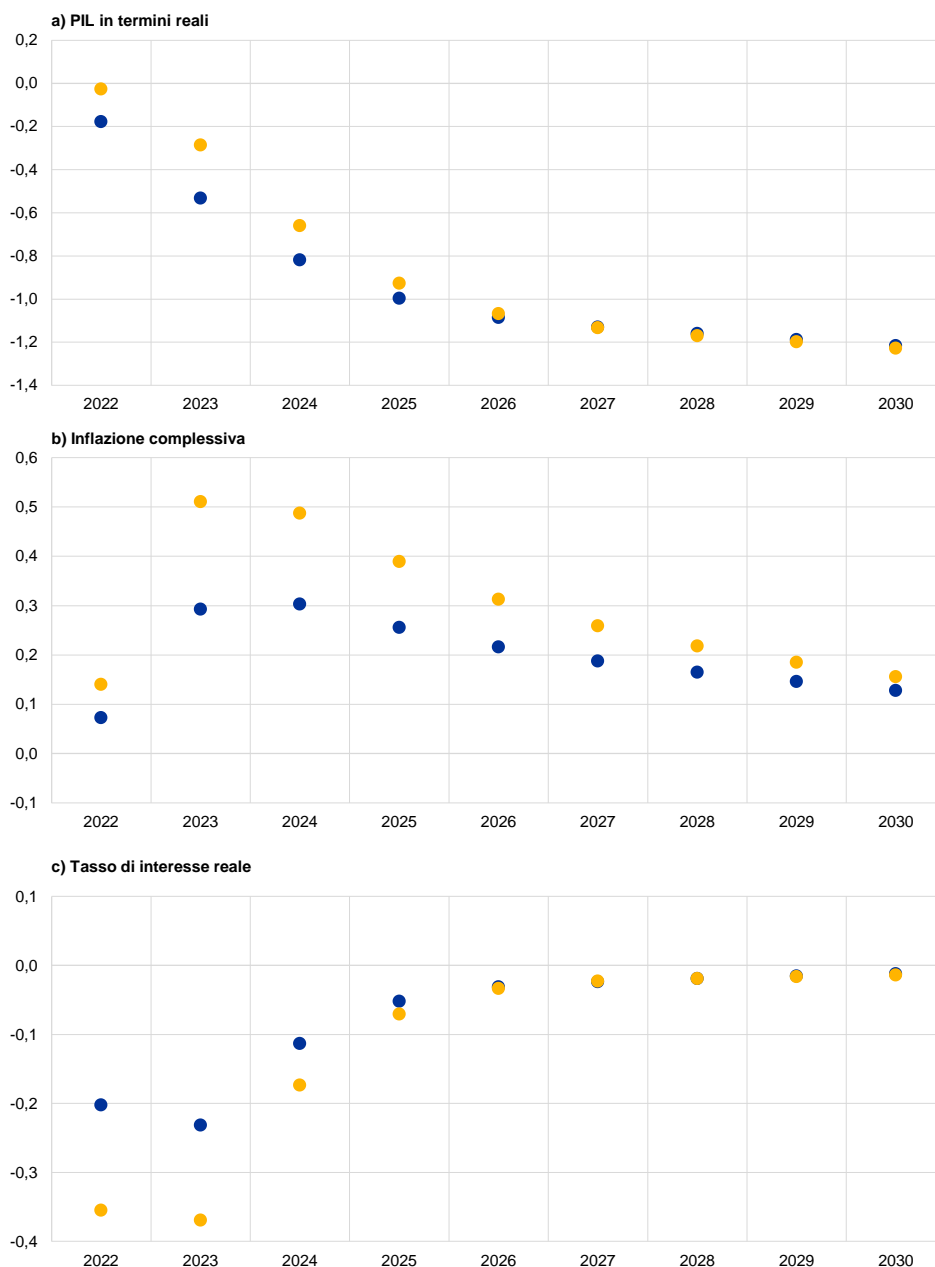
<sup>17</sup> Per un'analisi normativa della reazione in termini di politica monetaria a uno shock legato all'applicazione di imposte sulle emissioni di anidride carbonica nell'ambito di un modello neo-keynesiano stilizzato, cfr. Olovsson, C. e Vestin, D., "Greenflation?", *Working Paper Series*, n. 420, Sveriges Riksbank, maggio 2023. L'analisi suggerisce che l'alternativa ottimale per la politica monetaria consista nel guardare oltre l'aumento dei prezzi dell'energia dovuto alle imposte sulle emissioni di anidride carbonica e considerare solo l'inflazione di fondo.

## Grafico 9

### Politica monetaria e trade-off tra prodotto e inflazione: analisi di sensibilità

(deviazioni dallo scenario di base in punti percentuali)

- Reazione all'inflazione complessiva
- Reazione all'inflazione di fondo



Fonte: NAWM-E.

Note: il grafico mostra gli impatti dello scenario che prevede l'applicazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica sul PIL in termini reali, sull'inflazione complessiva e sul tasso di interesse reale a breve termine dell'area dell'euro tra il 2022 e il 2030.

Nelle simulazioni sottostanti la politica monetaria segue una regola di Taylor del tasso di interesse con una reazione all'inflazione complessiva oppure a quella di fondo, oltre a una reazione all'output gap. La regola del tasso di interesse impiegata di norma nel modello, invece, prevede reazioni all'inflazione di fondo e al gap della crescita dell'output.

## 6 Osservazioni conclusive

**Le stime desunte dai modelli suggeriscono che l'impatto di un plausibile andamento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica per il resto di questo decennio si tradurrebbe in effetti contenuti su prodotto e inflazione, ma anche in un contributo limitato al raggiungimento degli obiettivi di riduzione di emissioni di anidride carbonica fissati dall'UE.** L'aumento dei prezzi delle emissioni si ripercuote sul prodotto e sull'inflazione principalmente mediante i rialzi dei costi energetici, ma gli impatti dipendono anche dagli effetti distributivi, dalle politiche di transizione a livello mondiale, dalla politica monetaria e di bilancio, nonché dall'abilità degli intermediari finanziari di sostenere la riallocazione del capitale. Un aumento dei prezzi delle emissioni coerente con lo scenario dell'AIE, che prevede emissioni nette pari a zero entro il 2050, suggerisce un impatto moderato sul PIL e sull'inflazione dell'area dell'euro nel corso del decennio attuale, con un limitato trade-off tra prodotto e inflazione in termini di politica monetaria, in quanto mira a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine. Al tempo stesso si stimano limitate riduzioni di emissioni di anidride carbonica, pari a circa un quarto dell'obiettivo intermedio dell'UE. Aumentare i prezzi delle emissioni al fine di ottenere tagli di quelle di maggiore entità comporterebbe un impatto più significativo sull'inflazione e sul PIL, con un trade-off più rilevante per la politica monetaria. Indipendentemente dallo scenario, il raggiungimento degli obiettivi climatici fissati dall'UE richiederà la coesistenza di diversi fattori: una determinazione ambiziosa dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica, un'ulteriore azione regolamentare e innovazione tecnologica, come previsto dal pacchetto "Pronti per il 55%".

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dal Portale dati della BCE:	<a href="https://data.ecb.europa.eu">https://data.ecb.europa.eu</a>
Tavole dettagliate sono disponibili nella sezione "Publications" del Portale dati della BCE:	<a href="https://data.ecb.europa.eu/publications">https://data.ecb.europa.eu/publications</a>
Le definizioni metodologiche sono consultabili nella sezione "Methodology" del Portale dati della BCE:	<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	-6,0	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	5,5	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	3,4	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	-1,9	0,8	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
3° trim.	1,4	0,8	-0,1	-0,4	3,2	0,4	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,7	9,3
4° trim.	0,4	0,6	0,1	0,1	0,5	-0,1	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 1° trim.	0,9	0,5	0,1	0,7	2,2	0,0	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
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.	-	-	-	-	-	-	7,4	7,1	4,9	8,7	3,5	0,1	7,0
mag.	-	-	-	-	-	-	6,5	6,9	4,0	8,7	3,2	0,2	6,1
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,0	7,9	3,3	.	5,5

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

## 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					Per memoria: area dell'euro	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		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	-4,0	-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	2,6	4,4	0,8
2022 1° trim.	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	0,8	2,8	-1,4
2° trim.	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,1	-0,2	0,0
3° trim.	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,5	-0,4	1,4
4° trim.	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,8	-1,8	-1,8
2022 lug.	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,2	0,5	1,9
ago.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,0	-0,4	2,6
set.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,5	-0,4	1,4
ott.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,7	0,5
nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,0	-1,3	-0,6
dic.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,8	-1,8	-1,8

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	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2020	11.517,2	11.110,8	5.956,0	2.577,9	2.527,3	1.228,1	687,4	605,0	49,6	406,4	5.210,1	4.803,7
2021	12.402,4	11.909,3	6.324,2	2.731,1	2.720,9	1.384,2	762,1	567,3	133,2	493,1	6.131,7	5.638,6
2022	13.422,1	13.183,8	7.056,4	2.885,3	3.014,9	1.560,4	842,7	604,2	227,3	238,3	7.385,1	7.146,8
2022 2° trim.	3.328,3	3.258,2	1.741,3	713,9	745,0	389,0	205,7	148,4	58,0	70,1	1.854,3	1.784,2
3° trim.	3.373,8	3.347,8	1.798,0	723,2	766,2	393,9	216,1	154,2	60,4	26,1	1.907,0	1.881,0
4° trim.	3.442,6	3.370,7	1.823,6	741,0	771,1	396,6	217,1	155,5	35,0	71,9	1.893,1	1.821,2
2023 1° trim.	3.503,1	3.373,7	1.844,7	728,8	783,8	406,7	221,7	153,4	16,5	129,4	1.888,3	1.758,9
<i>in percentuale del PIL</i>												
2022	100,0	98,2	52,6	21,5	22,5	11,6	6,3	4,5	1,7	1,8	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 2° trim.	0,8	0,8	0,9	-0,1	0,8	0,0	1,1	2,6	-	-	1,8	1,9
3° trim.	0,4	1,1	1,3	0,0	1,0	-0,9	2,9	3,1	-	-	1,1	2,6
4° trim.	-0,1	-0,6	-1,0	0,6	-0,6	-0,8	-1,0	0,7	-	-	-0,3	-1,5
2023 1° trim.	0,0	-0,8	-0,3	-1,6	0,6	1,3	1,7	-2,3	-	-	0,2	-1,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,0	-5,7	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,9	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,5	4,2	3,8	4,3	3,8	6,5	8,7	-7,5	-	-	11,1	8,7
2022	3,4	3,6	4,5	1,4	2,9	1,9	4,3	3,5	-	-	7,1	8,1
2022 2° trim.	4,2	4,4	5,9	1,0	2,7	2,0	1,9	5,8	-	-	8,3	9,2
3° trim.	2,4	3,5	2,7	0,6	4,7	1,4	8,1	8,3	-	-	7,6	10,6
4° trim.	1,8	1,2	1,5	0,9	0,8	0,2	5,7	-3,5	-	-	4,3	3,2
2023 1° trim.	1,1	0,5	0,8	-1,0	1,9	-0,5	4,7	4,1	-	-	2,7	1,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 2° trim.	0,8	0,8	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-	-
3° trim.	0,4	1,1	0,6	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,7	-	-
4° trim.	-0,1	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,6	-	-
2023 1° trim.	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,8	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,0	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,5	4,3	2,1	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,4	-	-
2022	3,4	3,6	2,4	0,3	0,6	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-
2022 2° trim.	4,2	4,3	3,0	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,0	-	-
3° trim.	2,4	3,4	1,4	0,1	1,0	0,2	0,5	0,4	0,8	-1,0	-	-
4° trim.	1,8	1,1	0,8	0,2	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,0	0,7	-	-
2023 1° trim.	1,1	0,6	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,6	-	-

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	10.378,7	177,1	2.008,3	549,5	1.802,5	546,9	484,5	1.214,4	1.203,8	2.067,5	324,1	1.138,5
2021	11.117,7	189,8	2.184,9	596,5	2.008,1	591,5	501,3	1.251,0	1.292,3	2.163,9	338,4	1.284,7
2022	12.082,8	221,6	2.420,0	660,1	2.321,1	624,1	513,3	1.303,6	1.393,0	2.254,2	371,8	1.339,3
2022 2° trim.	2.987,0	54,5	602,6	163,4	575,8	154,3	125,4	320,6	345,5	552,9	92,0	341,3
3° trim.	3.039,3	57,2	602,6	165,6	593,0	157,4	128,5	325,5	350,0	564,7	94,8	334,6
4° trim.	3.118,9	58,1	634,1	170,8	598,3	159,0	134,5	334,3	358,4	576,9	94,5	323,7
2023 1° trim.	3.184,2	59,2	659,6	179,8	604,3	161,7	139,9	342,5	363,0	578,3	95,9	318,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2022	100,0	1,8	20,0	5,5	19,2	5,2	4,2	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	-0,2	0,4	-0,1	1,8	1,7	0,0	0,3	1,1	-0,2	4,1	1,1
3° trim.	0,7	0,4	0,6	-1,0	1,0	1,4	0,0	-0,2	0,4	1,1	3,0	-2,1
4° trim.	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-1,1	0,6	-0,3	0,3	0,2	0,3	-2,4	0,9
2023 1° trim.	0,3	0,6	-0,2	2,4	0,4	1,0	-1,1	0,7	0,4	0,0	1,7	-3,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-5,9	0,1	-6,2	-5,2	-14,1	2,1	0,4	-0,7	-5,6	-2,8	-17,7	-7,2
2021	5,3	-0,4	7,5	3,8	7,9	7,5	3,8	1,8	6,1	3,5	4,2	6,6
2022	3,5	-0,1	1,7	1,5	7,9	5,3	-0,7	1,9	4,7	1,6	11,7	2,0
2022 2° trim.	4,4	-0,4	1,9	2,0	11,4	5,4	-0,6	2,2	5,5	1,3	16,6	2,9
3° trim.	2,6	0,0	1,9	1,0	4,7	6,2	-1,0	1,3	3,7	1,2	7,0	0,3
4° trim.	2,1	-0,3	1,5	-0,1	2,8	3,9	-0,8	1,2	3,2	2,0	6,7	-1,2
2023 1° trim.	1,6	1,0	0,7	1,0	2,1	4,9	-1,4	1,0	2,2	1,2	6,5	-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.	0,7	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-
4° trim.	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-
2023 1° trim.	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	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	5,3	0,0	1,5	0,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4	-
2022 2° trim.	4,4	0,0	0,4	0,1	2,0	0,3	0,0	0,3	0,6	0,3	0,5	-
3° trim.	2,6	0,0	0,4	0,1	0,9	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
4° trim.	2,1	0,0	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 1° trim.	1,6	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,3	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	14,6	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,8	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	14,0	24,9	6,6
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,2	6,4	24,5	3,2	2,4	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-1,4	-1,4	-1,2	-2,6	-1,9	0,8	-3,6	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,1
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	-0,2	3,3	0,5	4,7	1,1	1,0	3,0	2,0	1,0
2022	2,3	2,5	1,1	-0,4	1,2	3,2	3,3	5,7	0,0	3,0	3,0	1,5	1,7
2022 2° trim.	2,8	3,0	1,0	0,2	1,3	3,6	4,7	6,0	0,3	2,8	3,4	1,6	1,9
3° trim.	1,8	2,0	1,1	-0,7	1,3	3,3	2,0	6,2	-0,3	4,1	2,4	1,4	0,9
4° trim.	1,6	1,7	0,7	-0,8	1,0	2,2	1,7	4,5	0,4	3,3	2,1	1,3	1,0
2023 1° trim.	1,6	1,7	1,3	-1,1	1,2	1,5	2,2	4,5	1,1	2,5	2,0	1,2	0,9
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,0	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,5	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,3	3,5	2,5	1,1	14,0	21,9	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-8,0	-7,2	-11,2	-3,4	-7,4	-6,1	-14,5	-1,8	-2,1	-5,1	-8,3	-2,3	-12,3
2021	5,4	5,2	6,5	0,1	4,6	9,2	6,7	7,3	2,9	6,9	7,5	3,1	5,8
2022	3,5	3,6	3,0	-1,0	1,0	3,4	7,4	5,8	-0,2	4,9	4,1	0,7	5,9
2022 2° trim.	3,7	3,9	2,8	-1,4	0,4	2,9	9,8	5,4	-1,0	5,1	3,9	-0,1	6,7
3° trim.	2,6	2,8	1,3	-0,5	1,9	3,5	3,3	7,2	0,2	4,9	3,7	1,2	2,4
4° trim.	2,3	2,3	2,1	-0,5	1,4	3,4	3,0	5,0	1,2	3,7	3,2	1,2	2,8
2023 1° trim.	1,9	2,1	1,0	-0,3	1,7	1,6	2,7	4,2	1,4	1,6	2,4	1,3	1,7
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,6	-6,8	-11,3	-3,7	-2,5	-5,8	-6,4	-3,2	-9,5
2021	3,9	3,5	6,0	-0,1	4,8	5,6	6,2	2,5	1,7	5,8	4,4	1,1	4,8
2022	1,1	1,1	1,8	-0,6	-0,2	0,2	3,9	0,1	-0,2	1,8	1,0	-0,8	4,2
2022 2° trim.	0,9	0,8	1,8	-1,6	-0,9	-0,6	4,8	-0,5	-1,3	2,3	0,5	-1,7	4,7
3° trim.	0,7	0,9	0,2	0,2	0,6	0,3	1,3	0,9	0,5	0,8	1,2	-0,3	1,5
4° trim.	0,7	0,6	1,4	0,3	0,4	1,2	1,3	0,4	0,8	0,4	1,0	-0,1	1,8
2023 1° trim.	0,3	0,5	-0,2	0,8	0,5	0,1	0,5	-0,3	0,3	-0,9	0,5	0,1	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	162,757	3,5	12,963	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,319	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,817	3,1	11,341	6,8	2,7	9,083	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,654	7,2	3,1
2022 2° trim.	167,794	3,1	11,299	6,7	2,7	9,038	5,9	2,261	14,6	5,704	6,4	5,595	7,1	3,2
3° trim.	167,971	3,0	11,427	6,8	2,5	9,058	5,9	2,369	15,2	5,746	6,4	5,681	7,2	3,1
4° trim.	168,630	3,0	11,227	6,7	2,5	8,973	5,9	2,254	14,3	5,599	6,2	5,628	7,1	3,1
2023 1° trim.	169,496	3,0	11,149	6,6	2,5	8,963	5,8	2,185	13,8	5,592	6,2	5,556	7,0	3,0
2022 dic.	-	-	11,290	6,7	-	9,043	5,9	2,247	14,2	5,651	6,3	5,639	7,1	-
2023 gen.	-	-	11,268	6,7	-	9,016	5,9	2,251	14,2	5,645	6,3	5,623	7,1	-
feb.	-	-	11,196	6,6	-	8,958	5,8	2,238	14,1	5,639	6,3	5,557	7,0	-
mar.	-	-	11,110	6,6	-	8,888	5,8	2,222	14,0	5,603	6,2	5,507	6,9	-
apr.	-	-	11,071	6,5	-	8,855	5,8	2,215	13,9	5,594	6,2	5,477	6,9	-
mag.	-	-	11,014	6,5	-	8,788	5,7	2,226	13,9	5,562	6,2	5,452	6,8	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili. Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.

2) Non destagionalizzati.

3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,2	-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	1,5	6,0	5,0	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	6,2	5,8	-1,6	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	-2,7	2,9	7,7	13,3	-16,2
3° trim.	3,4	4,0	-1,6	9,9	3,0	-1,3	0,8	-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	0,3	-2,5	-5,0	-1,5	3,1	6,2	15,3
2023 gen.	1,0	2,3	-5,6	8,6	3,4	-7,7	0,5	-1,8	-4,6	0,0	4,8	6,2	12,1
feb.	2,0	2,9	-5,0	9,9	3,6	-4,1	2,2	-2,4	-4,7	-0,8	0,4	4,1	11,6
mar.	-1,3	-0,6	-4,5	-1,6	6,1	-6,5	-0,7	-3,3	-6,3	-1,6	1,8	4,7	30,8
apr.	0,2	1,0	-6,0	8,6	-0,2	-8,7	0,4	-2,9	-4,6	-1,2	-3,1	3,1	19,4
mag.	-2,2	-1,8	-5,4	2,5	-3,0	-6,2	0,1	-2,9	-3,5	-2,1	-2,2	.	20,3
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,0
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2023 gen.	0,7	0,5	1,2	0,3	-1,5	-1,1	3,3	0,9	1,8	1,3	-1,6	-	-8,7
feb.	1,8	1,5	0,8	1,7	1,0	0,7	2,2	-0,3	-0,3	-0,1	-1,2	-	3,0
mar.	-4,4	-5,5	-1,0	-14,9	-0,3	-1,1	-1,8	-0,4	-0,8	-0,7	0,4	-	-1,5
apr.	1,0	0,5	-0,9	14,7	-2,6	-0,3	-0,6	0,0	-0,3	0,3	-2,4	-	-1,1
mag.	0,2	1,3	0,5	1,0	0,1	-1,1	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,3	-	-0,5
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	1,5

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	-11,6	-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	-7,4	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 3° trim.	97,2	1,8	81,9	-26,8	2,9	-6,7	7,5	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
4° trim.	95,3	-0,9	81,2	-24,5	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	-19,7	1,3	-1,0	9,4	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2° trim.	96,9	-5,1	.	-17,0	-0,5	-4,1	7,5	.	44,7	46,4	54,5	52,3
2023 feb.	99,3	0,1	-	-19,0	1,5	-0,4	9,1	-	48,5	50,1	52,7	52,0
mar.	98,9	-0,8	-	-19,1	0,9	-1,8	8,9	-	47,3	50,4	55,0	53,7
apr.	98,9	-2,9	81,2	-17,5	0,7	-1,0	9,7	90,0	45,8	48,5	56,2	54,1
mag.	96,4	-5,3	-	-17,4	-0,3	-5,3	7,1	-	44,8	46,4	55,1	52,8
giu.	95,3	-7,2	-	-16,1	-2,0	-6,0	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
lug.	.	.	-	-15,1	.	.	.	-	42,7	42,9	51,1	48,9

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

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	19,6	95,2	-0,1	4,2	-1,7	5,6	4,8	46,0	24,6	81,1	3,7	-12,0	2,5
2021	17,5	95,4	1,5	3,8	17,4	8,0	8,2	48,6	26,6	78,9	5,5	7,5	3,4
2022	13,5	92,7	0,0	2,6	12,4	1,4	6,9	48,7	23,8	74,1	3,0	9,3	2,0
2022 2° trim.	14,6	95,2	0,2	2,8	16,6	4,4	10,1	48,8	24,7	74,0	4,8	-4,3	3,2
3° trim.	13,9	94,4	0,0	2,8	10,6	3,0	9,1	49,0	24,1	74,1	4,2	25,0	3,0
4° trim.	13,5	93,0	-0,7	2,6	6,5	1,5	6,9	48,7	23,8	72,1	2,9	2,3	2,0
2023 1° trim.	13,4	91,3	0,5	2,4	5,4	2,8	5,4	48,6	23,9	70,2	2,4	1,3	1,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

4) Definito come debito consolidato e passività costituite da titoli di debito.

## 2 Attività economica

### 2.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto capitale <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.	1.307,5	1.343,4	-35,9	721,3	753,4	316,8	278,9	227,7	222,0	41,6	89,2	116,1	11,6
3° trim.	1.356,3	1.444,0	-87,7	755,1	806,6	320,0	319,8	238,5	229,2	42,7	88,5	25,4	16,1
4° trim.	1.360,4	1.365,1	-4,8	749,2	751,0	312,2	267,8	256,3	263,8	42,6	82,5	58,3	35,7
2023 1° trim.	1.377,6	1.340,3	37,3	750,2	694,1	322,4	299,3	265,0	272,0	40,0	75,0	34,6	31,1
2022 dic.	442,4	438,5	3,9	242,9	239,1	101,3	87,6	84,2	84,4	14,0	27,3	40,5	25,9
2023 gen.	460,6	455,6	5,0	247,4	244,1	108,3	97,7	90,7	90,2	14,2	23,6	11,6	13,4
feb.	454,7	442,7	11,9	248,3	228,5	106,6	96,9	86,5	92,5	13,3	24,8	5,9	4,4
mar.	462,3	441,9	20,4	254,6	221,4	107,4	104,7	87,8	89,2	12,5	26,6	17,1	13,2
apr.	433,5	429,7	3,8	232,2	215,3	108,2	104,2	79,7	82,5	13,4	27,7	6,4	5,7
mag.	460,4	451,3	9,1	249,8	227,3	109,6	103,4	86,3	94,0	14,6	26,7	5,2	3,8
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>												
2023 mag.	5.430,1	5.479,0	-48,9	2.981,9	2.950,7	1.278,7	1.186,0	1.003,5	1.011,4	166,1	330,9	138,5	96,2
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 mag.	39,8	40,1	-0,4	21,8	21,6	9,4	8,7	7,4	7,4	1,2	2,4	1,0	0,7

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2022 2° trim.	20,3	45,5	714,2	359,0	126,0	216,0	577,5	812,6	511,4	111,9	164,0	516,4	108,2
3° trim.	20,2	47,6	729,6	365,4	133,5	217,1	589,5	856,4	529,4	117,0	168,8	534,1	108,0
4° trim.	14,9	20,2	733,2	361,0	139,8	221,4	604,7	797,3	482,1	114,0	169,9	517,8	97,1
2023 1° trim.	8,6	0,4	722,4	345,9	137,6	223,9	595,4	725,1	425,3	113,3	160,5	499,6	77,7
2022 dic.	9,2	8,6	236,3	115,2	46,0	73,3	196,6	256,1	154,6	35,5	55,5	165,6	30,4
2023 gen.	11,1	10,2	239,5	115,0	45,0	74,2	194,9	252,2	149,6	39,2	53,7	169,1	30,1
feb.	7,6	1,5	241,3	115,4	45,8	75,9	199,2	243,5	143,0	37,4	54,3	168,1	24,4
mar.	7,5	-8,9	241,6	115,5	46,7	73,9	201,3	229,3	132,6	36,7	52,5	162,3	23,1
apr.	-4,1	-12,3	232,4	108,6	46,5	72,1	191,6	240,3	141,1	37,3	55,3	168,2	25,7
mag.	-2,3	-12,9	239,1	.	.	.	197,2	240,0	.	.	.	169,0	.
<b>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
2022 2° trim.	2,2	11,6	106,9	106,3	102,0	117,6	106,2	121,7	121,8	124,5	120,5	123,0	143,4
3° trim.	2,8	14,9	106,6	104,8	105,9	114,5	106,3	124,0	121,7	123,7	121,2	122,9	140,2
4° trim.	1,5	3,5	107,1	103,9	109,6	114,6	106,8	119,8	116,1	120,0	121,5	120,5	144,8
2023 1° trim.	1,6	-1,3	106,3	101,8	105,3	116,9	105,9	114,7	111,5	119,3	115,5	117,0	142,2
2022 nov.	2,5	4,2	108,1	104,9	112,8	114,0	108,0	119,6	115,9	121,8	121,1	121,3	139,6
dic.	-1,1	-3,4	105,6	100,8	107,9	115,7	105,3	117,2	114,2	113,3	119,9	116,7	147,0
2023 gen.	2,9	4,1	106,0	101,9	103,7	117,0	104,8	117,8	115,0	122,0	116,8	118,2	151,6
feb.	-0,4	-0,6	106,8	101,3	105,4	118,8	106,6	117,1	114,1	118,3	117,1	118,2	143,8
mar.	2,2	-6,9	106,1	102,3	106,8	115,0	106,3	109,2	105,6	117,6	112,6	114,5	131,2
apr.	-6,6	-4,9	102,5	98,0	105,6	112,2	102,7	118,5	115,3	121,9	118,2	120,4	159,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <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 energe- tici (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 3° trim.	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	2,8	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	
2° trim.	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,7	-4,3	1,3	6,1	6,8	
2023 gen.	120,3	8,6	5,3	11,7	4,4	0,6	1,1	0,3	0,7	0,6	0,4	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	0,5	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	0,1	-0,9	0,6	7,0	6,4	
mag.	123,2	6,1	5,3	6,8	5,0	-0,1	0,4	-0,5	0,2	-2,1	0,1	6,1	6,2	
giu.	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,5	0,7	0,2	-0,7	0,4	5,2	7,7	

	Beni						Servizi							
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto		Di comunicazione		Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione							
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25			
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0		
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4		
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6		
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1		
2022 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		
2° trim.	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1		
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	2,3	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0		
mag.	12,5	13,4	9,6	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	4,7	0,7	7,6	4,1		
giu.	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3		

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Prezzi e costi

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

in perc. del totale nel 2015	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	
	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	0,6
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	0,8
2022 2° trim.	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	16,3	7,5	95,4	12,4	9,2	2,3
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	0,4
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	-2,6
2023 1° trim.	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,2	0,3	.
2022 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	9,9	10,3	9,4	7,4	14,6	18,3	8,7	15,9	-	-	-
mar.	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-
apr.	149,4	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,1	-	-	-
mag.	146,5	-1,5	0,6	3,4	-1,5	5,6	9,4	9,3	6,4	-13,3	-	-	-

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)

in perc. del totale	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	
									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	2,1	2,8	2,2	1,5	3,7	5,9	7,8	59,8	29,6	21,5	37,2	29,1	22,2	37,1
2022	114,7	4,7	6,8	6,7	4,2	7,7	12,5	17,5	95,0	18,1	29,0	9,0	19,2	28,2	9,9
2022 3° trim.	115,0	4,7	7,5	7,5	4,6	7,8	13,5	19,6	98,3	14,4	30,0	1,5	14,7	26,9	2,3
4° trim.	117,4	5,8	7,0	8,6	5,7	7,4	9,9	12,6	86,6	5,3	13,8	-2,3	4,9	12,2	-3,1
2023 1° trim.	119,5	6,2	5,5	8,1	4,1	6,4	5,2	3,8	75,8	-10,5	-5,2	-15,1	-11,2	-6,4	-16,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	71,6	-18,4	-16,4	-20,3	-18,6	-16,3	-21,3
2023 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,6	0,4	-8,9	-6,0	-1,7	-10,4
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,9	-1,7	-13,4	-8,7	-3,1	-14,7
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-17,9	-13,2	-22,1	-18,1	-13,5	-23,2
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,1	-14,7	-23,1	-19,2	-14,8	-24,2
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,4	-18,1	-20,7	-19,6	-17,9	-21,7
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-16,4	-16,4	-16,5	-16,8	-16,1	-17,6

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 3° trim.	46,2	54,6	27,7	40,8	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
4° trim.	40,2	51,6	29,0	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 1° trim.	23,8	43,5	26,0	27,2	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2° trim.	7,5	30,2	18,1	11,9	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
2023 feb.	22,9	43,4	25,9	25,8	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
mar.	17,8	41,4	23,5	21,5	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
apr.	11,5	34,9	19,5	15,4	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
mag.	6,5	30,3	18,7	12,4	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
giu.	4,4	25,4	16,1	8,0	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
lug.	.	.	.	.	.	35,5	61,2	44,6	55,8

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	100,0	3,1	3,6	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,3	1,2	1,4	0,8	1,1	1,5	1,3
2022	105,7	4,4	3,7	6,6	4,8	3,7	2,9
2022 2° trim.	108,7	4,7	4,2	6,6	5,5	3,4	2,6
3° trim.	102,3	3,4	2,8	5,5	3,7	3,2	3,0
4° trim.	113,8	5,5	5,0	7,4	5,6	5,5	3,1
2023 1° trim.	103,0	5,0	4,6	6,1	5,3	4,4	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									
			Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2020	110,2	4,5	-1,0	2,1	5,0	7,7	-0,1	-0,1	1,2	3,6	6,2	16,5
2021	110,2	0,0	2,9	-3,1	4,2	-1,8	2,5	0,5	4,1	1,1	0,7	-0,2
2022	113,7	3,2	4,7	3,1	5,4	1,5	3,6	4,3	4,6	3,3	3,4	-3,3
2022 2° trim.	112,6	2,7	5,6	3,5	4,9	0,7	3,3	4,7	4,2	2,6	2,9	-6,2
3° trim.	113,9	3,2	4,4	1,9	5,5	1,8	3,0	3,9	6,2	3,5	3,7	-1,1
4° trim.	116,2	4,6	5,4	2,9	7,0	4,0	4,2	4,7	3,9	4,9	4,6	-1,0
2023 1° trim.	118,8	5,9	4,0	6,2	5,0	6,6	4,6	7,4	5,2	6,6	3,8	-0,2
<b>Redditi per occupato</b>												
2020	107,0	-0,4	1,7	-2,4	-1,2	-3,9	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,3	4,5	4,7	5,4	5,3	3,2	4,9	4,2	2,1	3,1
2022	115,9	4,3	5,0	3,5	3,6	6,0	3,2	3,5	3,4	5,0	3,5	6,3
2022 2° trim.	114,9	4,2	5,0	4,1	3,3	7,1	2,8	3,8	3,7	4,7	2,6	7,4
3° trim.	116,4	3,7	5,2	2,6	3,2	4,4	3,0	3,2	3,4	4,7	3,5	4,8
4° trim.	118,3	4,8	6,1	3,4	4,6	5,1	3,5	3,5	1,7	6,0	5,3	4,6
2023 1° trim.	120,3	5,4	6,1	5,7	4,5	6,5	5,0	4,7	3,7	6,8	3,9	5,4
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2020	97,1	-4,7	2,7	-4,4	-5,9	-10,8	0,1	0,0	-1,4	-3,7	-3,7	-15,1
2021	100,9	4,0	-0,6	7,8	0,5	7,4	2,7	2,6	0,8	3,0	1,4	3,2
2022	102,0	1,0	0,2	0,4	-1,7	4,4	-0,4	-0,8	-1,1	1,6	0,1	9,9
2022 2° trim.	102,1	1,4	-0,6	0,6	-1,5	6,3	-0,5	-0,9	-0,5	2,1	-0,3	14,4
3° trim.	102,2	0,5	0,7	0,6	-2,2	2,6	0,0	-0,7	-2,7	1,2	-0,2	6,0
4° trim.	101,8	0,2	0,6	0,5	-2,3	1,0	-0,6	-1,1	-2,1	1,0	0,7	5,6
2023 1° trim.	101,2	-0,5	2,1	-0,5	-0,5	-0,1	0,4	-2,5	-1,4	0,2	0,1	5,5
<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	-0,3	-0,2	2,8	1,7	0,5	0,4	1,3	-0,8
2022	117,9	3,2	5,9	3,8	3,8	1,6	3,4	3,7	2,6	3,8	4,5	2,9
2022 2° trim.	116,7	3,4	6,8	4,9	5,2	1,6	3,8	4,9	3,0	4,0	4,4	3,4
3° trim.	118,4	2,8	5,1	2,0	3,0	2,4	2,2	2,3	2,9	3,1	3,8	3,8
4° trim.	120,4	4,1	7,0	3,0	3,2	3,7	3,4	2,9	1,2	5,1	5,6	3,4
2023 1° trim.	121,9	4,9	4,7	5,3	4,3	5,6	5,1	4,5	4,4	6,1	3,8	4,6
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2020	104,7	2,1	3,6	1,3	1,0	0,5	3,9	2,5	4,7	2,9	-0,5	-6,2
2021	104,7	0,0	-0,6	2,8	-4,9	1,1	0,1	0,9	-4,8	-1,3	0,4	-1,5
2022	104,6	-0,1	0,9	0,6	-1,8	0,5	-0,5	-0,6	-2,8	0,6	0,9	5,5
2022 2° trim.	104,6	0,5	1,0	1,5	-0,9	1,5	0,0	0,4	-2,7	1,6	1,4	9,3
3° trim.	104,9	-0,2	0,6	0,0	-2,5	1,3	-0,9	-1,2	-3,4	0,0	0,1	4,5
4° trim.	104,4	-0,5	0,3	0,2	-3,4	-0,2	-1,0	-1,9	-2,5	0,0	0,8	3,8
2023 1° trim.	103,6	-0,8	1,3	-1,0	-0,6	-0,5	0,7	-2,8	-0,5	-0,2	0,0	4,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	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 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
giu.	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07

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 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
giu.	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56

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
2020	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2021	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2022	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 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
giu.	455,5	4.324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4.345,4	32.754,5

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	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG <sup>3)</sup>			
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 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	3,08	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	1,20	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.	0,18	1,24	2,26	2,42	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,91	4,11	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
mag. <sup>(p)</sup>	0,21	1,30	2,44	2,48	7,18	16,25	8,35	7,60	8,33	5,08	4,23	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <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 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	3,74	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	4,08	4,32	3,88	4,22
apr.	0,44	2,80	3,11	4,40	4,86	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,68	4,39
mag. <sup>(p)</sup>	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,08	5,16	4,75	4,84	4,00	4,46	4,56	4,05	4,57

Fonte: BCE.

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

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>							
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM			SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche		
														1	2
<b>A breve termine</b>															
2020	1.489,1	429,7	126,5	52,5	96,7	836,1	722,5								
2021	1.412,3	427,9	131,7	49,9	88,0	764,7	674,9	387,7	138,4	79,7	26,4	32,1	137,6	104,8	
2022	1.371,9	466,8	143,4	50,3	94,7	667,0	621,7	481,8	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,2	
2023 gen.	1.384,2	515,6	135,0	48,9	92,3	641,3	594,2	512,7	222,2	107,9	40,3	50,5	132,1	112,5	
feb.	1.374,4	529,2	137,5	51,5	94,2	613,4	569,4	495,0	224,6	98,4	35,1	49,1	122,8	96,2	
mar.	1.423,4	536,6	135,7	50,7	96,4	654,7	603,4	583,5	239,4	122,3	38,7	53,3	168,5	131,0	
apr.	1.454,0	564,9	133,7	47,6	102,3	653,1	603,5	510,7	218,1	100,9	31,9	60,2	131,5	103,3	
mag.	1.453,9	581,6	133,1	46,3	103,1	636,1	599,6	512,5	243,1	114,2	34,1	53,9	101,4	86,5	
giu.	1.469,1	584,6	124,3	43,9	89,4	670,8	634,6	510,4	225,5	109,6	31,7	47,4	127,8	107,8	
<b>A lungo termine</b>															
2020	19.287,7	4.076,8	3.105,9	1.259,3	1.544,8	10.560,1	9.773,2								
2021	19.936,6	4.183,6	3.395,3	1.341,8	1.600,1	10.757,4	9.936,5	317,6	68,0	84,7	34,3	23,1	141,8	128,3	
2022	17.902,1	3.973,7	3.269,9	1.332,2	1.392,7	9.265,9	8.553,9	299,3	78,4	74,0	29,0	16,4	130,6	121,1	
2023 gen.	18.272,4	4.085,5	3.290,1	1.319,9	1.424,3	9.472,4	8.746,8	377,2	153,1	46,0	10,1	26,6	151,4	135,6	
feb.	18.187,5	4.082,1	3.292,7	1.323,9	1.414,0	9.398,7	8.675,3	354,2	99,1	54,3	12,9	17,9	182,9	165,8	
mar.	18.412,7	4.105,5	3.283,6	1.321,1	1.412,0	9.611,7	8.876,1	338,6	84,4	70,2	30,1	15,6	168,5	155,9	
apr.	18.411,0	4.118,3	3.283,6	1.317,8	1.415,4	9.593,8	8.873,4	308,9	73,0	76,1	22,2	16,4	143,3	137,5	
mag.	18.570,2	4.190,9	3.331,4	1.352,9	1.422,5	9.625,3	8.907,8	371,3	100,0	99,5	56,0	27,4	144,3	135,9	
giu.	18.664,9	4.200,5	3.343,2	1.362,3	1.425,2	9.696,0	8.975,9	389,4	113,0	75,4	28,4	31,4	169,6	157,9	

Fonte: BCE.

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

### 4.7 Tassi di crescita annuale e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro e variazioni percentuali; valori di mercato)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale					
							1				
<b>Consistenze</b>											
2020	20.776,8	4.506,5	3.232,5	1.311,8	1.641,6	11.396,2	10.495,7	8.517,5	473,6	1.336,4	6.706,4
2021	21.348,9	4.611,5	3.527,0	1.391,7	1.688,1	11.522,2	10.611,3	10.414,3	599,8	1.556,4	8.257,1
2022	19.274,0	4.440,5	3.413,3	1.382,6	1.487,4	9.932,8	9.175,6	8.746,7	524,7	1.363,1	6.858,3
2023 gen.	19.656,6	4.601,2	3.425,2	1.368,9	1.516,6	10.113,6	9.341,0	9.485,5	596,0	1.470,2	7.418,7
feb.	19.561,9	4.611,3	3.430,2	1.375,4	1.508,2	10.012,1	9.244,7	9.622,7	630,1	1.495,0	7.497,0
mar.	19.836,1	4.642,0	3.419,4	1.371,9	1.508,4	10.266,4	9.479,4	9.643,2	558,6	1.447,5	7.636,5
apr.	19.865,1	4.683,2	3.417,3	1.365,5	1.517,7	10.246,9	9.476,9	9.695,0	566,2	1.441,9	7.686,4
mag.	20.024,1	4.772,5	3.464,6	1.399,2	1.525,6	10.261,4	9.507,4	9.418,4	545,3	1.400,7	7.471,9
giu.	20.134,0	4.785,1	3.467,5	1.406,3	1.514,6	10.366,8	9.610,5	9.724,2	587,7	1.484,1	7.651,8
<b>Tasso di crescita<sup>1)</sup></b>											
2022 nov.	3,8	5,3	5,2	1,4	0,5	3,2	3,8	0,0	-1,5	1,4	-0,2
dec.	3,6	4,7	4,5	-0,1	1,0	3,2	3,8	0,0	-1,8	1,2	-0,1
2023 gen.	3,9	7,0	3,7	-0,3	0,7	3,1	3,7	0,0	-2,2	0,6	0,1
feb.	4,1	7,8	2,9	-0,9	1,3	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
mar.	3,7	6,9	2,1	-1,8	-0,2	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
apr.	4,2	8,0	1,5	-2,6	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
mag.	4,3	9,0	2,1	0,2	0,5	3,6	4,5	-0,1	-2,6	0,5	-0,1
giu.	5,0	9,7	3,3	1,8	0,8	4,2	5,1	-0,4	-2,3	1,6	-0,7

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	75,5	87,5	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,2	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,2	83,7	66,3	81,2	116,8	90,8
2022 3° trim.	94,0	89,3	92,2	81,9	64,4	79,6	114,5	88,9
4° trim.	95,9	91,8	94,6	84,5	65,4	81,7	117,3	91,7
2023 1° trim.	97,4	92,6	96,5	86,3	68,6	84,0	120,2	93,1
2° trim.	98,3	93,2	97,9	.	.	.	122,1	94,2
2023 gen.	97,3	92,5	96,3	-	-	-	119,9	92,9
feb.	97,3	92,6	96,5	-	-	-	120,1	93,1
mar.	97,5	92,8	96,7	-	-	-	120,5	93,3
apr.	98,6	93,6	97,6	-	-	-	122,3	94,5
mag.	98,1	93,0	97,8	-	-	-	121,7	93,8
giu.	98,3	93,1	98,4	-	-	-	122,5	94,3
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 giu.	0,2	0,1	0,6	-	-	-	0,7	0,5
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 giu.	2,5	2,7	5,1	-	-	-	5,0	4,5

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 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
2° trim.	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
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
giu.	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2023 giu.	2,2	0,4	0,0	-0,5	2,8	-1,6	-1,4	0,2	2,7	0,1	-0,3
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2023 giu.	9,8	-4,1	0,1	-6,6	8,2	-4,0	0,1	0,3	10,2	-4,7	2,6

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2022 2° trim.	32.312,5	31.585,7	726,9	12.488,2	10.282,9	11.594,6	13.006,6	28,5	7.079,3	8.296,2	1.122,0	16.312,4
3° trim.	32.357,3	31.562,6	794,7	12.741,7	10.485,1	11.275,1	12.693,3	37,1	7.167,7	8.384,1	1.135,7	16.437,5
4° trim.	30.995,1	30.507,8	487,3	12.132,7	10.013,1	11.152,5	12.716,7	68,0	6.527,7	7.778,0	1.114,3	15.425,2
2023 1° trim.	31.605,7	31.273,6	332,1	12.307,7	9.926,6	11.324,3	13.378,3	30,8	6.809,3	7.968,7	1.133,6	15.719,0
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2023 1° trim.	231,3	228,8	2,4	90,1	72,6	82,9	97,9	0,2	49,8	58,3	8,3	115,0
<i>Transazioni</i>												
2022 2° trim.	-2,2	-50,2	48,0	96,2	-50,2	-121,9	-92,2	26,3	-5,2	92,2	2,3	-
3° trim.	-85,2	-49,0	-36,2	10,1	-23,4	-173,4	4,2	38,5	32,4	-29,8	7,3	-
4° trim.	-531,8	-590,4	58,6	-265,5	-250,7	95,5	86,7	-4,1	-367,0	-426,4	9,3	-
2023 1° trim.	404,2	356,6	47,6	58,3	3,7	61,6	158,0	15,5	287,2	194,9	-18,5	-
2022 dic.	-583,0	-625,4	42,5	-267,4	-271,5	53,5	-3,2	-7,7	-366,2	-350,7	4,8	-
2023 gen.	183,2	162,5	20,8	-2,8	-8,5	58,0	26,0	-0,6	137,4	145,0	-8,7	-
feb.	97,7	97,2	0,5	54,0	1,0	14,8	42,9	10,4	30,0	53,4	-11,4	-
mar.	123,2	96,9	26,3	7,2	11,3	-11,2	89,2	5,7	119,9	-3,5	1,6	-
apr.	5,4	34,9	-29,5	1,8	-5,3	40,4	7,3	1,0	-35,9	32,9	-1,8	-
mag.	83,2	61,6	21,5	25,9	60,7	37,7	-23,4	13,2	5,0	24,3	1,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2023 mag.	-208,3	-284,9	76,6	-203,5	-258,0	22,9	280,9	67,1	-94,2	-307,7	-0,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 mag.	-1,5	-2,1	0,6	-1,5	-1,9	0,2	2,1	0,5	-0,7	-2,3	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												
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2				11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	3	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi			5	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni		
1	2		4			8	9						
Consistenze													
2020	1.363,7	8.906,5	10.270,1	1.026,7	2.449,4	3.476,1	13.746,3	101,8	627,0	4,4	733,1	14.479,4	
2021	1.469,7	9.831,1	11.300,9	916,1	2.506,4	3.422,5	14.723,3	118,0	647,2	21,5	786,7	15.510,0	
2022	1.538,5	9.783,0	11.321,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.265,8	123,3	649,9	46,4	819,7	16.085,5	
2022 3° trim.	1.538,2	10.180,3	11.718,6	1.175,8	2.552,7	3.728,4	15.447,0	120,4	598,0	48,8	767,3	16.214,3	
2022 4° trim.	1.538,5	9.783,0	11.321,4	1.377,8	2.566,6	3.944,4	15.265,8	123,3	649,9	46,4	819,7	16.085,5	
2023 1° trim.	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,2	15.185,8	103,2	681,3	93,4	877,9	16.063,7	
2023 2° trim. <sup>(a)</sup>	1.534,8	9.179,7	10.714,4	1.868,4	2.534,0	4.402,4	15.116,9	113,3	698,7	89,4	901,3	16.018,2	
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	49,6	817,9	16.106,8	
2023 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	80,7	856,8	16.092,0	
2023 mar.	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,2	15.185,8	103,2	681,3	93,4	877,9	16.063,7	
2023 apr.	1.536,8	9.373,2	10.910,0	1.702,4	2.537,5	4.239,9	15.149,8	101,5	687,1	86,3	874,9	16.024,7	
2023 mag.	1.537,1	9.280,9	10.818,0	1.765,4	2.527,8	4.293,2	15.111,2	112,9	690,8	96,8	900,5	16.011,7	
2023 giu. <sup>(a)</sup>	1.534,8	9.179,7	10.714,4	1.868,4	2.534,0	4.402,4	15.116,9	113,3	698,7	89,4	901,3	16.018,2	
Transazioni													
2020	139,2	1.265,5	1.404,7	-33,8	86,3	52,5	1.457,2	19,6	111,0	1,2	131,7	1.589,0	
2021	107,4	915,6	1.023,0	-121,6	66,7	-55,0	968,0	12,1	20,9	14,4	47,3	1.015,3	
2022	68,8	-46,6	22,2	427,3	56,7	484,1	506,3	3,7	3,0	77,4	84,2	590,5	
2022 3° trim.	10,2	57,1	67,3	160,5	21,8	182,3	249,6	2,7	-11,0	38,7	30,3	279,9	
2022 4° trim.	0,3	-361,7	-361,4	212,5	13,9	226,4	-135,0	4,8	52,0	-1,3	55,4	-79,6	
2023 1° trim.	4,3	-379,4	-375,1	261,1	-11,8	249,3	-125,8	-20,6	31,2	48,8	59,4	-66,5	
2023 2° trim. <sup>(a)</sup>	-9,3	-248,7	-258,0	221,0	-32,7	188,3	-69,8	10,1	17,2	-1,9	25,4	-44,3	
2023 gen.	0,9	-101,6	-100,7	74,9	-0,9	74,0	-26,7	9,9	-15,5	4,7	-0,9	-27,6	
2023 feb.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	28,9	36,2	-22,5	
2023 mar.	4,4	-139,1	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	15,2	24,1	-16,3	
2023 apr.	-7,3	-69,8	-77,1	56,8	-12,2	44,6	-32,5	-1,5	5,8	-5,6	-1,3	-33,8	
2023 mag.	0,3	-99,7	-99,4	59,3	-9,8	49,5	-49,9	10,8	3,6	8,8	23,3	-26,7	
2023 giu. <sup>(a)</sup>	-2,3	-79,2	-81,5	104,9	-10,7	94,2	12,7	0,7	7,7	-5,1	3,4	16,1	
Variazioni percentuali													
2020	11,4	16,4	15,7	-3,2	3,7	1,5	11,8	24,4	21,3	-	21,8	12,3	
2021	7,9	10,3	10,0	-11,8	2,7	-1,6	7,0	12,0	3,3	371,3	6,5	7,0	
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	520,2	11,3	3,8	
2022 3° trim.	6,5	5,1	5,3	23,6	2,3	8,0	5,9	-4,5	-1,3	331,2	7,4	6,0	
2022 4° trim.	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	520,2	11,3	3,8	
2023 1° trim.	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,7	23,8	2,1	
2023 2° trim. <sup>(a)</sup>	0,4	-9,2	-8,0	85,5	-0,4	24,0	-0,5	-2,5	14,7	343,1	23,1	0,6	
2023 gen.	3,8	-2,0	-1,3	49,6	2,1	15,2	2,6	2,6	5,7	243,6	13,4	3,1	
2023 feb.	2,9	-4,0	-3,1	59,1	1,7	17,5	1,7	-6,1	11,6	459,4	20,9	2,6	
2023 mar.	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,7	23,8	2,1	
2023 apr.	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,8	21,0	0,5	-13,7	14,9	352,0	21,5	1,5	
2023 mag.	0,7	-8,1	-7,0	80,9	0,2	22,5	-0,1	-10,1	15,3	419,5	23,9	1,0	
2023 giu. <sup>(a)</sup>	0,4	-9,2	-8,0	85,5	-0,4	24,0	-0,5	-2,5	14,7	343,1	23,1	0,6	

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			
<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	1.120,6	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	1.275,5	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	1.300,8	235,0	560,0
2022 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	1.493,4	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	1.300,8	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
2° trim. <sup>(a)</sup>	3.338,3	2.508,5	685,8	132,3	11,7	8.380,6	5.310,1	703,7	2.365,9	0,9	1.181,1	230,6	564,8
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.	3.336,7	2.572,1	622,8	131,6	10,1	8.376,6	5.398,7	608,1	2.368,9	0,9	1.213,8	227,0	560,5
mag.	3.308,0	2.531,8	632,7	131,9	11,6	8.378,8	5.361,8	656,8	2.359,2	0,9	1.217,9	226,6	555,8
giu. <sup>(a)</sup>	3.338,3	2.508,5	685,8	132,3	11,7	8.380,6	5.310,1	703,7	2.365,9	0,9	1.181,1	230,6	564,8
<b>Transazioni</b>													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	160,2	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	159,4	-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	0,4	7,6	14,7
2022 3° trim.	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	89,5	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	-168,1	-7,4	8,4
2023 1° trim.	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,1	120,0	-9,7	0,1	-97,5	-2,1	12,7
2° trim. <sup>(a)</sup>	-4,4	-92,0	84,8	-0,6	3,3	-10,1	-116,1	135,3	-29,2	-0,1	-20,5	-0,9	-14,5
2023 gen.	0,6	-40,9	40,5	-0,6	1,6	13,1	-25,0	37,3	0,9	-0,1	-30,0	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	-27,3	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,4	7,1	2,5
apr.	-4,2	-27,7	22,7	-1,0	1,8	-13,9	-44,2	40,0	-9,6	-0,1	14,4	-4,4	-18,6
mag.	-33,4	-43,0	8,1	0,3	1,2	0,6	-37,7	48,1	-9,8	0,1	-0,9	-0,8	-5,0
giu. <sup>(a)</sup>	33,1	-21,3	54,1	0,1	0,3	3,2	-34,2	47,2	-9,8	-0,1	-34,0	4,3	9,1
<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	16,0	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	14,2	-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	0,3	3,4	2,7
2022 3° trim.	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	14,3	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	0,3	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	-8,7	0,6	3,5
2° trim. <sup>(a)</sup>	0,7	-12,6	125,3	2,1	10,3	1,1	-4,4	96,8	-0,3	20,8	-14,1	0,5	-2,1
2023 gen.	3,2	-4,9	82,0	3,9	-28,1	3,3	1,9	31,7	2,2	-3,1	-4,4	-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	-8,6	-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	-8,7	0,6	3,5
apr.	1,2	-10,1	108,1	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,7	0,9	-7,0	-9,0	1,0	-1,4
mag.	0,3	-11,8	119,1	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,1	0,3	18,9	-10,1	-1,4	-3,2
giu. <sup>(a)</sup>	0,7	-12,6	125,3	2,1	10,3	1,1	-4,4	96,8	-0,3	20,8	-14,1	0,5	-2,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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



## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	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	13.177,9	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2022 3° trim.	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.421,7	13.051,1	13.204,2	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	13.177,9	5.127,0	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 1° trim.	6.358,0	995,7	5.337,4	15.415,4	13.014,0	13.204,5	5.131,2	6.665,9	1.078,4	138,5	1.552,0	849,4
2° trim. <sup>(a)</sup>	6.269,4	985,9	5.258,1	15.421,6	12.979,2	13.205,9	5.130,6	6.633,6	1.071,0	144,0	1.576,3	866,1
2023 gen.	6.379,3	996,3	5.358,1	15.422,7	13.028,2	13.223,8	5.141,4	6.655,3	1.084,5	147,0	1.557,9	836,6
feb.	6.347,5	997,3	5.325,3	15.417,3	13.023,1	13.214,7	5.140,2	6.659,9	1.074,4	148,6	1.548,5	845,7
mar.	6.358,0	995,7	5.337,4	15.415,4	13.014,0	13.204,5	5.131,2	6.665,9	1.078,4	138,5	1.552,0	849,4
apr.	6.319,0	981,6	5.312,2	15.422,9	13.000,9	13.202,5	5.125,1	6.666,8	1.064,5	144,6	1.564,3	857,7
mag.	6.262,0	990,6	5.245,8	15.445,5	13.000,6	13.228,2	5.135,3	6.631,6	1.092,1	141,6	1.582,6	862,3
giu. <sup>(a)</sup>	6.269,4	985,9	5.258,1	15.421,6	12.979,2	13.205,9	5.130,6	6.633,6	1.071,0	144,0	1.576,3	866,1
<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	680,3	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,5
2022 3° trim.	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,6	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
4° trim.	44,4	4,1	39,7	3,5	-31,7	11,4	-17,4	27,4	-27,5	-14,2	22,6	12,5
2023 1° trim.	-80,5	-19,8	-60,6	-5,9	7,0	4,0	-2,6	14,1	3,3	-7,8	-20,8	7,9
2° trim. <sup>(a)</sup>	-87,1	-9,7	-77,8	8,0	-29,9	2,6	3,5	-29,7	-9,2	5,5	23,9	14,1
2023 gen.	-57,5	-17,7	-39,7	-3,5	12,9	7,3	1,6	1,4	9,3	0,6	-15,2	-1,2
feb.	2,2	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-7,4	-2,3	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
mar.	-25,2	-3,2	-21,9	6,7	2,0	4,1	-2,0	8,3	5,7	-10,0	2,6	2,0
apr.	-34,3	-14,0	-20,5	9,2	-9,3	1,9	-2,7	2,0	-14,7	6,2	12,2	6,4
mag.	-63,4	8,9	-72,8	18,2	-5,5	17,8	8,0	-35,2	24,9	-3,1	17,0	6,7
giu. <sup>(a)</sup>	10,6	-4,5	15,4	-19,4	-15,1	-17,2	-1,8	3,6	-19,4	2,5	-5,3	1,1
<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 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
2° trim. <sup>(a)</sup>	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,1
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.	-0,8	-2,9	-0,5	2,5	2,9	3,3	3,8	2,6	2,7	-9,5	-1,3	3,2
mag.	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,2	-13,0	2,3	2,6
giu. <sup>(a)</sup>	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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	5.135,7	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.832,7	717,6	5.215,0	700,7
2022 3° trim.	5.165,6	5.148,4	1.008,0	1.068,1	3.089,5	6.613,7	6.806,5	714,0	5.195,4	704,2
4° trim.	5.127,0	5.135,7	963,3	1.079,4	3.084,3	6.633,3	6.832,7	717,6	5.215,0	700,7
2023 1° trim.	5.131,2	5.145,0	940,2	1.093,0	3.098,0	6.665,9	6.871,4	723,6	5.236,1	706,3
2° trim. <sup>(p)</sup>	5.130,6	5.144,0	924,4	1.086,7	3.119,5	6.633,6	6.866,4	725,5	5.207,6	700,4
2023 gen.	5.141,4	5.151,8	955,0	1.086,3	3.100,1	6.655,3	6.864,0	720,0	5.223,1	712,2
feb.	5.140,2	5.149,7	945,3	1.092,0	3.103,0	6.659,9	6.868,2	721,7	5.228,3	709,9
mar.	5.131,2	5.145,0	940,2	1.093,0	3.098,0	6.665,9	6.871,4	723,6	5.236,1	706,3
apr.	5.125,1	5.142,6	929,9	1.094,3	3.100,8	6.666,8	6.871,9	725,1	5.237,6	704,0
mag.	5.135,3	5.146,0	924,5	1.096,2	3.114,6	6.631,6	6.870,3	726,1	5.204,3	701,3
giu. <sup>(p)</sup>	5.130,6	5.144,0	924,4	1.086,7	3.119,5	6.633,6	6.866,4	725,5	5.207,6	700,4
<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	308,4	78,5	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 3° trim.	139,1	139,2	55,4	39,9	43,8	58,7	59,5	4,9	55,6	-1,8
4° trim.	-17,4	7,5	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 1° trim.	-2,6	3,7	-20,8	10,9	7,3	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	3,5	0,4	-14,3	-4,5	22,4	-29,7	-3,2	3,4	-27,9	-5,2
2023 gen.	1,6	-1,2	-7,9	3,0	6,5	1,4	10,2	0,0	2,2	-0,8
feb.	-2,3	-1,0	-10,4	5,6	2,5	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
mar.	-2,0	6,0	-2,5	2,2	-1,7	8,3	5,4	2,6	7,5	-1,9
apr.	-2,7	0,5	-9,1	3,1	3,3	2,0	2,6	2,0	1,8	-1,9
mag.	8,0	-0,1	-6,6	1,3	13,3	-35,2	-3,4	1,3	-33,8	-2,8
giu. <sup>(p)</sup>	-1,8	0,0	1,4	-8,9	5,7	3,6	-2,4	0,0	4,1	-0,5
<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	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 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	6,4	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
2° trim. <sup>(p)</sup>	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,6
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.	3,8	4,7	1,6	8,6	2,9	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0
mag.	3,2	4,0	-0,7	8,2	2,8	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
giu. <sup>(p)</sup>	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <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 pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	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	487,2	136,7	141,1
2021	762,6	6.886,1	1.837,3	37,1	1.997,2	3.014,4	1.377,7	435,7	128,5	136,8
2022	683,4	6.736,7	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,7	1.333,6	410,2	137,8	147,6
2022 3° trim.	642,5	6.764,3	1.801,9	30,6	2.096,5	2.835,4	1.318,8	520,9	148,0	146,7
4° trim.	683,4	6.736,7	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,7	1.333,6	410,2	137,8	147,6
2023 1° trim.	580,0	6.895,3	1.792,7	35,0	2.171,2	2.896,4	1.434,7	330,8	152,1	165,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	477,7	6.954,8	1.807,4	40,3	2.227,9	2.879,2	1.468,5	291,2	168,6	172,6
2023 gen.	564,5	6.842,3	1.784,4	32,5	2.158,3	2.867,0	1.350,5	361,0	155,5	157,0
feb.	553,6	6.818,8	1.785,7	33,8	2.177,0	2.822,3	1.336,2	363,3	154,6	159,6
mar.	580,0	6.895,3	1.792,7	35,0	2.171,2	2.896,4	1.434,7	330,8	152,1	165,8
apr.	586,5	6.907,2	1.807,3	35,8	2.168,6	2.895,5	1.443,2	333,3	153,3	161,9
mag.	483,6	6.979,3	1.805,9	37,7	2.213,1	2.922,6	1.449,5	317,5	172,9	184,1
giu. <sup>(p)</sup>	477,7	6.954,8	1.807,4	40,3	2.227,9	2.879,2	1.468,5	291,2	168,6	172,6
<b>Transazioni</b>										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-66,4	145,5	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-110,7	-98,7	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,6	-89,8	-5,2	14,7	111,9	-72,0	-193,4	10,5	17,9
2022 3° trim.	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-42,2	10,9	-18,6	-10,6
4° trim.	40,8	64,4	-15,2	0,3	57,9	21,4	51,7	-73,8	-10,2	1,0
2023 1° trim.	-110,1	85,4	8,3	4,0	63,9	9,1	72,0	-76,7	15,0	18,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	-102,1	83,3	13,9	5,0	56,5	8,0	89,0	-73,0	16,5	6,7
2023 gen.	-125,1	45,8	0,2	1,6	48,4	-4,3	2,0	-47,8	17,7	9,4
feb.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,0	8,4	-18,5	-0,2	3,0
mar.	26,2	22,8	8,0	1,1	9,3	4,3	61,5	-10,4	-2,5	6,5
apr.	6,5	23,3	15,4	0,8	4,1	3,0	24,3	-3,2	1,2	-3,9
mag.	-102,7	40,3	-4,2	1,9	31,0	11,6	-12,2	-31,7	19,6	22,2
giu. <sup>(p)</sup>	-5,9	19,7	2,6	2,3	21,4	-6,6	76,9	-38,2	-4,3	-11,5
<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 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
2° trim. <sup>(p)</sup>	-37,7	3,3	-2,2	30,5	8,5	2,7	-	-	1,7	10,2
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.	-23,9	2,3	-2,3	3,9	5,0	3,2	-	-	-16,0	-5,3
mag.	-35,0	3,2	-2,5	21,2	7,5	3,3	-	-	-4,8	8,2
giu. <sup>(p)</sup>	-37,7	3,3	-2,2	30,5	8,5	2,7	-	-	1,7	10,2

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 2° trim.	47,3	46,5	13,5	13,2	15,0	0,8	50,5	45,6	10,0	5,9	1,5	23,2	4,9
3° trim.	47,3	46,5	13,7	13,1	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
4° trim.	47,0	46,3	13,6	13,0	14,9	0,8	50,7	45,6	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 1° trim.	46,8	46,0	13,5	12,9	14,9	0,8	50,5	45,4	9,9	5,8	1,7	22,8	5,1

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valute		
		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 2° trim.	94,0	2,9	13,5	77,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	92,7	2,9	13,6	76,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	91,4	2,7	13,3	75,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 1° trim.	91,2	2,6	12,9	75,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	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
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	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,4	0,9
mag.	13,4	12,2	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
giu.	13,4	12,1	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,3	1,9	2,0	2,8	1,1

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
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
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 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	-2,3	-0,3	1,5	-3,1	-4,1	-4,2	0,5	-7,8	2,6
4° trim.	-3,9	-2,7	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2022 1° trim.	-4,5	-3,0	-1,2	2,0	-2,7	-4,4	-4,5	0,5	-8,2	2,4
<b>Debito pubblico</b>										
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 2° trim.	108,5	67,6	16,8	50,5	183,0	116,1	113,2	73,1	149,3	95,4
3° trim.	106,5	67,0	15,9	48,5	175,8	115,6	113,5	70,4	145,9	91,4
4° trim.	105,1	66,2	18,4	44,4	171,3	113,2	111,8	68,8	144,4	86,5
2022 1° trim.	107,4	65,9	17,2	43,5	168,3	112,8	112,4	69,5	143,5	84,0
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
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 2° trim.	-4,4	0,8	0,9	-6,5	-0,3	-1,9	0,1	-3,2	-3,3	-1,3
3° trim.	-4,1	0,8	0,8	-5,6	-0,5	-2,5	1,0	-3,0	-2,7	-0,9
4° trim.	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	-0,1	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,8
2022 1° trim.	-4,1	-1,2	-0,3	-4,9	-0,1	-3,4	0,1	-3,1	-2,5	-0,8
<b>Debito pubblico</b>										
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 2° trim.	41,7	39,6	25,3	53,7	50,0	82,6	123,1	73,5	59,2	72,5
3° trim.	40,0	37,3	24,6	52,8	48,2	81,4	119,9	72,4	57,5	71,8
4° trim.	40,8	38,4	24,6	53,2	50,1	78,5	113,9	69,9	57,8	72,9
2022 1° trim.	42,9	38,4	28,0	53,6	48,3	80,6	113,8	69,5	57,9	72,5

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 26 luglio 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-23-005-IT-N (online)